



Para el BPI hay una anomalía creada por muchos años de políticas monetarias demasiado laxas. K. TSIRONIS / BLOOMBERG

## Dos visiones de la crisis

**JORDI GUAL**  
ECONOMISTA  
JEFE DE  
CAIXABANK Y  
PROFESOR DE  
IESE BUSINESS  
SCHOOL



La gran crisis financiera que estalló en el 2008 y cuyas secuelas aún estamos padeciendo ha provocado un animado debate conceptual entre especialistas, tanto en círculos académicos como profesionales. Aunque existe bastante acuerdo, a posteriori, sobre la génesis de la crisis, las discrepancias se centran en el diagnóstico de los males que aquejan hoy a las economías desarrolladas. Se trata, además, de una contienda que no es sólo teórica, ya que tiene su reflejo en las políticas económicas que plantean los principales gobiernos.

Una muestra singular de la importancia de las discrepancias nos la ofrecen dos instituciones internacionales de primer nivel: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el banco central de los

bancos centrales, radicado en Basilea. Aunque comparten algunos puntos de vista, como la necesidad de serias reformas estructurales en muchas economías avanzadas, los desacuerdos son muy relevantes en dos temas cruciales para la política económica en el momento actual.

En primer lugar, el diagnóstico de las causas por las que la recuperación está siendo comparativamente débil en muchos países desarrollados. Para el BPI esta atonía tiene su raíz en la naturaleza de la crisis, provocada por un exceso de endeudamiento. Tras el estallido de las burbujas financieras e inmobiliarias, el deterioro de los balances de muchos agentes economí-

“**El FMI argumenta que los bajos costes de financiación deben ser aprovechados para relanzar la inversión en infraestructuras”**

cos fue enorme, provocando un lastre significativo en su capacidad de gasto y, por tanto, de impulso al ritmo de actividad económica. Para el BPI el lento crecimiento registrado es en gran parte consecuencia de la necesidad de restablecer el equilibrio financiero de familias, empresas y gobiernos. Un periodo de frugalidad que es necesario para absorber los excesos de deuda generados en la expansión.

El FMI comulga sólo parcialmente con esta visión y argumenta que el crecimiento débil de las economías se debe fundamentalmente a una insuficiencia global de la demanda agregada (consumo e inversión, públicos y privados), que debe ser combatida por todos los medios al alcance de la política económica, ya que podría conducir al mundo a una situación deflacionaria. De ahí que el Fondo proponga fuertes impulsos monetarios, y también presupuestarios en aquellos países con una situación fiscal no crítica como, entre otros, Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido.

Un segundo punto de serio desacuerdo es la evaluación de los volúmenes actuales de deuda pública en el mundo desarrollado y de los niveles de los tipos de interés a largo plazo.

El FMI considera que los bajos tipos de interés a largo muestran que los agentes económicos tienen expectativas muy negativas sobre el crecimiento de las economías durante bastantes años. Por ello, y en consonancia con su visión de falta de demanda a corto plazo, desde el Fondo se argumenta que los bajos costes de financiación

deben ser aprovechados ahora para relanzar la inversión pública en programas de infraestructuras, y contribuir así no sólo a mejorar la actividad a corto, sino también el crecimiento potencial, a largo plazo. Al Fondo no le preocupan mucho los niveles de deuda pública. Su argumento es que lo prioritario es alcanzar tasas de crecimiento precrisis, ya que de este modo se conseguirá mantener bajo control los ratios de endeudamiento.

Para el BPI los niveles de deuda son excesivamente altos. Constituyen un riesgo para las economías si los tipos de interés suben, limitan la capacidad de maniobra de los presupuestos como herramienta anticíclica y afectan negativamente a la iniciativa del sector privado. El BPI no cree que un problema de deuda excesiva pueda solucionarse incurriendo en más deuda. Para los analistas de Basilea los tipos a largo plazo muy bajos no son una oportunidad para endeudarse aún más, sino una anomalía que debe corregirse. Son, en definitiva, el reflejo de muchos años de políticas monetarias demasiado laxas, que han acabado

“**El Banco Internacional de Pagos no cree que un problema de deuda excesiva pueda solucionarse incurriendo en más deuda”**

llevando, primero los tipos de interés a corto plazo cerca del 0%, y posteriormente también los tipos a largo, a través de las compras masivas de bonos públicos por los bancos centrales. Para el BPI la intervención monetaria muy agresiva tuvo sentido en los momentos de urgencia, como provisión de liquidez de emergencia ante el colapso del sistema financiero, pero su prolongación en el tiempo lejos de solucionar los problemas, los está agudizando.

Sea cual sea el resultado de este debate analítico, no deja de ser sorprendente que una variable clave en toda recuperación económica, como es la inversión privada, haya tenido un comportamiento tan pobre, a pesar de un entorno de condiciones de financiación, actuales y esperadas, extraordinariamente favorables.

Algo no ha funcionado en la estrategia de tipos muy bajos durante tanto tiempo, puesto que, en lugar de estimular la inversión en activos reales, ha provocado una situación financiera de holgada liquidez que ha propiciado o bien la inversión financiera a la búsqueda de plusvalías en nuevas burbujas de activos financieros, o la recomposición de los balances de las empresas, con la recompra de acciones para distribuir dividendos a los accionistas, y el consiguiente aumento del apalancamiento empresarial.

Será cuestión, por tanto, de seguir de cerca las advertencias del banco de Basilea, una de las pocas instituciones internacionales que ya alertó también en su día de los excesos monetarios que llevaron a la debacle del 2008.