

# Crisis económicas a lo largo de la historia\*

AMPARO HERNÁNDEZ MARTÍN  
VICTORIA MORALEDA GARCÍA  
MARÍA TERESA SÁNCHEZ ARILLA  
Agencia Estatal de Administración Tributaria

## SUMARIO

INTRODUCCIÓN.—I. CRISIS DE 1929. Antecedentes. Consecuencias. Políticas y medidas.—2. CRISIS DEL 2008/2010. Antecedentes. Consecuencias. Políticas y medidas.—3. COMPARATIVA CON LA SITUACIÓN ACTUAL. La crisis como fenómeno global.—4. CONCLUSIONES.

*Palabras clave:* Fiscalidad financiera, crisis económica.

## INTRODUCCIÓN

En el área de Economía podemos hablar de recesión cíclica, crisis económica, depresión. Según el *diccionario de la Real Academia Española*:

**Crisis:** Situación dificultosa o complicada. Escasez, carestía. Momento decisivo de un negocio grave y de consecuencias importantes.

**Recesión:** Depresión de las actividades económicas en general que tiende a ser pasajera.

**Depresión:** Periodo de baja actividad económica general, caracterizado por desempleo masivo, deflación, decreciente uso de recursos y bajo nivel de inversiones.

Todos ellos son términos que pueden ir desencadenándose uno tras otro y con consecuencias diferentes y cada vez más devastadoras, por ello es importante preverlas, y tomar medidas a tiempo para controlarlas y evitar su expansión tanto en las consecuencias como en la dirección.

A lo largo de la historia vemos que se dan circunstancias similares en los comportamientos económicos, y que desembocan en recesión, crisis o depresión.

Hay dos factores que parecen especialmente interesantes. Uno de ellos es el comportamiento de la población, en el que se pueden dar periodos de optimismo desmedido en el que se saltan todas las normas mínimas de comportamiento, por ejemplo, gastar por encima de sus ingresos, fiebre consumista, fiebre inversora, etc.

El segundo de los factores decisivos son las políticas gubernamentales, ya que la existencia de una multiplicidad de choques económicos, como una bajada de la demanda con una producción excesiva, pueden conducir a frecuentes fluctuaciones cíclicas. Es la reacción el Gobierno quien tiene que tomar las adecuadas medidas económicas para controlar estas fluctuaciones y que no nos lleven a una crisis económica, y posteriormente, a una Gran Depresión. A lo largo de la historia parece causa común el que no se prevea y se tomen medidas adecuadas en el momento oportuno.

Luego, qué importante es la adecuada formación, preparación, conocimientos, organización y “buena cabeza” de los políticos para no incidir siempre por motivos electorales en una práctica de malas políticas económicas, que a lo único que conducen es al declive progresivo de un país.

\* Trabajo presentado al V Curso de Alta Especialización en Fiscalidad Financiera celebrado en la Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en el primer semestre de 2010.



## I. CRISIS DE 1929

### Antecedentes

Aunque la Primera Guerra Mundial se desarrolló en algunos países europeos, la crisis económica que se desencadenó tras ella afectó a todo el planeta. Tuvo su centro en los Estados Unidos y se extendió al mundo, cuestionando la supervivencia del sistema capitalista tal como se veía planteando hasta ese momento.

Tras la Primera Guerra Mundial, una de las dificultades principales fueron los desequilibrios económicos existentes entre los países. Todos los Gobiernos del mundo tenían esperanzas en recuperar la prosperidad económica que habían disfrutado hasta 1914.

Por una parte, los países beligerantes encuentran dificultades para transformar una economía de guerra en una de paz. Una excesiva demanda y muy poca oferta provocó endeudamiento e inflación que hizo que los países tomaran medidas drásticas para afrontar esta situación; los países europeos pidieron dinero, sobre todo a EEUU después de la guerra, debido a la reconstrucción. La deuda pública de Francia se multiplicó por 6,5, la de Gran Bretaña por 11 y la de Alemania por 27.

Se experimentó un crecimiento económico en 1919, sin embargo, del año 20 al 21 sobrevino una grave recesión debido principalmente a dos factores: la restricción de créditos de EEUU a Europa, y el descenso de la demanda una vez satisfechas las necesidades básicas tras la guerra.

Pero la crisis del 20 al 21 afectó a los países de diferente forma. En EEUU, Gran Bretaña y Francia vieron disminuida su actividad productiva y aumentó el paro. Alemania sufrió una hiperinflación. Italia sufrió quiebras de empresas y de bancos, así como aumentos del desempleo y de la inflación. Todo esto provocó en Italia una grave crisis social que provocó el ascenso del fascismo en 1922. No obstante, tras esta crisis, se logra temporal.

La consecuencia de las medidas tomadas en la Conferencia de Génova es que, tras la crisis de 1920-1921, se inicia un periodo de intenso crecimiento industrial y aparente prosperidad conocido como los "felices años veinte", cuyas características son:

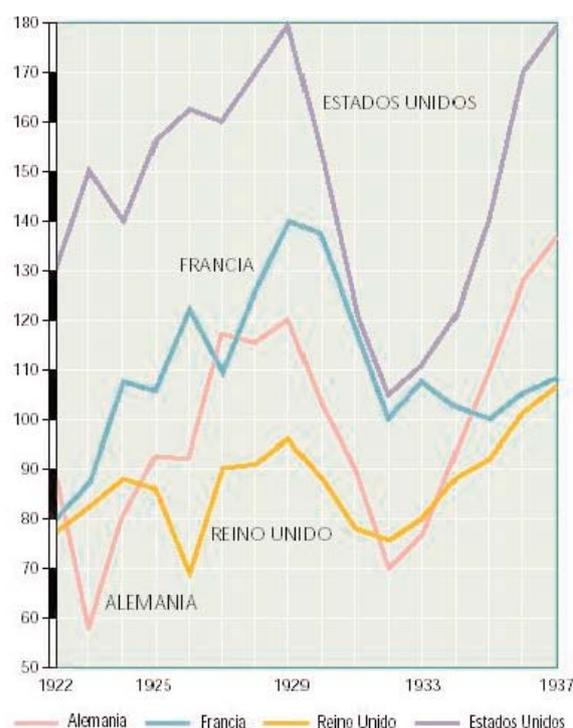
- Impulso de nuevos sectores industriales, tales como el automotriz, industria química, fibras textiles, petróleo, productos farmacéuticos, industria eléctrica, telefónica, radio, cine, electrodomésticos y la aviación.
- Aplicación de nuevos métodos de producción.

- Aumento de la concentración empresarial, principalmente en EEUU y en Alemania. En los años 20 también surgen cárteles internacionales que controlan los precios mundiales de acero y petróleo.
- Se produce una expansión económica de 1924 a 1929. La economía mundial crece, en bases débiles, y se muestra una aparente prosperidad, generada entre otros factores por una superproducción agrícola, motivada por una serie de excelentes cosechas desde el año 1925, y una superproducción industrial. Durante la Primera Guerra Mundial se desarrollan las industrias de países extraeuropeos, con el fin de suplir el que la industria europea estuviese dedicada a la producción de armamentos. Terminada la guerra, la producción industrial europea y extraeuropea se suman por lo que aumentan los *stocks* industriales sin que paralelamente aumente la demanda.

Sin embargo, Alemania evolucionó de forma diferente, ya que el *Tratado de Versalles* estipuló la necesidad de recurrir a los préstamos extranjeros para poder sobrevivir, circunstancia que colocó a Alemania, en los años siguientes, en una gran dependencia de los créditos externos. Las reparaciones de guerra que tuvo que pagar este país fueron de tal magnitud que hipotecaron su economía durante 40 años.

La situación no era muy diferente en la Unión Soviética y en los países del este europeo, pero en

COMPARATIVA DE LA CRISIS BURSÁTIL DE 1929



Polonia, Hungría y Austria, la moneda no perdió totalmente su valor.

A los Estados Unidos le afectó de distinta manera, ya que salió favorecido con la Primera Guerra Mundial, convirtiéndose a este país en el principal proveedor de materias primas y productos alimenticios e industriales. También era el principal acreedor del mundo, y su influencia en Europa era fundamental.

A pesar de ello, como la economía mundial estaba en *desequilibrio* con respecto a Estados Unidos, no se pudo generar una demanda suficiente que pudiese sustentar la expansión industrial. Esto dio lugar a que ya en 1925 se comenzase a acumular *stock* de diversos productos, había *sobreproducción*, lo que dio lugar a la caída de precios, al desempleo y a la pérdida de la capacidad adquisitiva de la población.

Las causas de sobreproducción son:

- Distribución desigual de las rentas, que lleva implícita la limitación del consumo a las capas sociales más ricas, que en la mayor parte de los países no eran muy numerosas. GALBRAITH señala que en los Estados Unidos el 5 por 100 de la población recibía la tercera parte de la renta nacional.
- Mantenimiento de precios de monopolio, tipo cartel, que obligaba a la existencia de grandes cantidades de *stocks* sin vender, al comprometerse los fabricantes a mantener unos precios pactados de antemano.
- Desfase entre precios agrícolas e industriales: los primeros crecen más lentamente que los segundos y hacen disminuir, por tanto, el poder adquisitivo de los campesinos (importante clientela de la industria).
- La reconstrucción de las economías europeas, y el incremento de producción de algunos países menos desarrollados o coloniales durante la guerra, junto con el desenfreno productivo de los Estados Unidos.

El sector agrario fue el más perjudicado por los excedentes invencidos y la consiguiente baja de precios, cuyo índice pasó de 147 en 1925 a 138 en 1929.

Hacia finales de la década de los años 20, la compra de acciones de manera desenfrenada creció en un 90 por 100. La especulación financiera hacía ganar dinero rápidamente, siendo el valor de las acciones ficticio, ya que estaban por encima de su valor real. La gente sacaba créditos en los bancos y ponía ese mismo dinero en bolsa, a un interés más alto de lo que pagaba.

Frecuentemente, para comprar acciones, los empresarios pedían créditos a los bancos; debido a que la ganancia de las acciones era mucho mayor que el interés que debían pagar por los créditos bancarios, los beneficios eran enormes. A finales de la década, la prosperidad, que antes estaba basada en el desarrollo industrial, pasó a depender de la especulación. Se trataba de ganancias basadas en un pensamiento de ganar dinero fácil y rápido con un menor esfuerzo.

En 1928, algunos síntomas hacían prever que la economía estaba en peligro. Los ingresos de la población no habían subido tanto como para que el consumo siguiera creciendo. Los almacenes estaban llenos de mercancías que no podían ser vendidas y muchas fábricas comenzaron a despedir a sus trabajadores. Sin embargo, *en la bolsa seguía la fiesta especulativa*. Los precios a que se vendían las acciones no reflejaban la situación económica real de las empresas. *Aunque el crecimiento de muchas de ellas se había detenido, sus acciones seguían subiendo porque había una gran demanda de los especuladores*.

En Estados Unidos, los inversionistas norteamericanos invirtieron todo el ahorro de su vida ya que, con poco dinero, se podían amasar grandes fortunas; estos comenzaron a comprar por medio de créditos, pero sin suficientes garantías ni medios para pagar.

Los bancos acudieron a la Reserva Federal de oro, pero al no haber demanda, los inversionistas se quedan sin dinero para pagar sus préstamos, y los bancos no podrían pagar a la Reserva Federal, que se quedó sin capital, y los bancos se endeudaron con el país; los inversionistas endeudados con los bancos son obligados a vender y la bolsa sufre un importante descenso, perdiendo los países gran parte de sus reservas de oro por la inflación.

Esta situación era insostenible y se produjo el *Crack del 29*, que fue la más devastadora caída del mercado de valores en la historia de la Bolsa en Estados Unidos, ya que afectó a muchísimos ciudadanos y tuvo secuelas de larga duración.

Se suelen usar las siguientes tres frases para describir este colapso de las acciones: Jueves Negro, Lunes Negro y Martes Negro.

Todas ellas son apropiadas, dado que el *crack* no fue un asunto de un solo día. La caída inicial ocurrió el Jueves Negro (24 de octubre de 1929), pero fue el catastrófico deterioro del Lunes Negro y el Martes Negro (28 y 29 de octubre de 1929) el que precipitó la expansión del pánico y el comienzo de consecuencias sin precedentes y de largo plazo para Estados Unidos.

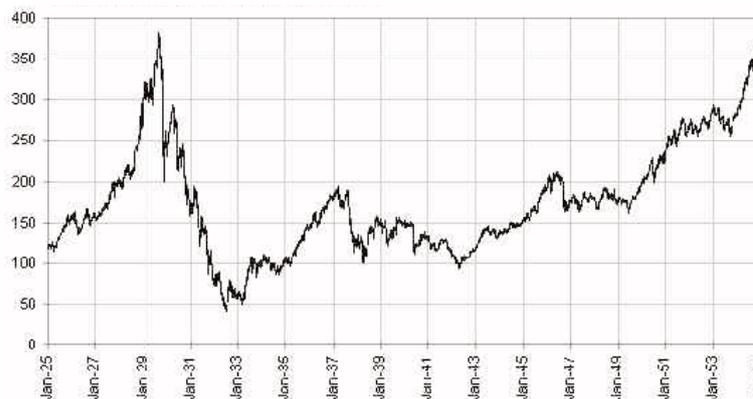
Después de una serie sorprendente de cinco años de duración en la cual el promedio industrial *Dow Jones (DJIA)* incrementó su valor cinco veces, mayor a la de años anteriores, los precios alcanzaron su nivel máximo en 381,17 el 3 de septiembre de 1929. A partir de entonces, el mercado cayó profundamente durante un mes, perdiendo el 17 por 100 de su valor en la caída inicial. Luego, durante la semana siguiente, los precios recuperaron más de la mitad de las pérdidas, solo para caer nuevamente poco después. Entonces el declive se aceleró en lo que se llamó “Jueves Negro”, el 24 de octubre de 1929. Ese día se negociaron un número récord de 12,9 millones de acciones.

Desde el 25 de octubre la acumulación de órdenes de venta había hecho bajar los valores; sin embargo el 24 de octubre, 13 millones de títulos son puestos a la venta bajo precio y no encuentran comprador, provocando el hundimiento de la bolsa. A la 1 p.m. del viernes 25 de octubre, algunos de los grandes banqueros de *Wall Street* se reunieron para encontrar una solución al pánico y caos en las negociaciones bursátiles. La reunión incluyó a THOMAS W. LAMONT, actuando en representación de *JP Morgan Chase*; ALBERT WIGGIN, representante del *Chase Nacional Bank*, y CHARLES E. MITCHELL, presidente del *Nacional City Bank*. Ellos escogieron a RICHARD WHITNEY, vicepresidente de la Bolsa de Nueva York, para actuar en su nombre.

Con los recursos financieros de los banqueros como respaldo, WHITNEY colocó una oferta para comprar un gran bloque de acciones del *US Steel* a un precio muy por encima del mercado. Después, ante la mirada sorprendida de los negociadores, WHITNET compró un número similar de acciones en otro *Blue chip*. Esta táctica fue parecida a una táctica que terminó con el “Pánico de 1907” y tuvo éxito en detener el descenso ese día. En este caso, sin embargo, la tregua fue solo temporal.

*Crack Bursátil 1929.*—El *crack del 1929* se extendió a lo largo de unos cuatro años y no volvieron a recuperarse valores similares hasta 20 años después.

El colapso continuó por un mes y esto desembocó en el comienzo de la Gran Depresión en Norteamérica, un periodo prolongado de declive económico en las naciones industrializadas que llevó al establecimiento de reformas financieras y nuevas regulaciones que se convirtieron en un



punto de referencia. La crisis del 29 ha sido, probablemente, la mayor crisis económica a la que se ha enfrentado el sistema capitalista.

### Consecuencias

Las consecuencias de la crisis fueron tremendas en todos los aspectos. Además del desastre económico como la quiebra de los bancos y el cierre de muchas empresas, en el aspecto social, las consecuencias fueron también terribles: paro, indigencia, aumento de la delincuencia... Desde el punto de vista político, los estados, que hasta entonces habían seguido del lema de dejar libremente a la economía, van a adoptar un intervencionismo creciente para intentar evitar la repetición de una crisis como esta. En Europa, debido a la crisis, van a subir los partidos de corte autoritario que proponen un control total de la economía por el Estado. En esa línea HITLER sube al poder en 1933. El ámbito intelectual también se vio afectado, creándose una generación de intelectuales y artistas con una visión pesimista de la vida.

*Las consecuencias económicas* fueron muy fuertes. En primer lugar, el hundimiento de la bolsa conlleva la quiebra de muchas empresas por no disponer de capital para su financiación. Además hay otro factor que incide sobre las empresas: la bajada del precio de los productos ante la saturación del mercado y la congelación de la capacidad adquisitiva de los compradores.

Los empresarios no consiguen los beneficios necesarios para reinvertir en la producción y esto lleva también a la quiebra.

En hundimiento de la bolsa arrastró a un gran número de bancos. Los ahorradores tratan de recuperar el dinero que tienen metido en el banco, imposible de desembolsar por tenerlo colocado en inversiones a medio y largo plazo, lo que da lugar a una suspensión de pagos y a la ruina de sus clientes.

Con el sistema bancario en este estado se cierran las fuentes de financiación de todos los sectores de la economía.

En el campo, la superproducción lleva igualmente a la bajada de los precios y a la ruina de los granjeros y campesinos.

En el aspecto social el problema más importante es el paro, ya que tras el cierre de muchas fábricas aumentó de forma espectacular el número de obreros sin trabajo, lo que originó en Alemania el ascenso de HITLER que prometía puestos de trabajo.

En el campo, la situación de los campesinos y granjeros era también desesperada, al bajar los precios se vieron ahogados por las hipotecas y los préstamos, y la huida a la ciudad no solucionaba nada ya que la situación era aún peor.

Como es lógico, aumentó el número de obreros afiliados a partidos y sindicatos obreros (comunistas, socialistas e incluso anarquistas) y la estabilidad social era precaria. Los comunistas ven en la crisis el hundimiento del sistema capitalista y arremeten en sus críticas contra el capital y el sistema, a la espera de que estalle una revolución similar a la soviética.

Las consecuencias demográficas también fueron importantes. Durante el tiempo que duró la crisis, disminuyó de una manera clara en Estados Unidos el índice de natalidad. Esta, por el contrario, aumentó de manera espectacular en los países europeos donde hay regímenes fascistas debido al fomento oficial de esta y a las multas contra la soltería. Además, ante las dificultades económicas, se restringe por primera vez la entrada de inmigrantes en ese país.

En cuanto al ámbito político, se produce el descrédito y la crisis de las democracias parlamentarias y se identifica el liberalismo económico causante de la crisis con el liberalismo político (democracia parlamentaria). Esto genera desconfianza ante el sistema.

Incluso en países donde la democracia está asentada desde hace años y gozan de una gran tradición democrática, se produce el ascenso de partidos de corte fascista (Bélgica, Francia, Gran Bretaña...) aunque esos partidos nunca llegarán a hacerse con el poder ni poner en peligro el sistema.

Esta ola de nacionalismos será mucho más exagerada en los regímenes de corte fascista como Alemania e Italia, que a través del nacionalismo buscan justificar el expansionismo exterior que llevará a la II Guerra Mundial.

Otra consecuencia política y económica a la vez es que, en contra de los principios del liberalismo económico que postulan la no intervención del Estado en economía, se va a producir a partir de la

crisis el intervencionismo de los Estados en la economía, que será mucho más fuerte en los países totalitarios como Alemania, Italia y la URSS, en los que el Estado controla totalmente la economía.

### Consecuencias por países

Si analizamos las consecuencias de la crisis por ámbito geográfico, en Estados Unidos la crisis del 29 genera en cadena una serie de quiebras que con la llamada Gran Depresión, tocará fondo en el año 1933 y que, en síntesis, son las siguientes:

- a) Quiebra bancaria. El *crack del 29* produce el hundimiento del fragmentado y débil sistema bancario. Entre 1929 y 1932 quebraron 5.096 bancos. Lógicamente este derrumbamiento restringió de manera drástica los créditos.
- b) Quiebra de empresas comerciales e industriales. Consecuencia inmediata de la restricción de créditos fue la quiebra de más de treinta mil empresas, lo que trajo consigo el descenso de las tasas de inversión y la disminución correspondiente de la renta nacional.
- c) Aumento considerable del paro, cuyo porcentaje más alto se alcanzó en 1932. Esto determinó la disminución del consumo y el consiguiente aumento de *stocks*.
- d) Reducción de los precios. La acumulación de *stocks* provocó un descenso apreciable de los precios, mayor en el sector agrícola que en el industrial.

El peso de la economía de los Estados Unidos en el resto del mundo hizo que la crisis se extendiera a partir de 1931. Los norteamericanos se vieron obligados a repatriar capitales, lo que conllevó quiebras bancarias en Alemania y Austria y tensiones en la economía británica. La caída de precios norteamericanos obligó a los países europeos a rebajar los suyos para hacerlos competitivos y dar salida a sus *stocks*. Pero el descenso del poder de compra de los Estados Unidos y su posterior proteccionismo cerraron aún más el mercado mundial.

En Europa, la crisis fue similar a la americana: desplome de las cotizaciones de Bolsa, descenso de los precios, caída de los créditos y de las inversiones, hundimiento de la producción industrial y aumento del paro:

— En Alemania el crecimiento de los últimos años de la década de los veinte se debía a los préstamos, sobre todo de Estados Unidos. La crisis del 29 hizo que los capitales se fueran retirando de Alemania, lo que produjo la reducción de la inversión y por consiguiente, de la producción industrial

en un 58 por 100. El paro afectó a más de seis millones de trabajadores y perjudicó gravemente a la agricultura. Ante esta situación, el Gobierno excluyó la devaluación por temor a una nueva inflación y escogió la deflación.

— En *Francia* la crisis afectó a partir de 1931, año en que las exportaciones descendieron a la cuarta parte. Las devaluaciones inglesa y norteamericana aumentaron ese descenso. El desempleo no llegó a alcanzar las altas cotas de Inglaterra y Alemania, y el descenso de los precios permitió a los trabajadores industriales mantener el poder adquisitivo. El gobierno optó por aplicar una política de deflación.

— Después de 1929 *Inglaterra* sufrió el impacto de la crisis mundial, y las exportaciones, que ya estaban estancadas, se vieron más afectadas aún debido a la contracción de la demanda en el mundo entero. Pero a pesar de este estancamiento económico, Inglaterra no vio alterarse demasiado la situación política y social.

— En *España* la crisis paralizó las obras públicas emprendidas por la dictadura de PRIMO DE RIVERA, provocando una disminución de la producción y posteriormente, el cambio político acentuó la crisis a causa de la fuga de capitales.

En las economías dependientes, esto es, en las áreas coloniales con dependencia directa, la crisis de los años 30 tuvo una gran repercusión. Los intercambios coloniales se hundieron al disminuir el consumo en las grandes potencias, y surge con fuerza el problema de la sobreproducción. Iberoamérica, gran dependiente de la economía de los Estados Unidos, es la que sufre con mayor fuerza la repercusión de la crisis. El deterioro de la situación económica llevó la inestabilidad política a Cuba, Brasil, Uruguay, Chile y Ecuador.

## Políticas y medidas

### En EEUU

En 1933 se acaba la etapa de gobierno republicano en Estados Unidos, y los demócratas, con FRANKLIN DELANO ROOSEVELT, llegan al poder. La política que llevará a cabo se llama *New Deal*, término sacado del juego de *bridge* que significa “nuevo reparto”.

El Estado opta por el intervencionismo en la economía y desde ahí va a potenciar la subida de precios y el estímulo al consumo.

#### a) Medidas de orden financiero para salvar el sistema bancario

El objetivo fundamental era reformar el sistema bancario que había quedado deshecho. Con la

*Reconstruction Finance Corporation* se apoyó al sistema bancario participando el Estado en el capital de los bancos.

En el orden monetario se produjo la devaluación del dólar, medida que apoyaba al economista KEYNES, con ello se conseguía el aumento de los precios. Junto con la devaluación del dólar para hacer subir los precios y favorecer la exportación, se sacó más moneda a la circulación, lo que producía inflación pero estimulaba la economía.

La última medida tomada fue la reforma de la bolsa para impedir que volviera a pasar algo parecido. Además se prohibió la exportación de oro.

#### b) Medidas para relanzar la agricultura

ROOSEVELT pedirá a los agricultores que reduzcan sus cosechas, a cambio de indemnizaciones que se pagarían con un impuesto especial a los industriales que transforman los productos agrícolas, esto produciría la subida de los precios. Esta política contaría con muchos inconvenientes, los agricultores que cooperaban recibían indemnizaciones y la subida de los precios les beneficiaba; pero los que no, reducían su producción, se beneficiaban de los precios altos y esto echaba por tierra la política gubernamental.

Por último, la subida de los precios de los productos agrícolas era buena para aumentar el poder adquisitivo y relanzar la demanda, pero era mala para las clases desfavorecidas urbanas.

#### c) Medidas industriales

El objetivo consistía en aumentar los salarios, asegurando los beneficios industriales. Se pretendía así aumentar el poder adquisitivo de la población y relanzar la demanda. También se dictaron leyes para reducir la jornada laboral a 40 horas, y conseguir precios más altos en los productos industriales, aumentando así el beneficio empresarial.

Se crea la *Nacional Industrial Recovery Act (NIRA)*. Con ella se pretendía organizar la intervención estatal en el ámbito industrial y establecer directrices de las empresas privadas con el fin de controlar esa total libertad de mercado.

La *NIRA* impedía la libre competencia con el establecimiento de unas normas globales (convenios colectivos), que garantizaban unos beneficios mínimos a los empresarios y un salario justo a los trabajadores, reconociendo la libertad sindical y del sistema de contratación colectiva. Además la *NIRA* favorecía la creación de monopolios, por lo que, al ser declarada inconstitucional en 1935, ROOSEVELT aprovechó para eliminarla y volver a la política *anti-trust*.

Se crea también la TVA (*Tennessee Valley Authority*), empresa estatal encargada de construir presas, es decir, todo un programa de obras públicas en manos estatales.

#### d) Medidas sociales

Pretendían favorecer a los más afectados. Entre ellas se encontraban el aumento de salarios que era imprescindible para acabar con el subconsumo, las subvenciones a los parados que así podrían afrontar mejor la crisis, etc. En esta línea se encuentra el relanzamiento de un enorme programa de obras públicas, que tenía como objetivo dar trabajo a los parados.

La recuperación económica se consolidó de una manera clara a partir del año 1937, y en 1940 se reactivaría la industria militar de cara a la guerra que aparece inminente en el panorama europeo.

### En Europa

En Europa casi todos los países optaron por una política deflacionista o de restricción del dinero en circulación, es decir, de recortes. Entre las medidas más importantes estaban el lograr el equilibrio presupuestario, un equilibrio en la balanza de pagos favoreciendo la exportación y poniendo trabas a la importación, evitar la fuga de capitales, congelación o reducción de salarios... Pero todas estas medidas no solucionaron nada y aumentaron el paro y la recesión. DEYNES preveía para salir de la crisis el endeudamiento del estado y el déficit presupuestario.

#### a) La situación económica en Alemania:

##### La Autarquía

Como el resto de los países, Alemania intenta paliar la crisis mediante la deflación. En diciembre de 1931 el gobierno decreta el descenso de los salarios al nivel de 1927, aunque no sirvió para mejorar las exportaciones alemanas. La política de deflación acabó en un fracaso y ello supuso, en cierta manera, el ascenso de los nazis al poder.

HITLER inicia entonces una política autárquica. El proyecto de autarquía era el único que le quedaba a la Alemania nazi, que no tenía posibilidades de exportar y vender su sobreproducción debido a las medidas proteccionistas imperantes en Europa y a la falta de colonias. La organización industrial alemana, concentrada a través de carteles, favorecía la implantación de la autarquía, al tiempo que, tras el ascenso al poder, los nazis se adhirieron a los planes del capitalismo. El capitalismo alemán se sirve de dos motores sucesivamente complementarios

para reactivar la economía: las obras públicas, primero, y el rearme.

El Estado, a través de los impuestos, financiaba las inversiones, lo que proporcionaba trabajo. Los ingresos, que no podían invertirse en productos de consumo ni exportarse, tenían que dirigirse forzosamente al ahorro, con el que se pagaban las deudas contraídas y se volvía a invertir en un continuo ciclo. De esta forma se conseguía crecimiento industrial, escasa inflación, pleno empleo, estancamiento salarial y limitación del consumo. En 1937 Alemania ya se había colocado en los niveles anteriores a la crisis.

En el exterior, la autarquía se manifestó a través de una serie de medidas tendentes a evitar que salieran divisas del país y a controlar el déficit de la balanza de pagos:

- Acuerdos bilaterales con países de economías más débiles, con los que la balanza comercial siempre era favorable a Alemania.
- Se pagaba a estos países con marcos que no podían ser usados fuera de Alemania
- Las compras y ventas en el exterior se regulaban siempre por medio del *Reichsbank*, que era quien recibía las divisas del comprador extranjero y pagaba, en marcos, al exportador alemán.

#### b) Francia

En Francia se constató también el fracaso de la política deflacionista al no generar prosperidad sino aumento de la recesión.

En 1936 este gobierno nacionalizó los ferrocarriles y llegó a compromisos con los sindicatos para crear empleos en obras públicas, aumentar el poder adquisitivo de los trabajadores y la reducción de la jornada laboral a 40 horas. No obstante, en Francia se produjo una reducción de la producción industrial de un 7 por 100, mientras en Gran Bretaña y Alemania crecía.

#### c) Gran Bretaña

De 1933 a 1936 se produjo una notable recuperación económica debido a una política contradictoria, por un lado se toman medidas deflacionistas (de recorte) como el equilibrio presupuestario, pero por otra se devalúa la libra para generar un aumento de los precios.

El relanzamiento definitivo de la economía se producirá al aumentar los gastos e inversiones en la industria armamentística a partir de 1938-1939.

## 2. CRISIS DEL 2008/2010

### Antecedentes

La crisis financiera de 2008 se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, dando lugar aproximadamente en octubre de 2007 a la llamada crisis de las hipotecas *subprime*. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional.

La crisis de las hipotecas *subprime* es una crisis financiera que se extiende por los mercados financieros, principalmente, a partir de agosto de 2007, si bien su origen se remonta a los años precedentes. Generalmente, se considera disparador y parte de la crisis financiera de 2008 y de la crisis económica de 2008.

Las hipotecas de alto riesgo, conocidas en Estados Unidos como *subprime*, eran un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizado para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Su tipo de interés era más elevado que en los préstamos personales (si bien los primeros años tienen un tipo de interés promocional), y las comisiones bancarias resultaban más gravosas. Los bancos norteamericanos tenían un límite a la concesión de este tipo de préstamos, impuesto por la Reserva Federal.

Dado que la deuda puede ser objeto de venta y transacción económica mediante compra de bonos o titularizaciones de crédito, las hipotecas *subprime* podían ser retiradas del activo del balance de la entidad concesionaria, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones. En algunos casos, la inversión se hacía mediante el llamado *carry trade*. El problema surge cuando el inversor (que puede ser una entidad financiera, un banco o un particular) desconoce el verdadero riesgo asumido. En una economía global, en la que los capitales financieros circulan a gran velocidad y cambian de manos con frecuencia y que ofrece productos financieros altamente sofisticados y automatizados, no todos los inversores conocen la naturaleza última de la operación contratada.

La crisis hipotecaria de 2007 se desató en el momento en que los inversores percibieron señales de alarma. La elevación progresiva de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, así como el incremento natural de las cuotas de esta clase de créditos hicieron aumentar la tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones (lo que incorrectamente se conoce como embargo), y no sólo en las hipotecas de alto riesgo.

La evidencia de que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo provocó una repentina contracción del crédito (fenómeno conocido técnicamente como *credit crunch*) y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de desconfianza y pánico inversionista, y una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo, debida, especialmente, a la falta de liquidez.

Cuando estalló la crisis en agosto del 2007, se estimaba que había una morosidad acumulada de más de 500.000 millones de dólares en el mercado de las hipotecas. Pero mucho mayor era la pérdida de valor de los títulos y acciones que estaban respaldados por las entonces bautizadas "hipotecas basura". En otras palabras, muchos de los bancos vinculados al negocio inmobiliario no pudieron afrontar sus deudas porque se evaporaron sus activos, apalancados en hipotecas incobrables y devaluadas. Y en esa compleja trama financiera, el efecto dominó empezó a arrastrar a la quiebra a muchas entidades relacionadas de algún modo con estos instrumentos financieros apoyados en una frágil burbuja. Los casos más resonantes fueron *Freddie Mac*, *Fannie Mae*, *Bearns Stearns*, y más recientemente *Lehman Brothers* y *AIG*, pero hubo un centenar de entidades afectadas en USA y algunas en Europa que tuvieron que ser apuntaladas.

### Descripción de la crisis. Causas de la crisis.

Varios factores se aliaron para dar lugar a la crisis financiera. En primer lugar, la enorme burbuja especulativa ligada a los activos inmobiliarios. En los Estados Unidos, como en muchos otros países occidentales, se produjo una huida de capitales de inversión tanto institucionales como familiares en dirección a los bienes inmuebles.

En el caso estadounidense, la compra-venta de vivienda con fines especulativos estuvo acompañada de un elevado apalancamiento, es decir, con cargo a hipotecas que, con la venta, eran canceladas para volver a comprar otra casa con una nueva hipoteca, cuando no se financiaban ambas operaciones mediante una hipoteca puente. El mercado



aportaba grandes beneficios a los inversores, y contribuyó a una elevación de precios de los bienes inmuebles, y, por lo tanto, de la deuda.

Pero el escenario cambió a partir de 2004, año en que la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó a subir los tipos de interés para controlar la inflación. Desde ese año hasta el 2006 el tipo de interés pasó del 1 por 100 al 5,25 por 100. El crecimiento del precio de la vivienda, que había sido espectacular entre los años 2001 y 2005, se convirtió en descenso sostenido. En agosto de 2005 el precio de la vivienda y la tasa de ventas cayeron en buena parte de los Estados Unidos de manera abrupta. Las ejecuciones hipotecarias debidas al impago de la deuda crecieron de forma espectacular, y numerosas entidades comenzaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a los inversores o recibir financiación de los prestamistas.

En el año 2007 el problema de la deuda hipotecaria *subprime* empezó a contaminar los mercados financieros internacionales, convirtiéndose en una crisis internacional de gran envergadura, calificada por algunos como la peor desde la segunda guerra mundial.

### **La transmisión de la crisis a los mercados financieros**

La información de que se dispone parece indicar que el origen de la crisis se encuentra en una incorrecta valoración de los riesgos, intencionada o no, que habría sido amplificado por la automatización del mercado de valores, la desinformación de los inversores particulares y la liquidez sin precedentes del período 2001-2007. Asimismo, parece ser que las entidades bancarias recababan liquidez mediante la técnica de retirar de sus activos el dinero prestado por la vía de “colocar cédulas hipotecarias u otras obligaciones respaldadas por paquetes de activos corporativos e hipotecarios”. El riesgo de las *subprime* habría sido transferido a los bonos de deuda y las titulaciones, y de ahí a fondos de pensiones y de inversión. De hecho, las entidades de valoración de riesgo [como *Standard & Poors (S&P)* o *Moody's*] comenzaron tras la crisis a ser investigadas por su posible responsabilidad y sólo cuando la crisis se desató, las agencias de calificación de riesgo endurecieron los criterios de valoración. Asimismo, los legisladores norteamericanos y europeos comenzaron a barajar un endurecimiento de los criterios de concesión de hipotecas.

Si bien la existencia de un problema con la hipotecas *subprime* era conocido con anterioridad al estallido de la crisis, se desconocía su alcance, y sobre todo, qué entidades se encontraban afectadas.

### **Antecedentes inmediatos**

En febrero de 2007 el *Wall Street Journal* advertía sobre el peligro de las hipotecas *subprime*, así como el problema generado por los impagos de otros productos hipotecarios. En mayo, los fondos basados en hipotecas *subprime* comienzan a ser severamente criticados por los analistas, y los principales inversores (como *Lehman Brothers Holdings Inc.*) comienzan a huir de las hipotecas, tanto de las de alto riesgo como de las de bajo riesgo, negándose a dar más dinero a las principales entidades hipotecarias, las cuales comienzan a acusar falta de liquidez en contratos hipotecarios previamente comprometidos. *Freddie Mac* anuncia nuevas reglas para comprar créditos *subprime* en el mercado secundario. Mientras tanto, desde algunas instancias de la Reserva Federal se advierten los primeros síntomas de la crisis.

La percepción de crisis aumentaba a medida que entidades de gran prestigio o volumen de negocio comenzaban a dar señales de desgaste financiero.

En junio se conoce que varios fondos flexibles (*hedge fund*), que invertían en deuda titularizada, de una importante gestora de fondos, *Bear Stearns*, entran en quiebra. En el mes de julio, según la Reserva Federal, las pérdidas generadas por las hipotecas *subprime* se situaban ya entre los 50.000 y los 100.000 millones de dólares.

Durante el mes de agosto de 2007 tuvo lugar la transmisión del problema a los mercados financieros.

### **Los inicios**

Los inicios de la crisis datan por tanto de mediados del año 2007, con los primeros síntomas de las dificultades originadas por las hipotecas *subprime*. A fines de 2007 los mercados de valores de Estados Unidos comenzaron una precipitada caída, que se acentuó gravemente en el comienzo del 2008. La confluencia de otros eventos de particular nocividad para la economía estadounidense (subida de los precios del petróleo, aumento de la inflación, estancamiento del crédito), exageraron el pesimismo global sobre el futuro económico estadounidense, hasta el punto de que la Bolsa de Valores de Nueva York sucumbía diariamente a “rumores” financieros. Rápidamente, el impacto de las hipotecas de crisis provocó repercusiones más allá de los Estados Unidos. Pérdidas de los bancos de inversión ocurrieron en todo el mundo. Las empresas empezaron a negar de comprar bonos por valor de miles de millones de dólares, a causa de las condiciones del mercado. El Banco Federal los EEUU y

el Banco Central Europeo trataron de reforzar los mercados con dinero, inyectando fondos disponibles a los bancos (préstamos en condiciones más favorables). Las tasas de interés también fueron cortadas, en un esfuerzo para alentar a los préstamos. Sin embargo, a corto plazo las ayudas no resolvieron la crisis de liquidez (falta de dinero disponible para los bancos), ya que los bancos siguen siendo desconfiados, por eso se niegan a otorgar préstamos a unos de otros. Los mercados de crédito se volvieron inmóviles pues los bancos fueron reacios a prestarse dinero entre ellos, al no saber cuantos malos préstamos podrían tener sus competidores. La falta de crédito a los bancos, empresas y particulares acarrea la amenaza de recesión, la pérdida de empleos, quiebras y por lo tanto un aumento en el costo de la vida. En el Reino Unido, el banco *Northern Rock* pidió un préstamo de emergencia para mantenerse, lo que impulsa a un *run* en el banco, 2.000 millones de libras fueron retiradas por clientes preocupados. El banco más tarde se nacionalizó. En los EEUU, el casi colapso de *Bear Stearns* lleva a una crisis de confianza en el sector financiero y el fin de los bancos especializados en la sola inversión.

### El pánico bursátil

Tras un respiro primaveral, los mercados bursátiles de Estados Unidos volvieron a una extrema debilidad, entrando oficialmente en caídas superiores al 20 por 100 en junio, lo cual se considera un mercado en retroceso extendido (*bear market*). Esto volvió a ser motivado por malas noticias en el sector financiero, con las primeras declaraciones de bancarrota, incluyendo la caída del banco *Indy-Mac*, la segunda quiebra más grande en términos de dólares en la historia del país, con el riesgo latente que otros bancos regionales también pudiesen terminar igual por la crisis.

La crisis tomó dimensiones aún más peligrosas para la economía de Estados Unidos cuando las dos sociedades hipotecarias más grandes del país, *Fred-die Mac* y *Fannie Mae*, que reúnen la mitad del mercado de hipotecas sobre viviendas, comenzaron a ver sus acciones atacadas por los especuladores bajistas, a tal punto que a principios de julio, el gobierno de Estados Unidos y la Reserva Federal nuevamente tuvieron que anunciar un rescate para esas entidades financieras. Tal decisión creó consternación en varios sectores liberales, que adujeron que tales rescates solo empeorarían a largo plazo las prácticas éticas de los inversionistas, fomentando con dinero público la temeridad. Durante ese periodo, la *FED*, así como otros ban-

cos centrales, continuaron inyectando liquidez al mercado, por valor de cientos de miles de millones de dólares, euros o libras esterlinas.

El 15 de septiembre, el banco de inversión *Lehman Brothers* pidió protección crediticia ante la ley, declarándose oficialmente en bancarrota. Mientras tanto, el banco de inversión *Merrill Lynch* fue adquirido por *Bank of America*, a mitad de su valor real. Los candidatos presidenciales de EEUU en ambos partidos y la prensa comenzaron a catalogar la situación de "pánico financiero", "crisis económica en el país" y de "colapso".

La crisis hipotecaria, se saldó con numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, constantes intervenciones de los Bancos centrales de las principales economías desarrolladas, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un deterioro de la economía global real, que ha supuesto la entrada en recesión de algunas de las economías más industrializadas.

Tras el plan de rescate las bolsas de todo el mundo continuaron su tendencia fundamentalmente bajista. Tras varios lunes negros, en los que las bolsas tuvieron caídas históricas, se hace público que la segunda hipotecaria alemana (*Hypo Real Bank*) es intervenida por el Estado para evitar su posible quiebra, con lo que la crisis financiera estadounidense, generada a partir de las hipotecas *sub-prime*, se extiende a toda la economía financiera internacional, y se convierte en global. Con el fin de evitar el pánico bancario en toda Europa, numerosos gobiernos, como Irlanda, o Portugal, se disponen a garantizar sin límites los depósitos bancarios y a elevar los fondos de garantía de depósitos hasta 40.000 euros. En el caso de Islandia, por ejemplo, se procede a una nacionalización de facto de toda la banca privada, con el fin de evitar la bancarrota del Estado (que no se consigue), a lo que se añade un corralito para las cuentas bancarias *offshore*.

### Precedentes

La actual crisis financiera tiene sus precedentes: el malestar del sistema monetario europeo en 1992/93, el *shock* mexicano de 1995/96 o el *crack* de hace una década en los Estados tigres del sudeste asiático. Crisis financieras y monetarias con ramificaciones globales. Quien se tome la molestia de analizar las causas y los efectos de ellas, descubrirá paralelos con los desjarretados mercados financieros de nuestros días.

A mediados de los 90, países del sureste asiático como Tailandia, Malasia, Indonesia o Singapur experimentaron, a diferencia de una economía

japonés en estado de tisis, un *boom* sin precedentes históricos. El volumen de crédito de esos “tigres asiáticos” creció parcialmente entre ocho y diez veces más rápido que su PIB. Una parte en continua expansión de esos créditos fue a parar a la compra de acciones y de propiedades inmobiliarias. No se escatimaron medios –elevadísimos tipos de interés y no menos elevados cursos cambiarios– para atraer capital extranjero.

Afluyó éste en masa, ciertamente, pero no en forma de inversiones directas duraderas, sino en depósitos monetarios a corto plazo, retirables en cualquier momento. Los precios disparados de las acciones y de las propiedades inmobiliarias siguieron calentando el *boom* crediticio, y los bancos de los países del sureste asiático se endeudaron masivamente con préstamos en dólares y yenes de corta duración, financiando así –en la creencia de que el *boom* de las acciones y del sector inmobiliario se mantendría– créditos a largo plazo en moneda local. Hasta mediados de 1997, cerca de 390 mil millones de dólares, procedentes sobre todo de bancos japoneses y europeos, fluyeron hacia el sureste asiático. (Los bancos alemanes, también bancos regionales como el WestLB, en cabeza.)

Cuanto más se mantenía el *boom*, tanto más lábil se tornaba el conjunto. Al final, los Bancos Centrales de los países asiáticos disponían sólo de muy menguadas reservas de divisas extranjeras. Demasiado menguadas, para poder restituir los créditos extranjeros en caso de crisis. Una situación ideal para los especuladores en divisas, que, a diferencia de los Bancos Centrales de los tigres asiáticos, no confiaban en el acoplamiento al dólar de las monedas del sueste asiático.

Primero entró en crisis Tailandia, en marzo de 1997. Los primeros signos de una sobreproducción en las industrias exportadoras del sureste asiático (computadoras y *chips* para computadoras) eran ya inconfundibles, de modo que cayeron los ingresos exportadores. En esa situación, los especuladores internacionales pasaron al ataque. El dos de julio de 1997, el *baht* tailandés se desenganchó del dólar, punto culminante de una serie de intentos inútiles por parte del gobierno de Bangkok para defender la cotización de su moneda frente a los ataques especulativos.

En un abrir y cerrar de ojos, la moneda tailandesa perdió un 20 por 100, lo que desencadenó de inmediato el pánico y consiguiente huida de capitales.

Los créditos a corto plazo concedidos por bancos extranjeros se devolvieron en masa. En menos de seis meses refluyeron más de 100 mil millones de dólares. Simultáneamente, a causa de la deva-

luación del *baht*, la deuda exterior de las empresas y los bancos tailandeses se disparó. Ya no podían pagar las obligaciones contraídas en moneda extranjera, y quebraron en serie. Cuando el Banco Nacional tailandés trató de esquivar el colapso con créditos de apoyo, era ya demasiado tarde. Tuvo que pedir ayuda al FMI.

De Tailandia, el virus pasó en agosto de 1997 a Malasia, Singapur, Indonesia y las Filipinas. En los cinco países más afectados, los valores bursátiles se desplomaron en unos pocos días, perdiendo más de un 60 por 100. En el cambio de año 1997/98, 600 mil millones de dólares en capital accionario habían sido aniquilados. También Taiwán, Corea del Sur y Hongkong, hasta entonces a salvo de ataques especulativos, cayeron en el lodo. Apenas podía sorprender que la caída de los cursos asiáticos llevara a un bajón a escala planetaria. Pero, mientras que el comercio de acciones se recuperó rápidamente en Europa y en América del Norte, Asia se vio duraderamente afectada. Ni Corea del Sur ni el resto de tigres asiáticos lograron evitar ya una grave recesión, porque la burbuja especulativa había estallado, provocando quiebras empresariales y desempleo. El *crack* significó para los países afectados la expropiación de millones de personas que habían participado en el proceso con medios modestos y que terminaron por perderlo todo.

Tres Estados –Tailandia, Corea del Sur e Indonesia– recibieron la parte del león de las ayudas financieras aportadas por el FMI en concierto con otros proveedores de dinero. Evidentemente, bajo las más severas condiciones. El FMI ordenó tipos elevados de interés, impuestos altos, recortes masivos en el gasto público y ulteriores devaluaciones monetarias. Dadas las circunstancias, la receta no podía sino ser contraproducente. Sin esa cura de caballo, muchos bancos y empresas de los países del sureste asiático habrían podido superar la crisis.

Pero de este modo millones perdieron su empleo, la población se pauperizó, señaladamente las capas medias. Todavía hoy sigue vivo el recuerdo de mujeres de buena sociedad poniendo en almoneda joyas, vestidos y bolsos para contribuir a la supervivencia de sus familias. Sólo Malasia, a pesar graves pérdidas, pudo salir con relativo bien de la crisis, porque rechazó la ayuda y las recetas del FMI. En cambio, en Indonesia el PBI se encogió un 13,7 por 100, en Tailandia un 8 por 100 y en Corea del Sur un 5,5 por 100. El sureste asiático perdió masivamente inversiones extranjeras, que se desviaron hacia China y la India.

Del *shock* de la crisis accionarial no se han recuperado plenamente todavía los tigres asiáticos. El

auge de China y de la India se aceleró, así, visiblemente, y la posición de Japón como potencia regional hegemónica se ha visto duraderamente sacudida. El *boom* de los “mercados emergentes” pasó. Y los inversores europeos y norteamericanos se lanzaron de cabeza a la nueva bonanza: la carrera planetaria en pos de los valores de *Internet* y tecnológicos entró en 1998/99, en plena resaca de la crisis asiática, en su fase más caliente, que terminaría un poco después al estallar la burbuja especulativa de la *New Economy*.

¿Hay paralelos con la situación presente? También entonces jugaron unas propiedades inmobiliarias sobrevaloradas un papel capital; también entonces concedieron los bancos créditos por doquier, sin preocuparse demasiado por su calidad. También entonces jugaron los fondos hedge un gran papel, aunque el papel de los derivados financieros no fuera muy destacado. Desde la crisis asiática sabemos que los mercados financieros son cualquier cosa menos “eficientes”. Al contrario: el radical desmantelamiento de todos los controles del movimiento de capitales, emprendido también con celo por los países en el umbral del desarrollo, los torna más vulnerables que nunca a los movimientos especulativos de capitales a corto plazo. Desde entonces sabemos de los riesgos que corren las estrategias de desarrollo puramente orientadas a la exportación y sometidas a los créditos del exterior.

Desde 1997/98 resulta, además, claro que la óptica político-financiera convencional encarna en el FMI daña más que ayuda. Para los países de la OCDE, el FMI ha perdido cualquier relevancia. También las economías asiáticas y latinoamericanas –inveteradamente caracterizadas por su obligaciones con el FMI– se ha independizado. Ya en 1998, Singapur, Hongkong y Taiwán, gracias a una acumulación masiva de reservas de divisas, estaban en situación, cuando menos, de defender el curso cambiario de sus monedas. Diez años después, China, que se ha beneficiado de la crisis asiática como nación exportadora y atractora de capitales, dispone de la mayor reserva de divisas del mundo, cosa que, huelga decirlo, no está exenta de riesgos con un dólar en proceso de debilitación. Que los países asiáticos en el umbral del desarrollo se hayan esforzado en desacoplarse de la moneda estadounidense, es una consecuencia del *shock* de 1997/98.

## Consecuencias

¿Cuáles han sido las consecuencias de la crisis?

1) Las carteras han sufrido una redistribución; dicho de otra manera, hemos constatado la habitual huida hacia un reequilibrio a favor de las carte-

ras de calidad. En primer lugar, los inversores se han desprendido de los activos de riesgo, para acudir a los activos refugio, sobre todo los bonos del Estado. En segundo lugar, los inversores han confirmado, como e crisis financieras anteriores, su preferencia por los activos denominados en dólares estadounidenses. Dicho de otro modo, habitualmente los bonos del Tesoro de Estados Unidos son los mejores bonos del Estado y las Bolsas de Estados Unidos son las menos perjudicadas. Otra observación importante para un inversor de la Zona Euro está relacionada con las divisas; en este sentido, está comprobado que la huida hacia la calidad no quiere decir forzosamente que el dólar se aprecie, incluso aunque los activos estadounidenses registren las mejores evoluciones.

2) La crisis ha tenido un impacto sobre la política monetaria de los bancos centrales. En Estados Unidos la decisión de la Fed de disminuir su tipo de interés debe interpretarse bajo diversos ángulos: a) su objetivo ha sido disminuir las tensiones en el mercado interbancario y prevenir los efectos negativos sobre la economía de las perturbaciones de los mercados financieros; b) el recorte de 50 puntos básicos arguyendo la persistencia de los riesgos inflacionistas da a la Fed la posibilidad de esperar otra información antes de tomar nuevas medidas. De hecho, todos los datos confirman la continuación del movimiento de corrección en el sector de la vivienda y las previsiones en materia de crecimiento no son prometedoras teniendo en cuenta el elevado nivel de endeudamiento, el deterioro previsto en el mercado laboral y el endurecimiento de las condiciones financieras.

## Políticas y medidas

Las autoridades económicas, desde el inicio de la crisis, han optado por diferentes soluciones: la inyección de liquidez desde los bancos centrales, la intervención y la nacionalización de bancos, la ampliación de la garantía de los depósitos, la creación de fondos millonarios para la compra de activos dañados o la garantía de la deuda bancaria. Las medidas parecen tener como objetivo mantener la solvencia de las entidades financieras, restablecer la confianza entre entidades financieras, calmar las turbulencias bursátiles y tranquilizar a los depositantes de ahorro.

Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, los bancos centrales han demostrado una gran capacidad de reacción. Además han actuado a la vez para evitar una crisis bancaria sistémica y para limitar las repercusiones sobre el crecimiento. Asimismo, la Reserva Federal estadounidense flexibili-

zó la política monetaria inyectando liquidez y, eventualmente, actuó sobre los tipos de interés.

Los bancos se financian tradicionalmente tomando dinero prestado a corto plazo en el mercado interbancario. Pero la crisis financiera que empezó en 2007 se ha caracterizado por una gran desconfianza mutua entre los bancos, lo que llevó a un aumento de los tipos interbancarios. Las tasas interbancarias superaron por mucho la tasa directriz del banco central. Asimismo, los bancos centrales han intervenido masivamente para inyectar liquidez, esperando así reducir las tensiones del mercado monetario y restablecer la confianza. La política monetaria se ha caracterizado también por una extensión de la duración de los préstamos, una ampliación de las garantías y la posibilidad de obtener refinanciación.

### Medidas gubernamentales

Desde finales de agosto de 2007, el gobierno estadounidense ha anunciado varias medidas para evitar las situaciones de impago de los hogares. Un primer plan de rescate para los bancos fue presentado oficialmente a principios de diciembre de 2007, con un doble objetivo: primeramente proteger a los hogares más frágiles, pero también encauzar la crisis. La principal medida destinada a limitar los impagos hipotecarios es congelar, bajo ciertas condiciones, los tipos de interés de los préstamos de alto riesgo a tipo variable. La administración BUSH también anunció a principios de 2008 un plan presupuestario de relanzamiento de unos 150.000 millones de dólares, o sea el equivalente del 1 por 100 del PIB.

Buscando una solución a largo plazo, el gobierno de los EEUU otorgó un rescate de 700.000 millones de dólares para comprar la mala deuda de *Wall Street* a cambio de una participación en los bancos. El gobierno del Reino Unido lanzó su propio rescate, haciendo 400.000 millones de libras disponibles a ocho de los más grandes bancos del Reino Unido y a empresas de vivienda a cambio de participación al capital de ellas. A cambio de su inversión, el gobierno espera obtener una participación en los bancos.

El programa de rescate *TARP*, del Departamento del Tesoro de los EEUU, implicará la creación de la Oficina de Estabilidad Financiera, dentro de la actual Oficina de Finanzas Domésticas del Tesoro, encargado de las adquisiciones de activos en problemas en el sistema financiero hasta un máximo de 700.000 millones de dólares. Además, implicó la creación del fondo de financiamiento de seguros para activos en problemas *TAIFF*.

Los objetivos consistían en:

1) A corto plazo, restablecer el crédito interbancario proporcionando los recursos suficientes para que las entidades bancarias puedan afrontar una salida masiva de depositantes de cualquier institución, y que exista liquidez suficiente para que las empresas e instituciones en general no detengan sus transacciones.

2) A medio plazo, restablecer la confianza en el sistema permitiendo una recuperación del crédito, ya que de no hacerlo es probable que la recesión global sea más profunda y duradera de lo previamente estimado

El gobierno quería pedir préstamos en los mercados financieros mundiales y esperaba poder vender los peores bonos en cuanto el mercado de la vivienda se hubiese estabilizado. El gobierno del Reino Unido lanzó su propio rescate haciendo 400.000 millones de libras disponibles a ocho de sus bancos más grandes y a empresas de vivienda a cambio de participación al capital de ellas. A cambio de su inversión, el gobierno esperaba obtener una participación en los bancos.

### 3. COMPARATIVA CON LA SITUACIÓN ACTUAL

Desde el año 2003 los bancos brindaron créditos relativamente altos, dejando múltiples casos en deuda y dando paso a la recesión económica.

Algunas *diferencias* con la crisis del 29 son:

- Plan de rescate financiero: *TARP* (2008), *NEW DEAL* (1929).
- En 1929 los depósitos bancarios no estaban asegurados.
- En 1929 el sistema monetario se basaba en el patrón oro, que impedía que la Reserva Federal (FED) aumentara la liquidez del sistema si no aumentaban previamente sus reservas de ese metal. Como el oro en manos de la FED aumentó, esta no pudo imprimir el dinero que desaparecía por culpa de las quiebras bancarias. En el 2008, los bancos centrales de todo el mundo imprimieron dinero para dotar al sistema financiero de liquidez.
- En 1929 había deflación; en la crisis actual, inflación.
- En el 29 no había quien invirtiese en bolsa. Hoy, hasta los planes de pensiones dependen de los mercados bursátiles.
- La Globalización no existía como tal en la crisis del 29.

— En la actualidad no ha habido una caída en picado de las bolsas, que aún no han tocado suelo.

Pero también se pueden destacar algunas *similitudes*:

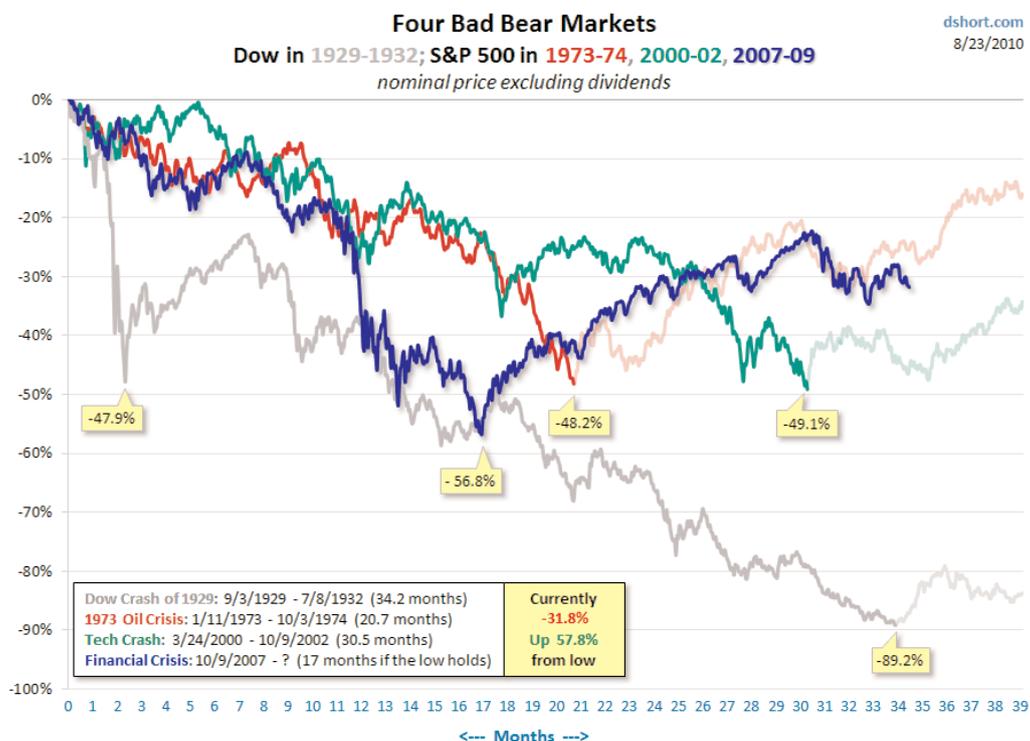
- Los créditos brindados por el banco eran relativamente altos para saldarlos, dando origen a una deuda.
- Los analistas pensaban que era un ajuste pasajero de mercado.
- Quiebran muchos bancos.
- La especulación bursátil se establece como algo habitual.
- Alto nivel de consumo antes del *crack*.
- En ambas crisis fallaron los mecanismos de control interno de las empresas y no se midieron correctamente los riesgos de negocio.
- Altos crecimientos económicos precedieron al *crack del 29* y a la crisis actual.
- Alta tasa de desempleo.
- Profunda recesión económica.
- También existía una gran burbuja en las bolsas con importantes compras de acciones a crédito.

La salida de la crisis económica internacional del año 1929 se hizo posible utilizando medidas

como las siguientes: incremento del crédito proporcionado por los bancos centrales, aumento del gasto público; mejores controles bancarios; disminución de la tasa de interés; abandono del patrón oro; intervención estatal de empresas; creación de empleos directamente por parte del Estado; disminución de la jornada laboral; incremento de salarios; establecimiento de la seguridad social y el seguro de desempleo; libertad sindical; transición de una economía de paz a una de guerra (rearme).

Las medidas adoptadas para salir de la crisis del año 2008 son las siguientes: incremento del crédito proporcionado por los bancos centrales; aumento del gasto público; propuestas de mejores controles bancarios; disminución de la tasa de interés; propuestas de abandono del patrón dólar y de uso de canastas de divisas; intervención estatal de empresas estratégicas; creación de empleos directamente por parte del Estado; flexibilidad laboral; no aumento de salarios, disminución de los mismos en común acuerdo de las empresas con los trabajadores; mantenimiento de una seguridad social en crisis y seguro de desempleo insuficiente; libertad sindical limitada; transición de una economía de paz a una de guerra (rearme).

Existe una interesante comparativa entre cuatro grandes caídas bursátiles de la historia.



La crisis del 29 en gris, la crisis petrolera del 73 en rojo, la crisis del 2000 y la crisis financiera iniciada en 2007.



Se puede ver un cierto paralelismo entre las cuatro, y mientras en los primeros meses de nuestra crisis actual el gráfico se parecía al de la crisis petrolera y luego al del 2000, luego se hundió hacia el gráfico de la crisis del 29. Pero finalmente, en marzo, empezó a remontar y su paralelismo es ahora similar a la recuperación de la crisis petrolera.

La verdad es que si bien empezó pareciéndose a la crisis del 29, también financiera, las inyecciones

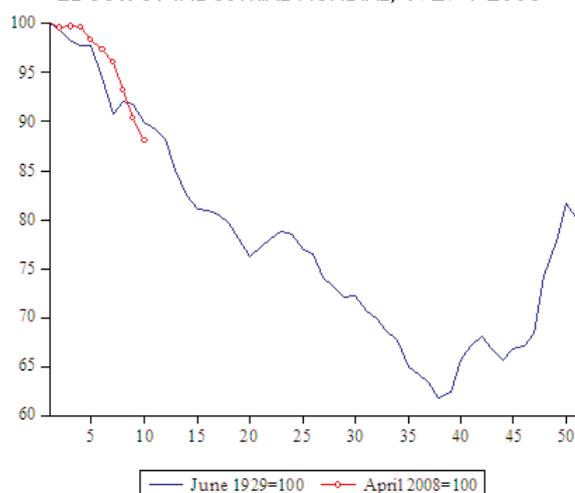
de liquidez de los bancos centrales tal vez la hayan conjurado para convertirse en una crisis petrolera. Al fin y al cabo parte de la culpa de esta crisis la tuvo el petróleo que alcanzó records de precio en la primera mitad de 2008. Se podría decir que esta crisis es una combinación de crisis financiera y petrolera.

Finalmente, podemos resumir de manera esquemática algunos momentos clave compartidos por ambas crisis.

<i>Crisis 1929</i>	<i>Crisis actual</i>
<b>Inicios</b>	
La crisis se inició en la primera potencia económica mundial, Estados Unidos, y concretamente en la bolsa de Nueva York, en la que las cotizaciones se hundieron en los últimos días de octubre de 1929, de tal manera que en un mes perdieron un tercio de su valor. Este <i>crash bursátil</i> acabó con un periodo de especulación al alza en la que los inversores contraían créditos para adquirir acciones, confiados en que el alza de éstas compensaría con creces el interés de tales créditos. Ello condujo a una sobrevaloración de las acciones, cuya alza no guardaba proporción con los beneficios realmente obtenidos por las empresas.	La especulación al alza del suelo y de la vivienda en EEUU y Europa de estos últimos 10 años ha llevado a un amplio sector de la población a contraer grandes créditos para comprar viviendas sobrevaloradas, basándose en la confianza de que las viviendas siempre subirían de precio, y que todos tendrían empleo en los próximos 30 años para poder pagarlos.
<b>El sistema bancario</b>	
Cuando finalmente la confianza se quebró y las acciones empezaron a bajar, los inversores no pudieron hacer frente a sus créditos y la crisis se trasladó al sistema bancario americano. La crisis bancaria tuvo efectos negativos en toda la economía, porque la contracción de los créditos puso en dificultades a las empresas y se tradujo también en un descenso del consumo. Se entró en una espiral de crisis, caracterizada por un fuerte descenso de los precios (especialmente los agrarios), la quiebra de empresas, la ruina de muchos agricultores y el aumento del desempleo.	Cuando en agosto de 2007 se produce la <i>quiebra de bancos</i> hipotecarios en EEUU debido a la falta de liquidez por la morosidad de las hipotecas de alto riesgo ( <i>subprime</i> ), caen las bolsas y los bancos centrales empiezan a inyectar liquidez a los mercados financieros. La confianza cae. Se produce una contracción del crédito y del consumo, llevan a la quiebra a pequeñas y medianas empresas y a importantes reducciones de plantillas en las grandes empresas. Aumenta de forma gradual el desempleo, que contribuye a elevar la morosidad de las hipotecas.
<b>Primeras señales</b>	
El primer aviso de lo que se avecinaba en el crack del 29 llegó dos años antes con la crisis inmobiliaria de Florida. En síntesis, fue el punto final de una espiral de compraventa de terrenos presuntamente edificables (algunos estaban en zonas pantanosas del todo insalubres) que se traspasaban en días ganando sustanciales porcentajes en cada operación.	En la crisis actual, la luz roja se encendió en agosto del 2007, cuando explotó la burbuja de las hipotecas <i>subprime</i> ; es decir, créditos concedidos con escasas garantías, con un tipo de interés.
<b>La crisis se extiende</b>	
El gran papel que los EEUU jugaban en la economía mundial hizo que en pocos meses la crisis se difundiera por otros países. Después de la primera guerra mundial los EEUU se habían convertido en grandes suministradores de capital a otros países y el mercado norteamericano era importante para las exportaciones de bastantes países. Los sistemas bancarios de Austria y Alemania fueron los primeros en verse gravemente afectados por la retirada de capitales norteamericanos y en verano de 1931 se produjeron varias quiebras.	Las titularizaciones de las hipotecas de alto riesgo y su venta a entidades financieras de todo el planeta, genera una especie de pandemia <i>subprime</i> que contamina todo el sistema financiero.

Cuadro 1

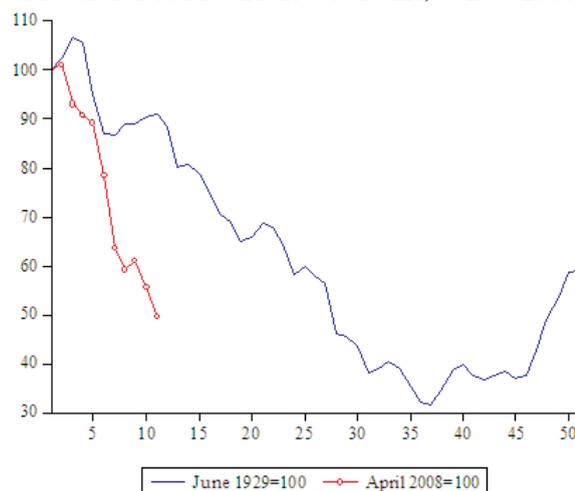
EL OUTPUT INDUSTRIAL MUNDIAL, 1929 Y 2008



Fuente: EICHENGREEN y O'ROURKE (2009).

Cuadro 2

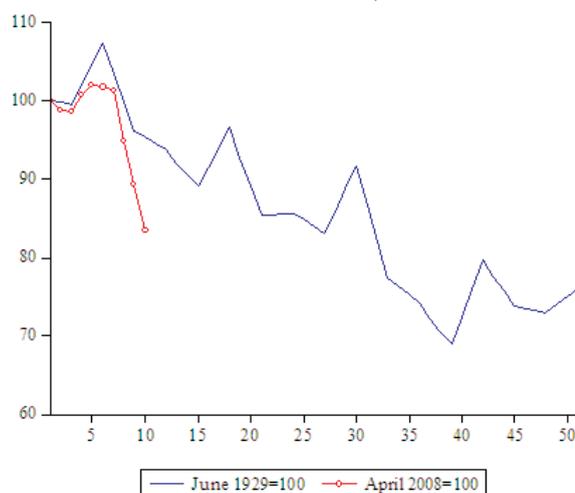
LOS MERCADOS DE VALORES MUNDIALES, 1929 Y 2008



Fuente: Global Financial Database.

Cuadro 3

EL VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL, ENTONCES Y AHORA



Fuente: League of Nations Monthly Bulletin of Statistics, <http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>

## La crisis como fenómeno global

La Gran Depresión fue un fenómeno global. Se originó en los Estados Unidos y se transmitió internacionalmente a través de los flujos comerciales, los flujos de capital y los precios de mercancías.

El gráfico (Cuadro 1) perfila el comportamiento de las variables tras los picos en la producción industrial mundial, que se dieron en junio de 1929 y en abril de 2008.

Análogamente, mientras que la caída del mercado de valores en los Estados Unidos marcó 1929, los mercados de valores globales cayeron en el 2008 más rápidamente que en la Gran Depresión (Cuadro 2). Esto contradice a quienes, basándose exclusivamente en el comportamiento del mercado estadounidense, sugieren que el actual crack no es más serio que el de 1929-30.

Lo mismo ocurre con el ámbito de la destrucción del comercio. El comercio mundial está cayendo mucho más rápidamente ahora que en 1929-30 (Cuadro 3). Esto resulta muy alarmante, dada la importancia que la historiografía concede a la destrucción del comercio como uno de los ingredientes de la Gran Depresión.

## 4. CONCLUSIONES

Curiosamente, y al igual que ocurriera en los “felices” años previos a la Gran Depresión de 1929, el shock de crecimiento monetario no ha impactado de forma significativa a los precios del subconjunto de bienes y servicios de consumo (aproximadamente tan sólo un tercio del total de bienes). Y es que en la última década, al igual que en los años veinte del siglo pasado, se ha experimentado un notable aumento de la productividad, resultado de la introducción masiva de nuevas tecnologías y de importantes innovaciones empresariales que, en ausencia de la “borrachera monetaria y crediticia”, habrían producido una saludable y continua reducción en el precio unitario de los bienes y servicios que consumen todos los ciudadanos. Además, la plena incorporación al mercado globalizado de las economías china e india fue incrementando aún más la productividad real de bienes y servicios de consumo. Que no se haya producido esta sana “deflación” de precios en los bienes de consumo, en una etapa de tan gran crecimiento de la productividad como la de los últimos años, es la principal prueba de que el proceso económico se ha visto muy perturbado por el shock monetario.

Desgraciadamente, la teoría económica nos enseña que la expansión crediticia artificial y la infla-



ción de medios de pago (fiduciaria) no constituyen un atajo que haga posible el desarrollo económico estable y sostenido, sin necesidad de incurrir en el sacrificio y en la disciplina que supone toda tasa elevada de ahorro voluntario (que, por el contrario, sobre todo en Estados Unidos, no sólo no ha crecido sino que incluso en algunos años ha experimentado tasas negativas).

Y es que las expansiones artificiales del crédito y del dinero siempre son, como mucho, “pan para hoy y hambre para mañana”. En efecto, hoy no existe duda alguna sobre el carácter recesivo que, a la larga, siempre tiene el *shock* monetario: el crédito de nueva creación (no ahorrado previamente por los ciudadanos) pone de entrada a disposición de los empresarios una capacidad adquisitiva que éstos gastan en proyectos de inversión desproporcionadamente ambiciosos (durante los últimos años especialmente en el sector de la construcción y las promociones inmobiliarias), es decir, como si el ahorro de los ciudadanos hubiera aumentado, cuando de hecho tal cosa no ha sucedido.

Se produce así una descoordinación generalizada en el sistema económico: la burbuja financiera (“exuberancia irracional”) afecta negativamente a la economía real y tarde o temprano el proceso se revierte en forma de una recesión económica en la que se inicia el doloroso y necesario reajuste que siempre exige la readaptación de toda la estructura productiva real que se ha visto distorsionada por la inflación.

Los detonantes concretos que anuncian el paso de la euforia propia de la “borrachera” monetaria a la “resaca” recesiva son múltiples y pueden variar de un ciclo a otro. En las circunstancias actuales han actuado como detonantes más visibles la elevación del precio de las materias primas y especialmente del petróleo, la crisis de las denominadas hipotecas *subprime* en Estados Unidos y finalmente, la crisis de importantes instituciones bancarias al descubrirse en el mercado que el valor de sus activos (préstamos hipotecarios concedidos) era inferior al de sus deudas.

En las actuales circunstancias son muchas las voces interesadas que reclaman ulteriores reducciones en los tipos de interés y nuevas inyecciones monetarias que permitan al que quiera culminar sin pérdidas sus inversiones.

Sin embargo, esta huida hacia adelante sólo lograría posponer temporalmente los problemas a costa de hacerlos luego mucho más graves. En efecto, la crisis ha llegado porque los beneficios de las empresas de bienes de capital (especialmente en los sectores de construcción y promociones

inmobiliarias) han desaparecido como resultado de los errores empresariales inducidos por el crédito barato, y porque los precios de los bienes de consumo han empezado a comportarse relativamente menos mal que los de los bienes de capital.

A partir de este momento se inicia un doloroso e inevitable reajuste que, a los problemas de caída de la producción y aumento del desempleo, se está añadiendo un muy negativo aumento de los precios de los bienes de consumo (recesión inflacionaria o “estanflación”).

El análisis económico más riguroso y la interpretación más fría y ponderada de los últimos acontecimientos económicos y financieros fuerzan la conclusión de que, al igual que sucedió con los fracasados intentos de planificar desde arriba la extinta economía soviética, es imposible que los Bancos Centrales (verdaderos órganos de planificación central financiera) sean capaces de acertar en la política monetaria más conveniente para cada momento.

O expresado de otra forma, el teorema de la imposibilidad económica del socialismo, descubierto por los economistas austriacos LUDWIG VON MISES y FRIEDRICH A. HAYEK, según el cual es imposible organizar económicamente la sociedad en base a mandatos coactivos emanados de un órgano de planificación, dado que éste nunca puede llegar a hacerse con la información que necesita para dar un contenido coordinador a sus mandatos, es plenamente aplicable a los Bancos Centrales en general, y a la Reserva Federal y en su momento a ALAN GREENSPAN y hoy a BEN BERNANKE en particular: nada hay más peligroso que caer en “la fatal arrogancia” —en feliz expresión de HAYEK— de creerse omnisciente o al menos tan sabio y poderoso como para ser capaz de ajustar en cada momento la política monetaria más conveniente (*fine tuning*). De manera que lo más probable es que la Reserva Federal y, en menor medida, el Banco Central Europeo, más que suavizar los movimientos más agudos del ciclo económico, hayan sido los principales artífices responsables de su génesis y agravamiento.

La disyuntiva para BEN BERNANKE y su consejo en la Reserva Federal y para el resto de los Bancos Centrales (encabezados por el europeo) no es, por tanto, nada cómoda. Durante años han hecho dejadez de su responsabilidad monetaria y ahora se encuentran en un callejón sin salida: o dejan que el proceso recesivo se inicie ya y con él el saludable y doloroso reajuste; o huyen hacia adelante “dándole al borracho, que ya siente con toda su virulencia la resaca más alcohol”, con lo que las probabilidad-

des de caer en un futuro no muy lejano en una aún más grave recesión inflacionaria aumentarían exponencialmente (éste fue precisamente el error que se cometió tras el *crash* bursátil de 1987, que nos llevó a la inflación de finales de los ochenta y terminó en la grave recesión de 1990-1992).

Además, reiniciar a estas alturas una política de crédito barato no puede sino dificultar la necesaria liquidación de las inversiones no rentables y la reconversión de las empresas, pudiendo incluso llegar a hacer que la recesión se prolongue indefinidamente, como sucedió con la economía japonesa, que tras probar todas las intervenciones posibles, dejó de responder a estímulo alguno de expansión crediticia o de tipo keynesiano.

En este contexto de “esquizofrenia financiera” hay que interpretar los últimos “palos de ciego” dados por las autoridades monetarias (responsables de dos objetivos íntimamente contradictorios: por un lado controlar la inflación, y por otro inyectar toda la liquidez necesaria para evitar la crisis del sistema financiero). Y así la FED un día salva a *AIG*, *Bear Stearns* y a *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, para al siguiente dejar caer a *Lehman Brothers*, bajo el pretexto más que justificado de “dar una lección” y no alimentar el *moral hazard* o “riesgo moral” Por último, y ante el cariz que tomaban los acontecimientos, se anuncia un plan de 700 mil millones de dólares para comprar los activos “ilíquidos” (es decir, sin valor) de la banca que, si se financia con cargo a impuestos (y no haciendo más inflación) habrá de suponer una gran carga impositiva para las economías domésticas, justo en el momento en que menos pueden permitírsela.

La situación comparativa de las economías de la Unión Europea es algo menos mala que la norteamericana (dejando ahora de lado el efecto expansivo de la política deliberada de depreciación del dólar, y las relativamente mayores rigideces europeas especialmente en el mercado laboral, que tienden a hacer más duraderas y dolorosas las recesiones en nuestro continente). La política expansiva del Banco Central Europeo, aunque no exenta de graves errores, ha sido algo menos irresponsable que la de la Reserva Federal. Además, el cumplimiento de los criterios de convergencia supuso en su día un notable y saludable saneamiento de las principales economías europeas. Solamente algunos países periféricos como Irlanda y, sobre todo, España, se vieron inmersos desde que

iniciaron su proceso de convergencia en una importante expansión crediticia.

El caso de nuestro país, España, es paradigmático. Nuestra economía experimentó un *boom* económico que, en parte, se debió a causas reales (reformas estructurales de liberalización emprendidas a partir de los gobiernos de JOSÉ MARÍA AZNAR); pero, en otra parte nada desdeñable, se vio alimentado por una expansión artificial del dinero y del crédito, que crecieron a una tasa que casi triplicó la evolución de esas mismas magnitudes en Francia o Alemania.

Nuestros agentes económicos en gran medida interpretaron la bajada de los tipos de interés, resultado del proceso de convergencia, en los términos de relajación monetaria que han sido tradicionales en nuestro país: mayor disponibilidad de dinero fácil y peticiones masivas de créditos a los bancos españoles (sobre todo para financiar la especulación inmobiliaria), que éstos han satisfecho creándolo de la nada ante la mirada impávida del Banco Central Europeo. Este último, ante la subida de los precios, y fiel a su mandato, ha decidido mantener los tipos de interés a pesar de las dificultades de aquellos miembros de la Unión Monetaria que, como España, ahora descubren que gran parte de lo invertido en inmuebles fue un error y se ven abocados a una duradera y dolorosa reestructuración de su economía real.

En estas circunstancias, la política más adecuada sería la de liberalizar la economía a todos los niveles (y en especial el mercado laboral) para permitir que los factores productivos (y en especial el factor trabajo) se reasignen rápidamente hacia los sectores rentables. Igualmente es imprescindible la reducción del gasto público y de los impuestos para incrementar la renta disponible de los agentes económicos fuertemente endeudados que necesitan devolver sus préstamos cuanto antes. Los agentes económicos en general y las empresas en particular sólo se sanan reduciendo costes (especialmente laborales) y devolviendo sus préstamos. Y para ello es imprescindible un mercado laboral muy flexible y un sector público mucho más austero. De ello dependerá que el mercado descubra cuanto antes cuales son los verdaderos valores reales de los bienes de inversión producidos por error, estableciéndose así las bases para una recuperación económica sana y sostenible en un futuro que, por el bien de todos, esperamos no sea demasiado lejano.

