

Aprender de otras crisis

Alberto Nadal

Milton Friedman, Anna Jacobson Schwartz

THE GREAT CONTRADICTION 1929-1933

Princeton University Press, Princeton

Princeton University Press acaba de reeditar el capítulo 7 de *Una historia monetaria de los Estados Unidos*, publicado en 1963 por Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz. Los análisis sobre el papel que desempeña el dinero en la economía, contenidos en este libro, han hecho de *Una historia monetaria* una de las publicaciones económicas más influyentes del siglo XX. En esta obra se sientan las bases del pensamiento monetarista que, en esencia, puso de manifiesto la importancia de los agregados monetarios en la explicación de ciclo económico y el papel limitado de la política fiscal a la hora de combatir las recesiones. Especialmente relevante dentro de esta ingente obra es el ya mencionado capítulo 7 que, bajo el título de *La Gran Contracción*, analiza los avatares de la economía estadounidense durante los peores años de la Gran Depresión, entre 1929 y 1933. Este es el capítulo que, con gran oportunidad, ha vuelto a ser reeditado ahora, cuando las enseñanzas de Friedman y Schwartz sobre el papel del dinero, el crédito, los tipos de interés y la política monetaria en la explicación del origen de las crisis y en la instrumentación de las políticas adecuadas para hacerles frente están de plena actualidad.

Cada crisis económica tiene sus propias características. Se distinguen unas de otras en su duración, profundidad, causas y entorno internacional en el que se desarrollan. Sin embargo, en el caso de la crisis actual, podemos encontrar muchos paralelismos con la crisis de 1929 que nos permiten obtener valiosas enseñanzas del análisis de lo ocurrido durante aquellos años. Además, el examen de la crisis del 29 como medio para analizar la crisis actual tiene la ventaja de que el sistema financiero de aquel entonces era mucho menos complejo y estaba menos desarrollado que el actual, de forma que es relativamente más fácil comprender los fenómenos que se dieron a principio de los años treinta, pero que en muchos sentidos son muy similares a los actuales.

Si bien sigue debatiéndose el origen del proceso de contracción de la demanda agregada que inició la Gran Depresión, lo que no se discute, gracias a los trabajos de Friedman y Schwartz, es que la importante contracción de los agregados monetarios provocada por las crisis bancarias convirtió lo que de otra forma habría sido una severa recesión en la Gran Depresión.

Durante las crisis bancarias de 1930 y 1931 la Reserva Federal falló en su papel de prestamista de última instancia, siendo incapaz de otorgar la liquidez necesaria para mantener en funcionamiento unas entidades bancarias que tenían un problema de liquidez, pero no de solvencia. Como consecuencia de ello, el público desconfió de la solidez del sistema financiero en su conjunto, lo que llevó a que las tenencias de

efectivo por parte de los agentes privados, que eran crecientemente reticentes a depositar su efectivo en los bancos, aumentarían de forma considerable. Esto generó una importante contracción en el mecanismo de depósito-crédito que permite la creación de dinero bancario. Los medios de pago se redujeron de forma significativa y, en consecuencia, también lo hizo la cantidad de dinero o masa monetaria que circulaba en la economía estadounidense. Las alteraciones de la velocidad del dinero fueron insuficientes para compensar la caída de la masa monetaria y, por lo tanto, para ajustar la ecuación cuantitativa del dinero[1] tenía que producirse una caída del PIB nominal. De acuerdo con esta ecuación, si los precios hubieran sido plenamente flexibles, la contracción del agregado monetario no habría tenido impacto sobre la producción real ni el empleo pero, como los precios carecían de esta flexibilidad, el resultado neto fue que la caída en el agregado monetario se distribuyó en una contracción simultánea de precios (deflación) y actividad.

Los bancos centrales de principio del siglo XXI han aprendido contundentemente la lección. Enfrentados a la disyuntiva entre castigar a los accionistas y gerentes de las entidades bancarias por sus malas prácticas financieras, o hacer frente al posible riesgo sistémico que genera una oleada de quiebras bancarias, las autoridades económicas y monetarias de todos los países han optado por lo segundo. De hecho, las políticas de apoyo masivo a los bancos sólo se explican por el miedo a repetir los errores cometidos por la Reserva Federal en los años treinta, errores cuyo estudio ha sido la base de buena parte de la investigación académica de Ben Bernanke, actual presidente de la Reserva Federal. Claro que en política económica no sale nada gratis, y evitar que se materialice el riesgo de contracción monetaria, como consecuencia de permitir las quiebras bancarias, tiene el coste de permitir que accionistas y gerentes de las entidades, que no han sido capaces de evaluar correctamente el riesgo, salgan prácticamente indemnes de sus errores, incentivando comportamientos arriesgados para el futuro. La única excepción en la actual crisis a este apoyo incondicionado al sistema financiero ha sido la quiebra de Lehman Brothers, decisión que, hoy en día, es la más polémica de cuantas han tomado los gestores de política económica en los últimos meses. De hecho, muchos economistas y profesionales del sector financiero consideran que permitir la quiebra de este banco de inversión agravó la situación financiera hasta el extremo de obligar a tomar medidas aún más extraordinarias para salvar al resto del sistema.

La segunda lección que se obtiene de la lectura del capítulo sobre la Gran Depresión de *Una historia monetaria de los Estados Unidos*, es la importancia de la política monetaria como instrumento para combatir este tipo de crisis. Aun en el caso de que se eviten las quiebras bancarias, en una crisis financiera los bancos deben reducir su nivel de «apalancamiento» (la relación entre recursos ajenos, tomados a préstamo, y los recursos propios, que son el capital y las reservas) para estabilizar su situación. Ello lleva a que muchos instrumentos del mercado emitidos por agentes privados, y que hasta este momento eran considerados casi dinero por sus tenedores, se conviertan en ilíquidos. Es decir, en una crisis financiera, los bancos y las entidades financieras tienden a otorgar menos crédito y a acumular más reservas bancarias para hacer frente a las posibles situaciones de iliquidez, con lo que los instrumentos a corto plazo emitidos por agentes privados se vuelven más ilíquidos –es decir, resulta más difícil venderlos–, ya que el público sólo confía en el papel emitido por el Estado. Las empresas y los particulares, a su vez, tienden a acumular más liquidez para hacer

frente a sus crecientes incertidumbres. Todo ello produce que la cantidad de dinero en circulación disminuya y que aparezca una tendencia a la deflación. Los bancos centrales deben combatir esta situación mediante operaciones que restauren la liquidez del sistema.

Friedman y Schwartz muestran cómo la economía estadounidense empezó a recuperarse cuando, en 1932, la Reserva Federal realizó masivas operaciones de compra de deuda a cambio de liquidez. De hecho, cuando al año siguiente, 1933, la Reserva Federal revierte su política de incremento de la liquidez, el terreno ganado se pierde rápidamente y la economía entra en una nueva fase recesiva. Otra vez podemos reiterar que los bancos centrales han hecho en la actualidad todo lo posible para evitar repetir los errores de los años treinta. Todos ellos en general, y la Reserva Federal en particular, han inyectado inmensas cantidades de liquidez en el sistema financiero, aceptando como garantía de esas operaciones en mercado abierto instrumentos que, hasta hace poco, parecía impensable que fueran aceptables para un banco central.

De hecho, por si las aportaciones de liquidez por parte de los bancos centrales no fueran suficientes, los Tesoros de muchos países han creado fondos especiales para comprar activos financieros con los que dotar de mayor liquidez si cabe a las entidades financieras. Parece que, lentamente, estos esfuerzos de normalizar la situación de los mercados financieros van teniendo éxito. Pero a finales de 2008 se está todavía muy lejos de la normalidad. La destrucción de liquidez de los mercados ha sido tan importante que es muy posible que se tarde mucho tiempo en restaurar la confianza de los mismos, a pesar de las actuaciones sin precedentes llevadas a cabo por las autoridades económicas de todo el mundo. Son las limitaciones de la política monetaria para restaurar de forma inmediata la liquidez y la confianza en el sistema financiero lo que ha abierto la puerta al recurso de las políticas keynesianas fiscales para combatir la recesión.

La reacción de las autoridades económicas en la presente crisis no hace sino confirmar algo de lo que nadie ya duda: la importancia de la política monetaria como instrumento para combatir las crisis deflacionarias. Antes de la publicación de los trabajos de Friedman y Schwartz, el pensamiento keynesiano dominaba de forma casi absoluta la macroeconomía. La política fiscal era el principal instrumento contracíclico y la política monetaria debía tener un papel meramente pasivo. A partir de la publicación de *Una historia monetaria de los Estados Unidos* y de su impacto sobre la academia, primero, y sobre la práctica de los bancos centrales, posteriormente, la política monetaria se erigió en el principal instrumento para combatir las crisis de demanda. Sólo cuando la política monetaria ha agotado sus posibilidades, y de forma muy excepcional, se piensa en la política fiscal como un complemento a la misma.

Pero donde el monetarismo realiza su principal aportación es a la hora de explicar las causas de la actual crisis. El origen de la crisis del 29 era, para el pensamiento keynesiano estándar, una contracción de la demanda privada de consumo y de inversión, que no lograba recuperarse porque las bajadas de precio y de tipos de interés, que la recesión origina, eran insuficientes para estimular la demanda en contracción. Desde esta perspectiva era, por tanto, imprescindible compensar el bajo tono de la demanda privada mediante un incremento de la demanda pública. Básicamente los economistas keynesianos afirmaban que la recesión la causaba el

sector privado de la economía y la resolvía el sector público.

Sin embargo, Anna Schwartz y Milton Friedman demuestran cómo los errores de política monetaria, y, por tanto, del sector público, antes y después del *crack* bursátil de 1929, fueron las principales causas del origen de la crisis y de su posterior endurecimiento. Para los autores, el punto de partida de la Gran Depresión hay que situarlo en el deliberado endurecimiento de la política monetaria en la primavera de 1928 por parte de la Reserva Federal para contrarrestar lo que se consideraba una burbuja especulativa en el mercado bursátil. En este sentido, son muy interesantes los comentarios del actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en una conferencia en honor de Milton Friedman en noviembre de 2002, que se incluyen como anexo en esta edición de 2008 de Princeton University Press. Para Bernanke, ni las condiciones crediticias, ni de tipo de interés, ni de precios –que eran muy estables en los años previos a 1929– justificaban la política monetaria contractiva que adoptó entonces la Reserva Federal y, por tanto, fue este error de cálculo de las autoridades monetarias el que en última instancia precipitaría los acontecimientos. En definitiva, tanto para Friedman y Anna Schwartz en los años sesenta como para Bernanke en la actualidad, el origen de la Gran Depresión hay que situarlo en una política monetaria equivocada, que continúa en los años posteriores al *crack* bursátil del 29 al no comprender las autoridades monetarias de entonces la importancia de la liquidez en la evolución del ciclo económico.

En mi opinión, la raíz de la crisis financiera actual, al menos en parte, también hay que buscarla en errores de juicio de las autoridades monetarias que, además, en la mayoría de los países, son los principales supervisores del sistema financiero. El inicio de la crisis actual se sitúa en el verano de 2007, cuando se pone de manifiesto que los niveles de fallidos en el segmento *subprime* del sector hipotecario de Estados Unidos estaban muy por encima de las medias históricas. Como consecuencia de ello, un gran número de cédulas hipotecarias titulizadas sobre estos préstamos perdieron su cotización y, de forma repentina, se volvió ilíquido un mercado que hasta entonces procuraba financiación a una parte importante del sector inmobiliario de Estados Unidos. A partir de ahí, y dado el entramado de productos estructurados alrededor de estos activos titulizados, se genera una creciente desconfianza en el mercado financiero que terminará provocando la mayor intervención coordinada por parte de los gobiernos en la historia económica reciente.

Pero las verdaderas causas de la actual crisis financiera hay que buscarlas en una multiplicidad de factores complejos, de carácter tanto público como privado, que se refuerzan entre ellos. En primer lugar, las autoridades financieras cometieron errores de política macroeconómica, que propiciaron comportamientos inadecuados, tanto en el mercado inmobiliario como en el mercado financiero. Desde la década de los noventa, los bancos centrales fueron centrándose cada vez más en el control directo de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria y, en el caso de la Reserva Federal, también en la suavización del ciclo económico. La política monetaria se hacía en función, exclusivamente, del IPC, e incluso, en algunas ocasiones, de la tasa de variación de la inflación subyacente. Los bancos centrales consideraban sólo como información adicional, pero en ningún caso como objetivo a controlar, otras variables, como la expansión del crédito o de los agregados monetarios, la evolución de los precios de los activos o el déficit exterior. En un contexto de economías abiertas, en el

que podía importarse un gran número de bienes industriales desde las economías asiáticas, el índice de precios de consumo seguramente estaba minusvalorando los excesos de liquidez en el sistema económico.

Así, y con el fin de combatir la recesión de 2001, la Reserva Federal realiza una rebaja histórica de los tipos de interés de referencia, desde el 6,5% hasta el 1%. Los tipos de interés reales se mantienen, durante largos períodos, en el terreno negativo, lo que propició comportamientos de todo tipo en un mercado financiero en el que los ahorradores estaban ávidos de remuneración (y de riesgo), y los bancos e instituciones financieras podían fácilmente apalancarse para financiar una expansión del crédito prácticamente ilimitada.

El segundo error de política económica es de carácter regulatorio y tiene su raíz en la revocación de las barreras existentes entre la banca comercial y la banca de inversiones que, en los años treinta, estableció la Glass-Steagall Act. Esta regulación, procedente de la Gran Depresión, establecía un rígido marco de separación entre la banca comercial, que toma dinero prestado del público en general, y la banca de inversión, que se financia exclusivamente a través del mercado de capitales. Los bancos comerciales estaban fuertemente supervisados por parte de la Reserva Federal, que exigía coeficientes de liquidez y de solvencia, lo que limitaba sus posibilidades de apalancamiento y, por tanto, de crecimiento del crédito. A cambio de esta regulación, la banca comercial gozaba del respaldo público a través de la garantía de los depósitos hasta un determinado límite. La banca de inversión, por el contrario, no estaba sometida a este tipo de controles, pero sí tenía rigurosamente prohibido acudir al público general en busca de financiación, además de tener muy limitadas sus operaciones con el sistema de banca comercial.

A partir de los años noventa, esta rígida separación va diluyéndose, tanto por la revocación de la legislación como por la aparición de los fondos de inversión. La banca de inversión, al carecer de controles, puede apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial y, de esta manera, ahorrarse los altos costes implícitos o «sombra» que la regulación financiera impone a la banca comercial. En un mercado con tipos de interés negativos y con los precios de los activos inmobiliarios creciendo a tasas de dos dígitos año tras año, la tentación de crear instrumentos que permitieran financiar el crédito inmobiliario para luego colocarlo entre inversores ávidos de rentabilidad era inmensa.

En definitiva, aunque existen grandes diferencias entre el período de deflación que conocemos como la Gran Depresión entre 1929 y 1934 y la situación actual, ambas crisis tienen características comunes. En primer lugar, en ambas se produce una fuerte contracción de los medios de pago como consecuencia de la destrucción de un gran volumen de riqueza financiera e inmobiliaria, a la que va asociada un elevado número de quiebras bancarias. Los agentes económicos se refugian en los activos más líquidos y seguros ahogando la financiación y el crédito de la economía productiva. Esta destrucción de liquidez trae consigo una contracción de la demanda agregada que, ante la inflexibilidad de precios de muchos mercados, sólo puede resolverse con contracción de actividad de empleo. Solamente cuando se restaure la confianza en el sistema financiero y se estabilicen los precios de los activos podrá ir recuperándose la normalidad. Ambas crisis también son similares en cuanto a que, en mi opinión, el

origen de la crisis hay que situarlo en errores de juicio de la política monetaria, aunque estos errores son de signo contrario: en la crisis del 29 la política monetaria fue demasiado contractiva, mientras que, en la crisis actual, la política monetaria la causó una política monetaria excesivamente expansiva, que no había prestado suficiente atención a la evolución de los agregados monetarios y crediticios.

La principal diferencia entre ambos episodios se encuentra, quizás, en la reacción de las autoridades monetarias ante la crisis. Mientras que en la crisis del 29, como demuestran los autores, la actuación de la Reserva Federal durante los primeros años treinta no hizo más que empeorar las cosas, en la crisis actual hay que reconocer que los bancos centrales, con la posible excepción del caso de la quiebra de Lehman Brothers, están haciendo todo lo que está en su mano para evitar los errores que condujeron a la Gran Depresión. De hecho, estos mismos bancos centrales están asumiendo muchos riesgos para intentar evitar, en la medida de lo posible, que se reproduzcan los procesos de los años treinta. En ese sentido, aun con estos enormes riesgos asociados a las actuaciones de las autoridades monetarias, podemos pensar que la crisis actual, aunque seguramente se encontrará entre las más duras de los últimos sesenta años, no alcanzará los niveles depresivos de la crisis de 1929. No obstante, en economía no hay nada gratis, y aún están por aparecer los costes que irán asociados a estas actuaciones.

Una última reflexión. Una de las premisas básicas del pensamiento monetarista, que no ha sido plenamente asumida por los bancos centrales en sus actuaciones de política monetaria, es que la influencia que el banco central ejerce sobre la cantidad de liquidez de una economía sólo puede afectar de forma muy limitada al ciclo económico y que, además, sus efectos son meramente temporales. Por ello, Friedman aconsejaba vigilar muy de cerca la evolución de los agregados monetarios y crediticios, de forma que su crecimiento a lo largo del tiempo fuera compatible con el crecimiento potencial de la economía y la estabilidad de precios.

Es decir, con una velocidad del dinero bastante estable a largo plazo, los incrementos de masa monetaria deben ser aproximadamente iguales a la capacidad de crecimiento de la economía. De esta forma hay suficiente liquidez para impulsar el crecimiento económico, pero no se genera inflación. La única misión de los bancos centrales sería, por tanto, vigilar que los agregados monetarios y crediticios crezcan a lo largo del tiempo a una tasa adecuada. Todo intento de pretender dominar el ciclo económico a través de la alteración del tipo de interés está llamado al fracaso, ya que se altera un precio tan importante como es el precio del tiempo, provocando todo tipo de incentivos perversos en los agentes económicos. Parte de los problemas que estamos experimentando en la actualidad son consecuencia de haber tenido una excesiva fe en la capacidad de la política monetaria para dominar un ciclo económico que no puede ser domesticado.

[1] En 1911, Irving Fisher formuló en forma de ecuación la teoría cuantitativa del dinero: $M \times V = P \times Y$; donde M = masa monetaria (volumen de medios de pago de la economía), V = velocidad de circulación del dinero (el número de veces que cambia de manos el dinero), P = precios, e Y = producción real (de forma que $P \times Y$ es igual al PIB nominal).