

**Resumen:** en este trabajo se muestra el papel desempeñado por el sistema financiero en el surgimiento y en la propagación de los efectos de la crisis económica actual, así como las estrategias de política monetaria diferentes adoptadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo para contribuir a su superación.

**Palabras clave:** crisis financiera, mercados financieros, medidas de política económica.

**Códigos JEL:** G01, E58.

## 1. La crisis actual en perspectiva histórica

Para los estudiantes de economía, la crisis del 29 fue siempre un referente perdurable, algo a lo que recurrir en experiencias posteriores donde se ha destapado la caja de los truenos. Por otra parte, el atávico acontecer nos recuerda que, desde los siete años de esplendor, seguidos de aquellos otros tantos de miseria, en los sueños del José bíblico, los vaivenes, los ciclos más o menos pronunciados se han alternado siempre con el signo cambiado. La intensidad y duración fueron siempre bien desiguales, de forma que podemos afirmar que la pandemia que se iniciara a finales de 2007 ha sido, y está siendo, de una gravedad especial tanto por lo agudo y profunda de la misma, como por su duración; todavía, a pesar del trecho ya recorrido, no se nos antoja su salida cosa de sólo unos años, sin servirnos para orientarnos referencias anteriores que jalonan la historia.

Cuando el año 2010 comienza a perderse por el horizonte, sumido en esas brumas con las que el mal tiempo tiñe el ocaso, efectivamente, todavía todo son dudas sobre la salida definitiva de la crisis. Por eso no viene mal profundizar sobre la gestación y origen de la misma a fin de contextualizarla entre otras anteriores o encontrar soluciones para salir de ella, empresa que se nos antoja, a raíz del panorama, harto complicada.

## 2. El origen de la crisis: más de una causa

Puede decirse que los orígenes o germen de la situación por la que atravesamos pueden achacarse a

diferentes causas, entre las que tiene un peso capital la burbuja inmobiliaria, que hizo que los precios de las viviendas subieran en algunas áreas de Europa y Norteamérica en la década comprendida entre 1997 y 2007 entre un 175 por ciento (EEUU) y un 240 por ciento (Irlanda); España lo hacía un 180 por ciento y el Reino Unido un 210 por ciento. Ello, según un sentir generalizado, motivado por la política de intereses bajos de la Reserva Federal que influía en todos los escenarios, la abundancia mundial de ahorro y las innovaciones financieras (cómo olvidarnos de ellas) que tan poco dejaban ver el riesgo. El caso de la política de tipos bajos estaba justificado por el miedo atávico a la deflación y a la trampa que conlleva, porque, al bajar salarios y precios, la economía entra en un círculo depresivo que se retroalimenta.

Pero no debió de ser exclusivamente esto lo que inflaba la gran burbuja, porque aunque la política de bajada de tipos europea no fue tan agresiva, sin embargo, las consecuencias fueron muy parecidas. Otro factor, la abundancia de ahorros, esta vez tenía su origen en los superávits cuantiosos con los que comenzaban a contar las economías emergentes, que a su vez invertían los mismos (elevadas cantidades de bonos) en las deficitarias, de forma que hacían que los tipos a largo plazo de éstas estuvieran bajo mínimos, ya de forma independiente de los oficiales que marcaban los bancos centrales.

Estos tipos eran los que tienen trascendencia tanto para el gasto de los consumidores como para las hipotecas y, en tal sentido, para las viviendas. Otro



factor que motivara la eclosión inmobiliaria y, por tal causa, en el origen de los desaguizados posteriores, ha sido, sin duda, el de la innovación financiera, esa nueva práctica que consistía en «generar y distribuir». Las entidades concedían créditos para la compra de viviendas, vendiéndolos seguidamente, lo que dejaba el balance limpio para nuevas operaciones y así sucesivamente, hasta llegar a una enorme multiplicación del crédito y un fraccionamiento de aquel, que llevaría el contagio desde las entidades norteamericanas a instituciones financieras de todos el mundo y a sus clientes. Todo ello, ante una falta de regulación financiera, que no ha alarmado sino después de estallar la burbuja, con las graves consecuencias que venimos padeciendo.

### 3. El sector financiero en la terapia de choque

La desconfianza en el sector financiero desencadenó el pánico. Ya se sabe que este sector tiene su base precisamente en la confianza, y ni que decir tiene lo que se puede producir de querer retirar todos los clientes sus depósitos a la vez. También en Europa los bancos concedieron préstamos que superaban los depósitos (el ahorro que sus clientes les confiaban), lo que compensaron endeudándose en el mercado mayorista, financiación esta última que se agotó cuando su solidez se puso en tela de juicio. El resultado final lo conocemos: cuando las burbujas se desinflan, se produce una generalizada pérdida de riqueza, por la depreciación que sufren todos los activos.

Después, como también es sabido, los gobiernos acudieron al rescate de las entidades financieras con cargo al sufrido contribuyente, los bancos centrales

se convierten en prestamistas de último recurso, lo que consiguió controlar el pánico allá por el verano de 2009, volviendo los índices de estrés financiero a valores razonables, de forma que, recuperada en parte la confianza, se retornaba de nuevo a tener fe en el crecimiento. En esa estamos, pero a pesar de todas las medidas, del dinero que se ha insuflado a la economía, ésta no acaba de despegar. Ahora, algunos teóricos echan la culpa al endeudamiento, tanto del sector financiero como de los sectores no financieros, incluidos el sector público, empresas y particulares. De que el intento de desapalancarse en tantos sujetos conduce a la llamada «paradoja del ahorro»: en un intento de recortar por parte de todos el gasto o de pagar la deuda, se reducen los ingresos de forma generalizada y se alarga la deuda. La realidad es que existe un consenso amplio entre expertos de que la crisis no ha concluido, porque los tiempos que se avecinan no invitan al optimismo y una nueva recesión o una recaída (la tan mencionada «double dip») son fenómenos que no alejan los miedos actuales. Los pronósticos pesimistas tienen como fundamento la debilidad del crecimiento, después de retirarse las ayudas públicas o los planes de estímulo.

### 4. Dos modelos enfrentados

En estas circunstancias, y es sintomático, conviven dos modelos distintos de abordar la situación: por una parte, EEUU (Bernanke es fiel discípulo de Friedman, padre del monetarismo) decidiendo que es necesario mantener esos estímulos y ayudas públicas, porque está marcado por los recelos de que se repita la deflación que asoló al país a continuación de la Gran Depresión; por otra, Europa, influenciada por Alemania, que ha heredado el terror a la inflación, que se pronuncia y promulga medidas de austeridad fiscal y monetaria. Algo que, si bien favorece a los germanos, perjudica a sus países periféricos, entre ellos el nuestro. El BCE no cree en las medidas expansivas para la salida de la crisis, sino a través de reformas económicas, para las que exige más ambición a los gobiernos de la UE. El tiempo dirá si las tesis del BCE son más apropiadas que las de la FED y si el encarecimiento del euro puede llegar a frustrar sus esperanzas de una recuperación económica gradual y sostenible en la zona euro, donde el consumo interno de Alemania cargue con la responsabilidad de tirar del resto de las economías europeas. Volviendo a las medidas americanas, la inundación de dólares, estrategia «cuantitativa» (un ejemplo de su aplicación fue el japonés, su fracaso también manifiesto, aunque el entorno internacional en su día no es comparable al actual), además de servir para reducir la prima de riesgo de las acciones y otros activos con riesgo, no persigue otra cosa (a la vista de que los tipos de interés a corto plazo no pueden



ser negativos, de que han llegado a un punto que no se pueden bajar más), que las compras de activos dándole a la maquina de hacer dinero tengan su efecto sobre los tipos a largo plazo, bajándolos.

Juega en su contra que la monetización de la deuda es inflacionista. Por ello la Fed se ha esforzado en comunicar a los mercados que también cuenta con un objetivo no superable de inflación, del 2 por ciento. La inundación de dólares, por otra parte, acentúa la depreciación de esta moneda frente a todas las demás, por lo que son las de algunas economías emergentes las que pueden acusar en mayor medida los efectos desfavorables, porque los inversores toman dólares baratos y tratan de colocarlos en activos financieros de monedas que aporten mayor rentabilidad, incluida la derivada de la apreciación de la moneda. Algo que complica las políticas monetarias de los países receptores y, en todo caso,

erosiona la competitividad de sus exportaciones. Por eso, además de intervenciones de moneda local contra dólares, otras autoridades económicas han optado por imponer directamente tasas a las entradas de capitales extranjeros. Como vemos, tanto las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de divisas como el control de cambios apuntan a un proteccionismo que parecía desterrado, algo que también viene a recordar la falta de colaboración entre los gobiernos que existiera en la gestión de la Gran Depresión.

En esta situación estamos: las espadas están en alto. La reciente reunión del G-20 ha resultado un diálogo de sordos. Nos encontramos ante dos formas de ver la economía desde dos escenarios que siguen marcando ostensibles diferencias y juegan una partida angustiosa en pos de encontrar la luz al final del túnel, dentro de una crisis que pasa por ser una de las más agudas de la historia.