

¿EXCESO MONETARIO O EXCESO DE AHORRO? Dos posibles explicaciones de las causas de la crisis actual.

Matías Spelta, Ariel Tejera y Leandro Verón *

ABSTRACT

Desde hace más de un año, el mundo está siendo golpeado por una grave crisis económica que se desencadenó en el sector financiero de países desarrollados (principalmente en EE.UU.), manifestándose, en un principio, mediante la moratoria de las hipotecas subprime. Estos trastornos se trasladaron a la economía real, ocasionando fuertes traumatismos. Todo esto ha ocasionado amplios análisis en el ambiente académico en cuanto a cuáles fueron las posibles causas de la misma. En este trabajo se analizan los fundamentos de dos de las explicaciones más aceptadas en la actualidad. Las dos posturas estudiadas hacen hincapié en la importancia que tuvo la caída en la tasa de interés de largo plazo en la generación de la burbuja inmobiliaria y su posterior colapso. Por un lado, John B. Taylor plantea que el incumplimiento de la conocida regla que lleva su nombre, es decir, el excesivo recorte de la tasa de interés de descuento, durante un período de tiempo prolongado por parte de la Fed, fue la principal causa de la crisis. Por el otro, Alan Greenspan y Ben Bernanke, ambos presidentes de la junta de la Fed, también encuentran la causa de la crisis en la caída de las tasas de interés de largo, pero sostienen que fue dada fundamentalmente por el exceso de ahorro (conocida como hipótesis del *savings glut*) en los países en vías de desarrollo. Después de analizar el apoyo que reciben cada una de estas hipótesis, concluimos que la tesis de una política monetaria demasiado expansiva por parte de la Fed, es más aceptada dentro de la profesión.

INTRODUCCIÓN

Desde hace más de un año, el mundo está siendo golpeado por una grave crisis económica que si bien comenzó afectando al sistema financiero, rápidamente se propagó hacia la economía real. Los primeros síntomas de la crisis mundial se comenzaron a observar en febrero de 2007, principalmente en EE.UU. En ése mes se multiplicaron las moratorias de los créditos hipotecarios subprime, situación que llevó a que hacia mitad de año, algunos bancos de inversión anunciaran su quiebra. En agosto, la crisis se traslada a las bolsas de todo el mundo, generando pérdidas sustanciales a los bancos estadounidenses y europeos. A comienzo de 2008, las bolsas entraron en pánico, y para septiembre, comenzaron las primeras nacionalizaciones de empresas. En octubre, se lanzó el primer plan de inyección, en EE.UU., de \$250 mil millones de dólares. En

* Agradecemos las revisiones realizadas por los profesores Santiago Gastaldi, Diego Marco y Ernesto Seselovsky. Este artículo fue publicado en www.catalactica.com.ar el día 13 de octubre de 2009.

ése momento se producía una caída de 2,8% en la actividad industrial y se proyectaba un descenso del producto para la mayoría de los países del mundo para el año 2009¹.

Todo esto ha ocasionado amplios análisis en el ambiente académico en cuanto a cuáles fueron las posibles causas de la actual crisis. Este trabajo tendrá por objetivo, analizar los fundamentos de dos de las visiones más aceptadas en la actualidad. No se pretende determinar si alguna de ellas es la correcta, tampoco cuál de ellas es la que se ajusta más a la realidad ya que creemos que es demasiado prematuro para tomar posiciones. Además, para ello, se debería realizar un estudio más profundo, analizando el comportamiento de las variables en juego, para cotejarlas con cada uno de los enfoques presentados. Esto escapa al objetivo del presente trabajo, sin perjuicio de considerarlo como la continuación natural del mismo

Las dos posturas que vamos a estudiar hacen hincapié en la importancia que tuvo la caída en la tasa de interés de largo plazo en la generación de la burbuja inmobiliaria y su posterior colapso. Estas explicaciones están siendo parte de un fuerte debate desarrollado por distintos economistas a través de libros, diarios, revistas y medios virtuales.

En la primer parte de éste trabajo, se analizará en profundidad la postura de John B. Taylor. Este economista plantea que el incumplimiento de la conocida regla que lleva su nombre, es decir, el excesivo recorte de la tasa de interés de descuento, durante un período de tiempo prolongado por parte de la Fed, fue la principal causa de la crisis. Destaca que esta política fue la que generó la caída de las tasas de interés de largo plazo.

En una segunda parte, expondremos la postura defendida por Alan Greenspan y Ben Bernanke. Ambos presidentes de la junta de la Fed, también encuentran la causa de la crisis en la caída de las tasas de interés de largo, pero sostienen que fue dada por el exceso de ahorro (conocida como hipótesis del *savings glut*) en los países en vías de desarrollo.

En una tercera parte, sintetizamos la opinión de economistas de diferentes tradiciones en cuanto a sus posiciones en este debate.

¹ Para profundizar sobre la cronología de la crisis, ver Instituto de Estudios Económicos, “Crisis Global” *Estudios Públicos*, N°2, Noviembre 2008, Fundación Libertad, Rosario.

Por ultimo, expondremos una breve conclusión sobre las explicaciones analizadas.

HIPÓTESIS DE JOHN B. TAYLOR

“No matter what metric you use the Greenspan era gets exceedingly high marks for economic performance”, es la frase con que John B. Taylor comienza su artículo “Lessons Learned from the Greenspan Era” (2005). En esos años se mostraba favorable respecto de la actuación de Greenspan a la cabeza de la Fed, y remarcaba que las políticas tomadas estaban guiadas por un claro conjunto de principios². Sin embargo, resaltaba que ellos no hubiesen alcanzado por sí solos para asegurar la exitosa *performance* económica durante los 20 años anteriores, reconociendo así, la importancia que tuvo el liderazgo de Greenspan. Destacaba que su buen juicio y su capacidad de enfrentar la crítica fueron esenciales en el logro de dicho éxito. Asimismo, afirmaba que aquellos principios, eran los mismos que los que se derivaban de la regla por él propuesta³. Cabe destacar que Taylor, sostiene (1993) que existe consenso en la macroeconomía acerca de la importancia de la aplicación de reglas en oposición a las medidas discrecionales en materia de política económica.

Sin embargo, aproximadamente desde 2007, comenzó a manifestarse más crítico respecto de la actuación de la Reserva Federal y del rol que ésta había jugado en la gestación de la actual crisis internacional. En sucesivas investigaciones planteó, como se enunció en la introducción, que el excesivo recorte en la tasa de interés llevado a

² Entre estos principios Taylor (2005) destaca: 1) mantener como principal objetivo de la política monetaria la estabilidad de precios; 2) el “*greater than one*”, también conocido como “*Taylor principle*”, establece que la tasa de interés debe reaccionar en forma más que proporcional a la tasa de inflación; 3) inyectar liquidez cuando existen crisis de liquidez o de pagos; 4) actuar ante cambios en las condiciones de la economía real; 5) la idea de que comunicar la futura actuación puede mejorar el desenvolvimiento de la economía.

³ Vale aclarar, que su idea de regla, a la que también denomina como ‘*policy system*’ o ‘*systematic policy*’, es la de un marco, es decir, una guía de acción metódica y planificada no aleatoria. En ningún momento supone que se trata de algo rígido; aclara que “the term ‘policy rule’ need not necessarily mean either a fixed setting for the policy instruments or a mechanical formula”. Además resalta la importancia que puede llegar a tener el apartarse de la regla en situaciones donde algún *shock* desestabilizante lo amerite. (Taylor 1993)

cabo por Greenspan en sus últimos años de presidencia en la Fed generaron la caída de las tasas de interés de largo plazo, ocasionando el *boom* inmobiliario y su posterior *burst*.

¿Por qué excesivo el recorte? En “Housing and Monetary Policy” (2007a), trabajo en el que estudió el comportamiento del sector inmobiliario en relación a la política monetaria de EE.UU. destacó que:

During the period from 2003 to 2006 the federal funds rate was well below what experience during the previous two decades of good economic macroeconomic performance—the Great Moderation (1980-2000)—would have predicted. Policy rule guidelines showed this clearly. There have been other periods during the Great Moderation where the federal funds rate veered off the typical policy rule responses—in particular during the fall of 1998—but this was the biggest deviation, comparable to the turbulent 1970s.

Continúa su análisis mediante la elaboración de un escenario contrafáctico en el que compara la evolución efectiva de la tasa de interés y el camino que ésta debería haber seguido de haberse aplicado una forma de la regla de Taylor (ver figura 1).

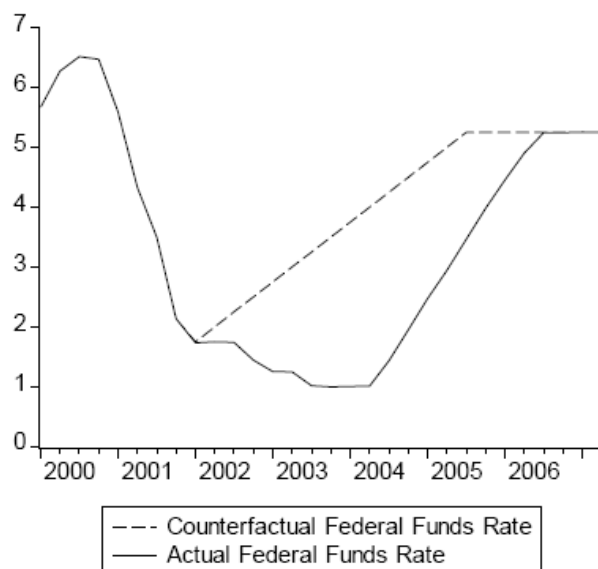


FIGURA 1

Las ordenadas muestran la tasa de interés de referencia.

Para armar el escenario contrafáctico utilizó el índice de precios al consumidor como medida de la inflación y utiliza coeficientes de respuesta de 1,5 y 0,5, para ésta y para el producto real respectivamente.

Fuente: Taylor 2007a

De esta forma, acusa a la Fed de haber iniciado tardíamente el aumento de la tasa, la cual entre 2002 y 2006 se mantuvo siempre por debajo de la aconsejada por la regla.

Además muestra otro gráfico interesante (Figura 2), derivado del anterior modelo contrafáctico, donde observa que de haberse seguido la política de tasa de interés aconsejada por la regla no se hubiese producido la burbuja inmobiliaria ni su posterior colapso.

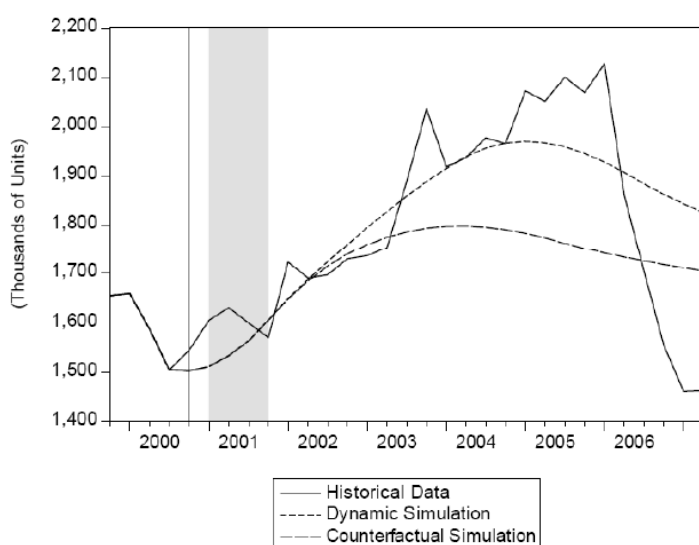


FIGURA 2

La ordenada muestra los permisos de construcción en miles de unidades

Fuente: Taylor 2007a

Todo esto tuvo impacto sobre las tasas de largo plazo. Taylor (2007b) plantea que las tasas de largo plazo dependen de las expectativas respecto de las futuras tasas de corto plazo. Plantea que éstas a su vez, van a depender del coeficiente de reacción respecto de la inflación⁴, establecido por la regla de política monetaria mantenida por la autoridad. Mediante modelos econométricos, llega a la conclusión de que el recorte excesivo de la tasa de interés de corto plazo entre 2002 y 2005 fue percibido como una caída en el coeficiente de respuesta de la regla de política monetaria, llevando a los participantes del mercado a esperar una menor respuesta en el futuro de la tasa de interés de corto plazo ante incrementos en la inflación (futura). De esta forma, explica

⁴ Dada la regla de Taylor genérica:

$$i = a + b\pi + c(y - y_{pe})$$

El parámetro b es el coeficiente de reacción de la tasa de interés ante cambios en la inflación.

por qué ante el incremento de las tasas de corto (entre 2004 y 2006) no se produjo un incremento en las tasas de largo.

De esta forma, intenta rechazar (Taylor 2007b y 2008) la hipótesis de Grenspan y Bernanke de que la caída mencionada pueda haberse debido al incremento del ahorro mundial, y muestra que estuvo descendiendo a lo largo del período (Ver figura 3).

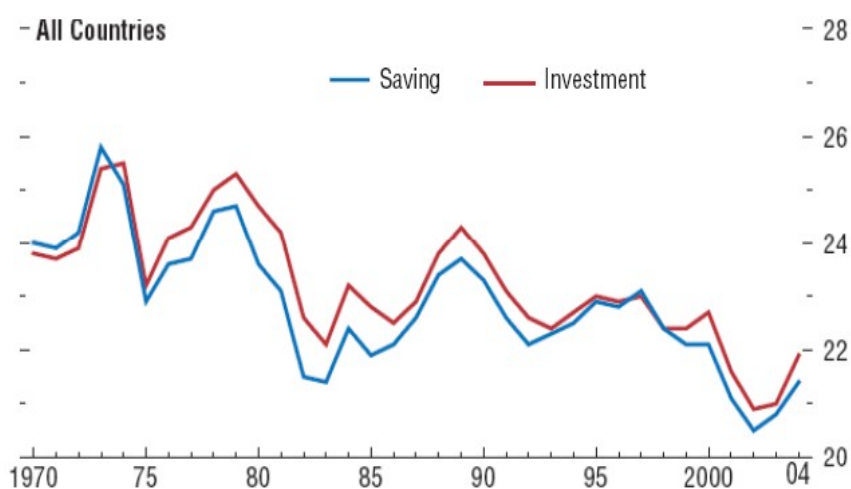


FIGURA 3
Ahorro e Inversión Global como porcentaje del PBI Mundial
Fuente: Taylor 2008

Ahora bien, la crisis tomó dimensión global, y para Taylor, este fenómeno no se explica solamente por la importancia de la economía americana en el mundo, sino que destaca otro fenómeno. Observó (Taylor 2008) un comportamiento atípico en la política monetaria en muchos otros países en los cuáles también se produjeron burbujas inmobiliarias. Llegó a concluir que existe una importante correlación entre aquellos países que se desviaron en mayor medida de la regla de Taylor y aquellos en los que la burbuja fue mayor (ver figura 4).

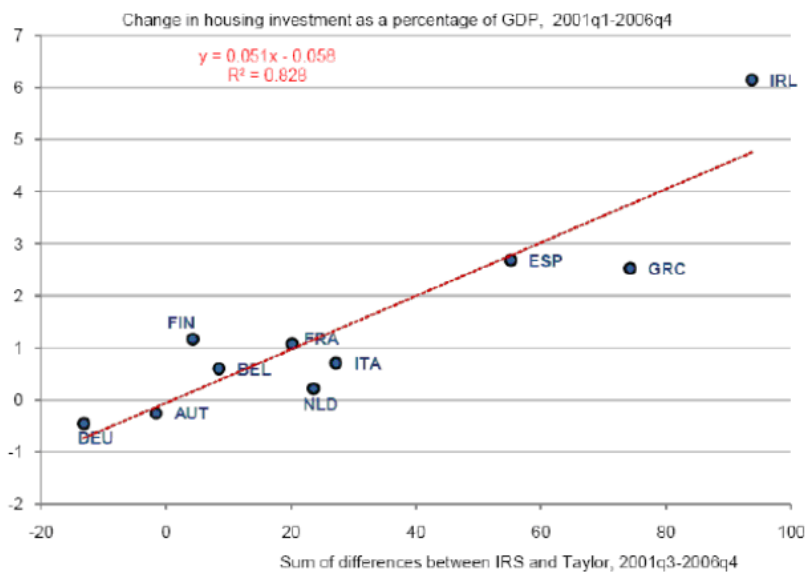


FIGURA 4

Correlación entre el desvío respecto de la regla de Taylor y el tamaño de la burbuja (inversiones inmobiliarias como porcentaje del PBI)

Fuente: Taylor 2008

Taylor además destaca otras cuestiones que, según él, prolongaron y profundizaron la crisis. Sostiene (Taylor 2008) que la Fed erró el diagnóstico de la situación financiera. Hacia mediados de 2007 se produce un *turmoil* en el mercado financiero. Esto fue interpretado por la autoridad monetaria como una situación de falta liquidez y no se dio cuenta, que el problema subyacente era el crecimiento del riesgo de contraparte⁵. Esto hizo que la Fed llevara adelante políticas erradas que complicaron aun más la situación económica. Una de éstas políticas fue el recorte de la tasa de interés desde 5.25 % en agosto de 2007 hasta 2 % en abril de 2008, recorte mucho más profundo que el recomendado por la regla de Taylor. Otra de las políticas fue el lanzamiento hacia fines del 2007 del *term auction facility*, mecanismo que le permitía a los bancos hacerse más fácilmente de liquidez. Esto tenía por objetivo reducir las tasas del mercado de dinero, pero sus resultados no fueron los esperados (fenómeno que para Taylor confirmó en cierta forma su tesis de que se trataba de un problema de riesgo y no de liquidez). Además, plantea que otro punto que agravó la situación fue la incertidumbre producida por la intervención errática seguida por el gobierno. Taylor (2008) se preguntó: “What was the rationale for intervening with Bear Stearns, and then not with Lehman, and then again with AIG?” y seguramente no fue el único.

⁵ Riesgo de contraparte: riesgo de que la contraparte (con quien se hace el negocio) no entregue el valor o el título correspondiente a la transacción, en la fecha de vencimiento o del traspaso pactado.

Por último, Taylor (2008) destaca otros elementos que ayudaron a amplificar los problemas: los tipos de interés ajustables de las hipotecas subprime, la gran complejidad de las securitizaciones de dichas hipotecas y el papel de las agencias esponsoradas por el gobierno Fannie Mae y Freddie Mac. Textualmente dice:

A significant amplification of these problems occurred because the adjustable-rate sub-prime and other mortgages were packed into mortgage-backed securities of great complexity. The risk of these was underestimated by the rating agencies either because of a lack of competition, poor accountability, or most likely an inherent difficulty in assessing risk due to the complexity. (...) The government sponsored agencies Fannie Mae and Freddie Mac were encouraged to expand and buy mortgage backed securities, including those formed with the risky sub-prime mortgages.

HIPÓTESIS DE ALAN GREENSPAN Y BEN BERNANKE

Esta postura, que podríamos denominar la de la Reserva Federal, tiene varias características sobresalientes. El rasgo más diferenciador es que consideran que las causas de la crisis financiera se deben a un fenómeno global y no simplemente a cuestiones relativas a los Estados Unidos. La implicancia más importante de esta afirmación es que ambos autores rechazan o minimizan⁶ la actuación de la Reserva Federal como posible causa de la crisis. Greenspan, argumenta que las explicaciones basadas en la política monetaria de la Fed exageran el poder de esta institución en un mundo donde los mercados de capitales están globalmente integrados, refutando de esta forma las acusaciones de Taylor (Guha 2007a). Asimismo, sostiene (Greenspan 2007) que “More generally, global forces, combined with lower international trade barriers, have diminished the scope of national governments to affect the paths of their economies.” Esto se manifestaría en el famoso “acertijo” (*conundrum*) de Alan Greenspan, la sorpresa de que en el año 2004 cuando la política monetaria se endureció,

⁶ Greenspan en “The Roots of the Mortgage Crisis” dice: “I do not doubt that a low U.S. federal-funds rate in response to the dot-com crash, and especially the 1% rate set in mid-2003 to counter potential deflation, lowered interest rates on adjustable-rate mortgages and may have contributed to the rise in U.S. home prices. In my judgment, however, the impact on demand for homes financed with ARMs was not major.”

los tipos de interés a largo plazo no reaccionaron como se esperaba. Sobre este punto profundizaremos más adelante.

Como sucedía con Taylor, estos autores también destacan el papel de los bajos tipos de interés a largo plazo. No fueron las bajas tasas a corto plazo, que sí controla la Fed, sino los tipos a largo que son los que fijan las tasas que pagan los préstamos hipotecarios los responsable de la creación de la burbuja. Según Greenspan (2008b), esto proporcionó las ganancias iniciales en los precios de las viviendas que desataron más tarde la actividad especulativa. Sostiene que existe una correlación muy significativa entre el precio de las viviendas y las tasas que pagan las hipotecas en el período 2002-2005.

La baja en la tasa de interés de largo plazo sería parte de un fenómeno global que también explica el sustancial aumento en el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos y el paso de moderados déficits a grandes superávits en los países emergentes. Según Bernanke (2007), la fuerza que está detrás de esto es un gran aumento en el ahorro deseado neto (esto es, ahorro deseado menos inversión interna deseada) proveniente de los mercados emergentes y las economías productoras de petróleo. A este fenómeno lo denominó “the global savings glut” (el exceso de ahorro mundial).

Aunque Greenspan y Bernanke están de acuerdo en la hipótesis del *savings glut*, discrepan en las causas últimas que atribuyen a este fenómeno. Para el primero, las raíces de esta crisis se encuentran en las consecuencias del final de la guerra fría. Con la caída del Muro de Berlín, el capitalismo de mercado (fundamentalmente una mayor protección a los derechos de propiedad) desplazó sustancialmente a la planificación centralizada que prevalecía en el Tercer Mundo. Un gran segmento del antiguo Tercer Mundo, especialmente China, replicó el modelo exitoso de los tigres asiáticos orientado hacia la exportación, lo que produjo un explosivo crecimiento económico. Sostiene que desde el año 2002, el crecimiento real del PBI del mundo en desarrollo ha más que duplicado el de los países desarrollados (Greenspan 2007). En *La era de las turbulencias*, afirma que:

El resultado ha sido el desplazamiento de una porción significativa del producto interior bruto (PIB) del planeta al mundo en vías de desarrollo. Los países en vías de desarrollo por lo general poseen unos índices de ahorro muy superiores a los de las naciones industrializadas, en parte porque las redes de seguridad social de esos países son más débiles y por tanto los hogares, como es natural, reservan más dinero para imprevistos y jubilaciones. El desplazamiento de porciones del PIB mundial de países desarrollados poco ahorradores a países en vías de desarrollo propensos al ahorro a partir de 2001 ha incrementado tanto el ahorro mundial que su crecimiento agregado a escala planetaria ha superado con creces las inversiones planificadas.

Para Bernanke, la clave que explica el cambio en las posiciones de las cuentas corrientes de los países en desarrollo es la serie de crisis financieras que estos países experimentaron en la década pasada. A mediados de los noventa, la mayoría de estos países eran importadores netos de capital. Explica (Bernanke 2005) que,

Loss of lender confidence, together with other factors such as overvalued fixed exchange rates and debt that was both short-term and denominated in foreign currencies, ultimately culminated in painful financial crises, including those in Mexico in 1994, in a number of East Asian countries in 1997-98, in Russia in 1998, in Brazil in 1999, and in Argentina in 2002. The effects of these crises included rapid capital outflows, currency depreciation, sharp declines in domestic asset prices, weakened banking systems, and recession. In response to these crises, emerging-market nations either chose or were forced into new strategies for managing international capital flows. In general, these strategies involved shifting from being net importers of financial capital to being net exporters, in some cases very large net Exporters.

Se puede apreciar esto en el siguiente gráfico.

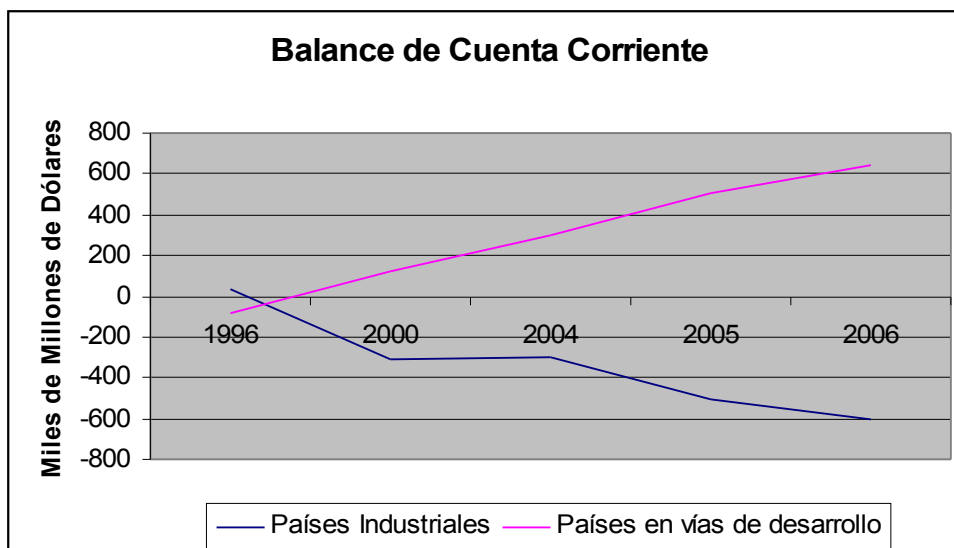


FIGURA 5

Balances de Cuenta Corriente de los países industrializados y en vías de desarrollo en el periodo 1996-2006.

Fuente: Elaboración propia en base a Bernanke 2007

Asimismo, ambos (Bernanke 2006; Greenspan 2007) consideran que una disminución en las expectativas inflacionarias junto con una caída en las primas de riesgo, producto de una mayor estabilidad en las economías pero también de una subestimación del riesgo, fueron factores de peso que explican la baja tasa de largo plazo.

Para Greenspan y Bernanke, el “acertijo” o *conundrum* es el fenómeno que demuestra que la política monetaria de la Reserva Federal ha perdido poder en el mundo globalizado en que vivimos y por lo tanto no es responsable de la creación de la burbuja inmobiliaria. A mediados del 2004, la Fed comenzó a endurecer su política monetaria mediante sucesivas alzas en la tasa de descuento, sin embargo las tasas de largo plazo casi no se movieron durante todo el 2005 y recién empezaron a subir a fines de ese año, como puede verse en la figura 6.



FIGURA 6

Evolución de la tasa de descuento de la Fed, la tasa del bono del Tesoro de EEUU a 10 años y un promedio de las tasas hipotecarias.

Fuente: Reserva Federal de Atlanta, 22 de marzo del 2007, http://macroblog.typepad.com/macroblog/2007/03/did_the_fed_do_.html

Greenspan afirma (2008b) que el vínculo entre la tasas de corto plazo y las hipotecarias históricamente fue alto pero que a partir del 2002 esta disminuyó notoriamente. Este comportamiento de la tasas de largo plazo provocó que el precio de las viviendas continuara aumentando por un tiempo, a pesar de que la tasa de descuento seguía incrementándose (ver figura 7).

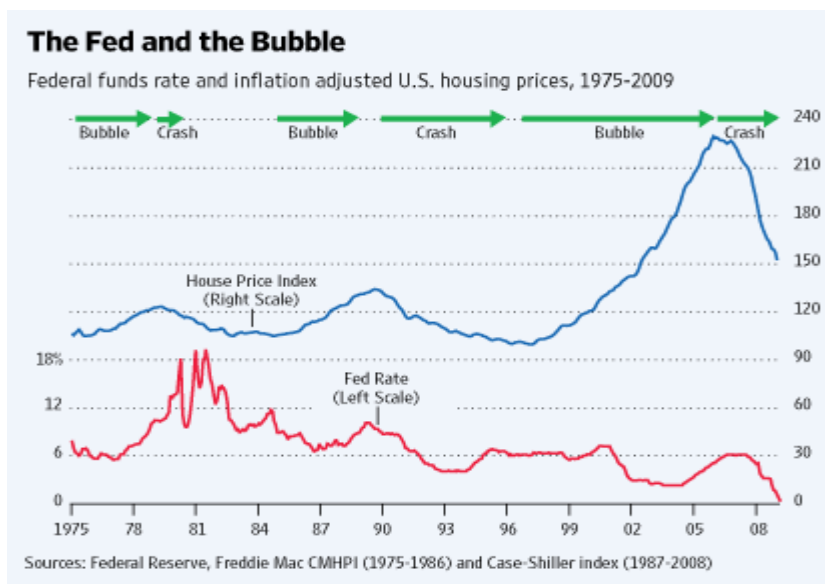


FIGURA 7

Evolución de la tasa de descuento de la Fed y un índice de los precios de las viviendas.

Fuente: Smith y Gjerstard (2009)

Greenspan lo denominó (2008a) “acertijo” (*conundrum*) porque cuando decidió aplicar esta política contractiva esperaba que las tasas de largo y el precio de las viviendas reaccionara pero no fue así y en ese momento no logró comprender las razones de estos hechos.

Con respecto al papel jugado por la regulación y la legislación en la gestación de la crisis, existen grandes diferencias entre Bernanke y Greenspan. El primero considera que hubo una falta de regulación que permitió que firmas del sistema financiero actuaran indebidamente. El segundo, por el contrario, opina que la regulación no puede hacer mucho para evitar los problemas y que la legislación sí ha tenido un papel central distorsionando los incentivos de las instituciones financieras y el mercado en general. Veamos esto con más detalle.

Bernanke (2009) sostiene que las instituciones financieras reaccionaron al exceso de ahorro disponible compitiendo agresivamente por los prestatarios y en consecuencia, en los años que precedieron a la crisis, el crédito tanto para las familias como para los negocios se volvió relativamente barato y fácil de obtener. La implicancia más importante fue el boom de la vivienda, alimentado por una rápida expansión del crédito hipotecario. Resalta la mala calidad de estos créditos otorgados “Unfortunately, much of this lending was poorly done, involving, for example, little or no down payment by the borrower or insufficient consideration by the lender of the borrower's ability to make the monthly payments”. ¿A qué se debió este comportamiento irresponsable? Bernanke dice “Lenders may have become careless because they, like many people at the time, expected that house prices would continue to rise--thereby allowing borrowers to build up equity in their homes--and that credit would remain easily available, so that borrowers would be able to refinance if necessary.” Por lo que afirma que los reguladores deberían haber hecho más pero lamentablemente la legislación de esos años no lo permitía, “Regulators did not do enough to prevent poor lending, in part because many of the worst loans were made by firms subject to little or no federal regulation”.⁷

⁷ Esta consideración ha sido tenida muy en cuenta en las reformas al sistema financiero que ha empezado a practicar los Estados Unidos.

Greenspan (2008c), por su parte, considera que la pretensión de los reguladores es desmedida dado que no poseen el conocimiento necesario, fundamentalmente en el momento oportuno, para lograr sus objetivos. Piensa que los actores del mercado están en una mejor posición para enfrentar el riesgo y la incertidumbre. Dice:

I do believe bank risk managers and loan officers are more knowledgeable than government bank regulators. Bank loan officers, in my experience, know far more about the risks and workings of their counterparties than do the bank regulators that examine those counterparties. (..) Regulators, to be effective, have to be forward looking to anticipate the next financial malfunction. This has not proved to be feasible. Regulators confronting real time uncertainty have rarely, if ever, been able to achieve the level of future clarity required to act preemptively. (Greenspan 2008c)

Mientras tanto, considera que la Fed debe aumentar sus esfuerzos para descubrir fraudes. Aunque piensa que en el fondo este es un problema de la justicia y no de la Reserva Federal (Guha 2007b).

Por otra parte, reconoce (Greenspan 2008a) que la legislación y la actuación de Fannie Mae y Freddie Mac, empresas esponsoradas por el gobierno norteamericano, han colaborado en la creación de la burbuja inmobiliaria y particularmente en el auge de las hipotecas subprime. Dice: “Yo era consciente de que la relajación de las condiciones de crédito hipotecario para los prestatarios subprime aumentaba el riesgo financiero y de que las iniciativas de propiedad de vivienda subvencionada distorsionan los resultados del mercado. Pero creía, y sigo creyendo, que los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan el riesgo”. Greenspan tenía claro el problema de riesgo moral que implica que Fannie Mae y Freddie Mac avalen las hipotecas cuando dice que “Los mercados financieros les conceden [a tasas que pagan las hipotecas] una subvención de facto en forma de unos tipos de interés con unas primas de riesgo crediticio muy bajas sobre su deuda: presuponen que el Tío Sam les sacará las castañas del fuego en caso de impago.”

Greenspan, considera (2008b) que las innovaciones financieras fueron un factor responsable de la crisis, ya que la complejidad que alcanzaron ciertas técnicas y

productos fue tan grande que ni siquiera los participantes del mercado más sofisticados pudieron manejar apropiada y prudentemente. Sin embargo, opina que la solución no es ponerle freno a la intermediación financiera con grandes regulaciones, ya que esto evitaría grandes avances en las finanzas que promueven un mayor nivel de vida. Algunas de sus recomendaciones son aumentar los requerimientos de capital de las instituciones financieras e intensificar la persecución a los fraudes pero deja en claro que no comparte la gestión de las empresas en manos gubernamentales. De cualquier manera, todo esto es superficial si no se resuelve el problema que originó la crisis. Por lo que enfatiza (2008b) que “Any new regulations should improve the ability of financial institutions to effectively direct a nation's savings into the most productive capital investments” teniendo siempre en cuenta que “If we are to retain a dynamic world economy capable of producing prosperity and future sustainable growth, we cannot rely on governments to intermediate saving and investment flows.”

Es necesario destacar que el ex presidente de la Reserva Federal rechaza varios de los argumentos esgrimidos por John Taylor. Critica (Greenspan 2008b) su interpretación de la variación en el precio de los activos de largo plazo como consecuencia de la rebaja de la tasa de descuento que controla la Fed, la cual es de corto, aduciendo que nadie utiliza dicha tasa para valorar activos de larga maduración ya que “The prices of long-lived assets have always been determined by discounting the flow of income (or imputed services) by interest rates of the same maturities as the life of the asset.” En otras palabras, considera que utiliza inapropiadamente las tasas de corto plazo para explicar el precio de los activos de largo plazo. Una lectura más profunda de Taylor nos permite afirmar que es injustificada esta crítica, ya que este autor explicita la relación que considera existe entre las tasas de corto plazo que controla la Fed y las de largo que generaron la burbuja. Es evidente que Greenspan se basa fundamentalmente en el artículo de Taylor del 2008 y no tiene en cuenta, por ejemplo, su paper del 2007 “The Long and the Short Term Structure of Policy Rules”.

No obstante, Greenspan (2008b) formula dos críticas más profundas. Una sobre la construcción de la regla de Taylor para el período 2003-2005 y la otra sobre el ejercicio contrafáctico que este realiza. El fundamento para las dos es el mismo: Taylor saca conclusiones a partir de un mundo que ya no existe. Según Greenspan, la economía global ha sufrido cambios estructurales extraordinarios y Taylor construye sus modelos

sin tener estos en cuenta. En sus propias palabras (2008b) “His statistical indictment of Federal Reserve policy in the period 2003-2005 fails to address the [...] extraordinary structural developments in the global economy. His statistical analysis carries empirical relationships of earlier decades into the most recent period where they no longer apply.” Entonces afirma (Greenspan 2008b) que, a pesar de creer que la Regla de Taylor es una buena primera aproximación para el camino de la política monetaria, “Its parameters and predictions derive from model structures that have been consistently unable to anticipate the onset of recessions or financial crises. Counterfactuals from such flawed structures cannot form the sole basis for successful policy analysis or advice.”

OPINIONES DE OTROS ECONOMISTAS

La teoría del exceso de ahorro, hipótesis del *savings glut*, postulada como hemos visto por Greenspan y Bernanke, es también compartida por economistas de tendencias nekeynesianas como Joseph Stiglitz⁸ y Paul Krugman (2009). Otro importante partidario de la hipótesis del *savings glut* es Martin Wolf (2007), director asociado y jefe de opinión económica del Financial Times. Probablemente la defensa de Greenspan más interesante sea la de David Henderson y Jeffrey Hummel (2008). A pesar de que estos economistas son partidarios de un sistema monetario de *Free Banking*, y por lo tanto cuestionan la existencia de los Bancos Centrales, consideran que la actuación de Alan Greenspan no merece reproches.

La hipótesis de que la causa última de la crisis se originó en la política monetaria demasiado expansiva orquestada por la Reserva Federal, tiene adeptos de diferentes escuelas de pensamiento, si bien, sus explicaciones exhiben algunas diferencias. Entre los monetaristas se pueden destacar Anna Schwartz (2008), Allan Meltzer (2009) y Jorge Ávila (2009). Asimismo, partidarios de la escuela austriaca como Lawrence White (2008), Gerald O’Driscoll (2008) y George Selgin (2008), entre otros, También coinciden en que la causa última de la crisis fue el excesivo recorte de las tasas de interés (si bien existen divergencias en la explicación de cómo esto la generó). A la vez, dentro de esta línea, aunque salvando algunas diferencias, también se

⁸ Ver Areddy 2009 .

podrían incluir algunos autores de corte más keynesiano como Axel Leijonhufvud (2008), quien, si bien plantea que la crisis se originó en el recorte excesivo de las tasas de interés, afirma que el problema fue la aplicación de la regla de Taylor, ya que, según él, fue ésta la que mantuvo las tasas “too far, too low”. Incluso el actual Secretario del Tesoro de los EEUU, Timothy Geithner⁹, reconoció que la política monetaria de la Fed fue “too loose too long”. Además, se destaca la investigación realizada por Thierry Bracke y Michael Fidora (2008), miembros del BCE, donde hacen un estudio empírico tratando de testear las dos hipótesis desarrolladas en este trabajo y llegan a la conclusión de que a “liquidity glut may have been a more important driver of real and financial imbalances in the US and emerging Asia than a savings glut”.

Por último, cabe señalar también que algunos economistas están planteando la posibilidad de que ambas explicaciones no sean mutuamente excluyentes, planteando así, que los dos fenómenos, el excesivo recorte de las tasas y el exceso de ahorro global, pueden ser co-responsables del colapso de la economía mundial. Esta es la línea que defiende, entre otros, Gary Becker¹⁰.

CONCLUSIÓN

Como vimos en el apartado anterior, las dos posturas analizadas en este trabajo, encuentran gran aceptación en el ambiente académico, como posibles causas de la crisis actual, si bien no todos los especialistas están totalmente de acuerdo con los autores tratados. De esta forma se observa una amplia variedad de matices entre las posibles explicaciones.

En nuestra opinión, los especialistas parecerían inclinar su balanza hacia la tesis de que hubo una política monetaria demasiado laxa, defendida por J. B. Taylor, ya que se nota un relativo consenso entre economistas de diferentes corrientes de pensamiento

⁹ Editorial 2009

¹⁰ Ver O’Grady, Mary Anastasia 2009

De todas formas, creemos que antes de apresurarnos a tratar de determinar las causas últimas de la crisis actual, debemos tener presente lo que ha ocurrido con la crisis de 1929. Aunque ésta fue el fenómeno económico más estudiado de la historia, aún hoy, 80 años después, los economistas no han logrado unificar posiciones respecto de las razones que la desencadenaron. Si tenemos en cuenta esto, es claro que todavía es muy prematuro para poder arribar a conclusiones definitivas acerca de las causas que originaron la crisis presente.

BIBLIOGRAFÍA

Ávila, Jorge (2009) “Counterparty Risk”, www.jorgeavilaopina.com, 15 de marzo.

Areddy, James, (2009) “Ahead of the Class: Stiglitz on China’s Savings Hoard”, *The Wall Street Journal*, 16 de marzo.

Bernanke, B (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit” Remarks by Governor Ben Bernanke en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia

-----, (2006) “Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy”, Speech before the Economic Club of New York, New York, New York

-----, (2007) “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, Speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany.

-----, (2009) “Four Questions about the Financial Crisis”, Speech at the Morehouse College, Atlanta, Georgia.

Bracke, Thierry y Fidora, Michael, (2008) “Global Liquidity Glut or Global Savings Glut? A structural VAR approach”, BCE Working Papers Series N° 911.

Editorial, (2009), “Geithner’s Revelation”, *The Wall Street Journal*, 12 de mayo del 2009.

Greenspan, Alan, (2005) “Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress”, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 16 de Febrero.

-----, (2007) “The Roots of the Mortgage Crisis”, *The Wall Street Journal*, 12 de diciembre.

- , (2008a) *La era de las turbulencias*, Ediciones B, Barcelona.
- , (2008b) “The Fed Didn't Cause the Housing Bubble”, *The Wall Street Journal*, 11 de marzo de 2009.
- , (2008c) “Alan Greenspan: A Response to my Critics”, *Financial Times Economist's Forum*, 6 de abril.
- Guha, Krishna, (2007a) “A Global Outlook”, *Financial Times*, 16 de septiembre.
- , (2007b) “Greenspan Alert on US House Prices”, *Financial Times*, 16 de septiembre.
- Henderson, David y Hummel, Jeffrey (2008) “Greenspan's Monetary Policy in Retrospect. Discretion or Rules?”, Cato Institute Briefing Papers N° 109
- , (2009) “Don't Blame Greenspan”, *The Wall Street Journal*, 27 de marzo.
- Instituto de Estudios Económicos, (2008) “Crisis Global” *Estudios Públicos*, N°2, Noviembre, Fundación Libertad, Rosario.
- Krugman, Paul, (2009) “Revenge of the Glut”, *The New York Times*, 1 de marzo.
- Leijonhufvud, Axel, (2007a) “Buble, Buble, Toil and Trouble” www.VoxEU.org, Octubre.
- , (2007b) “Monetary and Financial Stability” *Policy Insight*, N° 14, CERP, Octubre.
- , (2008), “Keynes and the Crisis”, *Policy Insight*, No. 23, Centre for Economic Policy Research. Mayo.
- Meltzer, Allan, (2009), “Reflections on the Financial Crisis”, *Cato Journal*, Volumen 29 Número 1 Invierno 2009
- O'Driscoll, Gerald (2008) “Asset Bubbles and Their Consequences”, Cato Institute Briefing Papers N° 103
- O'Grady, Mary Anastasia (2009), “Now is no Time to Give up on Markets”, *The Wall Street Journal*, 21 de marzo.
- Reserva Federal de Atlanta: <http://macroblog.typepad.com/>
- Selgin, George (2008) “Guilty as Charged”, Mises Daily del Mises Institute, 7 de noviembre.
- Schwartz, Anna, (2008) “Bernanke Is Fighting the Last War”, *The Wall Street Journal*, 18 de octubre.

Smith, Vernon y Gjerstard, Steven (2009), “From Bubble to Depression?”, *The Wall Street Journal*, 6 de abril.

Taylor, J. B., (1993) “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochster Conference Series on Public Policy*, No 39.

-----, (1996) “How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues”.

-----, (1997) “A Core of Macroeconomics”, *The American Review*, Vol. 87, No. 2, mayo 1997.

-----, (2005) “Lessons Learned from the Greenspan Era”.

-----, (2007a) “Housing and Monetary Policy”, presentado en el Policy Panel at the Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming.

-----, (2007b), “The Long and the Short End of the Term Structure of Policy Rules”, Working Paper 13635, <http://www.nber.org/papers/w13635>

-----, (2008) “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, NBER Working Paper No. 14631.

-----, (2009a) “The Need to Return to a Monetary Framework”, presentado en la NABE Panel en la AEA Meetings, Slides, Jan 3, 2009.

-----, (2009b) “Monetary Policy and the Recent Extraordinary Measures Taken by the Federal Reserve”, Testimony before House Financial Services Committee, Feb 26, 2009.

White, Lawrence, (2008) “What Really Happened?”, *Cato Unbound* December 2008: Anatomies of the Financial Crisis.

Wolf, Martin, (2007) “Villains and Victims of Global Capital Flows”, *Financial Times*, 12 de junio.