



HAL
open science

Endeudamiento y crisis económica

Furio Elies, Matilde Alonso

► **To cite this version:**

| Furio Elies, Matilde Alonso. Endeudamiento y crisis económica. 2009. halshs-00421739

HAL Id: halshs-00421739

<https://shs.hal.science/halshs-00421739>

Submitted on 2 Oct 2009

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

www.Valitrenta.com

Endeudamiento y crisis económica

Elies Furio y Matilde Alonso



09

“ENDEUDAMIENTO Y CRISIS ECONÓMICA”

Elies Furió Blasco

furio@univ-lyon3.fr

Matilde Alonso Pérez

Matilde.alonso@univ-lyon2.fr

Université de Lyon

6, cours Albert Thomas – 69008 Lyon (Francia)

Tabla de contenido

1	Introducción.....	5
2	Endeudamiento y deflación en el precio de los activos	7
3	La crisis financiera actual y H. Minsky.....	12
4	Hechos estilizados de las crisis financieras actuales	14
4.1	Exceso de liquidez mundial.....	14
4.2	La reducción de la inflación y su estabilización.....	14
4.3	La reducción de las primas de riesgo	15
4.4	La reducción de los tipos de interés a largo plazo.....	16
4.5	La expansión del crédito en un contexto no inflacionista.....	16
4.6	El aumento del precio de los activos	17
5	Bibliografía	18

“ENDEUDAMIENTO Y CRISIS ECONÓMICA: UNA LECTURA DE LA CRISIS ACTUAL A PARTIR DE LOS TEXTOS DE I. FISHER”

Resumen: La crisis económica actual tiene su origen en un aumento, durante la fase de crecimiento, del nivel de endeudamiento de los agentes económicos. Por una parte, este trabajo presenta parte de los hechos que han impulsado el incremento de la deuda. Y, por otra, se analiza, desde la perspectiva de los escritos de I. Fisher, cómo ésta actúa como factor determinante del paso del crecimiento a la crisis financiera y económica.

Palabras clave: crisis financiera, endeudamiento, deflación de activos, Irving Fisher, H. Minsky,

JEL: G01, E32, F41, B31

1 Introducción

En 1932 Irving Fisher desarrolló teórica y estadísticamente una explicación de lo que denomino las grandes depresiones basadas en la deuda y la deflación. Para Fisher la teoría del ciclo económico no es más que una manifestación de las fuerzas del desequilibrio. Y como objeto de análisis, su estudio puede realizarse viene desde una perspectiva histórica o desde otra basada en la consideración de algunas de las tendencias constitutivas del desequilibrio, como por ejemplo la deflación, a partir de la cual establecer las tendencias.

La expresión ciclo de los negocios, en opinión de Fisher, no responde a una única tendencia sino a múltiples. Estas diversas tendencias pueden agruparse bien por su naturaleza exógena o endógena. Estos movimientos endógenos o libres forman parte del funcionamiento económico cotidiano y, por ello, están detrás de buena parte de los viajes de alejamiento y retorno al equilibrio. Sin embargo, cuando estos movimientos endógenos van más allá de determinados límites el retorno al punto inicial no está garantizado. Fisher pone el ejemplo de una rama de un árbol que podemos flexionar hasta ciertos límites, una vez superados tiene lugar una ruptura y el retorno a la posición inicial es simplemente imposible. No obstante, debe tenerse en cuenta que, cuando la flexión se inicia, existen fuerzas que tienden a contrarrestarla de modo que el retorno al equilibrio puede estar, en muchas ocasiones, casi garantizado. Una parte importante de los economistas suelen tener muchas esperanzas depositadas en las fuerzas de retorno.

Sin embargo, es evidente, pues así lo muestra la historia económica y el momento actual, que en ocasiones el sistema económico no encuentra los mecanismos capaces de neutralizar las fuerzas de desequilibrio. Para I. Fisher estos momentos no están motivados por la sobreproducción, el subconsumo, los desajustes entre precios de las materias primas y de los productos industriales, el exceso de confianza, la sobreinversión, el exceso de ahorro, el exceso de gasto, o una diferencia entre ahorro e inversión. En su opinión, los factores más importantes son, en primer lugar, el sobreendeudamiento y, seguidamente, la deflación. Estos dos factores están detrás de los auges y de las depresiones. Los otros factores, secundarios para Fisher, adquieren importancia sólo cuando entran en contacto con estos dos. Por ejemplo, la sobreinversión y el exceso de especulación pueden presentar una mayor gravedad siempre que van acompañados de un crecimiento de la deuda.

El propósito de este trabajo es analizar la crisis económica actual a partir de la aportación de Irving Fisher. Su análisis de las grandes depresiones está lejos de darnos una explicación completa a las circunstancias económicas actuales. No es ésta la pretensión de este artículo. Pero sí que permite ofrecer algunas consideraciones para entender mejor algunos de los mecanismos que estaban detrás del paso de una situación de fuerte y prolongado crecimiento económico a otra de crisis financiera y económica.

Al mismo tiempo conviene advertir que no pretendemos abordar toda la problemática de la crisis económica mundial o de la crisis española. Nuestro interés se limita, por una parte, al análisis del mecanismo que hace del endeudamiento un factor clave del paso del crecimiento a la crisis; y, por otra, al

estudio de los factores que han propiciado el crecimiento del endeudamiento en el periodo reciente.

A esta introducción, le sigue una presentación de los mecanismos que I. Fisher considero importantes en la explicación del papel que el endeudamiento juega en los depresivos del ciclo. Seguidamente, se introducen las consideraciones de H. Minsky sobre la crisis financiera actual y, en tercer lugar, se presentan los factores de dicha crisis. El trabajo finaliza con unas consideraciones finales y con la relación de referencias bibliográficas.

Somos conscientes que de las ideas desarrolladas en las páginas que siguen se desprende toda una serie de aspectos que requieren una investigación y estudio más detallado. Esta es una situación lógica de todo proceso de investigación: en la tarea investigadora es una labor de búsqueda de respuestas, y cuando éstas se atisban, surgen inevitablemente otras cuestiones que merecen una respuesta.

2 Endeudamiento y deflación en el precio de los activos

A la hora de mostrar la importancia que en las fases bajas del ciclo tiene la deuda y la deflación, I. Fisher (1933) establece una relación de nueve variables: las deudas, los medios de pago, la velocidad de circulación, el nivel de precios, el valor neto, los beneficios, el comercio, la confianza y el tipo de interés.

Para Fisher, el mecanismo que conduce a una economía del auge a la depresión puede presentarse del siguiente modo: imaginemos que una economía que se encuentra en una situación de equilibrio se ve alterada por un elevado nivel de endeudamiento. En un momento determinado, los deudores o los acreedores

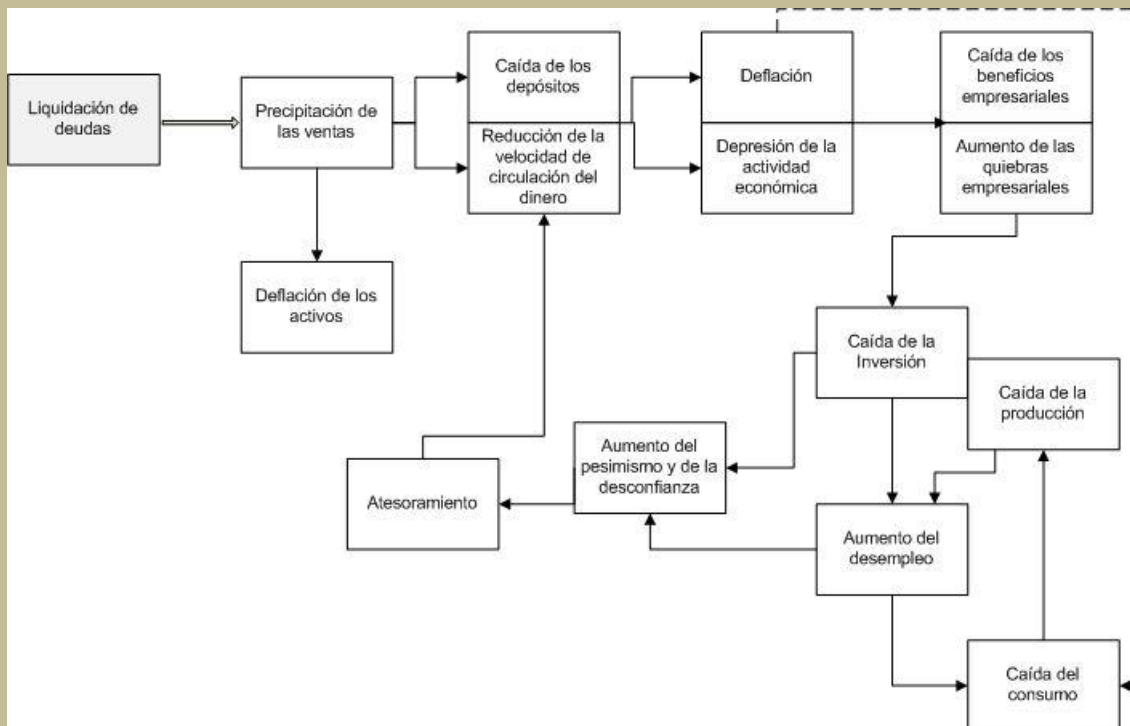
perseguirán la liquidación de las deudas, iniciándose entonces toda una cadena de consecuencias que pueden resumirse en las siguientes etapas:

1. La liquidación de las deudas conduce a una venta precipitada
2. A una contracción de los depósitos (debido al reembolso de los préstamos) y una caída en la velocidad de circulación del dinero
3. La contracción de los depósitos y de la velocidad de circulación causaran a su vez una caída en el nivel de precios, con ello a una revalorización de la moneda
4. Si no interviene ningún factor de reactivación económica, la reducción de los precios desencadena una caída de la actividad y,
5. con ello, una reducción de los beneficios y un aumento de las quiebras empresariales.
6. La caída de los beneficios conduce a una reducción de la producción y, consiguientemente, un aumento del paro
7. El aumento de las pérdidas, del número de quiebras y del paro propician un estado de pesimismo y la pérdida de confianza
8. El mayor pesimismo y la desconfianza conducen al atesoramiento y la reducción adicional de la velocidad de circulación.
9. Estos ocho acontecimientos conducen a una caída de los tipos de interés, especialmente de las tasas nominales.

De este modo, para I. Fisher el endeudamiento y la deflación explican un gran número de fenómenos de un modo simple y lógico. Pues a estas interrelaciones es posible añadir otras de naturaleza tanto empírica como lógica, con la inclusión de otras variables económicas. En su opinión, una de las más

significativas de estas otras interrelaciones consiste en el efecto directo que una disminución del dinero en circulación, de los depósitos y de la velocidad de circulación puede ejercer en los intercambios económicos comprimiéndolos, en parte porque el exceso de liquidez está detrás del auge previo de la actividad económica. Y, el paso del exceso al defecto de la liquidez conduce también del crecimiento económico a la crisis.

Advierte Fisher que su secuencia lógica de los acontecimientos puede coincidir o no con la secuencia empírica. De hecho un estudio histórico permitiría evidenciar que los acontecimientos no siempre aparecen en el mismo orden. En todo caso, no es una condición indispensable para el cumplimiento del mecanismo que conduce del auge a la depresión. También resulta evidente que no se trata, en modo alguno, de una sucesión lineal de acontecimientos. Por ello, la mejor representación no respondería a la linealidad sino más bien a una forma de red interactiva en la cual cada factor puede influir y ser influido por todo o parte de los otros factores; con la excepción del primero y último de los elementos mencionados.



La combinación de un endeudamiento excesivo y de una caída del precio (de los activos) son componentes indispensables del paso del auge a la depresión. Si tuviese lugar un endeudamiento excesivo sin acompañamiento de una caída del precio de los activos, el cambio de ciclo resultante sería mucho más suave y mostraría un perfil más regular. Del mismo modo que una deflación que tenga lugar sin un nivel excesivo de endeudamiento, no comportará repercusiones tan negativas. Por consiguiente, la combinación de ambos, de un exceso de endeudamiento y de una deflación, es la causa fundamental del declive económico. Además se trata de dos males que se retroalimentan de modo que las consecuencias negativas que ocasiona su coincidencia es mayor que la adición de las que cada uno en solitario puede comportar. El exceso de endeudamiento puede provocar la caída del precio de determinados activos, una vez que ésta ha tenido lugar, el insostenibilidad de la deuda es mayor. Y, los nuevos intentos de liquidar las posiciones en activos para aligerar la carga de la deuda no hacen más que alimentar la deflación. En palabras de Fisher (1933): “la liquidación es la causa del

propio fracaso. Aunque la liquidación de activos disminuye la cantidad de moneda de deuda, aumenta el valor de cada unidad monetaria que constituye la deuda. De modo que los esfuerzos realizados para reducir la deuda propicia su aumento, pues el efecto masivo que precipita la liquidación de activos revaloriza la deuda. Con todo, los deudores acaban reembolsado un importe superior a su deuda inicial”

Una situación que comporta la reducción de la renta real y el desencadenamiento de una posterior reducción de la producción, un aumento del paro y una ulterior reducción de renta. “... una subproducción que llega en el momento justo en que se tiene la ilusión de sobreproducción.” (Fisher, 1932).

En relación al endeudamiento y sus niveles, es conveniente tener presente que se trata de una cuestión relativa, no es el volumen absoluto de deuda lo que es importante, sino en términos de otras variables económicas (como por ejemplo, la renta). Al mismo tiempo también son importantes otros aspectos como la distribución temporal de la carga de la deuda. Los orígenes del endeudamiento masivo pueden ser múltiples, pero en todo caso, siempre se cuenta con una situación de dinero fácil; siempre que la tasa de ganancias sea suficientemente superior al tipo de interés, se estará en una situación donde los incentivos a invertir o especular con dinero prestado serán muy elevados. Las decisiones pueden responder a un exhaustivo análisis económico o ser fruto de pulsiones. En muchas ocasiones, sobre la base de oportunidades reales de lucro se desarrolla, con mayor o menor alcance, una psicología de inversor-especulador cuya racionalidad se restringe al contexto de expansión, fuera del cual todos los cálculos se ven alterados.

3 La crisis financiera actual y H. Minsky

La crisis financiera de agosto de 2007 es en primera instancia una crisis de los créditos hipotecarios a alto riesgo (*subprimes*). Sin embargo, en tanto que mercado se trata de un mercado con un tamaño relativamente pequeño; apenas representa el 5 % de la capitalización bursátil. La relevancia de estos créditos se encuentra en que constituyen un componente importante de los desequilibrios financieros mundiales.

En primer lugar, conviene tener en cuenta que la crisis financiera tiene lugar en un contexto que ha sido denominado “la paradoja de la tranquilidad”: la fragilidad del sistema financiera es al mismo tiempo el resultado de sus propios logros: resultado de la liberalización financiera, la integración económica mundial y la lucha contra la inflación de los bancos centrales. H. Minsky considero en los años setenta que las crisis de endeudamiento tiene lugar en contextos en que los agentes económicos (familias, empresas,...) se benefician del crecimiento económica y de la reducción de los tipos de interés para incrementar sus niveles de endeudamiento más allá de los estrictamente razonable. En consecuencia, cualquier movimiento alcista en los tipos de interés, cualquier restricción a la liquidez convierte el nivel de endeudamiento razonable en sobreendeudamiento.

Para Minshy, los incentivos que supone el endeudamiento cuando la tasa de interés es baja pueden convertir un sistema financiero estable y robusto en otro frágil y volátil. La fase de euforia suele ir acompañada de sobrevaloración de activos, de búsqueda de mayor rentabilidad, de nuevas oportunidades de inversión, de apalancamiento y de operaciones de compraventa rápidas.

El aumento del crédito, según Minsky, lleva inexorablemente al aumento de la tasa de interés, que finalmente se sitúa por encima de la tasa de beneficio. En un contexto de tipos de interés alto, cuyas consecuencias dependen del grado de cobertura de los agentes. En ese momento, se produce una contracción del crédito (o *credit crunch*), pues el sector prestamista deberá ampliar sus márgenes de seguridad. Los valores financieros y otros activos, por tanto, entran en un periodo de volatilidad, incluso para aquellas empresas que son solventes (que incluso podrían verse obligadas a vender sus activos más productivos para encontrar liquidez), pues la tasa de interés al alza afecta a todas por igual. El aumento del interés se traslada a los precios y se reduce inevitablemente la tasa de beneficio, creándose un círculo vicioso que desencadena la crisis.

Minsky advirtió que la sofisticación de los instrumentos financieros y su globalización comportan un aumento de la complejidad de los mercados financieros, lo cual supone una fuente de riesgo para la estabilidad financiera.

Por otra parte, la expansión de la liquidez comporta una reducción de los rendimientos de las obligaciones y una caída general de las primas de riesgo, los mercados integran de este modo el éxito de las políticas antinflacionistas de los bancos centrales. Se abre así un período de búsqueda de mayor rentabilidad que desemboca en la innovación financiera. Una consecuencia de estas innovaciones será un cambio parcial de la estructura de los balances de las entidades financieras y bancarias.

4 Hechos estilizados de las crisis financiera actual

Retrospectivamente pueden establecerse seis hechos importantes.

4.1 *Exceso de liquidez mundial*

Si bien durante los últimos meses se ha tenido la impresión de vivir una situación de restricción de crédito y por tanto de reducida liquidez, durante los años inmediatamente anteriores, la situación vivida ha sido de un exceso de liquidez a nivel mundial. El aumento de reservas por parte de los bancos centrales de los países emergentes (especialmente, China) y de los países exportadores de materias primas y de petróleo. Estos resultan de los importantes superávits comerciales que unos y otros han obtenido y sus elevadas tasas de ahorro. Asimismo, las innovaciones financieras, la caída de los tipos de interés reales y el crecimiento económico han propiciado una expansión de la liquidez mundial. Por último, las políticas monetarias aplicadas, especialmente en el caso de Estados Unidos, (*infra*) han alimentado esta liquidez mundial.

4.2 *La reducción de la inflación y su estabilización*

La expansión de la liquidez mundial no se ha visto acompañada por un crecimiento de la inflación en términos generales. Es cierto que han existido tensiones en el precio de determinados activos (por ejemplo, los activos inmobiliarios) y que, en ciertos momentos, el crecimiento de los precios se ha acelerado para determinadas materias primas. No obstante, el largo período de crecimiento económico vivido recientemente no ha sido, en general, inflacionista.

Entre las diferentes razones del bajo ritmo de crecimiento de los precios pueden citarse las políticas antiinflacionistas aplicadas por los bancos centrales, la puesta en marcha de la última fase de la unión monetaria europea y, de manera

significativa, la oferta de productos a bajo precio procedentes de los países emergentes. La estabilidad de las tasas de variación de los precios se debe, ante todo, a la situación de estabilidad macroeconómica y financiera a escala mundial. En este sentido, la liberalización comercial ha acompañado a la mundialización financiera.

4.3 La reducción de las primas de riesgo

Entre 2001 y 2007, hemos conocido una importante reducción de las primas de riesgo. La razón de fondo de la reducción se encuentra en la propia liquidez y en las innovaciones financieras. En general, cuando existe una aversión al riesgo, los agentes están dispuestos a invertir en diferentes mercados y en diferentes productos, en distintas monedas –incluso en el caso de que los tipos de interés ofrecidos no estén vinculados por la condición de paridad de tipos. Como se desprende de los clásicos trabajos de H. Markovitz (1952) J. Tobin (1958), la diversificación es un buen método para reducir el riesgo de las inversiones financieras. De este modo cuando una economía se abre a los intercambios de capitales, las posibilidades de diversificación aumentan considerablemente. Este tipo de razonamiento está detrás de la consideración de que la globalización financiera permitía reducir parte del riesgo global; se trataba de una contribución sistémica.

Las nuevas tecnologías, junto con el marco regulador, han promovido la cultura de gestión del riesgo. Sin embargo, la experiencia de los gestores se ha suplantado por los modelos estadísticos que se han mostrados insuficientes, bien porque no se disponía de series estadísticas suficientemente largas, bien por se disponía de la capacidad de un correcto uso. Además, a los problemas técnicos

debe añadirse las dificultades de los gestores financieros para adoptar una percepción equilibrada de la magnitud y la duración del ciclo económico. Durante algún tiempo se llegó a considerar que la capacidad de medir el riesgo equivalía a su eliminación.

4.4 La reducción de los tipos de interés a largo plazo

La reducción de la inflación y de su volatilidad combinado con la caída de las primas de riesgo ha conducido a una reducción de los tipos de interés a largo plazo, incluso en un contexto con políticas monetarias restrictivas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

La reducción de los déficits públicos por parte de los países occidentales han comportado un caída de las emisiones de deuda de los mismos y, ello ha contribuido a la reducción de los tipos de interés. Asimismo también intervienen en su explicación la propia globalización financiera y la competencia, la compra de títulos públicos por parte de los bancos centrales de los países emergentes o la debilidad de la demanda de inversión a nivel mundial.

4.5 La expansión del crédito en un contexto no inflacionista

La caída de los tipos de interés y de las primas de riesgo ha alimentado la expansión del crédito, sobre todo por el impulso que ha operado al apalancamiento. Un proceso en el que han participado bancos comerciales, fondos, empresas y familias.

Además debe tenerse presente el carácter procíclico del negocio bancario en general y del crédito en particular (Véase, Gual, 2009). El carácter cíclico del procede de tres fuentes básicas: algunos rasgos de la naturaleza del negocio bancario; la existencia de fallos de mercado en la intermediación bancaria; y, las

deficiencias en la regulación bancaria. La competencia entre las entidades bancarias ha acentuado el carácter procíclico del negocio bancario. La combinación de tipos de interés bajos, expansión económica y desregulación de la actividad bancaria ha reducido significativamente los ingresos procedentes de las tradicionales actividades de intermediación bancaria y ha propiciado que las búsqueda de nuevas estrategias.

Las entidades bancarias han llevado a cabo estrategias multiproductos con diferentes sendas temporales que ha comportado la utilización a corto plazo de estrategias agresivas de captación de clientes, que sólo resultaban rentables a largo plazo. Los créditos y préstamos, sobre todo los créditos hipotecarios, son un producto que permite mantener y fidelizar un cliente a largo plazo. De este modo, las entidades bancarias pusieron en marcha estrategias que comportaban la existencia de subsidios cruzados entre los diferentes productos. Esto es, uno de los productos se ofrece a un precio bajo, como reclamo comercial, y el resto de productos y servicios, con precios más elevados. El primer permite atraer al cliente, los segundos rentabilizarlo. También determinados criterios de valoración y contabilidad han contribuido a la expansión del crédito (*infra*).

4.6 *El aumento del precio de los activos*

Si bien el exceso de liquidez y la consiguiente expansión económica no ha tenido efectos significativos sobre el precio de los bienes y servicios gracias en buena medida a la oferta de productos manufactureros procedentes de los países emergentes y a determinadas medidas liberalizadoras, no ha sucedido lo mismo con el precio de determinados activos. Estos han conocido un fuerte crecimiento y

han instalado a los agentes económicos en unas expectativas de inflacionistas -de carácter específico- que no han hecho más que acelerar la demanda de los mismos.

El crecimiento del precio de los activos (por ejemplo, inmobiliarios) favorece la expansión de los créditos (hipotecarios), puesto que la cantidad prestada se establece a partir del valor del activo –acelerador financiero-. Asimismo, el aumento del precio de los activos se traslada al consumo por medio del efecto riqueza. En Estados Unidos, según las estimaciones de Carroll, Otsuka y Slacelek (2006), el incremento en 100 \$ en el precio de los inmuebles se traduciría en un aumento del consumo de 2 \$ en el corto plazo y de 9 \$ a largo plazo. Para Case, Quigley y Shiller (2005), el efecto riqueza es mayor cuando se trata de activos del mercado de valores. Tradicionalmente, el análisis económico ha tendido a minimizar el impacto de la riqueza en el consumo, con la salvedad del caso de grandes variaciones en las cotizaciones bursátiles.

5 Bibliografía

ARTUS, P., BETBÈZE, J-P. y de BOISSIEU, Ch. (2008) : La crise des *suprimes*, La Documentation française, París,

BOYER, R. (1988): “D’un krach boursier à l’autre, Irving Fisher revisité”, Revue Française d’économie, Vol. 3, n° 3, pp.183-216.

CARROLL CD., OTSUKA M. y SLACELEK, J (2006): “How Large is the Housing Wealth Effect? A New Approach”, Working Papers, n° 535, Johns Hopkins University

- CASE K. , QUIGLEY, JM. y SHILLER, RJ. (2005): “Comparing Wealth Effect: The Stock Market versus the Housing Market”, *Advances in Macroeconomics*, Vol. 5, nº 1, pp. 1-34
- DOS SANTOS, Cl. (2005): “Analyses of Closed Economies,” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, nº 4; p. 712
- FISHER, I. (1932): *Booms and Depressions*, Adelphi, New York
- FISHER, I. (1996): *The Works of Irving Fisher*, edited by William J. Barber et al. 14 volumes, Pickering & Chatto, London
- FISHER, I. “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, pp. 337-57
- GUAL, J. (2009): “El carácter procíclico del sistema financiero”, *Documentos de Economía*, nº 14, Mayo, la Caixa – Servicio de Estudios
- HANNSGEN, G. (2005): “Minsky's acceleration channel and the role of money”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27, nº 3; p. 471
- MARKOVITZ, H. (1952): “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol. 7, nº 1, pp. 77-91
- MINSKY, Hyman (1992): “The Financial Instability Hypothesis”, *Working Paper*, nº 74, The Levy Economics Institute of Bard College, <http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf>
- MINSKY, Hyman P. (1991): “Financial Crises: Systematic or Idiosyncratic”, *Working Paper*, nº 51, The Levy Economics Institute of Bard College, <http://www.levy.org/pubs/wp51.pdf>

MINSKY, Hyman (2008): *Stabilizing an unstable economy*, McGraw-Hill, (First edition published in 1986 by Yale University Press)

TOBIN, J. (1958): "Liquidity Preference as Behavior toward Risk", *Review of Economic Studies*, Vol. 25, nº 1, pp. 65-86