

## *La actual crisis financiera: ¿el fin de la liberalización financiera?*

La crisis financiera reciente ha puesto en tela de juicio el papel de la política monetaria al mismo tiempo que se han reabierto los debates acerca de una nueva regulación y la necesidad de los controles prudenciales de la actividad bancaria. Este artículo señala que los orígenes de la actual crisis financiera pueden explicarse por dos elementos interrelacionados que han venido funcionando desde la década de los setenta: las políticas de liberalización financiera implantadas tanto en las economías desarrolladas como en desarrollo y la política monetaria basada en la macroeconomía del llamado nuevo consenso. Esta nueva política estaba centrada en la política monetaria, con la casi total desaparición de la política fiscal, y, en concreto, su instrumentalización mediante los continuos cambios en los tipos de interés como forma de controlar la inflación. El efecto de ambas actuaciones ha sido crear una liquidez y una deuda familiar en las principales economías mundiales, en particular en EE.UU. y el Reino Unido de una magnitud extraordinaria, que está en el origen de la actual crisis.

*Duela gutxiko finantza-krisiak zalantzan ipini du moneta-politikaren eginkizuna eta, aldi berean, berriro ireki dira erregulazio berriari eta banku-jardueraren zentzuzko kontrolen beharrari buruzko eztabaidak. Artikulu honek dio gaur egungo finantza-krisiaren jatorria hirurogeita hamarrekota hamarkadatik dauden eta elkarren artean lotuta dauden bi elementuren bitartez azal daitekeela: garatutako zein garapen-bideko ekonomietan ezarrita dauden finantza liberalizazioko politikak, eta adostasun berria izenekoaren makroekonomian oinarritutako moneta-politika. Politika berri hori moneta-politikan zegoen oinarrituta, eta ia guztiz desagertu zen zerga-politika; halaber, interes-tasetako etengabeko aldatketen bitartez gauzatzen zen bereziki, inflazioa kontrolatzearren. Bi jardueren ondorioz, likidezia eta familia-zor oso handiak sortu dira munduko ekonomia nagusietan, batez ere AEBetan eta Erresuma Batuan, ikaragarriak izan baitira, eta horixe izan da gaur egungo krisiaren jatorria.*

The current financial crisis has called the role of the monetary policy into question and has also re-opened the debates about a new regulation and the need of prudential controls of banking activity. This paper argues that the origins of the current crisis can be found in two interrelated elements that have been operating since the decade of the seventies: the financial liberalization policies implemented in developed and developing economies, and the economic policy based on the new consensus in macroeconomics. This new macroeconomic policy was focused on the monetary policy, with the downgrading of fiscal policy, and in the use as a main instrument of the continuous changes in the interest rates in order to control inflation rates. As a result, a huge and unprecedented liquidity and household borrowing has been generated in the main world economies, mainly in the USA and the United Kingdom, that is in the origin on the current crisis.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. El contexto subyacente: sistema financiero y crecimiento económico
  3. La 'represión' y la liberalización financiera
  4. Las políticas monetarias actuales
  5. Resumen y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: liberalización financiera, crisis financiera, crecimiento económico.

Keywords: financial liberalisation, financial crisis, economic growth.

N.º de clasificación JEL: E42, E44, E52.

## 1. INTRODUCCIÓN

El mundo ha afrontado recientemente una crisis financiera como consecuencia de una intensa acumulación de deuda y de activos por parte de las familias. El gasto de las familias ha sido más sensible a los cambios en los tipos de interés a corto plazo, lo que ha hecho que la actuación de la política monetaria sea más sutil y relevante. Por ello, los debates acerca de la regulación y los controles prudenciales se han hecho de nuevo extremadamente necesarios. La experiencia muestra cómo tras la Gran Depresión muchos países adoptaron diversas medidas con objeto de prevenir la inestabilidad financiera. En este contexto, Arestis y Basu (2003) mantienen que «se reconoció que para prevenir ésta última, era necesario controlar los flujos financieros cuya natura-

leza era puramente especulativa y asegurar que la posible expansión en el gasto agregado en el lado productivo de la economía no estuviera restringida por insuficiencias en los flujos financieros. De ahí que las regulaciones dentro de las fronteras nacionales adoptaron la forma de medidas para prevenir los flujos financieros guiados fundamentalmente por la actividad especulativa» (p. 2). El propósito de esas regulaciones era generar estabilidad financiera y asegurarse de que el crédito se asignara eficientemente a la industria y al comercio. La ineficacia de esas intervenciones a la hora de generar la eficiencia asignativa en el sector financiero hizo que un país tras otro desregularan sus sectores financieros (Arestis y Basu, *op. cit.*). Se entendió que era la propia intervención gubernamental la que distorsionaba la determinación del precio de

los préstamos, afectando negativamente la asignación del crédito y del ahorro.

Se destacó la importancia de los servicios financieros en el crecimiento económico y el desarrollo del mercado financiero fue propuesto como una alternativa a la «represión financiera» y a la intervención pública en la asignación del crédito. En esta última, el Banco Central y el Gobierno controlaban el nivel de los tipos de interés, e indirectamente los sistemas bancarios y financieros quedaban regulados, dirigiendo el crédito a sectores y objetivos determinados (Arestis, 2008). La tesis de la liberalización financiera defendía la eliminación de los topes a los tipos de interés y de las políticas de control del crédito para así alcanzar una asignación más eficiente del crédito (Arestis, 2008), lo que aumentaría la cantidad y calidad de las inversiones. Además, permitiría al acceso al capital internacional hasta entonces no disponible. El resultado final sería una mayor inversión, lo que incrementaría el crecimiento económico.

La literatura sobre el crecimiento y el desarrollo ha estado largo tiempo dedicada a estudiar los determinantes del crecimiento en diferentes lugares. La mayoría de los estudios más recientes no sólo han apoyado las investigaciones habituales sobre la relación capital-trabajo-producción, sino que también han ampliado el alcance de dichos estudios. La literatura del crecimiento muestra una creciente preocupación por otros determinantes del crecimiento, como los niveles de capital humano y de desarrollo institucional. La búsqueda de perspectivas más amplias del crecimiento económico ha contribuido a aumentar la importancia del sistema financiero como un nuevo parámetro en ese marco. Una profunda investigación de las causas del crecimiento económico permitiría una mejor comprensión

de los mercados y de las instituciones financieras. Entender la forma en la que operan los mercados financieros es una herramienta importante para analizar los fenómenos económicos. Si el sistema financiero resulta tan importante para el crecimiento económico, entonces la mejora de las instituciones financieras se convierte en un imperativo para el funcionamiento del sistema económico. Esta es la idea que subyace tras las políticas de liberalización financiera.

La hipótesis de este artículo es que los orígenes de la actual crisis financiera pueden explicarse por dos elementos interrelacionados que han estado operando desde la década de los setenta. El primer elemento hace referencia a políticas de liberalización financiera apoyadas por el nexo finanzas-crecimiento que se implantaron tanto en las economías desarrolladas como en las economías en desarrollo. El segundo elemento es la política económica incorporada en la macroeconomía del llamado nuevo consenso adoptada por numerosos países. Esta nueva política está centrada en la política monetaria, con la casi total desaparición de la política fiscal, y, lo que es aún más importante, ha estado basada en los continuos cambios en los tipos de interés como forma de controlar la inflación. El efecto de ambas actuaciones fue la creación de un extraordinario volumen de liquidez y deuda familiar en las principales economías mundiales, en particular en Estados Unidos y el Reino Unido, cuya magnitud ha resultado a la postre insostenible y dado lugar a la crisis actual. Este artículo toma como referencia ambas actuaciones para proporcionar una posible explicación de los orígenes de la actual crisis. Finalmente, se sugiere que el protagonismo de ambos elementos en la gestación de la crisis global

puede llegar a producir el hundimiento definitivo de la tesis de la liberalización financiera, y de sus políticas asociadas, tal y como la hemos conocido desde los años setenta.

El artículo comienza en la sección segunda con una discusión del marco teórico que sustenta la relación entre los sistemas financieros y el crecimiento económico, seguida en la sección tercera de un repaso de los argumentos relacionados con las políticas de liberalización financiera. A continuación, en la sección cuarta se plantea que la actual política monetaria es una potencial causa de la actual crisis financiera. La sección quinta presenta las conclusiones del artículo.

## 2. EL CONTEXTO SUBYACENTE: SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Se puede considerar como punto de partida de la discusión que la literatura económica proporciona diferentes visiones sobre las funciones del dinero y de los sistemas financieros. Ciertas teorías ni siquiera consideran que el dinero y los sistemas financieros desempeñen un papel activo en su marco analítico. En un mundo «ideal» sin asimetrías ni rigideces nominales o reales, los sistemas financieros operan como simples intermediarios entre el ahorro y la inversión. Cuanto mejor funciona el proceso de intermediación financiera menos efectos genera éste en el sistema económico. No obstante, si algunos supuestos teóricos se «relajan» o se hacen más realistas, no sólo pueden plantearse importantes interferencias en las funciones de los sistemas financieros, sino que incluso pueden surgir nuevas ideas que ayuden a investigar la relación realmente existente entre el sistema financiero y el desarrollo económico.

Si se adopta un punto de vista diferente a la hora de concebir la economía, uno de los principales aspectos que pueden abordarse es el hecho de que los agentes económicos operan con frecuencia en un entorno de incertidumbre. Si en un sistema económico se incluye la carencia de información como un rasgo importante, el papel que desempeñan los sistemas financieros en este entorno cambia drásticamente. En general, pueden plantearse dos grandes enfoques a la hora de abordar el papel desempeñado por el sistema financiero en la economía. El primero adopta la incertidumbre como elemento esencial: los agentes económicos afrontan la ausencia de información, y a la hora de tomar decisiones confían únicamente en el conocimiento previo y en el comportamiento habitual<sup>1</sup>. El segundo enfoque plantea que los mercados son instituciones imperfectas y que los agentes tienen que tratar con problemas de información asimétrica<sup>2</sup>. En este enfoque la incertidumbre se considera como un simple riesgo probabilístico. El sistema financiero es responsable de corregir dichas asimetrías a fin de mejorar la asignación de recursos, incrementar la eficiencia financiera y acelerar el crecimiento económico.

No es el propósito de este artículo abordar los enfoques teóricos alternativos sobre el papel de las instituciones financieras en el sistema económico. Lo que haremos es reflejar el primer enfoque, ya que es el que está relacionado con las políticas de liberalización financiera y sus resultados.

Al menos inicialmente, este trabajo no se centra en los pormenores de una discusión

<sup>1</sup> Davidson (2002); Chick (1986); Dow (1993).

<sup>2</sup> La mayoría de los trabajos contemporáneos tienen sus raíces en los trabajos de Levine (1992) y King y Levine (1993). Pagano (1993) recuerda la importancia de anteriores trabajos para el actual debate.

teórica, sino en los mecanismos operativos del sistema financiero. Este planteamiento inicial evitaría las diferencias teóricas antes comentadas al considerar el sistema financiero en sus elementos más básicos: el sistema financiero es considerado como el grupo de instituciones económicas vinculadas con la provisión de servicios financieros, incluida la asignación de capital, de productos financieros, y con la movilización del ahorro. El objetivo de este concepto, aparentemente independiente, es la simplificación de la discusión.

La literatura económica ha destacado la importancia del sistema financiero para la economía. Basándose en una perspectiva histórica, Rousseau (2003) muestra cómo diferentes episodios de crecimiento económico han sido impulsados por el desarrollo financiero. Más concretamente, Rousseau usó series históricas de datos para estudiar la relación entre el desarrollo del sistema financiero y la economía en Holanda (1600-1794), Inglaterra (1700-1850), Estados Unidos (1790-1850) y Japón (1880-1913). El estudio muestra que al sector financiero le cupo una parte muy importante en cada una de las expansiones analizadas.

También desde una perspectiva histórica Gerschenkron (1962) destaca la importancia que el sistema financiero tiene en el desarrollo, especialmente en los países subdesarrollados. Según Gerschenkron «todas las tendencias básicas inherentes al desarrollo industrial de los países más atrasados han sido ampliamente remarcadas y reforzadas por comportamientos deliberados de los bancos» (p. 15). El autor también ha señalado que, además del requisito de una actitud social favorable al desarrollo (y también a la aceptación de nuevas instituciones favorables al desarrollo opuestas a aquellas que lo impedían),

los países subdesarrollados que carecen de sistemas de acumulación de capital deberían confiar en un sistema bancario que se plantee la asignación eficiente de recursos como una de las formas de promover la inversión. El principal interés de Gerschenkron (*op. cit.*) era comprender las características históricas de desarrollo de países como Alemania, Francia, Italia y Rusia. La comparación de estos países con el Reino Unido le permitió concluir que para que los países se desarrollen deben confiar en el desarrollo bancario como un desencadenante del desarrollo económico. Como afirma Gerschenkron (*op. cit.*):

La industrialización de Inglaterra se ha desarrollado sin una sustancial utilización de la banca para propósitos de inversión a largo plazo [...] Por el contrario, en un país relativamente retrasado el capital es escaso y difuso, el recelo de las actividades industriales es considerable, y, por último, hay una gran preocupación por el tamaño a causa del alcance del movimiento industrializador, el mayor tamaño medio de las plantas, y la concentración de los procesos de industrialización en sectores con ratios relativamente elevados de capital/output (p.14).

Las anteriores referencias muestran claramente que los sistemas financieros son un elemento esencial del sistema económico. El tema ya era relevante en las obras de Keynes (1936), pero la revisión hicksiana de ésta ha relegado las instituciones financieras a un papel secundario. No obstante, la agenda investigadora sobre las finanzas y el crecimiento fue parcialmente restaurada por una corriente de trabajos surgida del debate sobre los aspectos monetarios del modelo macroeconómico keynesiano. Esta agenda fue básicamente desarrollada por autores como Gurley y Shaw (1955), Patrick (1966), Goldsmith (1969), Shaw (1973)

y McKinnon (1973)<sup>3</sup>. El trabajo de Gurley y Shaw (1955) es una revisión del modelo macroeconómico keynesiano (en su versión estándar hicksiana), que según ellos utiliza conceptos monetarios limitados. Los autores suponen que, considerando un mayor abanico de activos (fondos prestables) que los normalmente utilizados hasta entonces (dinero y bonos), las funciones de intermediación de los sistemas financieros se convierten en un factor crucial en la determinación de la actividad económica. La función de intermediación es la idea principal que se encuentra en la mayoría de los estudios sobre finanzas y desarrollo de las dos últimas décadas.

El concepto de desarrollo financiero como la «institucionalización del ahorro y la inversión», utilizando las palabras de Gurley y Shaw (1955), es recogido por Patrick (1996). Éste planteó cuestiones de causalidad al distinguir el papel desempeñado por el sistema financiero en el desarrollo según sea dirigido por la demanda o por la oferta. Las definiciones de causalidad de Patrick y la caracterización básica de los mecanismos de las instituciones financieras en el estímulo al crecimiento han sido tenidas en cuenta en buena parte de las discusiones recientes sobre los mercados financieros. De hecho, la definición de los servicios financieros se sigue considerando válida, y como plantea Patrick (1966):

[...] bajo condiciones de mercados óptimos, el sistema financiero obtiene demandas a los recursos que proporciona al usuario más eficiente. Esto da lugar a la asignación más eficiente de la inversión. [...] las instituciones financieras pueden lograr economías de escala en los costes de transferencia del ahorro a los inversores mediante la agrupación de riesgos de

impago de las unidades de gasto deficitarias determinando las condiciones más apropiadas de emisión, y mediante su implicación en las transacciones entre unidades de ahorro y gasto, que difieren en su localización, en su tamaño, o en otras características (pp. 182-183).

A pesar de algunas conclusiones controvertidas relativas al desarrollo de la banca japonesa como un ejemplo demostrativo de sus ideas, Patrick (*op. cit.*) sugiere algunas medidas interesantes de política (especialmente para un artículo fechado en 1965). En un trabajo enmarcado en las ideas liberales en boga por entonces, señaló que los países en desarrollo deberían evitar adoptar mimeticamente políticas monetarias dictadas por la experiencias de los países desarrollados, que las instituciones financieras deberían estar respaldadas por un prestamista institucional de última instancia, y que el gobierno debería actuar directamente en la promoción de una asignación de activos socialmente deseada.

Sin embargo, estas recomendaciones no eran idénticas a las defendidas por Gurley y Shaw (1955). Estos consideraban a la intermediación financiera como un proceso independiente que afecta al crecimiento económico, y sus recomendaciones iniciales eran que los gobiernos deberían usar la política monetaria de acuerdo con la gestión de la deuda pública, ya que las altas o bajas tasas de crecimiento económico podían afectar al sistema financiero de forma diferente. Así, para ambos autores, la expansión monetaria debe ser menor que el crecimiento económico si el objetivo era diversificar la demanda; por el contrario, si el objetivo es satisfacer la demanda de transacciones, entonces la política monetaria debería ser expansiva para compensar los efectos de la creciente capacidad productiva y de la mayor deuda sobre la propensión

<sup>3</sup> Fry (1988) proporciona una extensa revisión de estos estudios.



al gasto. El papel del banco central debe ser el de controlar la política monetaria teniendo en cuenta a los déficit públicos, haciéndolos lo más bajos posible, ya que elevados déficit pueden afectar a las decisiones de cartera de los bancos, ampliando los efectos de la política monetaria y también reduciendo la eficiencia del sistema financiero en la intermediación del proceso de crecimiento económico.

Sin embargo, el mencionado control monetario no es la mejor política ya que un sistema financiero sofisticado puede crear activos financieros en respuesta a dicho control. La política alternativa sería el control financiero. En palabras de Gurley y Shaw (*op. cit.*) «[...] el control financiero, como sucesor del control monetario, regularía la creación de activos financieros en todas las formas que compiten con los activos de las carteras de las unidades de gasto. La «financiación cara» y la «financiación barata» son las secuelas del «dinero caro» y del «dinero barato» (p. 537, las itálicas son nuestras). En este sentido, el control financiero crearía asimetrías entre distintos grupos de intermediarios financieros. Al regular los mercados financieros, los gobiernos reducirían los incentivos para crear innovaciones financieras, lo que, entre otras cosas, generaría racionamiento del crédito y menores perspectivas de crecimiento. Por lo tanto, las mejores acciones gubernamentales serían, por un lado, la relajación de las restricciones legales para evitar estructuras desequilibradas en los mercados financieros, y, por otro, la minimización de la interferencia pública en la fijación de los precios de los activos (tipos de interés). Volveremos sobre este punto en la siguiente sección.

Estos trabajos iniciales sobre la relación entre los sistemas financieros y el crecimiento se preocupaban básicamente del

marco teórico que respaldaba las políticas públicas dirigidas a mejorar los canales financieros. El primer sustento empírico relevante lo proporcionó Goldsmith (1969) en un estudio que analizaba varios casos de desarrollo financiero. Su trabajo consistía en una evaluación de indicadores y variables económicas y financieras en un lapso de más de 50 años, siendo pionero no sólo en desarrollar nuevas formas de medir el desarrollo financiero sino también en describir cómo se desarrollaban los fenómenos financieros. El trabajo consolidó el concepto de «profundización financiera». Arestis *et al.* (2003) recuerda que Goldsmith (*op. cit.*) es uno de los primeros autores en destacar las dificultades que se plantean en el análisis de los diferentes determinantes del crecimiento en países con tasas similares de crecimiento.

Los estudios empíricos de los sistemas financieros han florecido tras los desarrollos del modelo de crecimiento de Solow-Swan. Estas propuestas consideran al crecimiento tecnológico endógenamente determinado por proporciones crecientes de capital. El modelo de crecimiento endógeno, tal y como lo plantean Lucas (1988), Romer (1989, 1990) y Barro (1991), es una estructura adecuada para valorar el papel de los sistemas financieros en el crecimiento económico. Dado que se considera al progreso técnico como endógeno y que las instituciones financieras son por naturaleza intermediarias en el proceso, entonces lo que resulta relevante es cómo el desarrollo financiero exógeno puede mejorar los lazos entre la tecnología, el capital y la acumulación de la renta en los procesos reales. Levine (1992) presenta los fundamentos básicos de este proceso finanzas-crecimiento de forma más matemática y precisa para así cumplir con los requisitos de la moderna

modelización. Puede afirmarse de manera genérica que, para Levine (*op. cit.*), el sistema financiero puede paliar *shocks* de productividad y problemas de liquidez al proporcionar servicios financieros específicos (diversificación de carteras y activos líquidos). Así, el sistema financiero mejora los canales de inversión a través de los cuales las empresas podrían aumentar sus ratios de inversión, productividad y crecimiento.

Sin embargo, el núcleo de la agenda de investigación actual es una serie de trabajos de investigación que engloban y verifican una serie de parámetros que tienen que ver con las asimetrías de los mercados financieros y con los consiguientes efectos sobre el crecimiento. De esta forma, la contribución del sistema financiero al crecimiento ha sido repetidamente reevaluada, principalmente por trabajos como los de King y Levine (1993), Levine (1997, 1999, 2002, 2003) y otros estudios similares, como los de Levine y Zervos (1996, 1998), Demirgüç-Kunt y Levine (1996, 2001) y otros trabajos similares relacionados con las preocupaciones del Banco Mundial sobre el crecimiento de los países y las diferencias institucionales.

Básicamente, estos trabajos constituyen intentos de modelar y probar empíricamente el nexo entre el sistema financiero y el crecimiento económico al combinar los modelos de crecimiento endógeno con los parámetros de desarrollo del sistema financiero. El tipo de estructura evaluada determina las diferencias entre los estudios. El conjunto está completamente determinado: los trabajos se basan en una teoría finanzas-crecimiento con recomendaciones predefinidas de política que dan forma a la estructura básica del modelo, lo que proporciona el apoyo necesario para la investigación empírica. Por desgracia, el modelo

carece de una investigación completa del funcionamiento de las estructuras e instituciones del mercado financiero. No obstante, parte de la discusión de la literatura intentó cubrir esta brecha teórica y valorar las diferencias entre las estructuras financieras basadas en el mercado y las basadas en los bancos, una idea inicialmente planteada por Gerschenkron (1962) y posteriormente discutida por Zysman (1983).

La visión basada en los bancos destaca el papel positivo de los bancos en la movilización de los recursos, en la identificación de buenos proyectos, el control de los gestores y la gestión del riesgo (Levine 1997, 2000). Los bancos tendrían una capacidad mayor que los mercados para controlar de manera efectiva el desarrollo financiero; además pueden tratar mejor los «problemas de agencia»<sup>4</sup> y el cortoplacismo inherente (Singh, 1997). Como una visión en principio alternativa, los defensores de las estructuras basadas en el mercado plantean que unos mercados que funcionen bien impulsan el crecimiento económico al mejorar el gobierno empresarial, facilitar la gestión del riesgo y diversificar e individualizar los mecanismos de gestión del riesgo (por ejemplo, Levine, 2002; Beck y Levine, 2004)<sup>5</sup>.

Demirgüç-Kunt y Levine (2001) investigan estas diferentes visiones. Su estudio concluye que lo que importa es si el sistema financiero desarrolla o no servicios financieros. Los resultados empíricos apoyan

<sup>4</sup> Problemas de agencia (y visión a corto plazo) se denomina a los conflictos de intereses que pueden surgir entre los dueños de una empresa (accionistas) y sus directivos y gestores donde los dueños pueden primar más el largo plazo (supervivencia y beneficios sostenibles) que la mera búsqueda de maximización del beneficio a corto plazo. N. del E: perseguida por los gestores.

<sup>5</sup> Para un análisis de las carencias de ambos planteamientos, véase Rajan (1992), Morck and Nakamura (1999), Weinstein and Yafeh (1998), Bhidé (1993).



el enfoque conjunto de los sistemas basados en el mercado y en los bancos, lo que denominan como la «visión de los servicios financieros»; el argumento es que:

[...] la teoría afirma que los contratos, los mercados y los intermediarios financieros surgen para reducir los costes de información y transacción y por lo tanto proporcionan a la economía servicios de análisis e información financiera que facilitan el escrutinio de las empresas antes de que éstas se financien, el control de las empresas tras su financiación, el control del riesgo tanto de los propios proyectos como de su liquidez, y el intercambio de bienes, servicios y financiación» (Demirgüç-Kunt y Levine, 2008, p. 3).

El enfoque de los servicios financieros pone el acento en que los sistemas financieros, en su conjunto, proporcionan los servicios financieros esenciales que son cruciales para la creación de empresas, la expansión industrial y el crecimiento económico. La división entre bancos y mercados en la provisión de estos servicios es, sin embargo, de importancia secundaria. Este es el argumento básico de Beck *et al.* (2001), quienes muestran que los datos nacionales, sectoriales y de empresas individuales no aportan evidencias que apoyen la división entre los enfoques basados en la financiación por los bancos o por el mercado. La separación previa de los países en función de su estructura financiera no explica las diferencias halladas en el crecimiento a largo plazo del PIB, su actividad industrial, la creación de nuevas empresas, el uso por las empresas de fondos externos, o incluso el crecimiento empresarial<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Estos resultados son corroborados por otros estudios: Levine (2000) muestra que la estructura financiera per se no es ni un buen predictor del crecimiento del PIB per cápita ni de la acumulación de capital, ni del crecimiento de la productividad o de la tasa de ahorro; Beck y Levine (2002) muestran que los sectores financieramente dependientes no crecen relativa-

A pesar de toda la evidencia reunida alrededor de la visión de los servicios financieros, el resultado global es el fracaso en la conexión del crecimiento económico con los diferentes tipos de estructuras financieras y, de hecho (y más importante), resulta ser un intento fallido de desarrollar una explicación del crecimiento económico (efecto) basada en la estructura financiera (causa). El rechazo de la existencia de diferentes efectos de las estructuras financieras y la consiguiente homogeneización de los parámetros sólo puede llevarse a cabo especificando los aspectos institucionales de los países. Estos fueron incluidos en los trabajos relativos a la relación entre finanzas y desarrollo mediante indicadores de cumplimiento de la legalidad (La Porta *et al.*, 1997; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998; y Beck *et al.*, 1995) y de protección de los acreedores (Djankov *et al.*, 2007). Estos elementos fueron denominados como el enfoque del «derecho y las finanzas», que destaca el sistema legal como el principal determinante de la eficiencia de las instituciones financieras (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999). Este planteamiento afirma que las diferencias en las normativas reguladoras entre países deben considerarse en las investigaciones del nexo finanzas-crecimiento. La Porta *et al.* (2000) también rechaza el debate entre las visiones basadas en los bancos y el mercado. Así, los sistemas legales que protegen de manera genuina a los inversores externos (tanto a los tenedores de acciones como de deuda) son los que pro-

mente más rápido en ninguna de las estructuras financieras) Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) usan datos de empresas para confirmar que los valores predichos por los recursos propios de las empresas y el endeudamiento a corto plazo son de mayor importancia en el proceso de crecimiento. En resumen, todos estos trabajos rechazan la separación previa de las estructuras financieras en favor de una aproximación global al tema del desarrollo financiero.

mueven el desarrollo financiero global. La eficiencia del sistema legal está entonces positivamente relacionada con la innovación y el crecimiento.

Estos resultados también cambiaron la agenda investigadora. Como la atención de los factores determinantes del crecimiento se desplazó desde las diferentes estructuras (y sus conexiones) a las instituciones reguladoras y financieras, las principales investigaciones se dirigieron a las cuestiones de la causalidad. Nuevas técnicas estadísticas y medidas más precisas de indicadores y variables han sido incorporadas a los estudios en un intento de apoyar una dirección determinada de causalidad entre las finanzas, la regulación y el desarrollo. Dado que no se ha descartado por completo la neutralidad de las instituciones financieras respecto al crecimiento y que los resultados sobre los patrones de causalidad entre desarrollo financiero (bancos y mercados) y crecimiento no son concluyentes, el debate y la investigación siguen abiertos.

Esta creciente preocupación sobre los vínculos entre las finanzas, su adecuada regulación y el desarrollo guardan relación con la temprana teoría del desarrollo de Schumpeter (al menos en su referencia al sistema financiero). En general, de acuerdo con Schumpeter (1934) el desarrollo del sistema económico se desencadena por un proceso de innovación. El desarrollo económico se fundamenta tanto en la existencia de un emprendedor que anticipa las mejoras en los sistemas de producción como en el banquero que proporciona el crédito para que la innovación sea implantada.

En el mismo sentido, Arestis, Chortareas y Desli (2006) suponen que el desarrollo financiero afecta al crecimiento al mejorar la

tecnología y la eficiencia de la producción. En resumen, la influencia del desarrollo financiero sobre la productividad total de los factores (PTF) se desarrolla a través de varios canales: reduce los costes de adquisición de información y de realización de transacciones; permite una mejor asignación de recursos al usar una información más adecuada sobre el control de la producción; el *learning-by-doing* podría mejorar las decisiones de préstamo; mejora la disponibilidad de activos líquidos estimulando con ello la inversión en actividades de alto rendimiento al reducir los costes y los riesgos (lo que facilita la gestión del riesgo); reduce las imperfecciones de mercado y las restricciones al préstamo; promueve el desarrollo de mercados financieros conexos, lo que puede a su vez promover el desarrollo financiero al financiar más actividades innovadoras que pueden generar ganancias de productividad adicionales; y, finalmente, el efecto del desarrollo financiero sobre la PTF también permite a más agentes el protegerse, comerciar y agrupar riesgos.

El enfoque schumpeteriano también es evidente en trabajos como los de Arestis y Demetriades (1997, 1998), Arestis, Demetriades y Fattouh (2003), y Luintel *et al.* (2008). Estos estudios revisan trabajos contemporáneos abordando los problemas derivados de la homogeneidad de los parámetros de los países y la relación específica entre las finanzas y el crecimiento económico. También apuntan que las mejoras metodológicas deberían realizarse en las regresiones transversales (*cross-country*) para evitar resultados equívocos e interferencias. Además, algunos problemas relacionados con la determinación de políticas (sobre todo, las relativas a la liberalización financiera) pueden surgir en respuesta a diversos

resultados de la relación finanzas-crecimiento.

Con un enfoque más detallado, Luintel *et al.* (*op. cit.*) descubren que, entre otras cosas, las estructuras financieras son realmente importantes para el crecimiento económico y que cuando se investigan países concretos para evitar la homogeneidad de parámetros, aparecen dinámicas diferentes, específicas de cada nación. Estos resultados llevan a la importante conclusión de que las políticas financieras necesitan estar estrechamente conectadas con las especificidades de cada país.

Las cuestiones relativas a la determinación de la causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico son los principales puntos discutidos en Demetriades y Hussein (1996) y en Arestis y Demetriades (1997). Sin embargo, especialmente en el último, se plantea un importante argumento contra las políticas financieras liberales. Ambos trabajos suponen que la mala especificación de los modelos y el uso de herramientas estadísticas inapropiadas son responsables de los resultados erróneos obtenidos. Los países muestran diferentes características y estructuras institucionales que afectan profundamente a la relación entre finanzas y crecimiento. Basado en ello, Arestis y Demetriades (1997) van más allá y se plantean la validez de los supuestos efectos beneficiosos causados por las políticas homogéneas de liberalización financiera que se han aplicado en países muy diferentes. En Arestis *et al.* (2003), el alcance de la investigación se amplía al tener en cuenta a más países y al incluir importantes variables de control que tengan en cuenta las restricciones al tipo de interés, restricciones a las entradas de capitales, los requisitos de reservas y liquidez y los requisitos de adecua-

ción de capital. De nuevo, la variación en los resultados para los países considerados es un indicador de la importancia que tiene incorporar características institucionales específicas de cada país. Esta conclusión también alerta de los diferentes (y en ocasiones negativos) resultados de las políticas uniformes de liberalización financiera en diversos países.

Esta sección ha desarrollado la primera parte de nuestra discusión. En cuanto a la teoría de la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico, la mayoría de los estudios ha considerado el papel de la intermediación como la principal función de conexión entre estos sistemas. Podemos decir que desde que aparecieron en los sesenta y setenta los primeros trabajos sobre la línea contemporánea dominante de análisis, siempre hubo consideraciones políticas sobre la mejor forma de promover el desarrollo financiero. El surgimiento de un nuevo aparato modelizador a finales de los años ochenta dio origen a una ronda de trabajos empíricos para corroborar las hipótesis anteriores. Las nuevas políticas relativas a la mejor forma de maximizar la eficiencia de las instituciones financieras, esto es, de acrecentar el crecimiento, son una parte integral de la agenda de desarrollo de todos los países. Lamentablemente, la visión liberal ha dominado los debates académicos y determinado los nuevos desarrollos de la agenda investigadora; esta visión ha diseminado la idea de que los sistemas financieros sólo pueden funcionar eficientemente si no existe interferencia gubernamental. Por lo tanto, antes de plantear los orígenes de la actual crisis financiera, debemos definir de manera precisa lo que es la liberalización financiera. Este es el tema central de la siguiente sección.

### 3. LA 'REPRESIÓN' Y LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

La separación entre segmentos del mercado financiero y los controles de los movimientos de capital entre países fueron aspectos clave de la regulación pública de la competencia en el sector financiero. Desde la Segunda Guerra Mundial, esta regulación ha tratado de dar estabilidad al sistema financiero, permitiéndole financiar el consumo, la producción y la inversión de manera simultánea. El balance de esta regulación pública de la competencia en el sector financiero ha sido incuestionablemente exitoso: una inflación baja que fue decisiva a la hora de acelerar el crecimiento económico de los años cincuenta y sesenta; junto a una larga estabilidad financiera. Pero la efectividad de esa regulación se debilitó en los años setenta a la vista de la mayor inestabilidad en el sistema financiero y en la actividad económica, de un menor crecimiento económico y de una mayor inflación.

La pérdida de eficacia dio lugar a numerosas controversias sobre la regulación pública del sector financiero. La línea de pensamiento que prevaleció guió los cambios en los aspectos legales e institucionales del sector financiero bajo la premisa de que la interferencia estatal «reprimía» el desarrollo de las actividades financieras. Esta premisa estaba incorporada en la hipótesis de que el libre mercado es eficiente, y que la competencia es capaz de solventar por sí misma los problemas relacionados con la ausencia de información completa y con los costes de transacción, sobre todo con la ayuda de los desarrollos en las tecnologías de la información, en el almacenaje, procesamiento y comunicación de datos. La reforma propuesta consistió en eliminar la represión de la actividad financiera, la separación de los

segmentos comercial, de inversión y asegurador del negocio bancario, y de los controles de movimientos de capitales entre países, todo lo cual debería desaparecer para siempre. Además, se permitió que la iniciativa privada y la competencia en esas actividades pudieran desarrollarse libremente. La liberalización financiera no significaba una ausencia total de regulación y supervisión, sino que resaltaba el papel jugado por la auto-regulación de la competencia. Como sugieren Arestis y Basu (2003):

[...] el mensaje crucial de la tesis de la liberalización financiera es que la ausencia de competencia genera ineficiencia en el sector financiero. La liberalización de los tipos de interés es un primer paso, pero se reconocía que por sí sola no generaría competencia en este mercado ya que éste opera en un marco de competencia oligopolista. Por lo tanto, no solo hay una necesidad de aumentar el número de jugadores en este campo, sino también de aumentar el ahorro, ahorro que un país puede tener que buscar más allá de sus fronteras. Para aumentar el número de jugadores deben eliminarse las restricciones a la entrada con el objeto de que otros bancos y otros «intermediarios financieros no-bancarios» (IFNB) así como bancos extranjeros puedan entrar en el mercado. Para aumentar la oferta de ahorro, deben eliminarse los controles de capital sobre la compra y venta de divisas extranjeras. También deben relajarse las leyes sobre las actividades de fusiones y adquisiciones, y, por lo tanto, surge la necesidad de liberalizar el sector exterior del sistema financiero (p. 5).

El reciente aumento del interés sobre estas cuestiones surge del hecho de que diversos autores ponen en tela de juicio la validez de la teoría de la represión financiera. La represión financiera tiene una influencia adversa sobre el nivel de equilibrio del ahorro y la inversión y, por extensión, sobre el crecimiento económico. Para estos autores, «la intervención pública en los merca-

dos de capital no está justificada por fallos en la intermediación debido a mercados incompletos. Al contrario, esos mercados son incompletos como consecuencia de dicha intervención» (Stuart, 2005, p. 22).

Tres han sido los principales problemas identificados y acentuados por la hipótesis de la «represión financiera». El primero, la represión financiera afecta a la propensión a ahorrar por sus efectos sobre los beneficios del ahorro. El segundo, la represión financiera afecta negativamente a la asignación del ahorro a la financiación de la inversión productiva, desviando la compra de activos hacia las compras de vivienda y de divisas extranjeras. Finalmente, afecta de manera perversa a la eficiencia de la asignación del ahorro a la actividad inversora, ya que esta asignación se determina políticamente, siendo el propio Estado quien identifica los proyectos estratégicos (crédito dirigido) en vez de confiar en la productividad marginal de los proyectos de inversión. Como resultado de estos problemas, la inversión se ve afectada no sólo en términos cuantitativos sino también cualitativos. En estas condiciones es probable que el sector financiero se estanque. La baja rentabilidad de los depósitos bancarios anima a los ahorradores a mantener sus ahorros en forma de activos improductivos, como el suelo, en lugar de en depósitos bancarios potencialmente productivos. De forma similar, los elevados coeficientes de reserva obligatorios restringen la oferta de préstamo bancario, y los programas dirigidos de crédito distorsionan la asignación del crédito ya que las prioridades políticas no están, en general, por la productividad marginal de los distintos tipos de capital. En conclusión, la llamada «represión financiera» tiene efectos negativos sobre la economía real.

La tesis de la liberalización financiera defiende la eliminación de los límites máximos a los tipos de interés, la reducción de los coeficientes de reservas obligatorios y la abolición de los programas de crédito dirigidos. Con el tipo de interés ajustándose a su nivel de equilibrio, desaparecería la baja rentabilidad de los proyectos de inversión, lo que elevaría la eficiencia global de la inversión. Además, al aumentar los tipos de interés, aumentarían el ahorro y la oferta real total de crédito, lo que generaría un mayor volumen de inversión. Por lo tanto, el crecimiento económico se estimularía no sólo por la mayor inversión sino también por la mayor productividad media del capital. Además, los efectos de los menores coeficientes de reservas reforzarían los efectos de los mayores ahorros sobre la oferta de préstamo bancario, a la vez que la abolición de los programas de crédito dirigidos daría lugar a una asignación más eficiente del crédito, estimulando la productividad media del capital.

La tesis de la liberalización financiera también está en contra de la interferencia estatal en los mercados de divisas y en la movilidad internacional del capital. Su propuesta es la libertad de movimientos de capitales y la flexibilidad de los tipos de cambio con la menor interferencia pública posible. La política macroeconómica debería contemplar una mínima interferencia política, quedando la política monetaria en manos de un Banco Central independiente, la cual se basaría en el manejo de los tipos de interés para mantener una tasa de inflación baja. La política fiscal operaría de manera pasiva, manteniendo estable el ratio deuda pública/PIB (para una crítica, véase Arestis, 2008).

La propuesta de la libertad de movimientos de capital y de la no intervención en los mercados de divisas señala un problema que había sido reconocido incluso por los

propios defensores de la liberalización financiera. Esta complicación tiene lugar cuando un país no tiene una moneda fácilmente convertible. En estos países el tipo de cambio flexible se convierte en una fuente de inestabilidad económica. En estas condiciones, es importante que el tipo de cambio sea administrado con el objetivo de reducir la volatilidad cambiaria. La abundancia de activos de alta calidad en países con monedas convertibles disminuye la volatilidad del tipo de cambio. En el caso de países con monedas no convertibles, a causa de sus débiles economías y sistemas financieros, estos países no poseen activos de alta calidad que les permita evitar la inestabilidad de los mercados de divisas. En este caso, las variaciones del tipo de cambio tienden a ser mayores.

Por lo tanto, la entrada y la salida de capitales tienen mayores repercusiones en los mercados financieros y cambiarios de los países en desarrollo, en donde la convertibilidad de su divisa es pequeña. En estos países, la entrada de capital tiende a tener repercusiones sobre el precio de los activos financieros y sobre el tipo de cambio. El aumento en el precio de los activos financieros favorece los aumentos en el consumo, la producción y la inversión, permitiendo el crecimiento de la actividad económica. Mientras la apreciación de la moneda nacional ayuda a contener la inflación, el mayor crecimiento económico tiende a ser seguido de déficits en la balanza por cuenta corriente. Pero estos déficits son compensados por las entradas de capital. Sin embargo, el crecimiento económico inducido por las entradas de capital en países con monedas no convertibles tiende a no ser equilibrado ni continuo. En este tipo de crecimiento económico, la inversión promueve de manera desproporcionada la producción

no comercializable, lo que contribuye a agravar el déficit en la balanza comercial. Los efectos de este desequilibrio no se manifiestan en tanto en cuanto continúa la entrada de capitales, ya que el déficit comercial se financia y la inflación permanece baja. Este desequilibrio se hace evidente cuando los movimientos de capital se invierten, lo que causa descensos en los precios de los activos financieros y la devaluación de la moneda nacional. Entonces, el crecimiento económico se interrumpe, la actividad económica disminuye y aumenta la inflación. Según Obstfeld (2009):

[...] si para gestionar de manera segura una balanza de capital abierta se necesita un tipo de cambio más flexible, un coste adicional es que los cambios en la demanda mundial de activos domésticos (así como otros shocks) pueden traducirse de manera muy rápida en una sustancial apreciación real de la moneda. En presencia de rigideces de los precios nominales, la apreciación de la moneda puede ser excesiva. En particular, si los mercados de capitales son imperfectos, la configuración de precios relativos resultante puede enviar señales erróneas sobre los precios, las cuales pueden perjudicar la competitividad internacional, induciendo costosas reasignaciones intersectoriales de recursos y desempleo. Con una balanza de capital abierta, la posibilidad de una apreciación real indeseada y, de hecho, una depreciación- es inherente en ese trilema. Sin embargo, como las apreciaciones están asociadas a tensiones en el sector manufacturero y a déficit por cuenta corriente, son estos problemas, más que las depreciaciones, lo que más preocupa a las autoridades económicas cuando la economía no está en crisis (pp. 53 y 54).

Los distintos tipos de entradas de capitales (préstamos, inversiones de cartera e inversión directa) son importantes porque afectan a la forma y al tiempo en la que los flujos de capital se invierten. Los préstamos no se renuevan y los nuevos préstamos son



más difíciles y caros. Las inversiones en cartera son escasas y los fondos se desvían a otros países. La inversión directa se interrumpe y las salidas de beneficios y dividendos aumentan. No obstante, la acumulación externa pasiva sin un correcto desarrollo de la producción comercializable tiende a aumentar el déficit comercial, a revertir los movimientos de capitales y a interrumpir el crecimiento económico.

La experiencia de innumerables países muestra que la liberalización financiera ha tenido un éxito limitado y ha sufrido numerosos y evidentes fracasos (Arestis y Sawyer, 2007). Ha aumentado la integración de los países en desarrollo en los mercados globales, y ha permitido que los gobiernos y las grandes empresas se hayan beneficiado de mayores recursos procedentes del acceso a los mercados internacionales de crédito. Pero las economías liberalizadas son más vulnerables a las oscilaciones de la economía internacional. De hecho, la experiencia de algunos países en desarrollo revela una dinámica macroeconómica cíclica, con una fase inicial expansiva seguida de un periodo de estancamiento o recesión y con una creciente debilidad financiera interna y externa, que culmina en una crisis financiera y cambiaria (Frenkel, 2003).

En consecuencia, la tesis de la liberalización financiera introdujo nuevos elementos en su análisis, como fueron los requisitos necesarios para la implantación de las reformas, proponiéndose una secuenciación de las reformas durante el proceso de liberalización financiera. La primera, la liberalización del comercio internacional y de los mercados financieros nacionales con el objeto de aumentar la competencia y desarrollar la producción, el comercio internacional y el sistema financiero. Para que ello tuviera lugar, entre tanto, es necesario mantener e

incluso reforzar el control de los movimientos de capital, con el objeto de administrar el tipo de cambio, manteniendo la moneda nacional relativamente devaluada. Esto último es importante para fomentar la producción comercializable, promoviendo así un crecimiento más continuo y estable, reforzando el comercio exterior del país. El desarrollo de la economía y del sistema financiero y el incremento del comercio internacional aumentan el grado de convertibilidad de la moneda nacional, aumentando la oferta de activos de alta calidad. Es entonces, cuando sería posible liberalizar los movimientos de capital sin causar problemas en la economía y en el mercado financiero. En palabras de Frenkel (2003):

[...] la recomendación de política era que los mercados de capitales sólo deberían abrirse cuando la economía estuviera estabilizada y abierta al comercio internacional y cuando tuviera un sistema financiero, sólido, es decir, sólo cuando se hubiera aplicado una secuencia de políticas (aquellas que más tarde formarían el núcleo central del Consenso de Washington) y que los efectos esperados de las primeras reformas se hubiesen desarrollado por completo (p. 44).

La experiencia de algunas economías que desarrollaron tempranamente la liberalización financiera lleva a la conclusión de que lo que ocurrió en economías carentes de una moneda convertible fue que la liberalización financiera normalmente aumentó la demanda de crédito de las familias y de las empresas sin que aumentara de manera sustancial la tasa de inversión o el crecimiento económico. Al mismo tiempo que la entrada de capital tiene lugar, el consumo aumenta, y la estabilidad de la tasa de inversión y los aumentos en el desequilibrio por cuenta corriente sugieren que la liberalización financiera no aumenta el ahorro global neto; simplemente sustituye el ahorro

nacional por el internacional. Al revertirse los flujos de capitales, los aumentos en los incumplimientos (*default*) sugieren la existencia de una inadecuada supervisión y regulación del sector financiero, lo cual le impide asumir los riesgos de las operaciones financieras ya realizadas. Sin embargo, como ya hemos mencionado, existe un problema más importante, relacionado con los efectos desestabilizadores del libre movimiento de capital en una economía que carece de una divisa convertible.

Para Arestis y Basu (2003), como el grado de convertibilidad de la moneda nacional en todas las economías en desarrollo es bajo, todos sus préstamos extranjeros deben ser pagados en moneda extranjera. En este caso, sólo los activos de su sector exportador son aceptables en los requerimientos tipo del crédito internacional. Si los préstamos extranjeros no se usan en la mejora de las instalaciones exportadoras, entonces el cumplimiento de las obligaciones crediticias dejarían de estar respaldadas por los resultados de los proyectos de inversión. Esto convierte en irrelevantes las evaluaciones de los proyectos y los estándares crediticios (avales, hipotecas), no bastan para proteger a los acreedores. Entonces el problema es la capacidad global del país para atraer capitales extranjeros. La posibilidad de atraer capitales financieros del exterior depende de la capacidad del país para ofrecer activos internacionales comercializables. En el caso de los países en desarrollo estos activos están relacionados con el sector exportador. De esta forma, al país emergente no le basta con liberalizar sus finanzas, sino que tiene que ser capaz de atraer capital financiero. Su crecimiento económico debería generar suficientes exportaciones. La entrada de capital produce la apreciación de los activos y la moneda nacionales, pero en

contrapartida, empeora las exportaciones al encarecerlas y genera una expansión desproporcionada del sector no comercializable, desequilibrando el crecimiento económico. En vez de un crecimiento económico continuo, la libertad de movimientos de capital genera fuertes oscilaciones en el nivel de actividad económica, con una tendencia a ralentizar el crecimiento económico y a producir una baja tasa de inversión. El país emergente necesita desarrollar su infraestructura y la capacidad de producción de bienes y servicios. Sin embargo, el desarrollo del sistema financiero unido a la liberalización favorece la financiación del consumo (y éste, las importaciones), pero la inversión no aumenta y la actividad económica se vuelve muy inestable.

La aplicación del marco teórico del desarrollo financiero al mundo real se ha encontrado en los últimos decenios con una variedad de problemas. El modelo finanzas-crecimiento ha sido planteado como la política definitiva para promover el desarrollo económico universal y la integración de los mercados internacionales. Pero como los modelos podían generar resultados no satisfactorios y las interacciones macroeconómicas eran más complicadas de lo inicialmente imaginado, las economías mundiales, en especial en el pasado más reciente, han experimentado un escenario, que es casi igual de malo que la Gran Depresión de los años treinta. La siguiente sección tratará de las causas de la actual crisis económica desde la perspectiva de la política monetaria.

#### 4. LAS POLÍTICAS MONETARIAS ACTUALES

Las políticas de liberalización financieras aplicadas desde los años setenta han ge-

nerado en el sistema una liquidez excesiva (entendida la liquidez un sentido amplio) aumentando de manera sustancial la deuda de las familias. La liquidez excesiva, que resultó evidente a principios de esta década, no fue únicamente el resultado de la innovación financiera, la cual fue promovida por la liberalización financiera antes estudiada. También ha sido ocasionada por la nueva estrategia de política monetaria, la cual se centra en el manejo del tipo de interés. En este contexto, en Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, inyectó masivamente liquidez y recortó los tipos de interés tras las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998, medidas que posteriormente sólo fueron revertidas en parte. En vista del peligro deflacionista tras el estallido de la burbuja de Internet en marzo de 2000, Alan Greenspan redujo los tipos de interés de manera secuencial desde el 6,5% hasta el 1%, inyectando liquidez a gran escala en la economía norteamericana. Además, reaccionó tarde y de forma lenta en el drenaje de esa liquidez y en revertir los recortes del tipo de interés. Ben Bernanke, el nuevo presidente de la Reserva Federal, adoptó medidas parecidas a las de su predecesor e inyectó liquidez de forma masiva a partir del estallido de la crisis crediticia en el verano de 2007.

También es cierto que la innovación financiera que siguió a la liberalización financiera ha desempeñado un papel tan importante o más que la política monetaria expansiva en la creación de los enormes volúmenes de liquidez y deuda de la presente década. Esta etapa permitió a las instituciones financieras iniciar de nuevo una frenética actividad financiera, basada en la completa autonomía de los bancos a la hora de disponer de su cartera de activos de acuerdo con la gestión del riesgo. Esa innovación financiera se basaba

sobremana en títulos y derivados interconectados, todos ellos relacionados con las hipotecas *subprime*.

Las hipotecas *subprime* son una innovación financiera diseñada para permitir la propiedad de viviendas a deudores de gran riesgo. Esta innovación financiera alentó a los bancos a proporcionar préstamos arriesgados sin aplicar «las tres c» a los deudores: *collateral*, *credit history* y *character* (avales, historial crediticio y características personales). Esto ocurrió porque los bancos podían vender fácilmente estas hipotecas u otros préstamos previamente titulizados a un asegurador, o comportarse como un asegurador para vender al público hipotecas de baja calidad «empaquetadas» en títulos hipotecarios diversos. Todo ello condujo al crecimiento sin precedentes del mercado *subprime*. Este es un mercado donde los préstamos pueden proporcionar préstamos a clientes con un historial crediticio dudoso o con una capacidad nula de atender el servicio de sus préstamos en situaciones económicas adversas.

Los bancos crearon fondos (*trusts*) o entidades jurídicas de responsabilidad limitada, conocidas como *Structural Investment Vehicles* (SIV), que al no estar sometidas a regulación bancaria alguna precisaban de un escaso capital inicial. Esto creó una banca paralela fuera del paraguas regulatorio, sembrando y aventando las semillas de la actual crisis crediticia. Las operaciones de los SIV se financiaron endeudándose a corto plazo en los mercados de capitales, vinculando este endeudamiento al tipo de interés interbancario, el tipo LIBOR. Este capital captado a corto plazo se utilizó para comprar el segmento de la cartera de préstamos de la empresa matriz de más alto riesgo. La cartera de préstamos fue entonces reagrupada en forma de *Collateralised Debt Obligations*

(CDO), las cuales se vendieron a otros bancos o al inversor particular. En este proceso, mientras el tipo interbancario LIBOR estuvo por debajo de los tipos de interés de los CDO, las SIV tuvieron beneficios. Como resultado, en esa época los bancos mantuvieron pocos activos líquidos y sin riesgo tradicionales, como deuda pública. Se cargaron de préstamos al sector privado de calidades diversas, basados sobre todo en propiedades residenciales o comerciales. La burbuja de la vivienda estalló cuando la curva de rendimientos se invirtió quedando los tipos de interés a largo plazo por debajo del tipo de interés interbancario LIBOR.

La compleja estructura y la naturaleza altamente ilíquida del mercado de CDO ha complicado la labor de las instituciones de *rating* crediticio, las cuales han asignado de manera «errónea» una calificación AAA a muchos títulos sin ningún valor. Esta calificación sobreestimada ha contribuido al crecimiento del mercado de CDO durante la parte alcista del ciclo, pero también a su desplome en la fase de contracción. Esto agravó las pérdidas de las instituciones financieras durante la crisis crediticia. El mercado de CDO inyectó una liquidez masiva en el sistema que no tuvo su reflejo en los agregados monetarios y cuyas implicaciones sobre los mercados financieros y la economía en su conjunto no fueron consideradas por los bancos centrales. La venta de CDO a los inversores internacionales convirtió la burbuja inmobiliaria norteamericana en un problema global y constituyó el mecanismo de transmisión para infectar a la economía mundial y a Europa en particular. Los bancos fueron tan codiciosos a la hora de conceder préstamos sumamente arriesgados que durante la fase de expansión del ciclo económico el ritmo de concesión de estos préstamos era muy superior

a la velocidad con la que los «sacaban» de sus balances. Así, cuando la crisis bancaria comenzó, muchos bancos se encontraron con un stock de CDO en sus balances mayor del que hubiesen deseado de haber sabido su riesgo real. Las pérdidas en los CDO (de hasta el 95%) aumentaron obviamente las pérdidas de las instituciones financieras, y por razones de reputación y presión legal, muchos bancos fueron obligados a incorporar los balances de las SIV en sus propios balances.

En tiempos normales, las innovaciones financieras reducen el riesgo y convencen a los bancos centrales de que existe un mínimo riesgo de contagio sistémico en caso de un descenso en el precio de las viviendas. En la crisis crediticia de agosto de 2007, los banqueros centrales a ambos lados del Atlántico subestimaron el riesgo sistémico derivado del colapso del mercado hipotecario *subprime*. En la primavera de 2007 mantenían que tan sólo unos pocos individuos e instituciones se verían afectados, con un daño mínimo para el conjunto de la economía. Esto hizo que el presidente de la Reserva Federal mantuviera altos los tipos de interés en un momento tan tardío como agosto de 2007. Pero el desplome del precio de las acciones y la ampliación de los márgenes crediticios en agosto de 2007 hicieron que esa política se modificara. A partir de esa fecha, la Reserva Federal inyectó liquidez y recortó agresivamente los tipos de interés desde el 5,25% hasta el 2%. La Reserva Federal y otros bancos centrales han adoptado desde entonces medidas extraordinarias para extender la liquidez no sólo a los bancos comerciales sino también a los agentes intermediarios y bancos de inversión. Además, los gobiernos, con el norteamericano a la cabeza, anunciaron medidas de choque para evitar problemas aún ma-

yores, como los planes para comprar a escala masiva títulos vinculados a hipotecas fallidas, así como garantías de 1 año por los recursos colocados en los fondos del mercado monetario. A partir de agosto de 2007, lo que comenzó como una turbulencia en las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, se convirtió en una tormenta financiera de dimensiones históricas. Por lo tanto, se puede plantear el problema sugiriendo que las innovaciones financieras y los vínculos más estrechos entre los bancos transformaron lo que empezó en agosto de 2007 siendo una crisis de liquidez en un problema de solvencia para el conjunto del sector financiero.

El modelo planteado por Arestis y Karakitsos (2004) proporciona una valoración de los efectos a corto plazo de este proceso de deflación de activos y deuda. Como reconocen Arestis y Karakitsos (2010), los precios de las viviendas en Estados Unidos (el precio mediano de las viviendas existentes) ha caído hasta ahora más de un 10% y su modelo sugiere que en el fondo del primer (¿y último?) ciclo es probable que los precios de la vivienda caigan, desde su nivel más alto, un 30% a finales de 2009, fecha en la que se prevé el final del ciclo bajista del precio de la vivienda.

Un año después de que los precios de la vivienda alcanzaran su nivel máximo los precios de las acciones comenzaron a bajar, generando un efecto negativo adicional sobre la riqueza de las familias. Desde septiembre de 2007, cuando alcanzó su nivel máximo, hasta junio de 2008 la riqueza financiera ha caído un 9%, y el modelo prevé pérdidas adicionales situando al indicador S&P alrededor del nivel 900 a finales de 2009. En el segundo trimestre de 2008 las familias redujeron por vez primera su deuda hipotecaria en más de un 3%. El modelo sugiere que la deuda hipotecaria se reduz-

ca en un 13% a finales de 2009. El efecto neto sobre la riqueza de las familias del descenso en los precios de la vivienda y de las acciones y de la reducción de la deuda ha sido de un -10%, pero es probable que este efecto sea aún mayor a finales de 2009. Como resultado del descenso de la riqueza es probable que los consumidores frenen su consumo, incitando a que las empresas reduzcan el empleo.

El modelo sugería que el descenso en el empleo continuaría en los siguientes doce meses alcanzando su nivel máximo a finales de 2009. El efecto combinado del descenso en la riqueza neta y en la renta real disponible frenaría el crecimiento del consumo situándolo en un 1% en 2008 y en tan sólo el 0,1% en 2009. Era probable que las empresas redujeran sus inversiones. El modelo estimaba que la inversión podía descender un 6% en 2008, y que aumentaría en menos de un 1% en 2009. El crecimiento de las exportaciones, el único componente sólido hasta ahora de la demanda agregada, se reduciría a la mitad en 2009. El efecto total sobre el PIB se esperaba que fuera de 1,5% en 2008 y de tan sólo 0,6% en 2009. La inflación medida por el IPC caería durante los siguientes doce meses en respuesta a una «brecha de la producción» (*output gap*) cada vez más negativa y por el estallido de la burbuja de las materias primas, una vez que hubiera colapsado la teoría del desacoplamiento entre los BRIC<sup>7</sup> y las economías occidentales.

Es probable que el proceso implique efectos de segunda vuelta. Si los precios de las viviendas, de los títulos valores a ellas vinculadas y de las acciones en general siguen bajando, las pérdidas de las instituciones financieras se amplían generando efectos deflacionarios adicionales sobre la economía.

---

<sup>7</sup> Brasil, Rusia, India y China.

Los riesgos se plantean en el caso de un descenso de los precios de la vivienda respecto a su nivel de equilibrio superior al 30%. En ausencia de medidas compensatorias, estos efectos de segunda vuelta profundizarían el proceso de deflación de deuda y activos. Evaluando este proceso a partir de experiencias pasadas, como la de Japón en los años noventa, la Gran Depresión de los treinta y la crisis de los ferrocarriles a finales del siglo XIX, el proceso deflacionista puede llegar a durar unos diez años.

Sin embargo, las iniciativas políticas de las autoridades americanas y del resto del mundo deberían acelerar el proceso de ajuste y el proceso de deflación de deuda y activos podría concluir en dos o tres años. Dos parámetros determinarán lo correcto de la previsión: la dimensión de la caída del precio de la vivienda y las pérdidas de las instituciones financieras.

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Este trabajo ha planteado los fundamentos teóricos del modelo finanzas-crecimiento y sus implicaciones en la actual crisis económica. Hemos mostrado cómo este modelo fue incorporado en las políticas neoliberales llevadas a cabo en muchos países. El modelo promovía la liberalización financiera como la panacea para el crecimiento económico. También hemos mostrado los problemas planteados por las políticas de liberalización financiera desde la perspectiva de las crecientes interacciones en los mercados internacionales, en especial para los países en desarrollo. Ahora nos enfrentamos a los efectos perversos de los flujos de capitales internacionales crecientemente desregulados. Es tiempo de reflexionar sobre la liberalización financiera

en las economías de todo el mundo, y las posibles actuaciones de política económica para resolver los problemas presentes y futuros que aquella nos ha legado.

Necesitamos regular la ingeniería financiera. La titulación implica una transferencia de riesgo desde los bancos al sector personal y hace que los bancos sean más proclives a promover el préstamo y la venta de títulos respaldados por activos al sector personal. Deberíamos evitar el problema del fraude en el ámbito *subprime*; el problema nunca ha estado en el propio modelo *subprime*. Es la ingeniería financiera la que ha generado la burbuja inmobiliaria norteamericana. En definitiva, la raíz del problema es que la era de la liberalización financiera, promovió la ingeniería financiera hasta límites extremos. La ingeniería financiera es tan compleja que los bancos centrales hubieran tenido dificultades si hubiesen querido medir y controlar la liquidez total de la economía. Se necesitan «urgentemente» nuevas políticas. Principalmente, no deberíamos olvidar que esta crisis es el resultado de un «fallo regulatorio» a la hora de evitar una excesiva toma de riesgos por parte del sector financiero. Las autoridades económicas deben asegurarse de que esto no ocurra de nuevo. Se ha empezado a trabajar en reformular la arquitectura financiera internacional y las economías desarrolladas líderes ya han planteado recomendaciones para una mejor regulación prudencial, reglas contables y transparencia. El papel de las agencias crediticias debe ser reformulado, con un mayor control público. En un mundo globalizado, estos esfuerzos deben tener una amplia dimensión si se quiere que sean eficaces. No obstante, por encima de todo, resulta de capital importancia, como sugiere el título de nuestro trabajo, que la libérrima era de la liberalización financiera llegue a su fin.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P. (2008): «New Consensus Macroeconomics and Keynesian Critique», *mimeo*, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge.
- ARESTIS, P. y BASU, S. (2003): «Financial Globalization and Regulation», *Working Paper n. 397*, Levy Economics Institute.
- ARESTIS, P. y DEMETRIADES, P. (1997): «Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence», *Economic Journal*, 107: 783-799.
- 1998 «Finance and Growth: is Schumpeter 'Right'?, *Análise Económica*, 16(30): 5-21.
- ARESTIS, P. y KARAKITSOS, E. (2004): *The Post-Bubble US Economy: Implications for Financial Markets and the Economy*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- 2010: «Subprime Mortgage Market and Current Financial Crisis», en ARESTIS, P., MOOSLECHNER, P. y WAGNER, K. (eds.), *Housing Market Challenges in Europe and the United States*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- ARESTIS, P., CHORTAREAS, G. y DESLI, E. (2006): «Financial Development and Productive Efficiency in OECD Countries: an Explanatory Analysis», *Manchester School of Economic and Social Research*, 74(4): 417-440.
- ARESTIS, P., DEMETRIADES, P., y FATTOUH, B. (2003): «Financial Policies and the Aggregate Productivity of the Capital Stock: Evidence from Developed and Developing Economies», *Eastern Economic Journal*, 29(2): 217-242.
- ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2007): «Financial Liberalisation: the Current State of Play», en ARESTIS, P. Y EATWELL, J. (eds.), *Issues in Finance and Industry*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2008): *Annual Report*, June.
- BARRO, R.J. (1991): «Economic Growth in a Cross Section of Countries», *Quarterly Journal of Economics*, 56: 407-443.
- BECK, T. y LEVINE, R. (2002): «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?», *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.
- 2004: «Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence», *Journal of Banking and Finance*, 28(3): 423-442.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LEVINE, R. y MAKSIMOVIC, V. (2001): «Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence», en DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and LEVINE, R. (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA: 189-242.
- BHIDE, A. (1993): «The Hidden Costs of Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics*, 34: 1-51.
- BOOT, A., GREENBAUM, S. y THAKOR, A. (1993): «Reputation and Discretion in Financial Contracting», *American Economic Review*, 83: 1165-1183.
- CHICK, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Économies et Sociétés, (Série Monnaie et Production*, 3), 20(8-9): 111-127.
- DAVIDSON, P. (2002): *Financial Markets, Money and the Real World*. Edward Elgar, Cheltenham.
- DEMETRIADES, P. y HUSSEIN, K. (1996): «Does financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence From 16 Countries», *Journal of Development Economics*, 51: 387-411.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (1996): «Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: an Overview», *World Bank Economic Review*, 10(2): 223-39.
- 2001: *Financial Structure and Economic Growth: a Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- 2008: «Finance, Financial Sector Policies, and Long-run Growth», *Growth Commission Report*, World Development Bank.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (1998): «Law, Finance, and Firm Growth», *Journal of Finance*, 53: 2107-2137.
- 2002: «Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data», *Journal of Financial Economics*, 65: 337-363.
- DJANKOV, S., MCLEISH, C. y SHLEIFER, A. (2007): «Private Credit in 129 Countries», *Journal of Financial Economics*, 84(2): 299-329.
- DOW, S.C. (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar Publishing Ltd, Aldershot.
- FRENKEL, R. (2003): «Globalization and Financial Crises in Latin America», *Cepal Review*, 80: 39-51.
- FRY, M.J. (1988): *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, London.

- GERSCHENKRON, A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective — A Book of Essays*. Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- GURLEY, J. y SHAW, E. (1955): «Financial Aspects of Economic Development», *American Economic Review*, 45(4): 515-538.
- KING, R.G. y LEVINE, R. (1993): «Finance and Growth: Schumpeter Might be 'Right'», *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-37.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- 1998: «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- 1999: «Corporate Ownership Around the World», *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- 2000: «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 3-27.
- LEVINE, R. (1992), «Financial Structures and Economic Development», *World Bank Policy Research Working Series*, 849: 1-39.
- 1997: «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- 1999: «Law, Finance, and Economic Growth», *Journal of Financial Intermediation*, 8 (1-2): 8-35.
- 2002: «Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?», *Journal of Financial Intermediation*, 11(4): 398-428.
- 2003: «More on Finance and Growth: more Finance more Growth?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85(4): 31-46.
- LEVINE, R. y ZERVOS, S. (1998): «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», *American Economic Review*, 88(3): 537-558.
- LUCAS, R.E., Jr. (1988): «On the Mechanics of Economic Development», *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.
- LUINTEL, K., KHAN, M., ARESTIS, P. y THEODORIDIS, K. (2008): «Financial Structure and Economic Growth», *Journal of Development Economics*, 86(1): 181-200.
- MCKINNON, R. I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, DC.
- MORCK, R. y NAKAMURA, M. (1999): «Banks and Corporate Control in Japan», *Journal of Finance*, 54: 319-340.
- OBSTFELD, M. (2009): «International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?», *NBER Working Paper*, n.14691, National Bureau of Economic Research, Washington DC.
- PATRICK, H. (1966): «Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries», *Economic Development and Cultural Change*, 14: 174-189.
- RAJAN, R. G. (1992): «Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt», *Journal of Finance*, 47: 1367-1400.
- ROMER, P. (1989): «Capital Accumulation and Long Run Growth», in BARRO, R.J. (ed.), *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge: 51-127.
- 1990: «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, 94(5): 1002-1037.
- ROUSSEAU, P.L. (2003): «Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85: 81-106.
- SCHUMPETER, J. (1934): *The Theory of Economic Development: an Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- SHAW, E.S. (1973): *Financial Deepening in the Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- SINGH, A. (1997): «Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development», *Economic Journal*, 107: 771-782.
- STIGLITZ, J. E. (1985): «Credit Markets and the Control of Capital», *Journal of Money, Credit and Banking*, 17: 133-152.
- STUDART, R. (2005): «The State, the Markets and Development Financing.» *Cepal Review*, 85: 19-32.
- WEINSTEIN, D. y YAFEH, Y. (1998): «On the Costs of a Bank-centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, 635-672.
- ZYSMAN, J. (1983): *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca, N.Y.