

Lecciones que hemos aprendido de la crisis

Lección inaugural del curso 2014-2015

Diálogo entre Àngels Fitó, directora de los Estudios de Economía y Empresa de la UOC, **y Jordi Galí**, director del Centro de Investigación en Economía Internacional

Barcelona, 29 de septiembre - 10 de octubre de 2014

<http://w.uoc.edu/inaugural14>
#UOCinaugural

Sumario

| | |
|-----------------------|----|
| Presentación | 3 |
| Aprender de la crisis | 4 |
| En 2 minutos | 5 |
| El diálogo | 8 |
| Índice de palabras | 38 |

Presentación



Josep A. Planell
Rector de la UOC



Para mí, una de las principales enseñanzas de este momento económico ha sido entender la necesidad de hacer las cosas de otro modo. Jordi Galí habla de cómo las teorías macroeconómicas dominantes deben replantearse una evolución a raíz de esta crisis, y todos nosotros debemos hacer lo mismo.

Apreciadas y apreciados,

Presentar la lección inaugural es para mí un momento especial. Es el pistoletazo de salida de un nuevo curso académico que todavía es un lienzo en blanco, un curso al que os quiero dar la bienvenida a todas y todos, muy especialmente a quienes os habéis matriculado por primera vez en nuestra universidad.

A la vez, la lección inaugural es un ejercicio de intercambio de conocimiento en la red y en red que refleja los valores de la Universitat Oberta de Catalunya (UOC). Precisamente entre estos valores se encuentran analizar, cuestionar y encontrar respuestas en el mundo que nos rodea. Y, ahora mismo, la crisis es una de las principales preocupaciones de la ciudadanía.

Jordi Galí, director del Centro de Investigación en Economía Internacional (CREI) y miembro de la Comisión Científica para la Investigación de la UOC, es quien inicia esta lección —digo «inicia» porque está abierta a cualquier aportación que la enriquezca—, y lo hace planteando algunos aspectos que hemos aprendido de la crisis.

Para mí, una de las principales enseñanzas de este momento económico ha sido entender la necesidad de hacer las cosas de otro modo. Jordi Galí habla de cómo las teorías macroeconómicas dominantes deben replantearse una evolución a raíz de esta crisis, y todos nosotros debemos hacer lo mismo.

Esta flexibilidad y creatividad forma parte del ADN de la UOC. Desde el principio —¡el próximo año se cumplirán veinte años!—, nuestra universidad ha tenido como objetivo adaptarse a las necesidades de los estudiantes y de la sociedad, y esto le ha llevado a irse transformando constantemente.

El futuro está lleno de oportunidades si sabemos verlas. Os invito a participar activamente en esta lección, tanto comentando las aportaciones del ponente como compartiendo vuestras experiencias personales de la crisis por todos los canales disponibles.

¡Que tengáis un buen inicio de curso!

Aprender de la crisis

La lección inaugural de la Universitat Oberta de Catalunya (UOC) marca cada año el inicio de un nuevo curso. Pero no es solo esto: es el encuentro anual de la comunidad UOC con el debate y la reflexión de la mano de un experto de referencia que nos ayuda a entender la realidad que nos rodea. Para el curso 2014-2015, hemos contado con el economista Jordi Galí, el actual director del Centro de Investigación en Economía Internacional (CREI). Con él, hemos querido interpretar nuestro presente en clave económica.

En esta experiencia, el ponente ha sido acompañado por Àngels Fitó, directora de los Estudios de Economía y Empresa de la UOC. Juntos han establecido un diálogo abierto centrado en analizar la crisis desde un punto de vista macroeconómico y reflexionar sobre los cambios que se han producido y las lecciones que hemos aprendido. La crisis, pues, es el punto de partida de esta lección. Una crisis que, lejos de hundirnos, tiene que abrirnos las mentes para construir un nuevo escenario lleno de retos y oportunidades.

El diálogo entre Jordi Galí y Àngels Fitó lo encontraréis transcrito, y también en formato de vídeo, en este documento.

En 2 minutos



El origen de la crisis es claramente financiero y está asociado al crecimiento desmesurado del precio de la vivienda.



¿Cómo se pueden combatir las burbujas especulativas? En primer lugar, imponiendo restricciones al crédito para financiar la compra de estos activos.



Con la crisis, el Banco Central Europeo creo que ha respondido de forma apropiada.



Todavía estamos lejos de llegar al consenso de qué modelo tiene que sustituir el neokeynesiano.

Vídeo



<http://youtu.be/8aXI4vNV7Fo>

Monográfico de actualidad

Selección de enlaces y recursos sobre Jordi Galí [elaborado por la Biblioteca de la UOC]: <http://biblioteca.uoc.edu/es/recursos/jordi-gali-leccion-inaugural-2014-2015>



Àngels Fitó y Jordi Galí.

El diálogo

Àngels Fitó: Después de unos años de crisis creo que hemos entendido que estamos ante una crisis que combina distintas perspectivas y dimensiones. Hablamos de crisis económica, crisis financiera, incluso de crisis de valores, crisis de confianza... Realmente, de todas las caras de esta crisis, ¿cuál fue la primera que pudimos ver?

Jordi Galí: El origen de la crisis es claramente financiero y está asociado al crecimiento desmesurado del precio de la vivienda en muchos países, especialmente en el Reino Unido, en Estados Unidos, en Irlanda y en España también.

Este fuerte crecimiento del precio de la vivienda lo asociamos con el concepto de burbuja, es decir, que el precio de la vivienda aumenta más de lo que estaría justificado por los dividendos que produce, que en el caso de la vivienda serían los alquileres.

Esto también viene acompañado de un crecimiento muy fuerte del crédito, que comporta que tanto las familias como las empresas vinculadas al mundo inmobiliario —ya sean promotores o constructores— se endeuden mucho.

Lo que es interesante es que estos dos fenómenos se refuerzan uno al otro. Por un lado, este crecimiento muy fuerte del crédito permite que mucha gente tenga acceso a la vivienda, y esto pone presión sobre el precio de la vivienda y hace que este aumente a un ritmo muy alto. Pero, por otro lado, este aumento del precio de la vivienda impulsa el aumento del crédito, porque las entidades bancarias creen que cualquier crédito que den, como tiene la garantía de la vivienda que hay detrás, es seguro, porque el precio parece que no dejará de aumentar.

En la medida en que este incremento del precio de la vivienda no está justificado por factores fundamentales, llega un momento en que deja de aumentar y empieza la caída. Es cuando la burbuja explota.

Entonces, como el precio empieza una caída que será muy persistente, el incentivo para invertir o comprar vivienda disminuye enormemente y se produce una caída en picado de la demanda de vivienda.

Esto hace que, a la práctica, la actividad de la construcción se pare de golpe y que haya impagos por parte de promotores, constructoras, etc., que no consiguen vender las reservas de vivienda que tienen. Y esto, a su vez, provoca una situación de falta de liquidez e insolvencia, o casi insolvencia, por parte de las entidades financieras, que requieren una recapitalización, una contracción del crédito, y esto conlleva una disminución de la demanda agregada, de la actividad económica y del empleo. Y aquí ya tenemos un efecto que es de círculo vicioso, porque la caída del empleo lleva a una disminución todavía mayor del consumo, de la demanda agregada, etc.

Este es el origen de esta crisis y también de otras que han existido en el pasado.

> **Palabras clave:** crisis financiera, macroeconomía, crédito, vivienda, burbuja especulativa

> **Vídeo:** <http://youtu.be/TozeZpscKcM>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/origen-naturaleza-crisis>



El origen de la crisis es claramente financiero y está asociado al crecimiento desmesurado del precio de la vivienda en muchos países, especialmente en el Reino Unido, en los Estados Unidos, en Irlanda y en España también.

“ ”

También viene acompañado de un crecimiento muy fuerte del crédito, que hace que tanto familias como empresas vinculadas al mundo inmobiliario –sean promotores, constructores– se endeuden mucho.»

“ ”

En la medida en que este aumento del precio de la vivienda no está justificado por factores fundamentales, llega un momento en que deja de aumentar y, de hecho, empieza la caída.

“ ”

Provoca una situación de falta de liquidez e insolvencia, o casi insolvencia, por parte de las entidades financieras, requieren una recapitalización, una reducción... una contracción del crédito, y eso conlleva una disminución de la demanda agregada, disminución de la actividad económica, disminución del empleo. Y aquí ya tenemos un efecto que es absolutamente de círculo vicioso, porque la caída del empleo lleva a una disminución todavía mayor del consumo, de la demanda agregada, etc.

A. Fitó: A lo largo de la historia han existido otras crisis financieras: el Crac del 29, la crisis financiera del Japón en los años ochenta y la de Suecia en los años noventa, para poner solo algunos ejemplos. ¿Todas las crisis financieras han sido iguales?

J. Galí: Las crisis financieras, o las crisis que tienen un origen en el sistema financiero, son un ingrediente que parece inherente al funcionamiento del sistema capitalista. Pero debemos analizar las cosas con una cierta perspectiva y ver hasta qué punto las cosas han mejorado o no con respecto al pasado.

Las crisis financieras en el pasado —antes de la Primera Guerra Mundial— eran mucho más frecuentes que actualmente, eran periódicas, se producían

de forma cíclica y tenían un componente muy importante vinculado a los pánicos bancarios. Es decir, normalmente se originaban en el hecho de que uno o más bancos, en un determinado país, se percibían como inseguros y esto provocaba una retirada masiva de depósitos por parte de sus clientes. Esto hacía que el banco cayera, y el banco podía arrastrar buena parte de las otras entidades financieras y todo ello comportaba una contracción de la actividad económica.

En general, estas crisis financieras y la situación en la que se encontraba el banco —estos bancos afectados por los pánicos estaban en una situación débil, de entrada— tenían lugar porque los bancos habían expandido excesivamente el crédito para financiar la compra de algún activo. En algún momento, estos *booms* financieros que preceden a las crisis iban asociados, por ejemplo, al crecimiento del precio de las acciones o, en otros casos, del precio de la vivienda, de las tierras, etc. Y cuando este precio deja de aumentar, nos encontramos con que los bancos que habían otorgado mucho crédito para financiar estas actividades especulativas quedan en una situación de insolvencia, o de peligro de insolvencia, y esto genera el pánico bancario.

En el siglo xx, entre la Primera Guerra Mundial y la Segunda Guerra Mundial, y especialmente después del Crac del 29 y la Gran Depresión a la que llevó, hay una regulación más estricta del sistema bancario, que antes básicamente estaba no regulado, y sobre todo está la introducción de dos elementos nuevos que tienden a estabilizar este sistema.

Uno es la introducción de los fondos de garantía de depósitos. Es decir, en principio se asegura al depositante que recuperará el dinero y, por lo tanto, en la medida en que él confíe en este fondo, ya no tiene el incentivo de correr al banco a sacarlo y con esto se evita, o se tendría que evitar, este pánico.

Y el otro es la aparición o la generalización de los bancos centrales en todo el mundo, que tienen un mandato claro, entre otras cosas, de actuar como prestamistas de última instancia: esto es, hacen de bancos de bancos. Si un banco se encuentra en una situación de baja liquidez, porque, por ejemplo, debe afrontar unos pagos y los activos que tiene son a más largo plazo y podría costar venderlos, o el hecho de venderlos pondría el banco en una situación de insolvencia, puede acceder a un préstamo del banco central, que actúa como un banco de bancos.

Esto ha permitido reducir enormemente la incidencia de estos pánicos bancarios. De hecho, durante la última crisis ha habido muy pocos ejemplos de pánicos bancarios, en el sentido tradicional del término.

> **Palabras clave:** crisis financiera, macroeconomía, pánico bancario, Crac del 29, banco central, fondo de garantía de depósitos

> **Vídeo:** <http://youtu.be/5HS4UNBHNdU>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/crisis-financieras-historia>

“ ”

Las crisis financieras en el pasado eran mucho más frecuentes que actualmente, y tenían un componente muy importante vinculado a los pánicos bancarios. Es decir, normalmente se originaban en el hecho de que uno o más bancos, en un determinado país, se percibían como inseguros y eso provocaba una retirada masiva de depósitos por parte de sus clientes.

“ ”

En el siglo xx, entre la Primera Guerra Mundial, la Segunda Guerra Mundial y especialmente después del Crac del 29 y la Gran Depresión a la que llevó, hay una regulación más estricta del sistema bancario, que básicamente estaba no regulado antes, y sobre todo está la introducción de dos elementos nuevos que tienden a estabilizar este sistema. Uno es la introducción de los fondos de garantía de depósitos. (...) Y el otro, la aparición o la generalización de los bancos centrales en todo el mundo, que tienen un mandato claro, entre otros, de actuar como prestamistas de última instancia.



Esto ha permitido reducir enormemente la incidencia de estos pánicos bancarios. De hecho, durante la última crisis ha habido muy pocos ejemplos de pánicos bancarios, en el sentido tradicional del término.

A. Fitó: Para entender las crisis financieras hay que entender el proceso especulativo que hay detrás. ¿Qué son y cómo se pueden combatir las burbujas especulativas?

J. Galí: Para entender lo que es una burbuja especulativa, hay que pensar primero en qué es lo que denominamos *precio fundamental de un activo*. Cuando tenemos un activo, ya sea una acción, una vivienda, un terreno, etc., tiene un precio fundamental, un valor fundamental, que definimos como el valor actual que tiene una vez descontados los dividendos y los pagos que genera. Esto nos da lo que en unas circunstancias normales de funcionamiento del mercado tendría que corresponder a su precio de mercado, o sea, el precio en el que este activo se comprara y se vendiera.

Ahora bien, pueden darse situaciones en las que el precio del mercado está por encima del precio fundamental, y la diferencia entre el precio del mercado y el precio fundamental es lo que denominamos el *componente burbuja* o la *burbuja especulativa* de un determinado activo, ya sea un activo financiero o un activo inmobiliario.

Entonces, una pregunta legítima que nos podemos formular es: ¿por qué alguien querría pagar un precio por un activo que está por encima de su precio fundamental. Y la respuesta es que una persona, un inversor, estaría dispuesto a pagar este sobreprecio en la medida que cree que en el futuro podrá revender este activo a un precio todavía mayor. Es decir, esto es lo que los economistas denominamos una *burbuja especulativa racional*, en el sentido de que un inversor racional puede estar dispuesto a comprar o a pagar un precio que tiene un componente burbuja importante y, por lo tanto, tarde o temprano esta burbuja tiene que explotar.

Una burbuja puede explotar de distintas maneras. Puede producirse una caída muy fuerte del precio de un activo. Esto lo hemos visto, por ejemplo, en el caso de activos que tienen precios muy flexibles, como los activos bursátiles; un índice bursátil, como hemos podido ver, por ejemplo, en 1987 en Estados

Unidos o en el año 2000, puede caer en picado en cuestión de días. O un activo puede caer más gradualmente, como hemos visto, por ejemplo, en el caso del precio de la vivienda durante esta última crisis, a pesar de que hay diferencias importantes en el ritmo de caída o de ajuste de este precio de la vivienda.

Entonces, ¿cómo combatir las burbujas? Este es un tema muy complejo. En primer lugar, imponiendo restricciones al crédito para financiar la compra de estos activos que tengan un componente burbuja. No tanto porque esto garantice que la burbuja dejará de crecer o, incluso, de emerger, sino porque lo que hemos visto, una vez analizadas todas las crisis financieras del pasado, es que las burbujas que tienen un efecto más perjudicial sobre la economía cuando se produce una caída del precio de unos activos son las que han ido asociadas durante el periodo del *boom* con un crecimiento desmesurado del crédito, porque entonces la caída de la burbuja arrastra al sistema financiero. Entonces, como mínimo, aunque no podamos evitar o garantizar el desarrollo y el crecimiento de la burbuja, si ponemos restricciones al crédito, en estos episodios, podemos evitar que el sector financiero crezca de forma desmesurada y que después arrastre al sector real y a la actividad económica.

Algunos determinados organismos, como el Banco Internacional de Pagos, lo que propondrían es que en periodos de *boom* especulativo, cuando el precio de estas burbujas está aumentando, los bancos centrales deberían subir los tipos de interés.

¿Qué sucede con esta medida? Que el tipo de interés es el principal instrumento de la política monetaria que tienen en el banco central y afecta a toda la economía, es decir, no afecta exclusivamente al activo o al sector de la economía que está sujeto a esta burbuja. Por lo tanto, yo creo que es más importante que los gobiernos y los bancos centrales, y los responsables de políticas de estabilidad financiera, desarrollen instrumentos alternativos al tipo de interés que sean más «quirúrgicos», que vayan dirigidos solo a luchar contra el fenómeno concreto que se desea eliminar y que no tengan un alcance que afecte a toda la economía.

> **Palabras clave:** crisis financiera, macroeconomía, burbuja especulativa, crédito, tipo de interés, banco central

> **Vídeo:** <http://youtu.be/O9IEv3zsY6Y>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/burbujas-especulativas>

“ ”

La diferencia entre el precio del mercado y el precio fundamental es lo que denominamos el *componente burbuja* o la *burbuja especulativa* de un determinado activo, sea un activo financiero o un activo inmobiliario.

“ ”

¿Por qué alguien querría pagar un precio por un activo que está por encima de su precio fundamental? Y la respuesta es que una persona, un inversor, estaría dispuesto a pagar este sobreprecio en la medida que cree que podrá revender en el futuro este activo a un precio todavía mayor. Es decir, esto es lo que los economistas denominamos una *burbuja especulativa racional*, en el sentido de que un inversor racional puede estar dispuesto a comprar o a pagar un precio que tiene un componente burbuja importante y, por lo tanto, tarde o temprano esta burbuja tiene que explotar.»



¿Cómo combatir las burbujas? Este es un tema muy complejo. En primer lugar, restricciones al crédito para financiar la compra de estos activos que tengan un componente burbuja. (...) Aunque no podamos evitar o no podamos garantizar el desarrollo y el crecimiento de la burbuja, si ponemos restricciones al crédito, en estos episodios, podemos evitar que el sector financiero crezca de forma desmesurada y que después arrastre al sector real y a la actividad económica.

A. Fitó: La crisis y, por consiguiente, la disminución de la actividad económica y de los impuestos, ¿qué efectos tiene desde el punto de vista fiscal?

J. Galí: La crisis no tiene un origen fiscal ni un desbarajuste fiscal excesivo. Los problemas fiscales son una consecuencia de la crisis y básicamente están causados por la caída muy fuerte de la actividad económica, que trae consigo, por un lado, una disminución de los impuestos que recaudan los gobiernos, porque las bases imponibles disminuyen, y, por otro lado, un aumento del gasto público.

Esta disminución de los impuestos, el aumento del gasto público y los déficits consiguientes tienen dos dimensiones. Una es la que denominamos *estabilizadores automáticos*, es decir, sin que exista ninguna decisión deliberada por parte del gobierno, los impuestos disminuyen, porque disminuye la actividad económica y, por lo tanto, las bases imponibles. Y la otra es que el gasto público, o algunos componentes del gasto público, aumentan, como por ejemplo las prestaciones de desempleo, porque aumenta el número de parados. Entonces, automáticamente, sin que exista ninguna decisión ni ningún cambio de legislación, los impuestos disminuyen, el gasto público aumenta y el déficit público se incrementa.

Pero todavía hay otro componente, que es lo que llamamos *política fiscal discrecional*, es decir, el hecho de que los gobiernos, de forma deliberada, deciden reducir, por ejemplo, los tipos impositivos para estimular la actividad económica y aumentar el gasto público, quizás la inversión pública u otros aspectos del gasto público, también con este deseo de estimular la actividad económica y reducir el impacto de la crisis.

Hay formas de medir hasta qué punto el aumento de los déficits públicos tan fuerte que hemos visto estos últimos años es debido a uno u otro elemento. Y, en términos globales, hablando de los países más avanzados, podríamos decir que se reparte más o menos al 50% entre los dos elementos; es decir, el aumento tan fuerte de los déficits ha sido causado tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos, como por las decisiones de política discrecional.

Este aumento del déficit tiene como consecuencia casi inmediata la acumulación de deuda. Y partiendo de ratios de deuda que eran muy distintas entre diferentes países, lo que está claro es que estos déficits públicos generalizados han traído un aumento muy importante de las ratios de deuda respecto al PIB en casi todos los países avanzados.

El problema fundamental de esto es que llega un momento en que la deuda puede entrar en una dinámica explosiva, una dinámica que no es sostenible. Esto ocurre cuando los tipos de interés son muy altos y, por lo tanto, los intereses sobre la deuda se van acumulando a un ritmo muy elevado. Esto hace que aumente el gasto público y, en consecuencia, aumente el déficit público. Esto también sucede cuando la tasa de crecimiento es muy baja, porque, si es así, las bases imponibles no aumentan y, por consiguiente, los impuestos tampoco aumentan. Además, cuando medimos el grado de endeudamiento de un país lo hacemos según la deuda total respecto al PIB; para reducir esta ratio o para conseguir que no aumente, el denominador debería aumentar una tasa de crecimiento significativa y durante estos años no lo ha estado haciendo, debido a la crisis y al estancamiento económico.

De hecho, el denominador ha estado disminuyendo durante muchos años. Se ha tenido que llevar a cabo una política fiscal contractiva, para evitar un crecimiento desmesurado de la deuda que los mercados quizás no habrían podido absorber o que hubiera llevado a una dinámica que no se habría podido controlar. Una política fiscal contractiva en una situación de crisis económica es lo contrario de lo que un libro de texto diría; pero, en este caso, ha sido por las circunstancias y se ha intentado hacer lo más gradual posible, a pesar de que la ciudadanía lo ha notado.

> **Palabras clave:** macroeconomía, política fiscal, déficit público, gasto público, impuestos, política discrecional, política contractiva

> **Vídeo:** <http://youtu.be/MOqj6wJDREM>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/aspectos-fiscales-crisis>

“ ”

Los problemas fiscales son una consecuencia de la crisis, y básicamente están causados por la caída muy fuerte de la actividad económica, que trae consigo una disminución, por un lado, de los impuestos que recaudan los gobiernos, porque las bases imponibles disminuyen, y, por otro lado, un aumento del gasto público.

“ ”

Este aumento del déficit tiene como consecuencia casi inmediata la acumulación de deuda. Y partiendo de ratios de deuda que eran muy diferentes entre diferentes países, lo que está claro es que estos déficits públicos generalizados han traído un aumento muy importante de las ratios de deuda respecto al PIB en casi todos los países avanzados. Entonces, el problema fundamental de esto es que llega un momento en que la deuda puede entrar en una dinámica explosiva, una dinámica que no es sostenible.



Se ha tenido que llevar a cabo una política que es una política fiscal contractiva, para evitar un crecimiento desmesurado de la deuda que los mercados quizás no habrían podido absorber o que hubiera llevado a una dinámica que no se hubiera podido controlar. Exactamente al contrario de lo que un libro de texto diría pero, en este caso, obligados por las circunstancias.

A. Fitó: Precisamente el endeudamiento de muchos países de la Unión Europea respecto a su PIB desencadenó lo que podríamos denominar *la crisis de la deuda en Europa*. ¿Cómo valora las políticas europeas en este sentido?

J. Galí: Quizás estaría bien definir lo que entendemos por la crisis de la deuda en Europa y en qué sentido ha sido diferente de una situación, sencillamente, de un aumento importante de los ratios de deuda.

Lo que ha ocurrido en Europa o, concretamente, en algunos países de la periferia de la Unión Europea, es que en un determinado momento se ha producido una pérdida de confianza por parte de los inversores en la capacidad de los gobiernos de estos países de devolver toda la deuda que habían acumulado. Esta pérdida de confianza provoca que estos países se encuentren con dificultades a la hora de refinanciar su deuda. Hay una deuda que vence de forma continua y, como no tienen un superávit, el único modo de devolverla es emitiendo más deuda y, por lo tanto, refinanciando esta deuda.

Entonces, como los ratios de deuda van creciendo de forma exponencial y no hay perspectivas muy claras de recuperación económica y, por consiguiente, de creación eventual de superávits fiscales que permitan reducir esta deuda, los inversores se lo piensan dos veces antes de comprar deuda de estos países, lo que a la práctica se traduce en exigir unos tipos de interés mucho más elevados de lo que sería normal.

Ante esta situación insostenible y ante el riesgo de que algunos de estos países quebraran, la Unión Europea tuvo que actuar. Lo hizo aprobando unos programas de asistencia financiera acompañados de condiciones de ajuste macroeconómico, en primer lugar para Grecia en 2010, más adelante para Irlanda, también en 2010, después para Portugal y así sucesivamente.

Esto, en aquel momento, parecía absolutamente imprescindible y necesario para evitar, incluso, se decía, el colapso de la zona euro como unión monetaria. Pero hay que mirarlo en perspectiva y ver qué significaron estos rescates: qué representaron respecto a lo que era el diseño y los ajustes fiscales dentro de la Unión Europea. Porque estos rescates, o como mínimo algunos elementos de estos rescates, violaron de forma clara lo que se veía como dos pilares del tratado europeo y del funcionamiento de la economía europea.

El primer pilar, que está recogido en el tratado europeo, era lo que se denomina la *cláusula de no rescate* (*no-bailout clause*), que dice que en ninguna circunstancia los países de la Unión Europea o la propia Unión Europea se tendrá que ver forzada a asumir todas las deudas y a rescatar un país. Y la razón por la cual en su día se introdujo esta cláusula de no rescate es precisamente evitar que algunos países se pudieran aprovechar de la generosidad de sus socios y, eventualmente, pudieran llevar a cabo políticas fiscales irresponsables sabiendo que, llegado el caso, serían rescatados. Entonces se suponía que esta cláusula llevaría a un comportamiento virtuoso de los países y no ha sido así.

Y el segundo elemento importante que era parte de la arquitectura monetaria fiscal de la Unión Europea era la prohibición explícita, también en el tratado europeo, de no monetización de la deuda pública. ¿Qué quiere decir esto? Que el Banco Central, en principio, no puede financiar los déficits de ningún país miembro de la Unión Económica y Monetaria, de ningún banco central, ni siquiera de los bancos centrales nacionales; los déficits se deben financiar emitiendo deuda pública o aumentando los impuestos y reduciendo los gastos.

> **Palabras clave:** macroeconomía, crisis de la deuda, Unión Europea, Banco Central Europeo, cláusula de no rescate, deuda pública, tratado europeo

> **Vídeo:** <http://youtu.be/9uWkr5Xsjks>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/crisis-deuda-europa>

“ ”

Lo que ha pasado en Europa o, concretamente, en algunos países de la periferia de la Unión Europea, es que ha habido en un determinado momento ya una pérdida de confianza por parte de los inversores en la capacidad de los gobiernos de estos países de devolver toda la deuda que habíamos acumulado. Esta pérdida de confianza provoca que esos países se encuentren con dificultades a la hora de refinanciar su deuda.

“ ”

Ante esta situación insostenible y ante el riesgo de que esos países o algunos de esos países quebraran, la Unión Europea tuvo que actuar. Y tuvo que actuar aprobando unos programas de asistencia financiera y acompañados de condiciones de ajuste macroeconómico.

“ ”

Como mínimo algunos elementos de esos rescates violaron de forma clara lo que se veía como dos pilares del Tratado europeo y del funcionamiento de la economía europea. El primer pilar era lo que se denomina la cláusula de no rescate –no-bailout clause–, que dice que en ninguna circunstancia la Unión Europea tendrá que verse forzada a asumir todas las deudas y a rescatar un país. (...) Y el segundo elemento importante era la prohibición explícita de no monetización de la deuda pública. ¿Qué quiere decir esto? Que el Banco Central, en principio, no puede financiar los déficits de ningún país miembro de la Unión Monetaria.

A. Fitó: ¿Cómo considera que ha sido la política monetaria y regulatoria durante esta crisis?

J. Galí: En circunstancias normales, la política monetaria funciona mediante los cambios que los bancos centrales deciden sobre lo que llamamos los *tipos de interés oficiales*. Estos cambios en los tipos de interés oficiales, que normalmente son tipos de interés de préstamos que realiza el banco central a los bancos a muy corto plazo, acaban afectando a la economía en su conjunto, porque se transmiten a los tipos de interés de hipotecas, de créditos que los bancos otorgan a las empresas, etc. Esto es lo que denominamos *mecanismo de transmisión de la política monetaria*.

Durante esta crisis, lo que hemos visto, ya desde sus comienzos, es que este mecanismo de transmisión de la política monetaria se ha tambaleado, ha dejado de funcionar en varios aspectos.

En primer lugar, porque hemos visto que los cambios en el tipo de interés oficial que decidieron los bancos centrales no se han reflejado necesariamente en los tipos de interés, por ejemplo, del mercado interbancario, de los créditos entre bancos. ¿Por qué? Pues porque había desconfianza hacia la solvencia de otros bancos por falta de información suficiente, etc. Esto ha hecho que en el mercado interbancario los tipos de interés hayan estado durante un tiempo muy por encima de lo que sería el tipo oficial, cuando en circunstancias normales serían básicamente el mismo.

Esto ha hecho que el coste de financiación de los bancos —el coste de financiar su pasivo y obtener recursos que permiten extender créditos a las empresas o a las familias— aumentara y esto, obviamente, repercutiera en el tipo de interés de las hipotecas, etc. Es decir, que las bajadas espectaculares de tipos de interés que decidieron los bancos centrales no se reflejaron mucho o suficientemente en los tipos de interés que realmente afectan a las empresas y las familias, y, por lo tanto, no permitieron un estímulo de la economía tan grande como habría sido deseable.

Por otro lado, nos encontramos con una situación sin precedentes en las últimas décadas, que era que la inflación continuaba bajando, las tasas de paro aumentaban, el crecimiento era negativo y, por lo tanto, los bancos centrales tenían todos los incentivos para reducir los tipos de interés. Pero ¿qué sucede? Que esto tiene un límite, y el límite se llama cero. Los tipos de interés no pueden bajar por debajo de cero. ¿Por qué? Porque nadie estaría dispuesto a dar un crédito a un tipo de interés negativo, porque siempre puede mantener sus recursos en términos de efectivo, en dinero, que da un tipo de interés cero y, por consiguiente, más vale esto que dar un tipo de interés negativo. Por lo

tanto, existe este límite máximo en los tipos de interés nominales: el límite inferior —no el límite máximo—, que es cero.

> **Palabras clave:** macroeconomía, política monetaria, Banco Central Europeo, banco central, límite inferior cero, tipo de interés oficial, tipo de interés nominal

> **Vídeo:** <http://youtu.be/3zsvGCuLG-w>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/politica-monetaria-crisis>

“ ”

En el mercado interbancario —los créditos que se otorgan entre los bancos— los tipos de interés estaban muy por encima, durante un tiempo —estuvieron, ahora ya no—, de lo que sería el tipo oficial, cuando en tiempos normales, en circunstancias normales, serían básicamente el mismo.

“ ”

Las bajadas espectaculares de tipos de interés que decidieron los bancos centrales no se reflejaron demasiado o lo suficiente en los tipos de interés que realmente afectan a las empresas y a las familias. Y, por lo tanto, no permitieron un estímulo de la economía tan grande como hubiera sido deseable.



Nos encontramos con una situación sin precedentes en las últimas décadas, que era que la inflación continuaba bajando, las tasas de paro aumentaban, el crecimiento era negativo y, por lo tanto, los bancos centrales tenían todos los incentivos para reducir los tipos de interés. Pero, ¿qué sucede? Que esto tiene un límite, y el límite se llama cero. Los tipos de interés no pueden bajar por debajo de cero.



El Banco Central Europeo, durante la crisis, ha tenido que ir relajando los requerimientos de calidad de estos activos que sirven de colateral y, por lo tanto, casi cualquier activo que no sea un activo basura puede ser utilizado de colateral, a pesar de que no tenga unos *ratings* muy altos.



Los bancos centrales, cuando llegan al límite inferior cero para los tipos de interés oficiales, obviamente ya no pueden reducir este tipo de interés, pero lo que sí pueden hacer es intentar influir sobre las expectativas de los inversores respecto a cuáles serán los tipos de interés oficiales en el futuro.»

A. Fitó: ¿Qué pueden hacer los bancos centrales cuando llegan al límite inferior cero de los tipos de interés nominales?

J. Galí: Antes de la crisis, estos activos que servían de garantía, como colateral, estaban restringidos a activos de mucha calidad; es decir, eran los triple A, básicamente. Sin embargo, los activos triple A casi han desaparecido del panorama. Así pues, el Banco Central Europeo, durante la crisis, ha tenido que ir relajando los requerimientos de calidad de estos activos que sirven de colateral y, por consiguiente, casi cualquier activo que no sea un activo basura puede ser usado como colateral, a pesar de que no tenga unos *ratings* muy altos.

Por lo tanto, este ha sido un primer tipo de política monetaria no convencional: la inyección masiva de liquidez. Después, existe un segundo tipo de política monetaria que quizás no es tan fácil de comprender o de describir, pero que ha sido muy importante y que seguro que continuará siendo muy importante en el futuro, que es lo que en inglés se llama *forward guidance*, que lo podríamos traducir aproximadamente como 'gestión de expectativas'.

La idea es la siguiente: los bancos centrales, cuando llegan al límite inferior cero para los tipos de interés oficiales, obviamente ya no pueden reducir este tipo de interés, pero lo que sí pueden hacer es intentar influir sobre las expectativas de los inversores respecto a cuáles serán los tipos de interés oficiales en el futuro, cuando ya hayamos salido de esta situación de tipo de interés cero. Y pueden influir intentando convencer a los inversores de que mantendrán los tipos de interés mucho más bajos y por un periodo mucho más largo de lo que esté justificado por las circunstancias macroeconómicas.

¿Por qué querrían hacer esto y por qué han estado haciendo esto, especialmente la Reserva Federal, pero también el Banco Central Europeo, estos últimos meses? Porque, en la medida que este anuncio sea creíble, tendría que provocar una reducción de los tipos de interés a largo plazo que debería verse reflejada, en la medida la que el sistema financiero sea mínimamente operativo, en los tipos de interés de los créditos que otorgan los bancos. Por lo tanto, esta ha sido la gestión de las expectativas, una segunda dimensión de estas políticas no convencionales. Y son claramente no convencionales, porque lo único que se requería para aplicarlas era hacer anuncios respecto a las medidas que eventualmente se adoptarían en el futuro, sin tomar ninguna decisión actualmente, con el fin de intentar influir sobre las expectativas de los inversores respecto a cuáles serán los tipos de interés oficiales en el futuro.

> **Palabras clave:** macroeconomía, política monetaria, Banco Central Europeo, banco central, límite inferior cero, tipo de interés nominal

> **Vídeo:** <http://youtu.be/E0mPVujkHMO>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/tipos-interes-nominales>

“ ”

Los bancos centrales (...) pueden influir intentando convencer a los inversores de que mantendrán los tipos de interés mucho más bajos y por un periodo mucho más largo del que esté justificado por las circunstancias macroeconómicas.

“ ”

Esto tendría que provocar una reducción de los tipos de interés a largo plazo que debería verse reflejada, en la medida en la que el sistema financiero funcione mínimamente bien, sea mínimamente operativo, en los tipos de interés de los créditos que otorgan los bancos.



Esta ha sido la gestión de las expectativas, una segunda dimensión de estas políticas no convencionales, y claramente no convencional porque lo único que requería era hacer anuncios respecto a las medidas que eventualmente se tomarían en el futuro sin tomar ninguna decisión actualmente.

A. Fitó: Hemos visto cómo han sido las políticas fiscales y las políticas monetarias durante la crisis. ¿Hasta qué punto el sistema democrático actual está preparado para dar respuesta a las necesidades macropolíticas que tenemos? Y, en este sentido, ¿qué lugar ocupan las nuevas políticas macroprudenciales?

J. Gali: La política fiscal y la política monetaria han sido tradicionalmente las dos grandes ramas de la política económica, o de la política macroeconómica; parece que está emergiendo, efectivamente, una tercera rama, a raíz de la crisis, y la cuestión es hasta qué punto esta tercera rama, que normalmente denominamos *políticas macroprudenciales*, está aquí para quedarse, incluso en circunstancias normales, o es algo que será más o menos temporal hasta que la recuperación se acabe de consolidar del todo.

Yo creo que realmente está aquí para quedarse, porque realmente vemos la necesidad —y la reciente crisis lo ha ilustrado de forma muy clara— de hacer un seguimiento riguroso de los riesgos sobre la estabilidad financiera y, por lo tanto, de los riesgos de inestabilidad financiera y de los riesgos de posibles crisis financieras en el futuro. Lo que queremos es evitar que se vuelva a producir un episodio de crisis financiera como el que hemos visto, que lleve a otra crisis económica generalizada, con la caída del empleo, de la actividad económica, etc.

¿En qué consisten estas políticas macroprudenciales? Es importante distinguir las de lo que podríamos denominar *políticas microprudenciales*, que son las que los reguladores del sistema financiero han seguido tradicionalmente. Las políticas microprudenciales examinan cada entidad bancaria o entidad financiera una por una y analizan hasta qué punto cada entidad cumple los requerimientos básicos de solvencia, liquidez, etc., pero de forma aislada, sin ponerla en el contexto del resto de entidades y de las circunstancias macroeconómicas generales del país.

Las políticas macroprudenciales quieren dar este paso adelante y, sin depreciar o sin menospreciar las políticas microprudenciales, que tienen que

continuar estando ahí, quieren ver hasta qué punto las actividades de cada entidad financiera, dadas las circunstancias macroeconómicas actuales y dado el comportamiento de las otras entidades financieras y las conexiones que existen entre ellas, suponen un riesgo potencial para la estabilidad financiera de un país en su conjunto. El hecho de que un banco individual lleve a cabo políticas un poco irresponsables en un contexto de comportamiento muy responsable y conservador de los otros bancos y en el que no hay desequilibrios macroeconómicos o financieros importantes para la economía en su conjunto, en principio tendría que comportar una intervención de las autoridades microprudenciales, que no debería afectar, sin embargo, al resto de los bancos.

El problema se produce cuando es la actividad irresponsable de muchos bancos a la vez, cada uno de los cuales, individualmente, no tendría efecto sobre la globalidad. En la medida en la que muchos bancos llevan a cabo los mismos tipos de transacciones, esto pone en peligro el sistema financiero en su conjunto, y esto es lo que estas políticas macroprudenciales tendrían que evitar.

Para neutralizar este peligro, en primer lugar, habría que realizar un seguimiento de lo que llamaríamos *riesgo sistémico*: hasta qué punto las actividades de los diferentes agentes del sistema financiero ponen en riesgo el sistema —no cada entidad individual, sino el sistema entero—; y realizar, también, un seguimiento más estricto de este riesgo sistémico y, por lo tanto, de forma muy especial, un seguimiento muy estricto de las grandes entidades. Y en segundo lugar, se deberían poner en práctica unos instrumentos que se denominan *instrumentos macroprudenciales*, que son relativamente nuevos, que se han probado en muy pocos países y que todavía están en proceso de rodaje, como los cambios en las ratios de capital.

> **Palabras clave:** macroeconomía, política macroprudencial, política microprudencial, riesgo sistémico, instrumento macroprudencial

> **Vídeo:** <http://youtu.be/7nhME21Juoo>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/marco-regulatorio-sector-financiero>

“ ”

Parece que está emergiendo una tercera rama, a raíz de la crisis, y la cuestión es hasta qué punto esta tercera rama, que normalmente la denominamos las políticas macroprudenciales, está aquí para quedarse, incluso en circunstancias normales, o es una cosa que será más o menos temporal hasta que la recuperación se acabe de consolidar del todo. (...) Yo creo que realmente está aquí para quedarse, porque realmente vemos la necesidad –y la crisis reciente lo ha ilustrado de forma muy clara– de hacer un seguimiento riguroso de los riesgos sobre la estabilidad financiera.

“ ”

Las políticas macroprudenciales quieren dar ese paso adelante y, sin despreciar o sin menospreciar las políticas microprudenciales, que tienen que continuar estando ahí, quieren ver hasta qué punto las actividades de cada entidad financiera, dadas las circunstancias macroeconómicas actuales y dado el comportamiento de las otras entidades financieras y las conexiones que existen entre ellas, suponen un riesgo potencial para la estabilidad financiera de un país en su conjunto.

“ ”

El problema se produce cuando es la actividad de muchos bancos, cada uno de los cuales, individualmente, no tendría un efecto sobre la globalidad, pero en la medida en la que muchos bancos llevan a cabo los mismos tipos de transacciones, que esto pone en peligro el sistema financiero en su conjunto. Y esto es lo que estas políticas macroprudenciales tendrían que evitar.

A. Fitó: ¿Qué papel ha desempeñado el euro como moneda única en el proceso de integración europea? ¿Estamos ante un momento de consolidación del proceso o bien, por el contrario, estamos ante un riesgo claro de desintegración?

J. Gali: Antes de la crisis yo diría que había una percepción generalizada de que el euro, el proceso de integración monetaria europeo, había sido un éxito, un gran éxito. Desde el punto de vista de la política monetaria, que tenía como objetivo la estabilidad de precios, medida como la inflación por debajo o alrededor del 2%, en la zona euro en su conjunto, esto se ha conseguido de forma clara. A pesar de que muchos de los países que forman parte de la zona euro, y que han formado parte de ella desde el comienzo, son países que tenían una historia inflacionista muy importante, por primera vez en décadas se han encontrado, incluyendo el Estado español, en una situación de estabilidad de precios alta: por lo tanto, ha sido un gran éxito. También ha sido un éxito la introducción física de los billetes y las monedas comunes. Yo creo que, esto, todos los ciudadanos que vivimos en países de la zona euro lo hemos agradecido enormemente, después de un periodo de adaptación, que ha sido, quizás, un poco difícil para algunos, los que estaban más acostumbrados a las monedas nacionales.

Sin embargo, a raíz de la crisis, esta visión idílica de lo que había sido este proceso ha cambiado. Y es que nos damos cuenta de que la zona euro es más que una economía: es un conjunto de economías que son muy heterogéneas y que no necesariamente se comportan del mismo modo en cada momento.

Con la crisis, el Banco Central Europeo creo que ha respondido de forma apropiada, quizás más lenta de lo que tendría que haber sido a la hora de reducir los tipos de interés, sobre todo si lo comparamos con sus homólogos en otros países, pero globalmente yo creo que ha dado una respuesta apropiada. Lo que ocurre es que la política monetaria tiene sus limitaciones, incluso en los países que tienen un banco central propio, y se ha visto que el tipo de interés no puede bajar por debajo de cero. Por lo tanto, esto es una limitación importante, pero en el caso de la Unión Económica y Monetaria tiene una dificultad adicional, que es la necesidad de responder a problemáticas diferentes en diferentes países.

En el pasado, incluso en el contexto del sistema monetario europeo, en que, por ejemplo, los países mantenían tipos de cambio fijos pero ajustables, los desequilibrios que se habían ido acumulando durante los años precedentes a la crisis tenían una solución relativamente fácil, que era una devaluación. El país que tenía una inflación por encima de la media de sus vecinos y que iba acumulando déficits por cuenta corriente muy elevados, podía recuperar de un día para otro, literalmente, su competitividad devaluando la moneda.

En el contexto actual, la efectividad de estas medidas puede ser, en el mejor de los casos, limitada, si es que no son del todo inútiles. ¿Por qué? Porque en circunstancias normales, cuando un país tiene un banco central propio y la política monetaria puede operar de forma normal, una reducción de salarios, por ejemplo, o una reducción de costes por vía del aumento de la productividad llevaría eventualmente a una disminución de la inflación y a una respuesta del banco central en forma de reducción de los tipos de interés. Y esto estimularía la demanda agregada y, por lo tanto, la producción y la ocupación.

¿Qué ocurre? Que en las circunstancias actuales no existe esta respuesta del banco central. En primer lugar, porque estos países de la periferia de la zona euro ya no tienen banco central propio, y el Banco Central Europeo nunca responderá —porque no puede, no tiene un instrumento específico dirigido a un país concreto— a desarrollos que se produzcan en países individuales. Y, en segundo lugar, incluso si tuvieran un banco central propio, como es el caso de Estados Unidos, este ya tiene las manos atadas, ya no puede reducir los tipos de interés. Es decir, esta acomodación monetaria a la reducción de costes ya no se puede producir. Por lo tanto, estas medidas, que son medidas de oferta y que continuamente preconizan organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional, etc., se pueden intentar adoptar; seguro que eventualmente tendrán algunos efectos deseables, pero no esperemos que ofrezcan una solución rápida desde el punto de vista de una recuperación económica rápida y consolidada.

> **Palabras clave:** macroeconomía, euro, Banco Central Europeo, tipo de interés, devaluación, integración europea

> **Vídeo:** <http://youtu.be/a9hCv1QQiwc>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/crisis-euro>

“ ”

Antes de la crisis yo diría que había una percepción generalizada de que el euro, el proceso de integración monetaria europeo, había sido un éxito, un gran éxito. (...) A raíz de la crisis, esta visión idílica de lo que había sido este proceso, ha cambiado y ha cambiado porque nos damos cuenta de que la zona euro es más que una economía, es un conjunto de economías que son muy heterogéneas y que no necesariamente se comportan del mismo modo en todo momento.

“ ”

Con la crisis, el Banco Central Europeo creo que ha respondido de forma apropiada, quizás más lenta de lo que tendría que haber sido a la hora de reducir los tipos de interés, sobre todo si lo comparamos con sus homólogos en otros países, pero globalmente yo creo que ha dado una respuesta apropiada; lo que pasa es que la política monetaria tiene sus limitaciones.

“ ”

En el pasado, incluso en el contexto del sistema monetario europeo, en que los países mantenían tipos de cambio fijo pero ajustables, los desequilibrios que se han ido acumulando durante los años precedentes de la crisis tenían una solución relativamente fácil, que era una devaluación.



En circunstancias normales, cuando un país tiene un banco central propio y la política monetaria puede operar de forma normal, una reducción de salarios, por ejemplo, o una reducción de costes vía aumento de la productividad, llevaría eventualmente a una disminución de la inflación y a una respuesta del Banco Central en forma de reducción de los tipos de interés. (...) En las circunstancias actuales, no existe esta respuesta del Banco Central. Primero porque estos países de la periferia de la zona euro ya no tienen banco central propio, y el Banco Central Europeo nunca responderá. (...) En segundo lugar, incluso si tuvieran un banco central propio, como es el caso de los Estados Unidos, este ya tiene las manos atadas, ya no puede reducir los tipos de interés.

A. Fitó: Esta crisis económica marcará un antes y un después. También para la comunidad científica. ¿Cómo ha cambiado el marco de estudio de la economía?

J. Galí: Bueno, es evidente que la crisis económica y financiera de estos últimos años ha tenido un impacto muy fuerte en la investigación en economía. De alguna forma, podemos ver lo que ha ocurrido como una carrera entre los acontecimientos y el esfuerzo por parte de los investigadores para modificar y ajustar los modelos, de modo que permitan captar bien los fenómenos que hemos visto que han sido centrales en la economía.

Antes de la crisis, había un determinado tipo de modelo, que normalmente se conoce como nekeynesiano, que es un modelo dinámico, estocástico, de equilibrio general, que enfatiza las rigideces nominales, el hecho de que los salarios y los precios se ajustan de forma gradual y esto hace que la política monetaria es no neutral y haya margen para que la política monetaria mejore la asignación de recursos.

Esta clase de modelos, que se habían desarrollado en la última década, aproximadamente, son los que constituían el núcleo de los modelos macroeconómicos que los bancos centrales o los organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, utilizaban a la hora de realizar simulaciones de diferentes políticas.

¿Qué ocurre? Que estos modelos —que ahora pueden parecer un poco insólitos o sorprendentes, desde la perspectiva actual— ignoraban completamente la existencia de un sistema financiero. Es decir, de hecho, están contruidos de forma que no se producen nunca transacciones financieras. Por lo tanto, estos modelos no pueden generar una crisis financiera, no la pueden predecir y no son particularmente útiles a la hora de simular una o de servir como instrumento de análisis de cómo hay que responder a ella, en la cual las fricciones o las imperfecciones en el sistema financiero son un elemento clave. Y este sistema financiero no formaba parte de estos modelos.

¿Cómo ha respondido la profesión, en este sentido? De la manera que podíamos esperar que lo hiciera, que es trabajando fuerte para incorporar a esta clase de modelos —manteniendo algunas de las virtudes que tienen y que se les reconocen claramente— estas fricciones financieras. Primero, introduciendo un sistema financiero de forma explícita; y después, introduciendo un determinado tipo de imperfecciones de este sistema financiero, y también, potencialmente, los instrumentos de política macroprudencial de los que hablábamos antes para analizar o evaluar cuáles son los efectos de los cambios en estos instrumentos de política macroprudencial.

Lo que es más difícil de lograr en esta nueva generación de modelos que actualmente se están desarrollando es que estas fricciones financieras que se introducen sean capaces por sí solas de generar una crisis financiera. O sea, que una crisis financiera pueda emerger como la consecuencia de los desequilibrios que se van acumulando a lo largo del tiempo, que no son sostenibles y que eventualmente llevan a un colapso del sistema financiero.

Y esto es más difícil de incorporar a estos modelos, porque requiere unas técnicas diferentes. Los modelos convencionales normalmente eran lineales y los choques tenían efectos simétricos, mientras que la introducción de estos fenómenos o cualquier intento de captarlos claramente requiere modelos lineales que pueden tener equilibrios múltiples y esto dificulta mucho más, en primer lugar, el desarrollo de estos modelos y, en segundo lugar, llegar a un consenso respecto a cuál tendría que ser el modelo de referencia. En este momento puedo decir que todavía estamos lejos de llegar a este consenso de cuál es el modelo que tiene que sustituir o modificar el modelo nekeynesiano de consenso, que, antes de la crisis, había sido adoptado por todos los bancos centrales y organismos internacionales.

> **Palabras clave:** macroeconomía, neokeynesiano, sistema financiero, ciencia económica, comunidad científica

> **Vídeo:** <http://youtu.be/Kiutq2AxxHk>



> **Ideas clave:** <http://w.uoc.edu/lecciones-ciencia-economica>

“ ”

Antes de la crisis, había un determinado tipo de modelo, que normalmente se conoce como neokeynesiano, que es un modelo dinámico, estocástico, de equilibrio general, que enfatiza las rigideces nominales, el hecho de que los salarios y los precios se ajustan de forma gradual y esto hace que la política monetaria sea no neutral y haya margen para que la política monetaria mejore la asignación de recursos.

“ ”

Estos modelos –lo cual ahora puede parecer un poco insólito, incluso, o sorprendente, desde la perspectiva actual– ignoraban completamente la existencia de un sistema financiero. Es decir, de hecho, están contruidos de forma que no se producen nunca transacciones financieras. Por lo tanto, obviamente, estos modelos no pueden generar una crisis financiera, no pueden predecir una crisis financiera.

“ ”

¿Cómo ha respondido la profesión, en este sentido? De la manera que podíamos esperar que lo hiciera, que es trabajando duro para incorporar en esta clase de modelos – manteniendo algunas de las virtudes que tienen y que se les reconoce claramente– estas fricciones financieras.

“ ”

Lo que es más difícil de lograr en esta nueva generación de modelos que se están desarrollando, es que estas fricciones financieras que se introducen sean capaces por sí solas de generar una crisis financiera.

“ ”

En este momento puedo decir claramente que todavía estamos lejos de llegar a ese consenso de cuál es el modelo que tiene que sustituir o tiene que modificar el modelo nekeynesiano que, antes de la crisis, había sido adoptado por todos los bancos centrales y organismos internacionales.



Jordi Galí

Doctor en Economía al Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT). Ha sido docente de la Universidad de Columbia y la Universidad de Nueva York y se considera una de las principales figuras de la nueva macroeconomía keynesiana. Actualmente es director del Centro de Investigación en Economía Internacional (CREI). Ha sido incluido en la lista de los diez economistas más citados del mundo en el periodo 1997-2007 por Essential Science Indicators.

- > Currículum de Jordi Galí en el CREI: <http://www.crei.cat/people/gali>



Àngels Fitó

Directora de los Estudios de Economía y Empresa de la UOC. Es doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Se ha especializado en dirección fiscal y financiera y gestión contable, materias de las que ha sido profesora en varias universidades. Desde 1995 hasta 2009, ha compaginado la tarea docente con la actividad profesional en el ámbito del asesoramiento contable y financiero en la pequeña y mediana empresa.

- > Currículum de Àngels Fitó en la UOC: <http://www.uoc.edu/webs/afitob/ca/curriculum/index.html>

Índice de palabras

- banco central, 11, 12, 14, 15, 20, 21, 22, 23, 26, 30, 31, 33
- Banco Central Europeo, 5, 20, 23, 24, 25, 26, 30, 31, 32, 33
- burbuja especulativa, 9, 13, 15
- ciencia económica, 35
- cláusula de no rescate, 20, 21
- comunidad científica, 33, 35
- Crac del 29, 10, 11, 12
- crédito, 5, 8, 9, 10, 11, 14, 15, 16, 22
- crisis de la deuda, 19, 20
- crisis financiera, 8, 9, 10, 12, 15, 27, 34, 35, 36
- déficit público, 16, 17, 18
- deuda pública, 20, 21
- devaluación, 30, 31, 32
- euro, 20, 30, 31, 32, 33
- fondo de garantía de depósitos, 12
- gasto público, 16, 17, 18
- impuestos, 16, 17, 18, 20
- instrumento macroprudencial, 28
- integración europea, 30, 31
- límite inferior cero, 23, 24, 25, 26
- macroeconomía, 9, 12, 15, 18, 20, 23, 26, 28, 31, 35, 37
- neokeynesiano, 5, 33, 34, 35, 36
- pánico bancario, 11, 12
- política contractiva, 18
- política discrecional, 17, 18
- política macroprudencial, 28, 34
- política microprudencial, 28
- política monetaria, 14, 22, 23, 25, 26, 27, 30, 31, 32, 33, 35
- riesgo sistémico, 28
- sistema financiero, 10, 14, 25, 26, 27, 28, 29, 34, 35
- tipo de interés, 14, 15, 22, 24, 25, 30, 31
- tipo de interés nominal, 23, 26
- tipo de interés oficial, 22, 23
- Tratado europeo, 20, 21
- Unión Europea, 19, 20, 21, 38
- vivienda, 5, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 38

Cita recomendada

GALÍ, Jordi (2014). «Lecciones que hemos aprendido de la crisis. Diálogo con Jordi Galí.». En: Lección inaugural del curso 2014-2015 [en línea]. UOC. [Fecha de consulta: dd/mm/aa]. <http://w.uoc.edu/inaugural14/>



Este texto está sujeto –salvo que se indique lo contrario– a la licencia Reconocimiento 3.0 España de Creative Commons. Puede copiarlos, distribuirlos, comunicarlos públicamente, hacer obras derivadas y usos comerciales siempre que se cite al autor y la institución que la publica (UOC). La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/es/deed.es>.

Créditos

Edición: Àrea de Comunicació. Comunicació Digital. **Direcció de Comunicació:** Lluís Rius. **Direcció de Comunicació Digital:** Yolanda Franco. **Coordinació editorial:** Maria Boixadera. **Correcció y traducció:** Servei Lingüístic de la UOC. **Fotografias:** David Campos. **Coordinació gràfica:** Xènia Bastida. **Diseño:** Petit Comitè. **Maquetación:** Grafime. **Coordinación de la impresión:** Joan Teixidó. **Impresión:** Fermay Servicios Gráficos. **Depósito Legal:** B 6673-2015. **Dirección postal:** Universitat Oberta de Catalunya, av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona. **Web de la lección inaugural:** w.uoc.edu/inaugural14. **Etiqueta de Twitter:** #UOCinaugural

Sede institucional

Avinguda del Tibidabo, 39-43
08035 Barcelona
Tel.: 93 253 23 00

Barcelona

Rambla del Poblenou, 156
08018 Barcelona
Tel.: 93 481 72 72

Madrid

Plaza de las Cortes, 4
28014 Madrid
Tel.: 91 524 70 00

México D.F.

Paseo de la Reforma, 265, piso 1
Col. Cuauhtémoc
06500 México D.F.
Tel.: + 52 (55) 55 114206 al 08

uoc.edu

[@UOCuniversidad](https://twitter.com/UOCuniversidad)

[@UOCestudiante](https://twitter.com/UOCestudiante)

facebook.com/UOC.universitat