

Discurso de aceptación

21 de septiembre de 2021

Mark Gertler, galardonado en la categoría de Economía, Finanzas y Gestión de Empresas (XIII edición)

Quiero dar las gracias a la Fundación BBVA y al comité de selección por otorgarme este distinguido premio. También es un gran honor compartir el galardón con mis buenos amigos Ben Bernanke, Nobu Kiyotaki y John Moore.

Los economistas jóvenes a veces me preguntan qué consejo profesional les daría. Mi respuesta es sencilla: buscar coautores buenos. Este pensamiento me lleva a la época en que acababa de terminar mi doctorado en Stanford en 1978. Un amigo común me presentó a un brillante joven doctor del MIT, Ben Bernanke. Era una época emocionante, ya que estaban produciéndose dos importantes revoluciones metodológicas: en macroeconomía, la revolución de las expectativas racionales fue pionera en el uso de los fundamentos microeconómicos para elaborar modelos macroeconómicos. En microeconomía, la economía de la información proporcionó una forma rigurosa de incorporar las fricciones del mundo real al estudio de los mercados, y en particular de los mercados financieros. Nuestra investigación futura se basaría en la literatura de ambas disciplinas, pero esos trabajos no fueron el tema de nuestras primeras conversaciones, sino que hablábamos de béisbol, nuestra pasión común. Pero después fue la Gran Depresión. Ya entonces Ben era conocido por su enorme interés por la Gran Depresión; tenía que preguntarle por qué. Su respuesta: "Si quieres aprender geología, estudia los terremotos. Si quieres aprender economía, estudia la Gran Depresión".

Y así, unos años después nos embarcamos en la tarea de desarrollar un marco con el que explicar fenómenos como la Gran Depresión. Lo que nuestra teoría destaca son las fluctuaciones en el acceso al crédito de los prestatarios; acceso que, a su vez, depende de su respectiva salud financiera. Por ejemplo, cuando se produce una recesión económica, el consiguiente descenso de la liquidez, del valor de las acciones, etc., debilita los balances del prestatario. Esto se aplica especialmente a los prestatarios muy endeudados, ya que el valor de sus activos cae en relación con el valor de sus pasivos. A medida que la salud financiera de los prestatarios declina, se hacen menos dignos de crédito, lo que lleva a los



21 de septiembre de 2021

prestamistas a restringir el acceso al crédito. Esta reducción endógena del acceso al crédito conduce, a su vez, a una especie de bucle de retroalimentación adversa: el menor acceso al crédito reduce los préstamos y el gasto, lo que amplifica la recesión económica, y así sucesivamente. La situación puede ser mucho peor si las pérdidas que sufren los bancos en sus carteras de préstamos les obligan a seguir recortándolos endureciendo todavía más el acceso al crédito.

Ben y yo denominamos “acelerador financiero” a este bucle de retroalimentación adversa entre el sector real y el financiero. Aunque las crisis financieras han ido variando en sus detalles desde los tiempos de la Gran Depresión, creemos que, en lo fundamental, estas crisis, incluida la más reciente, se han desarrollado tal como describe la teoría del acelerador financiero.

Nuestros primeros trabajos fueron principalmente teóricos. Pero para introducir factores financieros en la macroeconomía dominante necesitábamos elaborar un marco cuantitativo. Un alumno mío muy brillante, Simon Gilchrist, se unió a nuestro trabajo. El reto era el siguiente: en los macromodelos existentes, los mercados financieros no tenían fricciones, lo que equivale a decir que las condiciones financieras no tienen efectos de ningún tipo en el comportamiento. A fin de construir un sector financiero significativo, utilizamos las ideas tanto de nuestra teoría del acelerador financiero como de la teoría del ciclo crediticio de Kiyotaki y Moore. El producto final fue un marco que ofrecía ideas sobre las interacciones entre el sector real y el financiero y que podía hacerse un hueco entre otros modelos macro.

Ya hemos llegado a finales de la década de 1990. Pero tengo que confesar que en aquel momento no tenía ni idea de que, una década después, la crisis financiera más compleja de la historia moderna golpearía a las naciones industrializadas del mundo entero. Y tenía todavía menos idea de que mi coautor, Ben Bernanke –el académico de los académicos– presidiría para entonces la Reserva Federal. Pero gracias a una de las grandes coincidencias de la historia, la persona más cualificada para gestionar crisis financieras estaba al timón cuando se desplegaba la crisis. No me sorprendió en absoluto que, con su actuación audaz y creativa, la Reserva Federal de Bernanke contuviera la crisis, salvando a la economía mundial de un colapso catastrófico.

La Gran Crisis Financiera también trajo consigo nuevos retos de investigación. A lo largo de la historia, la innovación financiera ha provocado cambios en los sectores vulnerables del sistema financiero. Por esta razón, nuestros modelos deben actualizarse continuamente si queremos captar los riesgos para la



21 de septiembre de 2021

economía. En el caso de la Gran Depresión, el crecimiento de la banca en la sombra, que sacó los préstamos hipotecarios de riesgo del sistema bancario comercial y, por ello, del estricto control normativo, fue responsable del aumento de la vulnerabilidad financiera.

Afortunadamente, apareció otro conjunto de excelentes coautores, entre ellos Peter Karadi, Nobu Kiyotaki y Andrea Prestipino. En varios proyectos adaptamos el marco del acelerador financiero/ciclo crediticio para destacar el papel crítico de la banca y de la banca en la sombra en la crisis. En particular, Nobu y yo desarrollamos la teoría de cómo el pánico que sobrevino condujo al colapso de Lehman Brothers y también de cómo este pánico bancario llevó en último término a una fuerte contracción de la actividad económica real.

Finalmente, unas palabras sobre la investigación del nuevo conjunto de instrumentos de política de los bancos centrales: tal vez el rasgo que define la Reserva Federal de Bernanke durante la crisis fue la introducción de un torbellino de políticas monetarias nuevas y poco convencionales. La más famosa fue la flexibilización cuantitativa – para abreviar, QE, siglas en inglés de quantitative easing–, que consistió en la compra de valores a largo plazo por el banco central. En respuesta a las críticas que cuestionaban cómo iba a funcionar, la salida de Bernanke se hizo famosa: “La QE funciona en la práctica, pero no en la teoría”. Para mis coautores y para mí, no obstante, la lógica del marco del acelerador financiero/ciclo del crédito implica que políticas monetarias poco convencionales, incluida la QE, pueden mejorar el acceso al crédito, especialmente cuando ese acceso se ha visto interrumpido, como ocurrió durante la crisis. Por eso desarrollamos un marco con el que analizar políticas poco convencionales, como la QE, junto con la política monetaria estándar.

Quiero destacar que las cuestiones de las que he hablado no están relegadas al pasado. Es verdad que la última recesión no se ha caracterizado por una crisis financiera, pero esto se debe a que la Reserva Federal y otros bancos centrales enseguida intervinieron en la crisis para estabilizar los mercados financieros con esos instrumentos poco convencionales ideados solo una década antes. Estas consideraciones, junto con la dificultad de localizar las vulnerabilidades –un objetivo en constante movimiento a causa de la innovación financiera–, nos dicen que el trabajo sobre las interacciones entre el sector real y el financiero todavía tiene mucho camino por delante.

Por último, permítanme dar brevemente las gracias a algunos otros grandes coautores de los que he



21 de septiembre de 2021

aprendido muchísimo: el ya fallecido Rao Aiyagari, Diego Comin, Antonella Trigari, Chris Huckfeldt, Richard Clarida y –alguien a quien todos ustedes conocen muy bien– el brillante Jordi Gali. Permítanme acabar con unas palabras de agradecimiento a mis compañeros más importantes, mi esposa Cara Lown y mis hijos Sarah y Sam.