

Bancos centrales y estabilidad financiera

Resumen del informe CAE n° 96 (.../04/2010)

Informe de Jean-Paul Betbèze, Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran y Dominique Plihon

Sinopsis

Los bancos centrales han reaccionado globalmente de manera rápida y pragmática frente a la crisis mundial. Han reducido sus tipos de referencia, han suministrado con abundancia la liquidez necesaria y han adoptado unas políticas «no convencionales».

Este informe analiza los resultados de un cuestionario enviado a banqueros centrales, economistas y algunos supervisores. La cuestión central es la articulación entre dos objetivos: la estabilidad monetaria y la financiera. Dos interpretaciones opuestas presentadas en el informe esclarecen los términos del debate.

El primer enfoque defiende la separación entre política monetaria y política macroprudencial, confiándose cada una a organismos diferentes que se encarguen respectivamente de la estabilidad monetaria y la financiera. El segundo planteamiento aboga por un cambio y por una integración de ambas políticas, encomendándose las dos a la misma institución de ser posible, así como por una mejor articulación entre los objetivos asociados. Los dos enfoques comparten algunas recomendaciones comunes, pero por la mayor parte son bastante divergentes.

Christian de Boissieu

Este informe examina la evolución necesaria de las misiones de los bancos centrales como respuesta a la crisis financiera que acabamos de atravesar. Los bancos centrales tienen que aprender las lecciones de la crisis. La más importante de todas ellas es que no prestaron suficiente atención a la estabilidad financiera; en ello están de acuerdo todos los autores de este informe. No obstante, el informe se presenta bajo la forma de dos enfoques (el primero defendido por Christian Bordes, el segundo por Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran y Dominique Plihon) divergentes en cuanto al modo de articular la política monetaria y la de estabilidad financiera. Las divisiones son principalmente a dos niveles: el primero en cuanto al principio de separación, que el primer planteamiento mantiene entre estas dos políticas y que el segundo recomienda, por el contrario, abandonar; en segundo lugar, en cuanto a la gestión basada en la independencia, la transparencia y la responsabilidad que el primer enfoque quiere preservar al máximo, mientras que el segundo también considera necesarios cambios a este ámbito. El informe se basa en un trabajo de investigación a partir de un cuestionario enviado a economistas y banqueros centrales. Cada enfoque concluye con un conjunto de recomendaciones.

El informe fue debatido en presencia de la ministra de Economía, Finanzas y Industria el 7 de marzo de 2011. Este boletín, publicado bajo la responsabilidad de la célula permanente, presenta las principales conclusiones extraídas por los autores.

Los bancos centrales frente a la crisis

La crisis financiera reciente, cuyas repercusiones sobre la economía real han sido graves, ha demostrado la necesidad ineludible de una reflexión sobre la regulación de toda la esfera bancaria y financiera. Los bancos centrales están en el centro de esta regulación a través de la política monetaria que siguen y la política de estabilidad financiera a la que contribuyen. Mientras que sus intervenciones de urgencia y el despliegue de una batería de medidas no convencionales han permitido, en opinión de la mayoría de economistas, frenar la espiral deflacionista a la que la crisis amenazaba arrastrar a las economías occidentales, la insuficiencia de sus acciones preventivas, incluso su responsabilidad en el desencadenamiento de la crisis, siguen en tela de juicio. Sobre esta cuestión existen tres tesis divergentes. La primera los exonera de toda responsabilidad, imputando la crisis a una falta de supervisión del sistema financiero. La segunda les atribuye una fuerte responsabilidad: tras haber bien seguido las recomendaciones del modelo canónico de los años ochenta y noventa (especialmente ejerciendo sus políticas monetarias conforme a una regla), los bancos centrales se alejaron, por no decir despreocuparon, del mismo a partir de los años 2002-2003 (con unos tipos de referencia inferiores prolongadamente a los recomendados por la regla de Taylor). Una tercera tesis destaca la paradoja de la credibilidad, heredada del periodo anterior de crecimiento no inflacionista. Según esta tesis, los logros alcanzados en la protección de la estabilidad monetaria, junto con una menor volatilidad de los incrementos de precios y de la actividad económica, habrían contribuido a reducir el coste del riesgo. En este clima, los actores financieros se vieron incitados a tomar unos riesgos excesivos, lo que los debilitó. Aunque los bancos centrales enviaron algunas señales de alerta, no actuaron para neutralizar las tensiones financieras. Mientras que los autores del informe reconocen la pluralidad de factores que causaron la crisis, sí apuntan entre ellos a la insuficiente atención que prestaron los bancos centrales a la estabilidad financiera y defienden la idea de que la función de los bancos centrales tendrá que evolucionar en consecuencia. Para ello están de acuerdo en la necesidad de una articulación entre la política monetaria y la de estabilidad financiera global, llamada *macroprudencial*. No obstante, discrepan en cuanto a las modalidades de esta articulación.

El cuestionamiento del principio de separación

Christian Bordes reconoce que la crisis ha hecho estallar la separación entre la política monetaria orientada únicamente hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y la gestión de la liquidez destinada a garantizar la estabilidad financiera en sentido estricto, por lo menos el buen funcionamiento del mercado monetario. No obstante, defiende el mantenimiento de la separación entre la política monetaria y la de estabilidad financiera global, es decir la política macroprudencial. La articulación de ambas debe basarse, en su opinión, en un principio bien conocido de política económica que consiste en asignar cada instrumento del que se dispone al objetivo para el que sea más eficaz (principio de asignación óptima de los instrumentos del economista norteamericano Robert Mundell). Ello implica confiar la consecución de la estabilidad de precios para la política monetaria y la estabilidad financiera para la política macroprudencial a dos autoridades distintas: el Banco Central, por supuesto, para la estabilidad monetaria y otra autoridad independiente para la estabilidad financiera.

Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran y Dominique Plihon defienden otra forma de articulación. En su opinión, la coordinación no debe limitarse a la política monetaria y a la gestión de la liquidez, sino que debe ampliarse a la política macroprudencial. Subrayan los riesgos del principio de separación entre la estabilidad monetaria y la financiera en un sentido amplio. La política monetaria de los años 1990-2000 siguió escrupulosamente este principio de separación. Los grandes bancos centrales se centraron en su objetivo de estabilidad monetaria y así también trataban de contribuir a la estabilidad financiera. Sin embargo, las relaciones entre estabilidad monetaria y financiera resultaron ser mucho más complejas de lo que suponían. Como muestra la paradoja de la credibilidad popularizada por los estudios de Claudio Borio del Banco de Pagos Internacionales (BPI), la estabilidad monetaria reforzada por la credibilidad de los bancos centrales puede convertirse en el germen de la inestabilidad financiera. El periodo de gran moderación de los años 2000, caracterizado por una inflación baja y estable, de la que los bancos centrales no fueron los únicos artífices pero a la que sin duda contribuyeron, favoreció una menor aversión hacia el riesgo y, por consiguiente, incitó a un gran número de agentes económicos – los

primeros de ellos, los bancos— a tomar unos riesgos excesivos. Los canales por los que se transmitieron los efectos correspondientes de la política monetaria fueron entonces ampliamente ignorados o subestimados. El canal de crédito se suponía débil, incluso obsoleto. El canal de la asunción de riesgo de los bancos, por su parte, ha aparecido más recientemente en la literatura académica. «Ahora bien, fue a través de estos dos canales que los bajos tipos de interés de principios de los años 2000 favorecieron la inestabilidad financiera. Dichos canales deberían ser a partir de ahora objeto de una mayor vigilancia. Como la estabilidad monetaria no garantiza la estabilidad financiera, los bancos centrales tienen que otorgar a estos dos objetivos la misma importancia. Y puesto que ambos objetivos pueden entrar en conflicto, no podrían lograrlo utilizando como único instrumento los tipos de interés, que no pueden resolverlo todo. No se trata aquí de defender una regla de Taylor ampliada, sino una gran batería de instrumentos macroprudenciales a disposición del Banco Central, que se presenta como la autoridad más indicada para asumir la responsabilidad de la política macroprudencial.

En los dos enfoques defendidos en el informe, los autores están de acuerdo sobre el principio de que no existe un modelo de coordinación única entre política monetaria y política prudencial. La política microprudencial no es necesariamente competencia de los bancos centrales. E incluso si la segunda tesis defiende que se les encomiende la responsabilidad de la política macroprudencial, ello no implica necesariamente que asuman también la microprudencial. En efecto, confiar a la vez la supervisión micro y macroprudencial a los bancos centrales podría presentar varios inconvenientes: concentración excesiva de poder, riesgo de burocracia, menor eficacia del volumen de información a tratar... Ello también podría suponer el riesgo de aumentar el peso de los mecanismos prudenciales sectoriales, que se adaptan menos bien a la integración de las actividades bancarias y financieras. El motivo es que si el Banco Central puede parecer un supervisor natural para los bancos, ello no es el caso para los demás intermediarios financieros: el Banco Central es muy raramente un supervisor único cuando está implicado en la supervisión prudencial. Lo importante es que, si el Banco Central no es microsupervisor, mantenga una relación estrecha y permanente con el(los) supervisor(es). Esta falta de coordinación es lo que, por ejemplo, ha hecho mucho más difícil la gestión de la crisis financiera en el Reino Unido.

El gobierno de los bancos centrales

Si bien el papel de los bancos centrales tiene que cambiar después de la crisis, no es menos cierto que habrá que mantener algunos de estos principios, en particular los que caracterizan su gobierno. En este sentido, Christian Bordes sostiene la necesidad de conservar el modelo de Banco Central «independiente, transparente y responsable». Es por este motivo que considera demasiado ambiciosa una coordinación que consistiera en confiar a una misma autoridad, o comité, la responsabilidad de la política monetaria y la de la política macroprudencial. En efecto, opina que ello podría reducir la eficacia de la política monetaria dificultando el ejercicio de la autonomía del Banco Central, afectando la transparencia de su actuación y complicando seriamente el control de sus acciones. En estas condiciones, mantiene que la respuesta más realista consiste en mantener el principio de asignación de los instrumentos mencionado anteriormente: cada instrumento debe asignarse a la consecución del objetivo para el que funcione mejor.

En su defensa de una coordinación de la política monetaria y de la macroprudencial en el seno del Banco Central, Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran y Dominique Plihon destacan los riesgos y las dificultades que ello comporta a nivel de su gobierno. Al encomendárseles unas misiones más amplias, los bancos centrales también acumularían un mayor poder. Pero este mayor poder implica un mayor deber: de responsabilidad (*accountability*), de explicación y de transparencia. Un mayor deber de cooperación y de compartición de información con las demás autoridades responsables de la estabilidad financiera. Todo ello, protegiéndose del riesgo de captura tanto por los agentes públicos como privados, lo que implica que los bancos centrales ejerzan su independencia frente a todos los actores, no solo públicos sino también privados.

Una encuesta internacional a economistas y banqueros centrales

Para investigar el estado del debate relativo a la evolución de las misiones de los bancos centrales, los autores elaboraron un cuestionario. Por otra parte, este tipo de encuesta se ha convertido en frecuente especialmente en el seno de los bancos centrales.

Se hicieron cincuenta y cinco preguntas repartidas en seis grandes temas para abordar las distintas dimensiones (organizativa, instrumental, estratégica, fundamento teórico...) del papel de los bancos centrales:

- en el primer tema *Gran moderación e inestabilidad financiera*, las preguntas se refieren al entorno macroeconómico de la política monetaria de antes de la crisis así como a las posibles causas de los desequilibrios financieros observados durante dicho periodo;

- en *Diseño institucional del central banking*, se pregunta acerca del marco institucional del papel de los bancos centrales y se trata de comprender los cambios provocados por la crisis (oportunidad de reformas, cuestionamiento del principio de separación...);

- en *Estabilidad financiera*, las preguntas versan sobre la implicación de los bancos centrales en materia de estabilidad financiera y la evolución esperada en este ámbito;

- en *Política monetaria: canales de transmisión/ estrategia/instrumentos*, se interroga acerca de las posibles reformas de la política monetaria debatidas en la actualidad (aumento del objetivo de inflación, establecimiento de un objetivo del nivel general de precios...);

- en *Dimensión internacional* se abordan los problemas de coordinación a escala internacional entre los grandes bancos centrales;

- el último tema, *Ciencias económicas/ciencia y arte del central banking*, agrupa preguntas sobre los papeles respectivos del arte y de la ciencia en la función de los bancos centrales antes y después de la crisis.

El cuestionario se envió a unos 200 destinatarios (economistas de universidades, banqueros centrales, supervisores), de los cuales 46 respondieron: 15 banqueros centrales (los supervisores eran demasiado escasos para constituir una categoría entera de participantes) y 31 economistas universitarios de todo el mundo (en total, 16 países más la zona euro, representada por el Banco Central Europeo). Los banqueros centrales están naturalmente bien distribuidos entre los 16 países, puesto que en general una persona respondió en nombre de su institución (excepcionalmente dos en Japón). Los economistas franceses (12), americanos (10) y británicos (4) son los que tienen una mayor representación entre los participantes al cuestionario. Las respuestas se presentan mediante ilustraciones gráficas, consecutivamente para todos los participantes y por categoría

(banqueros centrales y economistas) y acompañadas de un comentario explicativo. Un cierto número de estas ilustraciones se retoman en el cuerpo del informe. Las dos lecturas propuestas se presentan como dos modos distintos de interpretar los resultados del cuestionario.

El cuestionario permite extraer unas conclusiones valiosas tanto en las cuestiones que unen a los banqueros centrales y los economistas como en las que los separan. En la opinión de una gran mayoría (91%), la «Gran moderación» de los años 1990-2000 llevó a una subestimación de los riesgos. No obstante, la importancia del canal de asunción de riesgo solo es aceptada por un 54% de los banqueros centrales (frente a un 63% de los economistas). En torno a la mitad de los participantes (tanto economistas como banqueros centrales) estima que la Gran moderación ha llegado a su fin. En cambio, las dos categorías de participantes están claramente más divididas en torno a la cuestión de saber si entramos en una era de mayor inestabilidad financiera. Los banqueros centrales se muestran más optimistas: sólo un 38% responden en afirmativo frente a un 70% de los economistas.

Un 90% de todos los participantes estima que la crisis ha cambiado tanto los objetivos como los instrumentos de los bancos centrales. Una gran mayoría de las dos categorías estima asimismo que el objetivo de estabilidad monetaria debe verse complementado por un objetivo de estabilidad financiera. También existe un amplio consenso en la respuesta a la implicación de los bancos centrales en la supervisión macroprudencial. En cambio, cuando se trata de planear más concretamente unos nuevos instrumentos o una modificación de los objetivos, se manifiestan las divisiones: por ejemplo, muy pocos banqueros centrales (sólo un 8%) se inclinan por considerar una revisión de su estrategia de establecimiento de un objetivo de inflación, frente a un 79% de los economistas. Un 85% de los banqueros centrales se declaran en contra de sustituir un objetivo de inflación por uno del nivel general de precios, mientras que un 29% de los economistas estarían a favor. Los banqueros centrales se manifiestan igualmente muy en contra de un aumento del objetivo de inflación para facilitar la salida de la crisis (un 8% de ellos están a favor frente a un 39% de los economistas), debido sin duda a los riesgos que una estrategia tal supondría para su credibilidad. Un 77% de los banqueros centrales estima necesario (frente a un 57% de los economistas) que los tipos de interés reaccionen ante las burbujas de crédito y de

activos. Pero paradójicamente, están menos convencidos que los economistas de que la política monetaria pueda contrarrestar los ciclos de crédito (un 50% de ellos lo opina frente a un 75% de los economistas). Otra paradoja es que aunque los bancos centrales no temen ni un problema de incoherencia entre las estrategias nacionales de política monetaria ni un desorden monetario mundial, responden por gran mayoría (un 82%) que deben tener en cuenta el impacto de su política sobre la liquidez mundial, y que tienen que coordinar sus intervenciones en el mercado de divisas (un 78% frente a un 61% de los economistas) y como prestamistas de última instancia (un 92% frente a un 80% de aquellos). El final del cuestionario es igualmente instructivo en cuanto al respaldo que aún puede representar la ciencia económica para el ejercicio de la política monetaria: un 70% de los banqueros centrales sigue confiando en asimilar su misión a un «arte respaldado por la ciencia», mientras que los economistas se muestran más circunspectos: ¡un 60% considera que el ejercicio de la política monetaria se basará únicamente en el arte!

Principales recomendaciones del informe

El informe presenta numerosas recomendaciones tanto para analizar el papel de los bancos centrales como para contribuir a su evolución.

Recomendaciones de la lectura 1

La primera parte del informe, que respalda la idea de reformar el papel de los bancos centrales conforme al principio de asignación óptima de los instrumentos de las políticas monetarias y macroprudenciales, defiende las propuestas siguientes:

- el gobierno de la actuación de los bancos centrales debe seguir organizado entorno al tríptico independencia-responsabilidad-transparencia;
- la construcción de la política monetaria y la política macroprudencial debe articularse en torno al principio de asignación de los instrumentos (principio de Mundell): a cada política se le asignará la consecución del objetivo al que mejor se adapte;
- la política monetaria debe seguir orientada prioritariamente hacia la estabilidad de precios, mientras que la macroprudencial debe ocuparse de la estabilidad financiera;
- alargar el horizonte considerado para alcanzar la cifra objetivo de aumento de precios debería de

permitir tener más en cuenta la estabilidad financiera, lo que no implica que sería fácil de conseguir;

- la política monetaria sigue siendo una vía de actuación eficaz en las grandes economías para estabilizar la actividad económica:

- en caso de encarecimiento de precios de las materias primas y de los productos básicos, sería deseable una coordinación de la actuación de los grandes bancos centrales;

- un aumento de la cifra objetivo de inflación para facilitar la estabilización de la actividad económica es una propuesta que merece estudiarse atentamente, especialmente para una unión monetaria. En los Estados Unidos, donde no hay una cifra oficial objetivo, la adopción del objetivo del nivel general de precios reforzaría la referencia nominal;

- la articulación de la política monetaria y de la macroprudencial, conforme al principio de Mundell, debería de permitir evitar, o por lo menos limitar, el desarrollo de una burbuja alimentada por una explosión del crédito;

- en este marco, la política monetaria debe asignarse prioritariamente al mantenimiento de la estabilidad de precios y ejercerse conforme a los principios de una regla de Taylor simple. La política macroprudencial debe dirigirse a asegurar la estabilidad financiera y basarse principalmente también en la aplicación de una regla, por ejemplo, la imposición de un ratio de capital contracíclico;

- las políticas monetarias ejercidas por los grandes bancos centrales tienen unas implicaciones sobre la liquidez internacional, los movimientos de capitales y los mercados internacionales de materias primas y productos básicos. Ello refuerza la necesidad de una coordinación internacional de las políticas monetarias para evitar el desarrollo de desequilibrios financieros en la economía mundial.

Recomendaciones de la lectura 2

La segunda parte del informe, que aboga por abandonar el principio de separación y por coordinar la política monetaria y la macroprudencial dentro del Banco Central, concluye con otras recomendaciones:

- la inflación es resultado de un conjunto complejo de factores, de orden monetario y estructural, vinculados a la globalización, como demuestra la Gran moderación;
- la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera tienen unas interrelaciones complejas,

de doble sentido, a veces opuestas, que pueden llevar a conflictos de objetivos. En efecto, la estabilidad financiera ha salido paradójicamente perjudicada por la credibilidad de los bancos centrales;

- las misiones de los bancos centrales deben incluir la estabilidad financiera, lo que implica poner fin al principio de separación entre los dos objetivos. La estricta aplicación de este principio ha afectado, en la crisis reciente, la eficacia de la acción de los bancos centrales;

- la inestabilidad financiera reviste unas formas diferentes según los periodos y los países, lo que complica su definición y su medición. Pero ello no significa que la lucha contra la inestabilidad financiera no deba convertirse en una misión de los bancos centrales;

- los canales de transmisión bancaria y financieros de la política monetaria fueron subestimados, tanto por los economistas como por los banqueros centrales. El canal de la asunción de riesgo se reconoció tarde;

- el crédito sigue desempeñando un papel importante, que la titulización ha contribuido a subestimar, en la financiación de la economía y el origen de las crisis financieras;

- la política macroprudencial tiene que convertirse en el arma principal de la lucha contra la inestabilidad financiera, y el Banco Central en un actor crucial de esta política. Así, la política macroprudencial pasa a ser el eslabón que faltaba entre política monetaria y supervisión microprudencial;

- es necesario ampliar la gama de instrumentos a disposición de los bancos centrales y de las autoridades prudenciales para conseguir a la vez los objetivos de estabilidad monetaria y de estabilidad financiera;

- entre los instrumentos macroprudenciales, se hace hincapié en los de regulación del crédito como el ratio préstamo-valor, que convendría generalizar y reforzar, así como en un sistema progresivo de reservas obligatorias sobre los créditos cuyo objetivo sería contrarrestar las aceleraciones del crédito;

- la experiencia de la crisis reciente ha mostrado los límites de las soluciones aportadas a las quiebras de entidades sistémicas. Se imponen una identificación y una supervisión de estas entidades. Cabría prever una política de acción preventiva. Estas acciones especiales serían competencia de los bancos centrales en el marco de su vigilancia macroprudencial;

- la implicación macroprudencial de los bancos centrales no les obligará a asumir el papel de supervisor microprudencial si no lo tienen. No hay un modelo único para organizar la supervisión. En cambio, en todas partes deberá haber una estrecha colaboración entre el Banco Central y las autoridades de supervisión. Desde este punto de vista, la elección francesa de una autoridad de control prudencial que permanece próxima al Banco Central es satisfactoria;

- pueden preverse varios mecanismos para asegurar esta coordinación entre los bancos centrales y los supervisores prudenciales: una red de información común (parecida a la prevista en los Estados Unidos por la ley Dodd-Frank), un gobierno compartido, la consulta de una autoridad independiente de protección de los usuarios de servicios financieros, e incluso su participación en las reuniones de los comités de control de las autoridades encargadas de la estabilidad financiera;

- en vista de la ampliación de sus misiones y de sus competencias en materia de estabilidad financiera, los bancos centrales deberán, para mantener –o adaptar– su independencia frente a los poderes políticos y económicos, rendir más cuentas (*accountability*) y desarrollar una mayor cultura de compartición de información, de colaboración con las demás autoridades y con la sociedad civil.

Complementos

Se han realizado tres complementos para este informe. El primero, de Michel Aglietta, pone fuertemente en entredicho la doctrina del establecimiento de un objetivo de inflación, y defiende una política monetaria ampliada al objetivo de estabilidad financiera, más sensible a los descontroles del crédito y a las subidas de precios de los activos. El segundo, realizado por Charles Goodhart, ofrece un análisis muy completo de los instrumentos de la política macroprudencial. El tercero se basa en una entrevista que Tommaso Padoa-Schioppa hizo a los autores en junio de 2010. Trata especialmente un tema al que otorgaba gran importancia, el del gobierno de las instituciones internacionales y, más particularmente, de los comités de supervisión en los que se toman las decisiones según el principio de la cooperación, que exige la unanimidad. Defiende otro tipo de gobierno basado en el principio de una adopción de las decisiones comunes por mayoría si fuera necesario y vinculantes para todos. Tom-

maso Padoa-Schioppa murió trágicamente en diciembre de 2010. Este informe le está dedicado.

Comentarios

Según **Jean-Pierre Vesperini**, el origen de la reciente crisis financiera radica más en los desequilibrios monetarios internacionales y, más en particular, en la acumulación de reservas de divisas por parte de los países emergentes, que en errores de política monetaria. En este sentido, duda que unas reformas, o incluso cambios, únicamente a nivel de las funciones de los bancos centrales puedan constituir una defensa sólida contra futuras crisis.

Para **Daniel Cohen**, el debate que propone el informe en el fondo es el de saber cuáles son los nuevos compromisos necesarios entre la regulación macroeconómica, la inflación estricta y la del precio de los activos. ¿Hacen falta unas reglas estables sobre el modelo de la regla de Taylor? ¿Hay que dar a los bancos centrales cierto poder discrecional y, en caso afirmativo, cuál? Ante estas preguntas, responde que deberá dejarse a los bancos centrales un determinado poder de apreciación y que éstos deberán utilizar varias vías, al ser insuficiente la de los tipos de interés por sí sola. En caso de burbujas, Daniel Cohen no está seguro de que incumba únicamente a las autoridades monetarias actuar. Aboga por recurrir a la política fiscal (influyendo, por ejemplo, sobre la tasa de aportación personal en las compras de activos). El papel de los bancos centrales del mañana deberá evitar los sesgos, tanto el inflacionista de las políticas monetarias de inspiración keynesiana como el «Greenspan *put*» que alimentó la inestabilidad financiera.