

¿La era de las turbulencias o la gran moderación?

Santiago Fernández de Lis *

Tema: La percepción de un aumento en la frecuencia de las crisis financieras entra en contradicción con la gran moderación de la volatilidad económica según se ha demostrado empíricamente. Este fenómeno podría explicarse por el aumento de la flexibilidad y capacidad de auto-ajuste de la economía mundial como resultado de la globalización e integración económica.

Resumen: Este artículo aborda la aparente contradicción entre una frecuencia mayor de las crisis en los últimos años (como sugiere, por ejemplo, el título de las recientes memorias de Alan Greenspan, *La era de las turbulencias*) y una menor volatilidad de las principales variables macroeconómicas, paradigma conocido como “la gran moderación”. Se sugiere que la globalización puede haber contribuido a hacer compatibles ambos fenómenos, al provocar, por un lado, un aumento de la exposición a crisis lejanas geográficamente, y, por otro, más resistencia y capacidad de reacción ante estas mismas crisis, gracias a la mayor flexibilidad de las economías. La innovación financiera, aunque ha sido origen de algunas de estas crisis, ha contribuido también posiblemente a atenuar su impacto sobre el sector real. Este ARI termina con algunas reflexiones sobre la crisis de liquidez desencadenada en la segunda mitad de 2007.

Análisis: Las memorias de Alan Greenspan (y su propio título, *La era de las turbulencias*)¹ revelan una percepción, por parte del autor, de haber vivido una época especialmente agitada e inestable, de la que se siente, con razón, un actor privilegiado. La falta de distancia y cierta inevitable subjetividad hace que, con frecuencia, nuestra propia época nos parezca intensa o turbulenta, en comparación con un pasado que, si no necesariamente más tranquilo, sí parece más compacto y comprensible. Si se teclea en el buscador Google “época turbulenta” aparecen, entre los primeros resultados, referencias tan heterogéneas como la Francia del siglo XIV, la segunda mitad del XIX en Japón, Holanda en el XVII, la Edad Media española en su conjunto y, dentro sólo del siglo XX: París en los años 40, Israel en los 50, los 60 en general y Suecia en los 80. Se diría que casi cualquier época y lugar ha podido recibir en algún momento el calificativo de “turbulenta”.

A pesar de lo generalizado de este sentimiento, no cabe duda de que Alan Greenspan fue, en sus 20 años al frente de la Reserva Federal, protagonista de profundas convulsiones y transformaciones de la economía mundial, que justifican sobradamente el título de su obra. Entre las crisis que le tocó vivir y gestionar están el desplome bursátil de 1987, la crisis mexicana de 1994, la asiática de 1997 –seguida por las de Rusia y LTCM (Long-Term Capital Management) en el verano-otoño de 1998–, el estallido de la

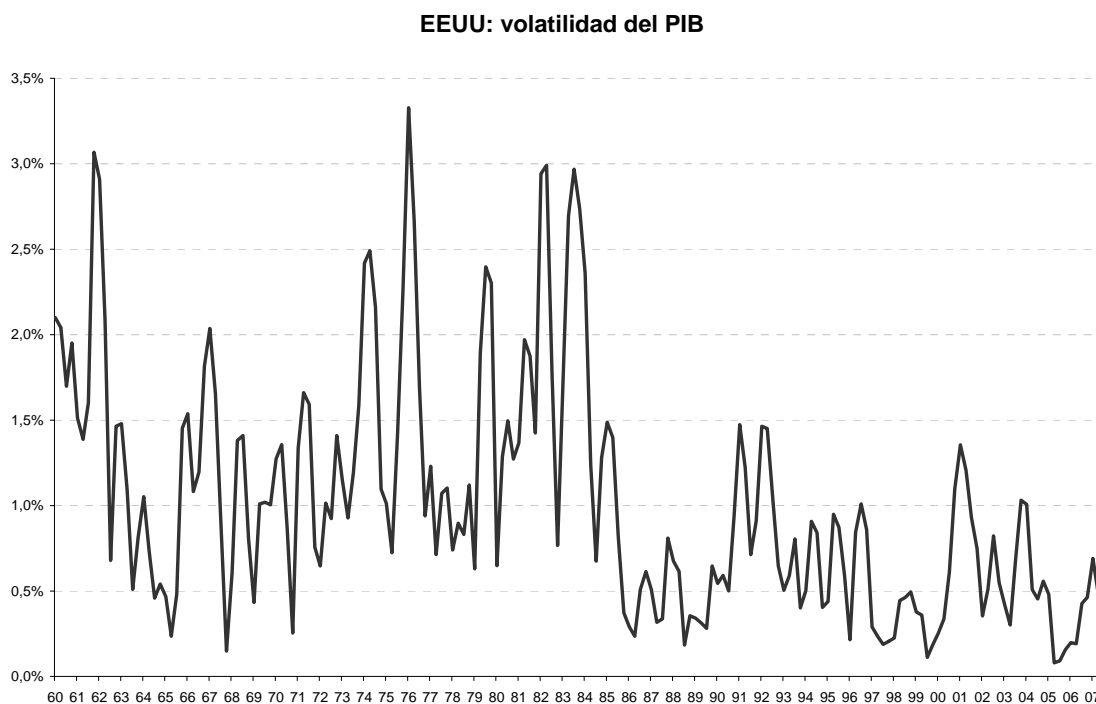
* Socio de Analistas Financieros Internacionales (AFI). El autor quiere agradecer los comentarios y sugerencias de Gabriel Pérez Quirós.

¹ A. Greenspan (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Penguin Press.

burbuja de la “punto com” en 2000 y los atentados del 11 de septiembre del año siguiente.² Pero además de estos episodios concretos, en forma de convulsiones violentas, pero breves, el antiguo presidente de la Fed se refiere en su libro a tendencias más profundas y a largo plazo: la caída de los regímenes comunistas de Europa Central y Oriental, la transformación e integración de China en la economía mundial, la globalización, etc. Más allá de las convulsiones que han desestabilizado los mercados financieros en distintos momentos, estas tendencias más profundas han transformado de manera radical el entorno en el que se toman las decisiones de política económica.

Es interesante el contraste entre la percepción de quien ha sido quizá el principal actor de las políticas económicas en este período y lo que el consenso de los economistas denomina “la gran moderación”: el proceso por el cual se reduce, en la últimas décadas, la volatilidad de las principales variables económicas (crecimiento del producto, inflación, paro) en los principales países.³ En el Gráfico 1 se observa cómo, en el caso de EEUU, la volatilidad del PIB se redujo claramente a partir de la mitad de la década de los 80, algo que también se observa, de manera menos nítida, para la tasa de inflación (Gráfico 2), aunque en este último caso los valores de los últimos años, si bien claramente inferiores a los de los años 70 y 80, parecen algo superiores a los de los 60.

Gráfico 1.

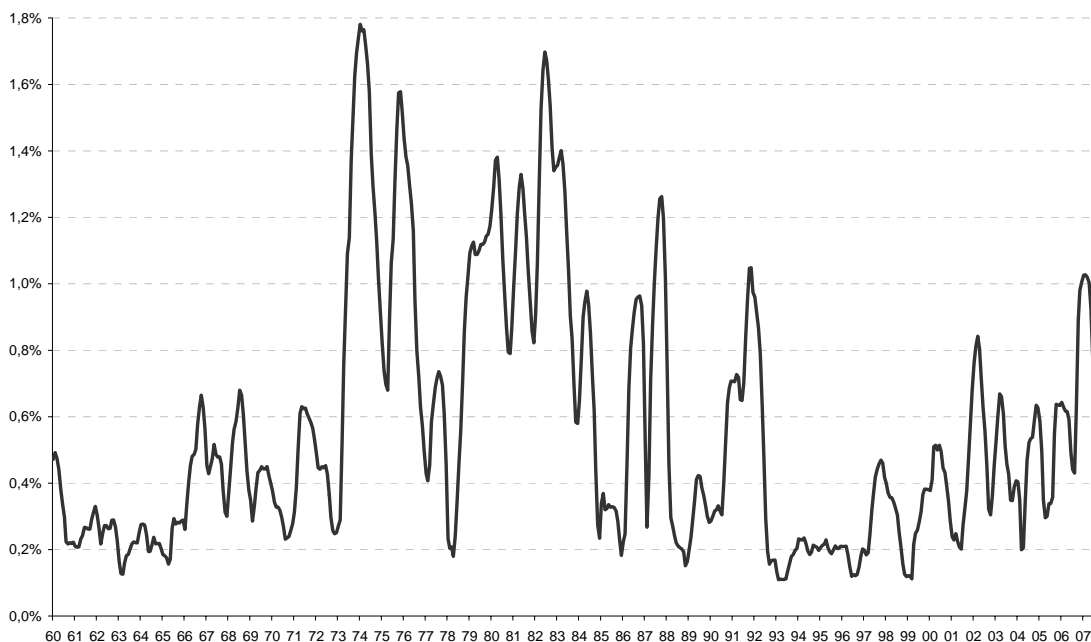


² Dentro de esta secuencia de crisis internacionales a las que Greenspan dedica una serie de capítulos de su libro destaca, por su ausencia, la del Sistema Monetario Europeo en los primeros años 90, posiblemente la primera en la que se demostró en la práctica la imposibilidad de mantener simultáneamente políticas monetarias independientes, tipos de cambio fijos y libre circulación de capitales. Esta omisión seguramente relega un cierto desinterés norteamericano por los asuntos europeos, especialmente el proceso de unión monetaria.

³ Entre los artículos pioneros sobre el tema cabe citar M. McConnell y G. Pérez-Quirós (2000), “Output Fluctuation in the United States: What has Changed Since the Early 1980s?”, *American Economic Review*, nº 90.

Gráfico 2.

EEUU: volatilidad de la Inflación



¿Cómo conciliar “la era de las turbulencias” con unos resultados económicos cada vez más estables? Intuitivamente, es posible que la economía mundial haya estado sometida a más perturbaciones, pero que su impacto haya sido menor, bien porque aquella haya aumentado su resistencia, bien porque éstas se hayan anulado entre sí. Estudios empíricos referidos a períodos largos (por ejemplo, Bordo *et al.*)⁴ sugieren, de hecho, que las crisis se han hecho mayores y más frecuentes desde el paso a la flotación en los primeros años 70, en comparación con el período de Bretton Woods, pero que su impacto no ha sido necesariamente más perturbador. La posibilidad de una economía mundial más resistente ante perturbaciones más intensas y más frecuentes podría encontrar apoyo en la tendencia a una mayor flexibilidad, que justificaría una capacidad de adaptación mayor y más rápida ante acontecimientos inesperados. Por poner un ejemplo, las economías europeas, muy dependientes del petróleo importado, acusaron de manera muy traumática el encarecimiento de la energía en los años 70, y tardaron años en adaptarse; en contraste, la reciente subida del precio del petróleo ha tenido, por el momento, un efecto sorprendentemente pequeño sobre las principales variables macroeconómicas europeas, posiblemente en parte por la mayor capacidad de adaptación inherente a economías más elásticas.

Esta flexibilidad está muy ligada al proceso de globalización económica, cuyo avance permite también compatibilizar la mayor frecuencia de las crisis con su impacto más atenuado. Por un lado, crisis que antes resultaban remotas y cuyos efectos apenas se percibían ahora nos afectan de manera mucho más inmediata. Piénsese, por ejemplo, en las secuelas tremendamente perturbadoras de la crisis de Rusia en 1998, o la más reciente crisis de liquidez originada en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense. Hace 30 años hubiera sido difícil imaginar que estos acontecimientos

⁴ M. Bordo *et al.* (2000), “Is the Crisis Problem Growing More Severe?”, *Economic Policy*.

“exóticos” hubieran afectado a economías distantes como la española, algo que ahora apenas nos sorprende. Pero, al mismo tiempo que las crisis adquieren un mayor alcance, la propia apertura económica permite amortiguar su incidencia, ya que los mecanismos de ajuste se hacen más ágiles y flexibles. En el extremo opuesto, una economía absolutamente autárquica es inmune a las perturbaciones externas, pero tiene una capacidad de reacción muy limitada frente a los *shocks* idiosincrásicos. Según Ángel Gurría, actualmente secretario general de la OCDE y antiguo secretario de Hacienda de México, el motivo por el cual la economía mexicana tardó 10 años en salir de la crisis de la deuda de los 80 y sólo uno de la crisis de 1994 fue que, en el segundo caso, su mayor grado de apertura, tras la implantación de NAFTA, le permitió aprovechar la depreciación del tipo de cambio del peso para aumentar rápidamente las exportaciones netas. Una explicación similar se ha utilizado para la rápida recuperación de los países afectados por la crisis asiática en la segunda mitad de los 90, a la que también contribuyó, sin duda, el efecto de arrastre de la economía china.

La emergencia de China y su integración en la economía mundial –que no deja de ser un aspecto parcial de la globalización– ha podido favorecer también *per se* una disminución de la volatilidad de algunas variables económicas clave en los países desarrollados. Las manufacturas chinas han introducido un sesgo deflacionista en los precios mundiales que explica, en parte, la moderación de las tasas de inflación, y que ha facilitado sin duda el trabajo de la política monetaria (o, expresado de otra manera, ha abaratado el coste de alcanzar unos resultados antiinflacionistas dados). Es cierto que la demanda procedente de China ha encarecido las materias primas y el petróleo, pero el efecto neto sobre la inflación mundial parece de signo claramente moderador.

La apertura, tanto en su vertiente real como en la financiera, potencia los mecanismos de ajuste espontáneos de la economía, vía importaciones, exportaciones o movimientos de capitales, al tiempo que debilita el poder de mercado de los productores locales, lo que se traduce en una economía internacional más ágil. Al mismo tiempo, este proceso de globalización disminuye la capacidad de las políticas económicas de actuar discrecionalmente, especialmente cuando se trata de reaccionar a crisis lejanas, que se transmiten a lo largo de la economía global por canales complejos y poco conocidos, frente a las cuales, por tanto, las recetas tradicionales tienen escasa aplicabilidad. Pero el hecho de que los ajustes se produzcan de manera más automática y con menos necesidad de actuaciones discrecionales de las autoridades no quiere decir que no sea importante una adecuada formulación de las políticas económicas.

Según Ben Bernanke,⁵ el sucesor de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal, de entre las tres hipótesis principales para explicar “la gran moderación” –(1) cambios estructurales en la economía; (2) mejores políticas económicas; y (3) buena suerte–, las políticas económicas (en concreto la política monetaria) han desempeñado un papel crucial, especialmente en lo que atañe a la disminución simultánea de la volatilidad del crecimiento del producto y de la inflación. Las perturbaciones de demanda hacen que ambas variables se muevan en la misma dirección, mientras que las de oferta hacen que se muevan en direcciones distintas. Bernanke descarta un mayor predominio de las perturbaciones de demanda como explicación principal de la gran moderación, y no atribuye una importancia especial a la “buena suerte” (contrariamente a otros autores, como Stock y Watson,⁶ que cuantifican su efecto entre un 40 y un 60%). Su tesis es más

⁵ B. Bernanke (2004), “The Great Moderation”, comentarios en la reunión del Eastern Economic Association, febrero.

⁶ J.H. Stock y M.W. Watson (2003), “Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations”, NBER, WP nº 9127.

bien que la política monetaria norteamericana, excesivamente laxa en los años 60 y 70, fue adquiriendo a lo largo de la década de los 80 (es decir, a raíz del experimento cuantitativista de Paul Volcker) una mayor credibilidad, lo que permitió mejorar el *trade-off* entre crecimiento e inflación. De acuerdo con esta tesis, parte de la mejora de resultados atribuida a cambios estructurales tiene su explicación en mejores políticas económicas.

Pero reconoce Bernanke que también se ha producido una mejora estructural, seguramente vinculada a avances tecnológicos que permiten un control de los inventarios más atinado, lo que suaviza los ciclos económicos. De acuerdo con la evidencia empírica, la reducción de la volatilidad del producto en EEUU se ha concentrado en la inversión –residencial y no residencial– y en el consumo de bienes duraderos, lo que confirma la hipótesis de un mejor control de los inventarios como uno de los factores explicativos de la gran moderación. Además de los avances tecnológicos, el mayor acceso al crédito y la desregulación financiera se han mencionado como factores que explican la mejora de eficiencia en la gestión de inventarios. Blanchard y Simon⁷ confirman que el comportamiento de los inventarios se ha hecho más anticíclico.

El vínculo entre la suavización del comportamiento de las principales variables macroeconómicas y los avances en el sector financiero (innovación) resulta especialmente interesante. La razón de ser del sector financiero es precisamente amortiguar el impacto de la volatilidad de los ingresos sobre la volatilidad de los gastos, propiciando una suavización intertemporal del consumo. Resulta, por tanto, bastante intuitivo que el desarrollo del sector financiero contribuya a amortiguar las oscilaciones de la economía. De acuerdo con diversos estudios empíricos, la respuesta del gasto al ingreso también ha disminuido, lo que parece corroborar la hipótesis de un impacto positivo de la innovación financiera sobre la suavización de los ciclos.

Sin embargo, en las últimas décadas hemos asistido también a numerosas crisis generadas en el sector financiero de la economía. Los casos del *crash* bursátil de 1987 y el aumento súbito de las primas de riesgo de crédito y de liquidez en 1998 pusieron de manifiesto nuevas vulnerabilidades. Programas de negociación automática de valores que inducían “comportamientos de rebaño” por parte de los operadores (y amplificaban las oscilaciones de los mercados); productos derivados complejos, que generaban una distribución del riesgo no siempre bien comprendida; mecanismos de equilibrios múltiples que alimentaban profecías autoconfirmadas: lo cierto es que los mercados financieros parecían amplificar los ciclos económicos y generaban crisis de una naturaleza hasta ahora desconocida.⁸ Sin embargo, estas crisis de origen financiero tuvieron, en general, efectos sorprendentemente pequeños sobre las variables reales, en parte porque la misma innovación financiera, al aumentar la eficiencia de los mercados e intermediarios, permitió atenuar ese impacto. El sector real se mostró sorprendentemente resistente. El sector financiero podría estar actuando, en este sentido, como un potente amortiguador, cuyas fuertes oscilaciones, vistas aisladamente, podrían tener apariencia de inestabilidad, pero que resultan cruciales para estabilizar el mecanismo que nos importa: la economía real.

⁷ O. Blanchard y J. Simon (2001), “The Long and Large Decline in US Output Volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2001, nº 1.

⁸ Para una descripción de la teoría del acelerador financiero véase H. Minsky (1982), “The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy”, en C. Kindleberger (ed.), *Financical Crises*, Cambridge University Press.

Los acontecimientos de 2007 –el deterioro del mercado *subprime* norteamericano y su secuela en forma de crisis de liquidez en los mercados financieros internacionales– vuelven a plantear la cuestión del impacto de la innovación financiera sobre la volatilidad del sector real. La innovación financiera permite, en teoría, una distribución de los riesgos más adecuada, ya que los asumen aquellos que están dispuestos a comprarlos, en un mercado en el que el precio se forma de manera transparente. Sin embargo, cuando las premisas de un mercado transparente y eficiente no se cumplen –como ha sido el caso del segmento *subprime* de las hipotecas americanas–, estos mercados sumamente sofisticados pueden ser fuente de notable inestabilidad. Cuando los riesgos se evalúan mal, bien por parte de los que los originan, por quienes los intermedian, por quienes los valoran (agencias de *rating*) o por quienes los adquieren, estas distorsiones pueden terminar transmitiéndose de forma amplificada al sector real. En este caso, la existencia de un fallo del mercado podría justificar una regulación más estricta por parte de las autoridades.

¿Puede la innovación financiera, al mismo tiempo que genera volatilidad, reducir el impacto de las crisis sobre el sector real? ¿Volverá éste a mostrarse más resistente de lo esperado en esta ocasión? Tal como se ha señalado más arriba, si las crisis recientes son una buena base para la predicción, habría motivos para confiar en la resistencia del sector real. Sin embargo, algunos elementos distintivos de esta crisis no invitan precisamente al optimismo: los problemas se han generado en el mercado de la vivienda de la principal economía mundial, y no en un remoto segmento exótico de los mercados emergentes; su principal impacto se ha dejado sentir en la gran banca de inversión norteamericana, piedra angular de los mercados financieros internacionales; y la amenaza más inmediata es de una ralentización global del crédito, cuyos efectos podrían ser sumamente perturbadores. En cualquier caso, las lecciones de esta crisis alimentarán sin duda el debate sobre el papel del sector financiero en la generación y amortiguación de crisis, así como sobre la capacidad de resistencia del sector real ante las perturbaciones, y cómo pueden las autoridades reforzarla.

Conclusiones: La literatura económica parece de acuerdo en la tendencia hacia una menor volatilidad de las principales variables macroeconómicas en las últimas décadas. Al mismo tiempo, aunque la evidencia empírica es menos clara, parece que la frecuencia e intensidad de las crisis ha aumentado. El proceso de apertura e integración económica a nivel mundial podría conciliar ambos fenómenos, ya que la globalización aumenta, por un lado, la exposición ante las crisis desencadenadas en otros países –incluso en aquellos aparentemente lejanos, con los que se mantiene una relación comercial y financiera pequeña– pero, por otro lado, hace que el ajuste de la economía ante estas perturbaciones sea más rápido y ágil.

El papel del sector financiero en relación con estas crisis es, seguramente, complejo: por un lado, la innovación financiera es fuente potencial de inestabilidad, al aumentar la vulnerabilidad procedente de segmentos nuevos y sofisticados del sistema financiero, cuyo funcionamiento no está contrastado; por otro lado, un sistema financiero más eficiente permite atenuar el impacto de las perturbaciones sobre el sector real, lo que en parte explica la resistencia de éste ante algunas crisis recientes.

Las tensiones de liquidez desencadenadas en la segunda mitad de 2007 son un ejemplo más de crisis con origen en el sector financiero. A diferencia de casos anteriores, sin embargo, los problemas afectan ahora al núcleo de los mercados financieros desarrollados, tienen como trasfondo una caída abrupta del precio de la vivienda en

EEUU y amenazan con producir un ajuste del crédito. Todos estos elementos arrojan dudas sobre la capacidad de resistencia del sector real en esta ocasión.

Santiago Fernández de Lis
Socio de Analistas Financieros Internacionales (AFI)