



# LA CRISIS Y LA POLÍTICA ECONÓMICA: CINCO LECCIONES (PRELIMINARES)

David Vegara Figueras \*

## Resumen

A mediados de 2010 se estima que la ya conocida como “gran recesión”, que se manifestó a partir del verano de 2007, ha provocado la destrucción de millones de empleos en todo el mundo, especialmente en las economías avanzadas. A pesar de que gran parte de ellas ha recuperado la senda del crecimiento económico en los últimos meses, los acontecimientos en Grecia y los ajustes fiscales en marcha en un numeroso grupo de países ponen de manifiesto que la recuperación es todavía frágil y que aún no podemos hablar de la crisis en pasado. Sin embargo, incluso tomando esto en consideración, parece razonable preguntarse si hay algunas lecciones para la política económica que puedan extraerse de lo que hemos vivido estos últimos años. Evidentemente, aún es pronto para ello, por lo que cualquier esbozo sobre las implicaciones de la crisis para la política económica no deja de ser un ejercicio arriesgado y, en todo caso, necesariamente preliminar. El objetivo de las siguientes páginas es repasar brevemente las causas, los efectos y las respuestas a la crisis para, posteriormente, discutir el papel del conocimiento económico a la hora de anticiparla y en las respuestas articuladas frente a la misma. Finalmente esbozaremos algunas lecciones (necesariamente preliminares, como decíamos) que los acontecimientos de los últimos años parecen enseñarnos en el campo de la política económica.

## Abstract

*Half way through 2010, it is estimated that what is now known as the “great recession” which manifested itself following summer 2007 has led to the destruction of millions of jobs all around the world, especially in the advanced economies. Even though most of them have found themselves back on the road to economic growth in recent months, events in Greece and the fiscal tightening measures required in other countries highlight that the recovery is still fragile and that we cannot yet talk about the crisis as a past event. However, even taking this into consideration, it seems reasonable to ask whether there are certain lessons for economic policy which can be drawn from what we have experienced. Clearly, it is too soon for this exercise, and any attempts to sketch out the implications of the crisis for economic policy is a risky and preliminary exercise. The aim of the following pages is to briefly review the causes, effects and responses to the crisis before going on to discuss the role of economic knowledge when it comes to anticipating crisis and in the responses given to it. Finally, we outline a few lessons (preliminary, as we said above) that events of recent years appear to be showing us in the field of economic policy.*

## 1. Introducción

A mediados de 2010 se estima que la ya conocida como “gran recesión” ha provocado la destrucción de millones de empleos en todo el mundo, especialmente en las economías avanzadas. Desde que en pleno mes de agosto de 2007 determinados fondos de inversión no fueron capaces de hacer frente a sus obligaciones como consecuencia de ciertas inversiones en activos respaldados por hipotecas norteamericanas hasta el plan de rescate de Grecia, la economía mundial se ha visto sometida a un conjunto de perturbaciones difícilmente imaginables poco tiempo atrás.

Lo que comenzó en un segmento de los mercados financieros (el ya conocido mercado *subprime* norteamericano) se extendió rápidamente a una crisis del sistema financiero de las economías desarrolladas, especialmente de sus sistemas bancarios, con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, posteriormente a las economías de Europa del Este y, desde principios de 2010, está poniendo en serias dificultades al conjunto de países del Sur de Europa

\* Fondo Monetario Internacional. Ex Secretario de Estado de Economía del Gobierno de España (2004-2009). Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no representan necesariamente las del FMI.

por la desconfianza de los inversores internacionales en su capacidad de reducir los elevados déficit públicos alcanzados y por los elevados niveles de deuda acumulados por los sectores privado y público en los años de expansión económica.

La velocidad y el grado de deterioro de la actividad económica, especialmente a partir de octubre de 2008, obligó a los gobiernos y bancos centrales de los distintos países a articular un conjunto de respuestas y políticas de una magnitud sin precedentes. Los gobiernos se vieron obligados a extender la garantía de los depósitos del sistema bancario, rescatar numerosas entidades financieras y expandir significativamente el gasto en un contexto en el que sus ingresos se reducían rápidamente, mientras los bancos centrales recortaban drásticamente sus tipos de interés oficiales y expandían sus balances de forma significativa. Todo, para evitar el colapso de sus respectivas economías.

A pesar de que gran parte de las economías avanzadas ha recuperado la senda del crecimiento económico en los últimos meses, la situación en Grecia y los ajustes fiscales necesarios en otros países ponen de manifiesto que la recuperación es todavía frágil y que no podemos hablar todavía de la crisis en pasado. Sin embargo, aun tomando esto en consideración, parece razonable preguntarse si hay algunas lecciones para la política económica que puedan extraerse de lo que hemos vivido estos últimos años. Evidentemente, aún es pronto para ello, por lo que cualquier esbozo sobre las implicaciones de la crisis para la política económica no deja de ser un ejercicio arriesgado y, en todo caso, necesariamente preliminar.

Considerando lo anterior, el objetivo de las siguientes páginas es repasar brevemente las causas, los efectos y las respuestas a la crisis para, posteriormente, discutir el papel del conocimiento económico a la hora de anticiparla y en las respuestas articuladas frente a la misma. Finalmente, esbozaremos algunas lecciones (necesariamente preliminares, como decíamos) que los acontecimientos de los últimos años parecen enseñarnos en el campo de la política económica.

## 2. Causas, efectos y respuestas

Las causas de la crisis son múltiples pero, de forma muy sintética, cabría atribuirla a la superposición de diversos fallos que cabe agrupar en tres categorías:

- a) **Fallos de mercado**, que se manifestaron en el aumento de las asimetrías informativas derivadas del proceso de innovación financiera; en la existencia de conflictos de interés no resueltos en ciertas empresas que prestan servicios financieros y en fallos de gobierno que han primado una visión a corto plazo en beneficio de los gestores y en perjuicio de los accionistas y empleados. El paradigma en este campo serían los fallos detectados en el modelo *originar y distribuir* tan en boga en los últimos años.



- b) Fallos regulatorios**, que permitieron la coexistencia de actividades reguladas y no reguladas, es decir, de *agujeros negros* que favorecieron el arbitraje regulator, el desarrollo de activos de baja calidad y su diseminación por todo el sistema o la innovación financiera orientada a evadir el consumo de recursos propios, por poner algunos ejemplos. El paradigma en este campo lo constituyeron las operaciones fuera de balance de una parte muy importante del sistema bancario mundial que *volvieron al balance* al aparecer problemas de liquidez en los mercados, provocando enormes pérdidas a las instituciones financieras involucradas.
- c) Fallos de diseño de políticas macroeconómicas**, que propiciaron unas condiciones extremadamente holgadas de liquidez y bajo coste de financiación durante un dilatado periodo de tiempo. Este entorno favoreció la asunción de unos niveles de riesgo y endeudamiento no sostenibles por parte de los agentes y un proceso continuado de sobrevaloración de los activos. El paradigma en este campo sería la acumulación de desequilibrios por cuenta corriente sin precedentes en un conjunto muy importante de países.

Esta última categoría merece especial atención para el objetivo que nos ocupa. En los debates alrededor de la crisis y sus causas no parece haberse dado suficiente importancia al papel desarrollado por los desequilibrios globales y al dilatado período de bajos tipos de interés como factores explicativos de la misma. La crisis tiene su origen en un proceso de acumulación de desequilibrios macroeconómicos a nivel mundial y en comportamientos y prácticas de un conjunto de agentes privados. Estos comportamientos y prácticas se han dado en el contexto de un marco regulatorio y de supervisión que, en muchos casos, se ha manifestado claramente inapropiado y, sin duda, son los aspectos financieros los que más han llamado la atención.

Pero no deben olvidarse los aspectos relacionados con los desequilibrios macroeconómicos acumulados por los distintos países en la última década, en forma de déficit por cuenta corriente en unos países y de los correspondientes superávits en otros.

Recordemos dos cuestiones muy básicas pero importantes relacionadas con las cuentas exteriores de un país. En primer lugar, un déficit por cuenta corriente muestra, al fin y al cabo, una diferencia entre la inversión y el ahorro del país en cuestión. Cuando el país invierte más de lo que ahorra (sectores privado y público conjuntamente), aparece un déficit por cuenta corriente y el país debe pedir prestado al exterior para financiarlo, endeudándose en los mercados internacionales (es decir, frente al resto de países). Cuando el país ahorra más de lo que invierte, aparece un superávit por cuenta corriente y el país financia a otros países que tienen déficit.

En segundo lugar, un país con déficit por cuenta corriente persistentes acumulará deuda con el resto del mundo. Si el resto de países que financian su déficit quieren mantener un tipo de cambio más o menos fijo con el primero, deberán acumular la divisa de éste, pues en caso contrario lo más probable es que la moneda del primero se depreciara y este proceso conllevara una corrección del déficit.

Estos desequilibrios globales estaban (y seguramente siguen estando) íntimamente relacionados con lo que Ben Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal de los EEUU, denominó en su día el *global savings glut*<sup>1</sup> (el “exceso [o abundancia] global de ahorro”). Por definición, no es posible un exceso de ahorro en la economía mundial (pues éste es siempre igual a la inversión al ser la economía mundial una economía *cerrada*), pero Bernanke se refería a las espectaculares tasas de ahorro que mostraban algunos países con relación a su PIB y a sus niveles de inversión que, combinados con su orientación exportadora y su deseo de evitar caer en lo que habían sido las crisis *tipo* de los países emergentes hasta los años 90 (es decir, acumulación de deuda en divisas por la sucesiva acumulación de déficit por cuenta corriente, posterior depreciación de la moneda del país, etc.), llevaban a una acumulación de reservas sin precedentes por parte de algunos países, muy particularmente China<sup>2</sup>.

La dinámica de los últimos años es bien conocida: elevados déficit por cuenta corriente en algunos países financiados por los países exportadores y unas tasas de inflación reducidas (medidas por los índices de precios de consumo) que favorecían el mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos e inducían aumentos en los precios de otros activos (especialmente en el sector vivienda) y un descenso del precio del riesgo en los mercados financieros. Todo ello favoreció una excesiva acumulación de deuda en los países avanzados, especialmente en sus sectores privados, cuyo riesgo se puso repentinamente de manifiesto con la aparición de los primeros quebrantos en algunos segmentos de los mercados financieros.

Las cuantiosas pérdidas y la incertidumbre con relación a futuros quebrantos y a su distribución provocaron el cuasi-colapso del sector financiero mundial y tuvieron efectos muy negativos sobre el crédito y la predisposición al gasto de los agentes económicos, especialmente de los privados. Los efectos de todo ello son bien conocidos. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>3</sup>, el conjunto de economías desarrolladas, después de crecer una media del 2,9% entre 2004 y 2007, experimentaron en 2008 un crecimiento de tan sólo el 0,5% y su PIB descendió un 3,2% en 2009. Para 2010 se espera un crecimiento del 2,3%. La economía mundial, que creció a una media cercana al 5% entre 2004 y 2007, se contrajo un 0,6% en 2009 y crecerá un 4,2% este año. Por lo que se refiere a las tasas de paro, se prevé que después de situarse en el 5,4% el 2007 en el conjunto de las economías desarrolladas, alcance el 9,3% en 2010. Es, en consecuencia, el peor comportamiento de la economía mundial desde el período de entreguerras.

La respuesta de los gobiernos y las autoridades monetarias tampoco tiene precedentes. Por lo que se refiere a las políticas monetarias, los bancos centrales recortaron sus tipos de interés oficiales, de forma que a principios de 2010 ninguna de las grandes áreas económicas del mundo tenía su tipo de referencia por encima del 1%. Estos recortes fueron en muchos casos complementados con un conjunto de medidas de relajamiento monetario cuantitativo (*quantitative easing*).

---

<sup>1</sup> Bernanke (2005).

<sup>2</sup> Wolf (2009).

<sup>3</sup> FMI (2010).



El impacto del descenso de la actividad económica y la menor predisposición al gasto de los agentes económicos fue especialmente acusado en las cuentas públicas. El descenso en los ingresos y los aumentos en los gastos han llevado a los déficit públicos a niveles insospechados hace poco tiempo. En 2009 tres países del G-7 mostraron desequilibrios en sus cuentas públicas superiores al 10% de su PIB (EEUU, Reino Unido, Japón) y el déficit público de las economías avanzadas fue del 10% del PIB y se prevé que baje sólo ligeramente en 2010.

El deterioro de las cuentas públicas tiene tres orígenes<sup>4</sup>. En primer lugar, el de carácter cíclico; es decir, el que tiene relación con el descenso de los ingresos y el aumento de los gastos provocado directamente por la caída en la actividad económica (los llamados estabilizadores automáticos). Esta parte del déficit es la que se recuperará (teóricamente) una vez se recupere el crecimiento. En segundo lugar, el de carácter estructural; es decir, aquellos menores ingresos (fundamentalmente) que no se recuperarán cuando se recupere la economía<sup>5</sup> y que obligan a un ajuste del gasto público de proporciones semejantes para volver a niveles de déficit públicos más reducidos. Finalmente, los gobiernos articularon un conjunto de medidas discrecionales que tuvieron también un impacto sobre el déficit (aumentos de la protección social, ayudas a determinados sectores económicos, etc.)<sup>6</sup>.

El impacto de estos déficit sobre los niveles de deuda pública ha sido, y será en los próximos años, muy significativo. El FMI<sup>7</sup> prevé que entre 2007 y 2015 la ratio deuda pública sobre PIB aumentará en 47,6 puntos porcentuales en EE UU (hasta 109,7%); en 29,2 en la Zona Euro (hasta 94,9%); en 46,5 en el Reino Unido (hasta el 60,6%); y en 61,1 en Japón (hasta el 248,8%).

El deterioro de la actividad económica y de las cuentas públicas ha sido pues generalizado en el conjunto de las economías avanzadas dadas las interconexiones, reales y financieras, entre las mismas. Como consecuencia de ello, pronto se puso de manifiesto la necesidad de intentar buscar respuestas coordinadas a nivel internacional, tanto a nivel de la Unión Europea como del llamado *Grupo de los Veinte* (G-20).

Las iniciativas de coordinación internacional para hacer frente a la crisis han tenido tres objetivos fundamentales. En primer lugar, articular unas respuestas fiscales y monetarias al descenso del gasto del sector privado, de forma que las actuaciones de los sectores públicos y de los bancos centrales compensaran, aunque fuera parcialmente, los efectos sobre la

<sup>4</sup> El compromiso de los recursos públicos como respuesta a la crisis va incluso mucho más allá de lo que reflejan las cifras de déficit públicos, puesto que el volumen comprometido con el sector financiero ha sido muy importante. Aunque ciertamente gran parte de estos compromisos son de carácter contingente, la Comisión Europea estimó que las economías desarrolladas han comprometido una cifra cercana al 30% de su PIB en 2008 en esquemas de garantías, adquisición de activos y préstamos de gobiernos, inyecciones de capital por parte de los gobiernos y esquemas de provisión de liquidez y otras medidas de apoyo por parte de los bancos centrales.

<sup>5</sup> Por ejemplo, en España, aquellos ligados a la notable actividad del sector de la construcción de los últimos años.

<sup>6</sup> Cabe destacar que, según el FMI (Fiscal Monitor, 2010), tan sólo el 10% del incremento de la deuda pública que se observará en los próximos años en los países avanzados está relacionada con las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los gobiernos para hacer frente a los efectos de la crisis.

<sup>7</sup> FMI (2010).

actividad. En segundo lugar, un compromiso de evitar medidas proteccionistas que empeoraran los efectos negativos de la crisis, como ocurrió en la gran depresión de los años treinta. Finalmente, la búsqueda de un consenso para impulsar un conjunto de reformas en el sector financiero que evitaran la repetición de los comportamientos observados en los últimos años y favorecieran un reparto equitativo de los costes económicos de la crisis.

### 3. Los economistas, la política económica y la crisis

Uno de los debates seguramente más importantes (y legítimos) que los acontecimientos de los tres últimos años han puesto sobre la mesa se refiere al papel de la ciencia económica y de los economistas en general. ¿Cómo pueden dar lecciones si no anticiparon la crisis? ¿Cómo pueden pretender tener recetas para mejorar la situación si fallaron a la hora de anticipar (colectivamente) la crisis? ¿Para qué sirven si tres años después de su inicio aún no han encontrado la solución?

Es discutible que, incluso considerando la magnitud de la crisis, pueda pensarse que los avances de la ciencia económica después de la gran depresión no han servido para nada. La crisis, ni siquiera una de la magnitud como la que estamos viviendo, no puede poner un interrogante sobre todo el conocimiento acumulado a lo largo de las últimas décadas y sobre la capacidad de la ciencia económica para contribuir positivamente al bienestar de los ciudadanos.

Sin embargo, qué duda cabe que deben extraerse lecciones y matizar, modificar o incluso abandonar ciertos paradigmas, supuestos o creencias que han sido generalmente aceptados en el campo de la economía, tanto en la macroeconomía como en la microeconomía. Debemos aceptar, no obstante, que la identificación de fallos o errores no conlleva, desgraciadamente, a la identificación de las soluciones.

En lo que se refiere a la política fiscal, ésta había perdido en los últimos años el atractivo como mecanismo de gestión del ciclo económico<sup>8</sup>. Varias razones justificaban (y, en muchos casos, siguen justificando) esta visión entre los economistas. En primer lugar, salvo el caso de los estabilizadores automáticos y algunas otras (limitadas) excepciones, los tiempos en los que opera la política fiscal suelen ser muy dilatados, lo cual limita su eficacia como instrumento de gestión del ciclo económico. En otras palabras, el tiempo transcurrido entre el momento en que se detecta la necesidad de aumentar el gasto público (por ejemplo) y su implementación efectiva incrementa los riesgos de que los impactos deseados no se obtengan en el momento deseado o más adecuado (piénsese por ejemplo en la construcción de una gran infraestructura). En segundo lugar, está el riesgo de los llamados *efectos ricardianos*, es decir, el riesgo de que la respuesta de los agentes económicos invalide los efectos expansivos de un mayor

<sup>8</sup> Nótese que estamos refiriéndonos a la política fiscal como instrumento para gestionar el ciclo económico, no a la discusión de cuál debería ser el nivel de gasto público en una economía.



gasto público (por la vía, por ejemplo, de un aumento de la tasa de ahorro de las familias como respuesta a un mayor gasto público al anticipar mayores impuestos futuros). Finalmente, la mayor efectividad de la política monetaria (como consecuencia, entre otros aspectos, del desarrollo de los mercados e instrumentos financieros) y las mayores dificultades de índole política que conllevan las decisiones en materia fiscal, hacían a esta última comparativamente menos atractiva.

Como resultado de ello, especialmente en las últimas tres décadas, el debate con relación a la política fiscal se centró en mejorar la eficiencia del gasto público y su sostenibilidad, particularmente en lo que se refiere a la necesidad de afrontar las consecuencias a largo plazo del envejecimiento de la población, especialmente en las sociedades más desarrolladas<sup>9</sup>.

Por lo que se refiere a la política monetaria<sup>10</sup>, el consenso es que ésta debía tener un objetivo: el control de la inflación. Y para este objetivo disponía de un instrumento: los tipos de interés oficiales. Una inflación reducida y estable, medida por los índices de precios de consumo, era la mejor contribución para un crecimiento económico sostenido y, en consecuencia, las autoridades monetarias debían concentrarse en alcanzar este objetivo y debían dotarse para ello de la independencia que les permitiera alcanzarlo sin interferencias.

La política monetaria era pues considerada el principal instrumento para la gestión del ciclo, puesto que con cambios en los tipos de interés oficiales los bancos centrales podían rápidamente inducir cambios en la propensión al gasto de los agentes económicos.

En un entorno de reducida inflación y reducida volatilidad de la misma, se esperaba que todos los tipos de interés de la economía (los tipos a largo plazo de la deuda pública, por ejemplo, pero también los tipos a los que se financian las inversiones privadas) vinieran determinados por una relación de arbitraje: los tipos a largo eran una media convenientemente ponderada de la evolución prevista de los tipos a corto plazo por parte de la autoridad monetaria, razonablemente corregidos por unos diferenciales que reflejan el riesgo de crédito de los distintos deudores. En consecuencia, el resto de precios de los activos se deducía de esta relación y el papel del sistema bancario se limitaba a intermediar estos diferenciales y a que éstos reflejaran razonablemente el riesgo de impago. Con todo ello, poca importancia se daba a los aspectos macroeconómicos de la actividad financiera (aunque se reconocía la importancia de contar con un sistema de garantía de depósitos y la posibilidad de que el banco central actuara como prestador de última instancia en caso de que surgieran problemas de liquidez en alguna entidad financiera, con el objetivo fundamental de evitar posibles pánicos bancarios y sus indeseables efectos sobre otras instituciones financieras).

---

<sup>9</sup> Blanchard *et al.* (2010).

<sup>10</sup> *Ibidem.*

En este contexto, la regulación y la supervisión financiera no se entendían como parte de las políticas macroeconómicas. Su objetivo fundamental era asegurar la solvencia y el adecuado comportamiento de los distintos agentes financieros, pero ello era ajeno a una política fiscal que debía preocuparse por su sostenibilidad y una política monetaria focalizada en los índices de precios de consumo.

Adicionalmente, en este campo más de carácter microeconómico, se había extendido el consenso de que el funcionamiento de la regulación, la supervisión, los mercados, los productos y las instituciones financieras era tal que se había conseguido crear un entorno especialmente propicio a la innovación, que permitía distribuir los riesgos de forma eficiente de forma que éstos terminaban en manos de aquéllos más preparados para gestionarlos.

Sin duda ello comportó errores en los mecanismos de control, regulación y supervisión financieros, a los que anteriormente nos hemos referido como fallos de mercado y de regulación. Los acontecimientos han demostrado las limitaciones con relación a su diseño y a la cobertura de mercados, instrumentos e instituciones, lo que dejó margen de maniobra excesivo en cuanto a, por ejemplo, los niveles de endeudamiento o el desarrollo de productos financieros complejos y a su distribución posterior a lo largo y ancho de la geografía mundial. A pesar de que muchos de los aspectos de la actividad financiera se encuentran bajo regulación desde hace décadas, parece claro a estas alturas que hubo demasiada confianza en la capacidad de una parte importante de la misma de autorregularse, cuestiones que se unieron a la orientación de las políticas monetarias y de tipo de cambio en los últimos años que reforzaron la evolución de los niveles de endeudamiento y, como se ha comentado anteriormente, de los desequilibrios mundiales.

De forma muy resumida, el marco teórico general bajo el que se ha venido analizando el comportamiento de los mercados financieros en los últimos años partía de varias hipótesis. La primera es que los agentes actuaban racionalmente enfrentados a un conjunto de información idéntico (o al menos, que por la vía de la imposición externa, por ejemplo por la regulación, este conjunto de información se intentaba hacer lo más idéntico posible entre inversores). La segunda, que el riesgo era *medible* o, al menos, *parametrizable*.

La consecuencia de la primera hipótesis era que los mercados son eficientes, concentran toda la información relevante y la diseminan convenientemente. También que los inversores no se dejan llevar por modas, ruido o, muy particularmente, por comportamientos gregarios. Tampoco son especialmente sensibles a los acontecimientos recientes puesto que éstos, en términos de información, están ya incorporados a los precios de los activos financieros y, por tanto, la evolución de estos últimos responde únicamente a la llegada de nueva información al mercado.

Que el riesgo era medible o, al menos, parametrizable tenía también importantes implicaciones. El paradigma de esto fue el desarrollo de los modelos de *Value-at-Risk* (VaR) que estimaban las pérdidas máximas en las que podía incurrir una cartera o una institución





financiera en un horizonte determinado de tiempo, dado un nivel de confianza. Es decir, bajo ciertos supuestos de comportamiento de los precios (típicamente que sus incrementos siguen una distribución normal), podía resumirse en un número el riesgo de pérdidas de la cartera o de la institución financiera.

Todo ello<sup>11</sup>, combinado con la percepción de que las políticas de los bancos centrales habían conseguido reducir enormemente la volatilidad de la inflación y, como consecuencia, también la volatilidad de los mercados financieros, tuvo como efecto la extensión de la creencia que la gestión del riesgo (o volatilidad) remanente era posible y permitía, y de hecho hacía totalmente racionales, estrategias de toma de riesgo mucho más agresivas. Hacía posible, por ejemplo, endeudarse más, apalancarse más, sin poner más valor en riesgo.

Las ideas de que los mercados eran eficientes y que el riesgo era medible y controlable tuvieron también sus implicaciones sobre la regulación y la supervisión. En algunos países, la primera permitía justificar un enfoque de regulación *light* como consecuencia lógica de esta eficiencia, centrando la atención en los ámbitos (sin duda muy importantes) de protección al inversor minorista. La segunda facilitaba la tarea de los supervisores, al concentrar la información y transmitirles la confianza en que las propias entidades podían medir y controlar sus riesgos adecuadamente.

Pero, como en el caso de la macroeconomía, todo lo anterior no invalida los increíbles avances que la microeconomía ha tenido en las últimas décadas para ayudarnos a comprender lo que ha ocurrido. Por ejemplo, la teoría de la agencia, que parte de la constatación de que los accionistas de las empresas tienen dificultades en controlar a los gestores de la misma e investiga sobre las distintas preferencias en cuanto al horizonte temporal de la toma de riesgos de ambos colectivos, hace tiempo que apuntaba ya a la necesidad de prácticas de remuneración que consideraran horizontes dilatados. No son una novedad para la economía de la información los problemas de las asimetrías de información entre prestadores y prestatarios y, por tanto, sobre sus distintos incentivos, y nos aporta también conocimientos útiles sobre los problemas de selección adversa en los mercados financieros. También es extensa la literatura sobre azar moral (*moral hazard*), o el comportamiento de los prestatarios tomando más riesgo del que tomarían en otras circunstancias, especialmente si hay al final una red de seguridad pública.

O, por poner un último ejemplo, tampoco se puede decir que la llamada economía del comportamiento, que enfatiza que los elementos relativos al conocimiento, las emociones y otros factores psicológicos y sociales afectan a las decisiones económicas y financieras no aporte elementos que ayuden a explicar lo ocurrido. La constatación, por ejemplo, de que los procesos de toma de decisión se escapan muchas veces de lo que en algunos campos de la teoría económica se entiende como *racional* y del papel del comportamiento gregario y sus efectos sobre las burbujas y los *crashes* difícilmente puede decirse que sean novedades para esta disciplina<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Eichengreen (2010).

<sup>12</sup> Akerlof y Shiller (2009).

## 4. Cinco lecciones (preliminares)

Sin duda alguna, la economía como disciplina ayuda a comprender lo que ha ocurrido y ha aportado conocimiento útil a la hora de articular respuestas a la crisis, a pesar de no tener todas las respuestas a todas las preguntas. No obstante, de lo resumido hasta este momento pueden extraerse cinco lecciones (necesariamente preliminares, como anticipábamos) con relación a la economía en general y con las políticas económicas en particular, con el objetivo de minimizar tanto la probabilidad de otra crisis en el futuro como su posible impacto en el bienestar de los ciudadanos:

### 4.1. La política monetaria debe ampliar horizontes

La política monetaria deberá en lo sucesivo prestar más atención y, consecuentemente, reaccionar ante acontecimientos no estrictamente relacionados con la inflación medida por los precios de consumo. El debate fundamental en este campo se centrará en cómo incorporar los elementos relativos a la estabilidad financiera (la visión *macroprudencial*) para evitar la acumulación de riesgos (en los balances del sector privado, por ejemplo) y, al mismo tiempo, seguir contribuyendo al bienestar de los ciudadanos por la vía de asegurar unos niveles de inflación reducidos.

### 4.2. La política fiscal debe ganar margen de actuación en los buenos tiempos

La política fiscal ha jugado un papel importante tanto en lo que se refiere a limitar los efectos negativos del recorte del gasto del sector privado como en lo que se refiere al apoyo de los sectores más vulnerables de la población. Pero el coste en términos de desajuste de las cuentas públicas y de carga para las generaciones futuras ha sido muy elevado. Ello hará necesario en el futuro extremar las precauciones en los *buenos tiempos* para disponer de mayores márgenes de actuación cíclica cuando ésta sea necesaria. Para ello, será importante dotarnos de un conjunto de reglas que limiten la capacidad de los sucesivos gobiernos de no tomar adecuadamente en consideración los efectos a largo plazo de medidas que aumenten los gastos o disminuyan los ingresos de forma permanente.

### 4.3. La regulación del sistema financiero debe mejorar

Gran parte de las discusiones que actualmente tienen lugar en los organismos internacionales y similares (G-20, por ejemplo), abordan esta tarea. Desde la problemática de las *instituciones demasiado grandes para caer* (*too big to fail*) hasta los niveles adecuados de



capital para hacer frente a posibles pérdidas, pasando por las agencias de calificación, las políticas de remuneración, el papel de los fondos de garantía de depósito o la contribución que debería realizar el sector financiero por su relación con la crisis, entre muchos otros, están sujetos a un intenso debate en estos momentos<sup>13</sup>. El objetivo no es otro que disponer de un sistema financiero que cumpla con su función y, al mismo tiempo, minimizar la posibilidad de que pudiera volver a ser el epicentro de una crisis como la actual.

#### 4.4. Los desequilibrios mundiales importan

Las potenciales implicaciones de la acumulación de los desequilibrios mundiales observada en los últimos años eran motivo de preocupación y análisis bastante antes de la crisis (por parte del FMI, por ejemplo), y no puede negarse su relación con los desequilibrios internos en los países más afectados por la misma (endeudamiento del sector privado en EEUU y Reino Unido, por ejemplo). Aunque la debilidad de la demanda doméstica en muchos de ellos está corrigiendo en parte dichos desequilibrios (por ejemplo, por la vía de la reducción de las importaciones), sus causas fundamentales siguen presentes, y es difícil anticipar una solución duradera a las dificultades experimentadas en los últimos años sin una corrección, también duradera, de los mismos.

#### 4.5. La cooperación internacional es clave

Las respuestas fiscales y monetarias coordinadas por parte de las principales economías sin duda evitaron que la contracción del crecimiento y el empleo fueran mayores, al aprovechar de forma más efectiva los efectos *derrame* (*spillover*) de las mismas. El compromiso del conjunto de países del G-20 de no adoptar medidas proteccionistas, mantenido a pesar de algunos episodios relativamente aislados, evitó que el colapso del comercio mundial fuera mayor y propició su recuperación más rápida que durante el desastre observado en los años treinta.

Desde el principio los gobiernos fueron conscientes de que, dado el nivel de interconexión y sus particularidades, el único camino para una reforma efectiva de la regulación y la supervisión del sistema financiero era el de la cooperación internacional. Si el aprovechamiento de numerosos arbitrajes regulatorios estaba detrás de la crisis, sólo una respuesta coordinada y general puede aportar soluciones efectivas.

Ninguna de estas lecciones tiene una traducción fácil en términos de políticas y de implementación. Si la política monetaria debe reaccionar no sólo a los niveles de inflación y a las expectativas que sobre la misma tienen los agentes sino también, por ejemplo, a la evolu-

<sup>13</sup> Véanse, por ejemplo, Acharya y Richardson (2009) y Alonso *et al.* (2009).

ción del crédito de la economía, las autoridades monetarias deberán en el futuro ser capaces de explicar a los ciudadanos que bien pudieran aumentar los tipos de interés oficiales en un contexto de estabilidad de precios pero de crecimiento exponencial del crédito.

Por su parte, cualquier regla fiscal limitará el margen de actuación de los gobiernos, que deberán ser capaces de explicar a los ciudadanos la necesidad de ser especialmente prudentes en los buenos tiempos cuando siempre hay necesidades objetivamente no cubiertas. Cualquier regla será imperfecta, y la identificación de cuándo son *buenos tiempos* y cuándo son *malos tiempos* no es, en absoluto, tarea fácil.

Mejorar la regulación del sector financiero deberá superar numerosos obstáculos, entre los cuales la necesidad de encontrar el momento adecuado para ser más exigentes y evitar poner dificultades adicionales a la recuperación económica no va a ser el menor.

Y, finalmente, la necesidad de avanzar en la corrección de los desequilibrios globales, como el resto de lecciones, va a exigir una coordinación internacional que tiene mucho de novedad en el marco de las relaciones internacionales, por las diferencias objetivas, de todo tipo, de los países involucrados. Confiemos, no obstante, en el buen hacer de aquellos que tienen la responsabilidad de llevarla a cabo.

## Referencias bibliográficas

- ACHARYA, V. y RICHARDSON, M. (2009): *Restoring Financial Stability*. John Wiley&Sons, Inc.
- AKERLOF, G. A. y SHILLER, R. J. (2009): *Animal Spirits*. Princeton.
- ALONSO, J. A.; FERNÁNDEZ DE LIS, S. y STEINBERG, F. (2009): *La reforma de la arquitectura financiera internacional*. Ediciones Empresa Global.
- BERNANKE, B. (2005): *The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2010): *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note (febrero), SPN/10/03.
- EYCHENGREEN, B. (2010): "The last temptation of risk"; en *The National interest* (mayo/junio).
- FMI (2010): *World Economic Outlook* (abril).
- FMI (2010): *Fiscal Monitor* (mayo).
- WOLF, M. (2009): *Fixing Global Finance*. Yale University Press.