



LA GRAN RECESIÓN. ORÍGENES Y DESARROLLO

Pablo Martín-Aceña y María de los Ángeles Pons *

Resumen

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es nuestra crisis económica similar en intensidad a la acaecida en los años treinta del siglo pasado? ¿Es más severa y será más prolongada? ¿Qué se está haciendo ahora que no se hizo entonces? Aunque todavía es pronto para obtener respuestas definitivas, economistas e historiadores económicos han comenzado a ofrecernos estudios en los que comparan ambos episodios. Los bancos se han salvado, pero no cumplen la función de intermediación que tienen asignada y la economía no se recuperará hasta que los balances se reconstruyan. Aquí la lección de los años treinta todavía no ha sido aprendida del todo. Por otro lado, si vuelve a extenderse el nacionalismo y retrocede la globalización –menos comercio internacional, menos financiación internacional– estaremos en una situación parecida a la de hace ochenta años; los desajustes impedirán la recuperación de las economías más industrializadas y la crisis se prolongará más de lo cabría esperar.

Abstract

Are we facing another Great Depression? Is our crisis similar in intensity to that of the 1930s? Is it more severe and will it last longer? What is being done now that was not done then? Although it is still too soon to get definitive answers, economists and economic historians have begun to offer us studies comparing the two episodes. The banks have been saved, but the intermediary function assigned has not been fulfilled and the economy will not recover until balance sheets have been reconstructed. Here, the lesson of the 1930s has not been fully learned yet. Furthermore, if nationalism spreads once again and globalisation recedes –less international commerce, less international finance– we will once again be facing a similar situation to that of eighty years ago; maladjustments will impede the recovery of more industrialised economies and the crisis will drag on for longer than expected.

1. Caída libre

En el verano de 2007 la economía mundial se frenó en seco y un año después entró en caída libre. Terminó de manera brusca un largo ciclo expansivo que había comenzado a mediados de los años noventa, caracterizado por altas tasas de crecimiento, niveles de precios estables y, por lo general, un desempleo relativamente reducido. Se quebró una vez más la ilusión de que la economía mundial había dejado atrás la era de los ciclos y que las innovaciones asociadas con la «Nueva Economía» aseguraban una senda de expansión ininterrumpida. Ahora como entonces se ha roto un espejismo: la economía de mercado, de libre competencia, que produce tanto bienestar para tanta gente, no asegura sin embargo un crecimiento sostenido sin fluctuaciones. Lo dijo el gran economista austriaco Joseph Schumpeter: el sistema de vez en cuando se paraliza y provoca agudas crisis que son imposibles de predecir y complicadas de curar.

En la actualidad estamos inmersos en una profunda crisis económica con raíces financieras en la que millones de personas han perdido sus empleos en todo el mundo y cientos de miles de familias han sufrido un descenso de sus ingresos y una reducción en el valor de sus patrimonios. Se trata de un fenómeno global, la primera crisis del siglo XXI: la Gran Recesión. Su final es aún cuestión abierta, pues pese al buen comportamiento de las economías de los países emergentes y a los indicios de recuperación en los Estados Unidos y en algunos países

* Universidades de Alcalá y Valencia, respectivamente.

de la Unión Europea, permanecen elementos perturbadores que en cualquier momento pueden abortar la salida de la crisis: una elevada volatilidad bursátil, los déficits interior y exterior americanos, las sombras proyectadas por la deuda soberana de algunos países europeos, el endeudamiento de las familias y la debilidad del sistema financiero, con demasiados bancos infracapitalizados y con carteras llenas de activos de baja calidad. Demasiadas incertidumbres para dar por cerrada la crisis.

2. Los peligros asociados a la Gran Moderación

Los años ochenta y noventa del siglo XX se caracterizaron por una escasa volatilidad de las principales variables macroeconómicas (PIB, inflación, empleo), lo que sin duda redujo el nivel de riesgo e incertidumbre y favoreció la inversión. En estas décadas EEUU experimentó un rápido crecimiento y, como señala DeLong (2007), se produjeron escasos brotes de deflación masiva generadora de desempleo o de inflación destructiva de riqueza. Por ese motivo, académicos y políticos denominaron a este período como la época de la «Gran Moderación». El primero en utilizar el término fue James Stock, un economista de la Universidad de Harvard, que junto con Mark Watson, de Princeton, escribieron un trabajo con el título «Has the Business Cycle Changed and Why» (2003), en el que destacaban la escasas fluctuaciones registradas en los países del G7 en los últimos treinta años. En ese trabajo, vinculaban dicha estabilidad con el mejor manejo de la política monetaria. Fue Ben S. Bernanke, sin embargo, quien popularizó dicho término en una conferencia pronunciada en 2004 como gobernador de la Reserva Federal. En su discurso, Bernanke ofrecía tres posibles explicaciones. La primera hacía alusión a los cambios estructurales experimentados por el sistema económico. Las mejoras tecnológicas e institucionales habrían aumentado la capacidad de la economía para absorber choques externos imprevistos. Para EEUU, concretamente, algunos trabajos ligaban la estabilidad macroeconómica a la desregulación financiera que se produjo en los ochenta. Así, el proceso de innovación financiera impulsado por una legislación más tolerante habría favorecido el desarrollo de los mercados financieros, permitiendo una rápida expansión del mercado de créditos y préstamos, y estimulando el crecimiento de la economía. Sin embargo, como veremos en el próximo apartado, también tuvo efectos adversos que en el medio plazo aumentaron el riesgo de padecer una crisis financiera. La segunda explicación de la estabilidad se centraba en el papel desarrollado por la política económica y, en particular, la monetaria. Mientras que en los setenta y primeros ochenta coincidieron una alta volatilidad del PIB, un fuerte crecimiento de la inflación (Romer y Romer, 2002) y una pobre actuación de la política monetaria, desde mediados de los ochenta la situación cambió y la mejor utilización de las variables monetarias habría reducido sustancialmente la volatilidad (Stock y Watson, 2003 y De Long, 2007). Finalmente, Bernanke hacía referencia a circunstancias no económicas y la estabilidad lograda habría sido simplemente el fruto de la buena suerte (Ahmed, Levin y Wilson, 2002). La aparente tranquilidad lograda por las economías desarrolladas no evitó, sin



embargo, que se registrasen algunas crisis importantes como fueron el desplome bursátil de 1987, el alza en los precios del petróleo en 1991 tras la invasión de Kuwait, la crisis cambiaria que afectó a algunos países europeos en 1992, la crisis mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997 (que posteriormente se trasladó a Rusia y América Latina), o el estallido de la burbuja tecnológica a principios del siglo XXI. La mayoría de estas crisis las sufrieron los países emergentes que en estos años y como consecuencia del proceso de globalización vieron cómo se producía un aumento espectacular de la integración financiera en un contexto de mayor flexibilidad de los tipos de cambio. La globalización financiera implicó la liberalización de su sector financiero doméstico y de su cuenta de capital. La consecuencia fue mayores movimientos de capital, en los que participaron de manera activa tanto los prestamistas locales como los prestamistas internacionales.

El primer impulso de la reciente globalización financiera surgió en la década de los setenta, cuando la fuerte subida de los precios del petróleo puso en manos de los bancos internacionales gran cantidad de fondos procedentes de los países exportadores de crudo (*petrodólares*) y otras de materias primas. El segundo impulso se produjo a mediados de los ochenta, cuando diversas regiones del Pacífico y del Sudeste asiático, como Tailandia, Indonesia, Corea o Malasia, experimentaron un rápido proceso de crecimiento y recibieron considerables flujos de inversión extranjera procedentes de los países desarrollados. Desregulación, privatización y avances tecnológicos (IT) favorecieron un aumento extraordinario de las inversiones directas (FDI) y de cartera en los países emergentes. El incremento de liquidez asociado a estos flujos de capital y el propio dinamismo de estas economías generaron una fuerte expansión de sus sistemas financieros, sin que de forma paralela se estableciese un marco legislativo que asegurase el buen funcionamiento de sus mercados de capitales. Los desequilibrios ligados a esta rápida liberalización minaron la confianza en estos países, produciéndose una fuerte depreciación de sus monedas y un pánico financiero que se extendió a otras partes del mundo.

La crisis que estalló en 1997 en los países asiáticos presentaba unos rasgos diferenciales con respecto a otros episodios anteriores. Una gran parte de los desequilibrios financieros producidos en la década de los ochenta habían tenido su origen no en los graves desajustes fiscales y en los elevados niveles de endeudamiento de muchos países, que los había conducido a la quiebra. En las economías asiáticas, sin embargo, con bajos niveles de deuda soberana, los desequilibrios tuvieron su origen no en el sector público sino en el sector privado. En segundo lugar, los desequilibrios externos no estuvieron asociados a déficit comerciales, sino causados por fuertes entradas de capital extranjero, lo que en muchos casos provocó la creación de una burbuja especulativa en el precio de los activos. En tercer lugar, otro de los rasgos de las crisis de finales de los noventa fue su imprevisibilidad, pese a que, como veremos más adelante, ya habían surgido voces alertando de los peligros asociados al proceso de globalización financiera. La prueba es que cuando estallaron inmediatamente se propagaron por zonas geográficas lejanas a los países donde se habían originado.

Empero, los efectos que estos *shocks* financieros tuvieron sobre las variables reales fueron relativamente modestos. Los países avanzados mostraron una notable resistencia, lo cual indujo a los mercados a depositar una mayor confianza en la capacidad de las economías para crecer y conservar al mismo tiempo elevados niveles de estabilidad. Los tipos de interés reales a corto y largo plazo se mantuvieron muy bajos gracias a una combinación de una política monetaria antiinflacionista activa y un fuerte crecimiento del ahorro (Bean, 2009). Estos reducidos tipos de interés y el aparentemente bajo nivel de riesgo incentivaron a las instituciones financieras a asumir mayores compromisos de inversión con niveles de riesgo más elevados. El proceso de innovación financiera llevó a la creación de instrumentos financieros extremadamente complejos que, en el marco de relativa estabilidad en el que se movía entonces la economía mundial, no parecían amenazadores, ni parecía tampoco que fuesen a generar los problemas que unos años después han aparecido.

3. Una crisis, ¿inesperada?

Muchas fueron las voces que desde finales del siglo XX advirtieron de la necesidad de introducir medidas para maximizar las ganancias asociadas al creciente proceso de globalización financiera pero minimizando sus riesgos. Uno de los primeros autores que advirtió de los peligros asociados a la globalización financiera fue Díaz Alejandro en su espléndido «Good-bye Financial Repression: Hello Financial Crisis» de 1985. Posteriormente, la literatura que relaciona los procesos de liberalización financiera con las crisis ha sido muy abundante¹. Stiglitz (1999 y 2003), por ejemplo, insistió en los riesgos de liberalización de los mercados de capitales y en la alta volatilidad y el carácter procíclico de las corrientes de capital de corto plazo. En líneas generales, las principales conclusiones que se obtienen en estos trabajos son dos. En primer lugar, la globalización puede debilitar los sistemas financieros locales si no se establece un marco legislativo que regule el rápido desarrollo de los mismos. Así, cuando el entorno institucional es sólido, el impacto de la liberalización financiera sobre la estructura financiera es más débil, mientras que la carencia de un marco regulatorio apropiado aumentaría el riesgo de padecer una convulsión crediticia. En segundo lugar, la globalización aumenta el riesgo de contagio. Y la situación se complica porque, en un mundo cada vez más integrado, los gobiernos tienen menos instrumentos de política económica, lo que exige una cierta cooperación financiera a nivel internacional que hasta ahora ha sido casi inexistente. Los más recientes trabajos de Miskin (2006 y 2007) apuntan en la misma dirección e insisten en que para que la globalización financiera favorezca el crecimiento económico es necesario contar con una infraestructura institucional que minimice los riesgos. Una regulación y una supervisión mal diseñadas pueden ser, por tanto, la principal causa de la inestabilidad. En la misma línea Schukler (2004) habla de la necesidad de crear un marco regulatorio adecuado que reduzca el riesgo de crisis financiera y apuesta por la necesidad de aumentar la cooperación internacional.

¹ Demirgüç-Kunt y Enrica Detragiache (1998); Banco Mundial (1998); FMI (1998); Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998); Williamson y Mahar (1998); y Aizennam (2002).



A pesar de las voces de alerta y de que entre 1977 y 2000 se produjeron 112 crisis bancarias en 93 países (Marichal, 2010), no se elaboraron propuestas efectivas para limitar la volatilidad o para prevenir su repetición. Es más, una parte importante de la literatura económica seguía manteniendo como hipótesis básica de trabajo supuestos tales como la eficiencia de los mercados o la racionalidad de los agentes financieros y, en las Facultades de Economía se continuaba hablando de información perfecta y de expectativas racionales, sin advertir de los problemas que aparecen cuando dichos supuestos no se cumplen (De la Dehesa, 2009). Las importantes contribuciones realizadas no sólo en el terreno empírico sino incluso teórico por economistas como Akerlof, Spence o Stiglitz sobre los mercados con información asimétrica y se olvidaron y a veces se ignoraron. De hecho, algunos de los fundadores de las expectativas racionales y los mercados eficientes como Lucas o Sargent rectificaron sus propios postulados (De la Dehesa, 2009). Las alertas tanto en el terreno teórico como empírico saltaron, pero casi nadie escuchó su fuerte sonido; más bien, su impacto real en la aplicación de medidas preventivas de política económica destinadas a reducir el riesgo de aparición de crisis financieras fue nulo.

Hay que reconocer, sin embargo, que si bien muchos trabajos advertían de los peligros de la posibilidad de una nueva crisis financiera, todos ellos la situaban en los países emergentes. En ese sentido, la iniciada en 2007 sí fue inesperada, ya que se localizó en los países del centro, en particular en Estados Unidos, trasladándose después a Europa. Una crisis que al principio parecía local y focalizada en un sector concreto, el inmobiliario, adquirió luego dimensiones globales por la internacionalización de las actividades bancarias. La crisis puso de manifiesto que la globalización no sólo aumentaba el riesgo de padecer un *shock* financiero en los países en vías de desarrollo sino que también las economías industriales eran muy vulnerables.

Las numerosas advertencias sobre los peligros de una posible crisis financiera no implican, sin embargo, que ésta podría haberse previsto. A pesar de que se han desarrollado modelos muy sofisticados de alerta para poder avisar de los peligros de una crisis, la capacidad de predicción es muy limitada como señalan Rose y Spiegel (2009). Empero, aunque difícilmente los analistas podrían haber previsto una crisis para el año 2007, si las voces de alerta antes citadas se hubiesen escuchado, probablemente muchos de los factores que confluyeron para provocar la situación actual en la que nos encontramos podrían haberse neutralizado.

4. Las causas de la crisis

El comienzo de la Gran Recesión cabe retrotraerlo al verano de 2007, cuando la economía mundial detuvo bruscamente su marcha ascendente. El epicentro de los problemas lo encontramos, como se ha señalado, en los Estados Unidos, y su origen hay que buscarlo, como ya se ha mencionado, en los excesos cometidos en años precedentes². El descenso

² Existe ya una amplia literatura sobre los orígenes de la actual crisis financiera. Lo que sigue es un resumen tomado de Krugman (2008), De la Dehesa (2009), Analistas Financieros Internacionales (2009), Tortella y Núñez (2010), Marichal (2010) y Stiglitz (2010).

acelerado del precio del dinero tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001 (los tipos de interés cayeron del 6,5% a menos del 2% en 2004), estimuló una fuerte demanda de crédito que empresas y familias canalizaron hacia el sector de la construcción. Las entidades financieras, libres de las regulaciones a las que habían estado sometidas en décadas anteriores y sumidas en un intenso proceso de innovación de sus instrumentos y técnicas operativas, fueron el mecanismo clave de la formación de la burbuja inmobiliaria. Con amplias disponibilidades líquidas, propias o captadas en los mercados monetarios, ampliaron sobremanera los préstamos hipotecarios y los comerciales sin una adecuada valoración de los riesgos y en ocasiones sin las debidas garantías. Los bancos y las compañías hipotecarias asumieron riesgos excesivos y permitieron a los propietarios y beneficiarios de los créditos contraer más deuda de la que su solvencia aconsejaba. Se produjo al mismo tiempo un crecimiento de las hipotecas de alto riesgo, *subprime* («hipotecas de segunda clase» o «hipotecas basura»), un segmento del mercado con una morosidad elevada, pero de alta rentabilidad⁴. Y así, los menores costes y la facilidad para contratar hipotecas en todos los segmentos del mercado impulsaron el precio de la vivienda al alza, que prácticamente se dobló entre 2000 y 2006.

El segundo ingrediente de la crisis está relacionado con la liberalización del sistema bancario y la desregulación de los mercados financieros, a la que ya se ha hecho alusión. En 1999 la administración Clinton aprobó la *Financial Service Modernization Act*, derogando la vetusta ley *Glass-Steagall*, que separaba las entidades de depósito, sometidas a una estricta regulación y dedicadas al descuento y crédito comercial, de los bancos inversión, que debían captar sus fondos en el mercado de capitales⁴. Con esta medida unas y otros podían obtener recursos en los mismos mercados y destinarlos a empleos sin restricción alguna de plazos y sin tener diferenciada la naturaleza de sus inversiones. De manera simultánea se produjo la aparición de nuevas técnicas financieras, como las titulaciones, y de nuevos instrumentos, como los derivados de crédito (también denominados productos estructurados).

Con objeto de evitar una excesiva concentración del riesgo en sus carteras, las entidades financieras transformaron sencillos y directos préstamos hipotecarios y créditos al consumo en valores comercializables a través del mecanismo conocido con el nombre de titulación (*securitization*). El procedimiento consistía en juntar hipotecas y préstamos de distinta índole en una nuevo activo (*derivado*) cuyo valor se hacía depender del valor de otros activos, ya fuesen acciones, obligaciones de empresas, deuda pública, o de la cotización de determinadas divisas. Una buena parte de estos «productos derivados o estructurados» incluían deuda hipotecaria *subprime*. Estos títulos se distribuían entre inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos y bancos de inversión, y también entre particulares. Estos nuevos valores atraían a compradores que buscaban seguridad ya que los productos titularizados tenían garantía real y recibían, además, alta calificaciones de las agencias de calificación de riesgo. Pero también resultaban atractivos para los inversores más osados

³ Esta modalidad de hipotecas no era nueva; lo novedoso fue que del 7% del mercado a principios de la década llegaron a representar el 20%.

⁴ La ley Glass-Steagall formó parte del conjunto de las disposiciones que integraron el New Deal.



dispuestos a asumir posiciones de mayor riesgo ya que los bancos dividían los paquetes de hipotecas en segmentos con diferentes grados de seguridad y rendimiento. Los banqueros sostenían que estos títulos respaldados por hipotecas y obligaciones de deuda ayudaban a reducir y distribuir riesgos.

Las entidades financieras, al tiempo que originaban y distribuían productos derivados, los sacaron fuera de su balance y los colocaban en vehículos *ad hoc*, tal como los SPV (*special purpose vehicles*) y los denominados *conduits*. En principio, este mecanismo permite una eficiente asignación del riesgo, en el sentido de que los adquieren aquéllos que desean asumirlo. Pero tal como se produjo la desintermediación resultó que estas entidades fuera de balance se beneficiaban de un tratamiento más laxo de las necesidades de capital de sus entidades fuera de balance. Se formó un «sistema financiero en la sombra», de manera que parte de la actividad financiera salió de los canales tradicionales y se desvió hacia entidades que estaban sometidas a requisitos de información menores y a una regulación menos exigente. Además, las agencias de calificación de riesgos alineadas con las entidades emisoras de los títulos dieron, sin justificaciones sólidas, calificaciones favorables a la práctica totalidad de los nuevos productos sin consideración a sus respectivos niveles de riesgo.

La falta de una supervisión adecuada para compensar la eliminación de las normas regulatorias es el tercer ingrediente de la crisis, tal como advirtieron varios de los autores citados en el epígrafe anterior. Los bancos centrales convencidos de la eficiencia de los mercados y de la capacidad de las sociedades de crédito para autoregularse concentraron su atención en un único objetivo –la inflación–, abandonando su función de vigilancia del sistema. La solvencia y la liquidez de las entidades de crédito se dejaron en manos de una serie de organismos especializados, como la *Securities and Exchange Commission* en Estados Unidos. Pero ni estos organismos, ni los responsables del Tesoro Público y de los bancos emisores estuvieron atentos ni a la burbuja inmobiliaria, ni a la escalada en el precio de los activos en bolsa, ni al proceso de desintermediación bancaria.

El último ingrediente de incubación de la crisis fue el creciente desequilibrio de la balanza de pagos americana. Con tipos de interés poco remuneradores el ahorro interior cayó a cotas mínimas, y consumidores y empresas buscaron fondos en el exterior para financiar sus compras e inversiones. Los países en vías de desarrollo, en particular los asiáticos, temerosos de que se repitieran las crisis de los años 90 que paralizaron sus economías y con tipos de cambio muy favorables, acumularon elevados excedentes en sus cuentas corrientes que invirtieron en la formación de reservas de choque por precaución. Se dio durante años la paradoja de que los países menos desarrollados con bajos niveles de renta pero elevados nivel de ahorro financiaran el nivel de vida de los países desarrollados. Como han puesto de relieve varios tratadistas: los pobres se convirtieron en prestamistas y los ricos en prestatarios.

El equilibrio descansaba en el mantenimiento de dos pilares: crédito barato y precio de la vivienda al alza. Cualquier modificación haría tambalearse el sistema. Y eso fue lo que pasó. A finales del año 2004 los tipos de interés comenzaron a subir y continuaron subiendo hasta

alcanzar un *plateau* en 2005-06 en torno al 5,5%. La subida encareció las hipotecas y puso en aprieto a los prestatarios. Creció la morosidad, particularmente en el segmento *subprime*, aunque de manera rápida se trasladó al resto del mercado. Por su lado, los precios de la vivienda alcanzaron un punto máximo en el año 2006 y en el primer trimestre de 2007 iniciaron un descenso imparable. Con la morosidad creciente y los precios de la vivienda cayendo el valor de los títulos con respaldo hipotecario empezó a caer en picado.

5. El colapso de 2007-2008

En marzo de 2007, *Household Finance Corporation*, filial del banco británico HSBC que operaba en el mercado hipotecario estadounidense, registró pérdidas millonarias. El 2 de abril, *New Century Financial*, operadora hipotecaria americana, se declaró en quiebra. En mayo, el USB (*Union de Banques Suisses*) se vio obligado a cerrar un fondo de administración de patrimonios que había adquirido activos hipotecarios en Estados Unidos. A finales de julio un banco de negocios alemán, IKB, admitió tener serios problemas de liquidez debidos a su previa adquisición de activos estructurados en grandes cantidades. El 9 de agosto el francés BNP anunció la suspensión de tres de sus fondos de inversión por «completa evaporación de liquidez». Ante la acumulación de dificultades, en esta última fecha el Banco Central Europeo inició una serie de inyecciones extraordinarias de liquidez en un intento de contener la todavía incipiente crisis.

Empero, ese mismo verano aparecieron otros nubarrones cargados de amenazas. La diferencia de los tipos de interés al cual se prestan los bancos entre sí y los bonos del Tesoro americano (el tipo al que el Gobierno pide prestado) se elevó drásticamente. En situación normal los dos tipos difieren poco; una diferencia grande significa que los bancos no se fiaban unos de otros. La burbuja inmobiliaria había quebrado; los inmuebles bajaban y cada banco conocía los riesgos que afrontaba su propio balance, a medida que se malograban las hipotecas que tenían en su poder. Sabían lo precaria que era su propia situación y sospechaban de lo precario que era la posición de los otros bancos. Los mercados crediticios comenzaron a congelarse.

Los problemas se agravaron en el otoño. El 14 de septiembre se conoció la suspensión de pagos del banco británico *Northern Rock*, entidad especializada en créditos hipotecarios, pero que se había financiado de manera heterodoxa a corto plazo para invertir en títulos y créditos a largo plazo. La insolvencia condujo a una crisis de liquidez que forzó la intervención del Banco de Inglaterra, y ante la persistencia de la desconfianza el Gobierno se vio obligado a comprar la entidad. Casi al mismo tiempo quebró otro fondo de Londres, el *Cheyne Capital*, especializado en activos estructurados; y un banco alemán, *Sachsen LB*, tuvo que ser rescatado con ayuda del Gobierno de Berlín. Y al otro lado del Atlántico, *Lehman Brothers*, el centenario banco de inversión neoyorquino anunció el cierre de su filial de crédito hipotecario. Ese mismo otoño el grupo Citigroup admitió tener elevadas pérdidas, procedentes no sólo de sus operaciones en derivados, sino también por hipotecas y tarjetas de crédito impagadas y



por préstamos a empresas en dificultades. Más grave era la situación de *Merrill Lynch*, una de las sociedades más antiguas en Wall Street, con inversiones irrecuperables e incapaz de hacer frente a sus acreedores. A finales de 2007 el Fondo Monetario Internacional estimó en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión.

Durante la primera mitad de 2008 continuó la acumulación de desastres financieros: agentes y e instituciones hipotecarias cerraban tras declararse en quiebra, mientras que *hedge funds* independientes o vinculados a bancos comerciales reconocían tener enormes agujeros patrimoniales. El gran sobresalto se produjo el viernes 14 de marzo de 2008, cuando *Bear Stearns* –entidad fundada en 1923, con una larga y brillante historia y una sólida reputación– se declaró en estado de virtual bancarrota: sus acciones se desplomaron un 90% en menos de una semana. La insolvencia de varios de sus *hedge funds* amenazó la estabilidad de la propia casa matriz. Cuando comenzaron a circular rumores sobre la falta de liquidez de sus filiales en el mes de febrero de 2008, sus acreedores reclamaron sus deudas a las cuales no pudo hacer frente. Como se trataba de un banco de inversión, la Reserva Federal no pudo ayudarle directamente y la solución, para evitar su colapso se encontró en *JP Morgan*, que compró sus acciones a precio de remate: dos dólares¹¹. La operación contó con el apoyo de la Reserva Federal que se comprometió a garantizarla con 30.000 millones de dólares. Poco después, el 13 de julio el segundo banco hipotecario más importante de los EU, el *InddyMac*, fue intervenido por el Gobierno. Dos días más tarde, ante el temor de que las dos grandes hipotecarias la *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* y la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* pudieran hundirse, el Gobierno les ofreció un apoyo sustancial, ya que estas dos firmas poseían la mitad de las deudas hipotecarias del país. La ayuda no fue suficiente y el 7 de septiembre de 2008 fueron intervenidas.

La fecha fatídica llegó el 14 de septiembre cuando *Lehman Brothers* se enfrentó con su inminente bancarrota, arruinada por sus excesivas y arriesgadas inversiones en sus *hedge funds*. Los intentos realizados por *Bank of America* y por *Barclays Bank* para adquirir la entidad no cuajaron y el día 15, falto del apoyo gubernamental, *Lehman* se declaró formalmente en bancarrota, lo que desató una reacción en cadena en todos los mercados del mundo. En este caso, ni la Reserva Federal ni el Tesoro americano quisieron orquestar una operación de salvamento, temerosos de favorecer actitudes de «riesgo moral». Las consecuencias de la caída del cuarto banco de inversión más importante de Wall Street fueron mucho mayores de lo que se podía imaginar. El mensaje que se transmitió fue que nadie sabía que firmas serían capaces de pagar sus deudas lo que desató un pánico de los inversores en todo el mundo.

Lehman aceleró la quiebra de la *American International Group (AIG)*, una de las compañías de seguros más grandes del mundo, con problemas financieros desde mediados de 2007. Sus gestores habían asegurado productos estructurados que incluían activos tóxicos e invertidos sus reservas obligatorias en derivados de alto riesgo. Su desequilibrio patrimonial

¹¹ Posteriormente el precio se fijó en diez dólares por acción.

era gigantesco. El Gobierno federal consideró que dado el tamaño de la compañía su quiebra constituía un peligro y el 16 de septiembre la Reserva Federal tomó la decisión de acudir a su rescate otorgándole una serie de préstamos de emergencia.

La crisis de insolvencia de unos pasó a ser una crisis de liquidez del sistema y después de insolvencia de muchos. El día 18 de septiembre seis de los principales bancos comerciales del mundo anunciaron la adopción de medidas coordinadas para hacer frente a la falta de liquidez de los mercados financieros. Y el 19 de septiembre, después de tres lunes negros seguidos en los que la bolsa de Nueva York cayó de manera estrepitosa, el Departamento del Tesoro lanzó la iniciativa de la Ley de Estabilización Económica, conocida como *Plan Paulson*, la puesta a disposición de la economía de un paquete fiscal amplio de 700.000 millones de dólares. Un parte del rescate se destinado a comprar deuda de alto riesgo o tóxica; se trató de la *Troubled Assets Relief Program (TARP)*, aprobado el 3 de octubre.

En Europa los acontecimientos fueron igualmente dramáticos. A los problemas mencionados de 2007 se vinieron a sumar otros en 2008. En el Reino Unido, tras la nacionalización de *Northern Rock*, el HBOS fue rescatado por *Lloyds TSB* con el apoyo del Gobierno; una medida de mayor calado fue la virtual nacionalización del *Royal Bank of Scotland (RSB)*, una de las mayores entidades financieras del mundo. En otoño la crisis había saltado a Europa continental y aparecieron los problemas en gigantes financieros como *Fortis*, *ING*, *Hypo Real State*, *Dexia*, *Bradford & Bingley*, que obligó a los gobiernos europeos a diseñar fórmulas de urgencia para evitar su quiebra y con ello el colapso del sistema financiero¹².

6. La traslación de la crisis al sector real

La traslación de la crisis del sector financiero al real ha discurrido por varios canales. Los bancos y sus sociedades paralelas creadas fuera de balance, con altos niveles de endeudamiento, escaso capital y activos deteriorados, se han visto obligados a restablecer su equilibrio patrimonial y deshacerse de sus activos tóxicos. Las ayudas públicas les han salvado de la quiebra, pero no han sido suficientes para producir el saneamiento sus balances. Para ello han tenido que reforzar su base de capital y reajustar la igualdad entre sus activos y pasivos. El resultado ha sido una disminución drástica del crédito al sector privado (empresas y familias) y una reorientación de sus inversiones hacia títulos líquidos como los bonos del Tesoro y la deuda del Estado. La contracción del crédito ha tenido un efecto directo y devastador sobre la actividad económica. Una segunda vía de traslación ha sido a través del denominado «efecto riqueza». El descenso del precio de los activos inmobiliarios y de la riqueza financiera (acciones, obligaciones, fondos de inversión, fondos de pensiones) ha

¹² AFI (2009) proporciona un buen cronograma de la crisis, entidades afectadas, medidas adoptadas por los gobiernos, operaciones de los bancos centrales y recapitalizaciones.



reducido el patrimonio de las familias y de las empresas que han disminuido sus niveles de consumo y de inversión. Ahora son menos ricos y disponen, por tanto, de una menor capacidad de gasto. También son menos solventes, en particular aquéllos que contrataron hipotecas y tomaron a préstamo dinero para financiar sus compras de bienes en la fase del ciclo alcista. Menos solvencia significa menor capacidad para obtener financiación y también menor capacidad de gasto. Por su lado, las familias no endeudadas han elevado sus niveles de ahorro para defenderse de las contingencias futuras que pudieran afectarles, como la pérdida del empleo o la reducción de sus ingresos. En ambos casos, ello ha redundado aún más en un descenso del consumo, el componente más importante del gasto agregado de una economía.

La incertidumbre provocada por la propia crisis ha abierto un tercer camino a través del cual la actividad económica se ha ralentizado. Las expectativas de los empresarios se han deteriorado y ha cundido el pesimismo. La caída de las cotizaciones bursátiles desincentiva la colocación de nuevas emisiones y el descenso del precio de los activos envía señales negativas. La consecuencia es el aplazamiento de las decisiones de inversión. La incertidumbre ha afectado asimismo a los hogares: gastan menos, ahorran más y no cambiarán su actitud hasta que recompongan sus balances y confirmen que el empleo –del que dependen sus ingresos futuros– se recupera.

7. ¿Una nueva Gran Depresión?

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es nuestra crisis económica similar en intensidad a la acaecida en los años treinta del siglo pasado? ¿Es más severa y será más prolongada? ¿Qué se está haciendo ahora que no se hizo entonces? Aunque todavía es pronto para obtener respuestas definitivas, economistas e historiadores económicos han comenzado a ofrecernos estudios en los que comparan ambos episodios. Bordo y James (2010) han identificado tres áreas donde los contrastes pueden ser fructíferos. En la primera de ellas, la política monetaria, sugieren que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han evitado en buena medida los errores cometidos en la década de los treinta. En lugar de una defensa a ultranza de los tipos de cambio o de objetivos fijos de inflación han adoptado políticas permisivas de crédito con el fin de suministrar al mercado toda la liquidez que fuera necesaria. De esta forma se ha hecho frente a un casi seguro colapso del sistema bancario. Las acciones monetarias expansivas no van a resolver la crisis, pero han servido para frenar el descenso hacia el abismo. Una segunda área es la financiera. Las numerosas quiebras bancarias de 1931 y años posteriores, en Estados Unidos y en Europa, fueron el acontecimiento que más contribuyó a intensificar el descenso de la renta mundial. Los bancos se hundieron porque habían acumulado demasiados desequilibrios durante la década de los veinte y sus balances estaban deteriorados a causa de las inflaciones y deflaciones de la posguerra y de las equivocadas políticas económicas adoptadas sobre tipos de cambios. En países como

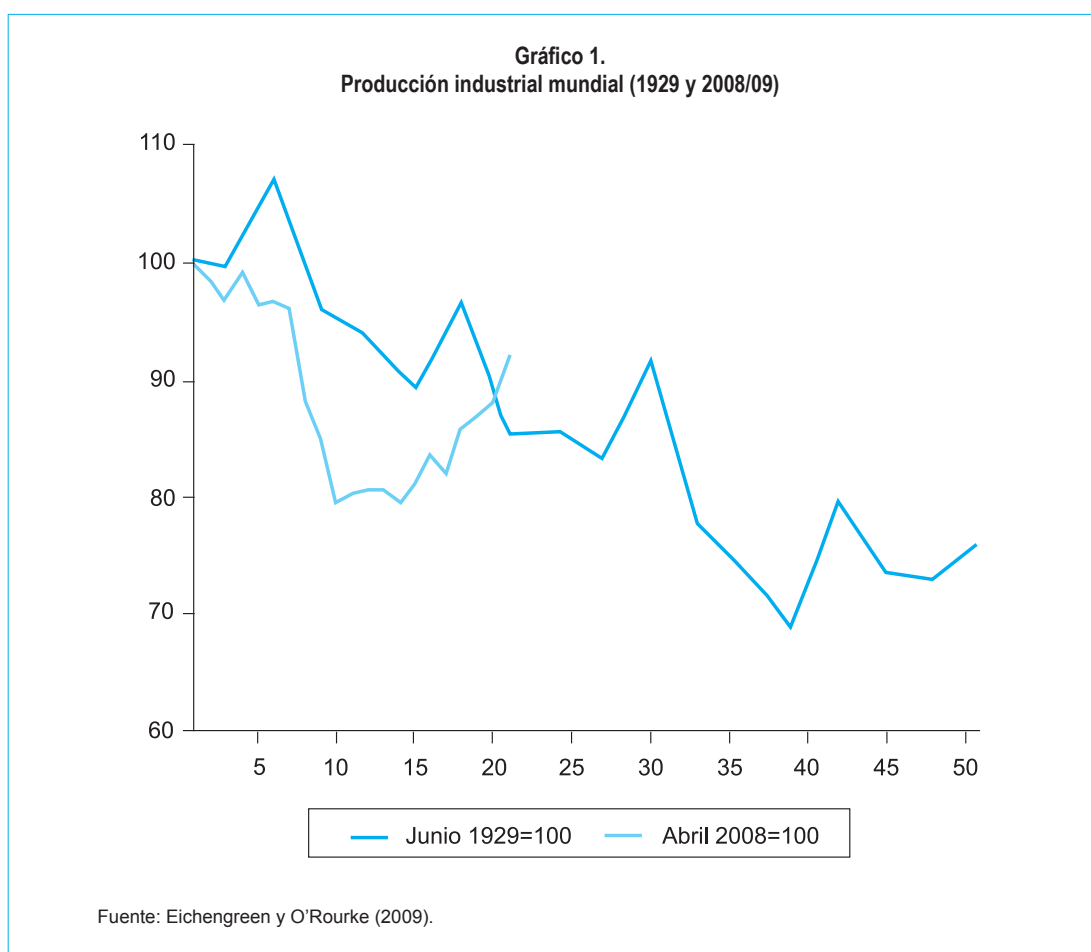
Alemania e Italia los gobiernos acudieron a socorrer a las grandes entidades en peligro, si bien las políticas de salvamento no tuvieron los efectos deseados. Se rescataron los bancos, el Estado se hizo cargo de ellos mediante nacionalizaciones encubiertas o directas, pero los balances no se sanearon y el crédito dejó de fluir.

Algo parecido ha ocurrido en esta crisis: la doctrina del «demasiado grande e importante para quebrar» (*too-big-to-fail*), ha evitado la desaparición de las mayores entidades financieras, pero no ha ayudado a despejar las incertidumbres y ha generado graves problemas de riesgo moral (*moral hazard*). Los bancos se han salvado, pero no cumplen la función de intermediación que tienen asignada y la economía no se recuperará hasta que los balances se reconstruyan. Aquí la lección de los años treinta todavía no ha sido aprendida del todo. Los desequilibrios globales es la tercera esfera de comparación que hacen Bordo y James entre el pasado y el presente. En los años treinta los desajustes se remontaban a la Primera Guerra Mundial, que alteró la estructura del comercio mundial e invirtió los flujos de capital internacionales. Europa salió altamente endeudada de la contienda y perdió su capacidad exportadora, mientras que los Estados Unidos se situó como acreedor mundial y único centro financiero capaz de suministrar la liquidez requerida por la economía mundial. Cuando llegó la crisis, el nacionalismo ganó terreno en todas partes, se alzaron barreras arancelarias, se impusieron controles de cambio y cesó la financiación internacional. Ahora los desequilibrios económicos globales son también evidentes: de un lado los países desarrollados, endeudados, con tasas de ahorro negativas y crecimiento bajo; de otro, China y las economías emergentes, con elevadas tasas de ahorro, abultadas reservas en forma de dólares y divisas fuertes y crecimiento rápido. Si vuelve a extenderse el nacionalismo y retrocede la globalización –menos comercio internacional, menos financiación internacional– estaremos en una situación parecida a la de hace ochenta años; los desajustes impedirán la recuperación de las economías más industrializadas y la crisis se prolongará más de lo cabría esperar.

También Eichengreen y O'Rourke (2009 y 2010) han contrapuesto la crisis actual con la de los años treinta y han realizado un ejercicio comparando la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas entonces y ahora. Los gráficos que se incluyen a continuación recogen la información pertinente. Las conclusiones, aunque provisionales, apuntan que el descenso de las cotizaciones de Wall Street desde principios de 2008 ha sido más rápido y profundo que en 1929-1930, que la caída de la producción mundial estaba siendo hasta hace poco tan intensa como la de los doce meses que siguieron al colapso de 1929, y que la caída del comercio mundial lo está haciendo a un ritmo más acelerado que en el bienio 1929-30. Empero, estos dos autores sostienen que nuestra Gran Recesión no se convertirá en Gran Depresión sencillamente porque se están evitando los errores macroeconómicos que se cometieron en los años treinta. El mundo de tipos de cambio flexibles que vivimos permite la adopción de políticas monetarias y fiscales activas para estimular la demanda agregada y eso es lo que están haciendo los gobiernos de los países que conforman el G20. A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, los bancos centrales se han comportado como auténticos «prestamistas en última instancia», y han permitido y fomentado aumentos en la cantidad de dinero

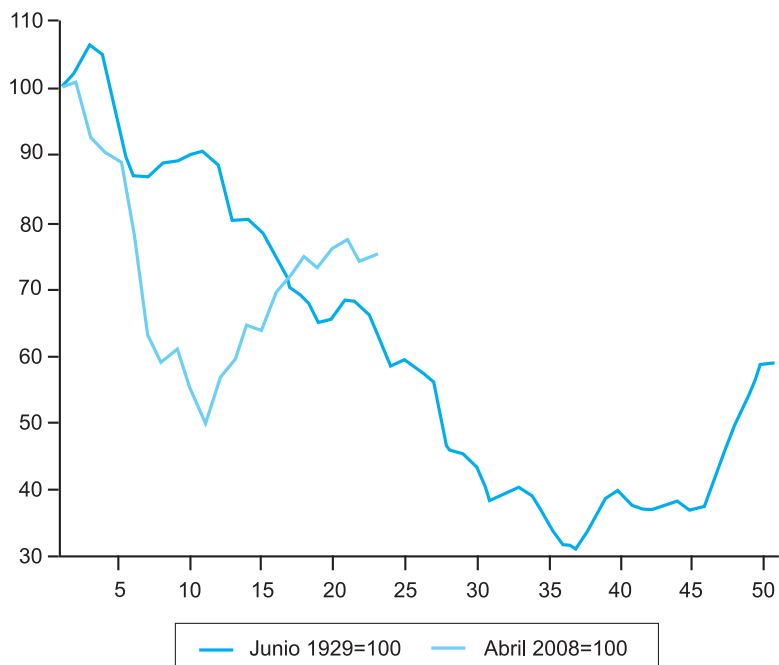


y sustanciales rebajas de los tipos de interés. Por su parte, los responsables de Hacienda han impulsado políticas de déficit presupuestario destinadas a compensar la caída de la demanda privada de consumo e inversión. Estas apreciaciones, algo más optimistas que las de Bordo y James, deben tomarse con cautela. Como recuerdan éstos últimos, no todas las lecciones del pasado se han aprendido. Se han soslayado errores graves de política monetaria y fiscal, pero las autoridades y sus asesores no deberían crear expectativas falsas pensando que sólo estas políticas macroeconómicas van a garantizar la recuperación de la economía mundial. De hecho, lo que el futuro depara es todavía una gran incógnita¹³.



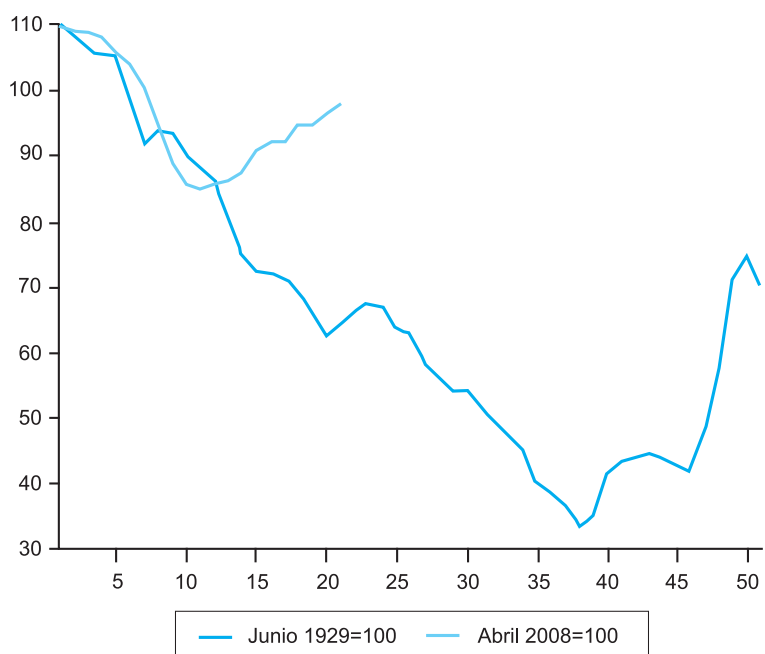
¹³ Entre otros estudios recientes comparando la Gran Depresión y la Gran Recesión cabe mencionar los trabajos incluido en el número especial de la revista *Oxford Review of Economic Policy* (26, 3; 2010); y también Martín-Aceña (2010) y Almunia *et al.* (2010).

Gráfico 2.
Mercados bursátiles mundiales (1929 y 2008/09)



Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).

Gráfico 3.
Volumen del comercio mundial (1929 y 2008/09)



Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).



Referencias bibliográficas

- Ahmed, S.; Levin, A. y Wilson, B. A. (2002): «Recent US Macroeconomic Stability: Good Policies, Good Practices or Good Luck?»; en *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper (2002-730)*.
- Aizenman, J. (2004): «Financial Opening: Evidence and Policy Options»; en *Challenges to Globalization: Analyzing the Economics*. National Bureau of Economic Research, Inc; pp. 473-498.
- Almunia, M.; Bénétrix, A.; Eichengreen, B.; O'Rourke, K. H. y Rua, G. (2010): «From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons»; en *Economic Policy* (62); pp. 219-265.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*. Madrid, Ediciones Empresa Global.
- Banco Mundial (1998): *Global Development Finance 1998*. New York, Oxford University Press.
- Banco Mundial (2005): «Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong?»; en *Economic Growth in the 1990s. Learning from a Decade of Reform*. Washington, Banco Mundial.
- Bean, C. (2009): «The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction»; en *BIS Review*; pp. 1-30.
- Bernanke, B. S. (2004): *The Great Moderation*. Federal Reserve Board.
- Bordo, M. y James, J. (2010): «The Great Depression analogy»; en *Financial History Review* (17, 1); pp. 31-12.
- De la Dehesa, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, respuestas y remedios*. Barcelona, Alianza Editorial.
- DeLong, B. (2007): «The Great Moderation»; en *Project Syndicate. A World of Ideas*.
- Demirgüç-Kunt, A. y Detragiache, E. (1998): *Financial Liberalization and Financial fragility*. IMF Working Paper 98/83.
- Díaz Alejandro, C. F. (1985): «Good-bye Financial Repression: Hello Financial Crisis»; en *Journal of Development Economics* (19); pp. 1-24.
- Eichengreen, B. y O'Rourke, K. (2009): «A Tale of two depressions»; en *Advisor perspectives*.
- Eichengreen, B. y O'Rourke, K. (2010): «A Tale of two depressions. What do the new data tell us?»; en *Vox*.
- FMI (1998): «Financial crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability»; en *IMF World Economic Outlook* (cap. IV).

- Kaminsky, G.; Lizondo, S. y Reinhart, C. (1998): «Leading Indicators of Currency Crisis»; en *IMF Staff Papers* (45, 1); pp. 1-48.
- Krugman, P. (2008): *The return of depression economics and the crisis of 2008*. Nueva York, W. W. Norton & Co.
- Marichal, C. (2010): *Nueva historia de las grandes crisis financieras, una perspectiva global: 1873-2008*. Barcelona: Ed. Debate.
- Martín Aceña, P. (2010): «El mundo de ayer y el mundo de hoy: semejanzas y diferencias entre dos crisis»; en *Cuadernos de Información Económica* (214).
- Mishkin, F. S. (2006): «Financial stability and globalization: getting it right»; en Fernández de Lis, S. y Restoy, F.: *Central Banks in the 21st Century*. Madrid, Banco de España; pp. 215-253.
- Mishkin, F. S. (2007): «Is Financial Globalization Beneficial?»; en *Journal of Money, Credit and Banking* (39, 2-3); pp. 259-294.
- Romer, C. y Romer, D. (2002): «The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy»; en *Rethinking Stabilization Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City; pp. 11-78.
- Rose, A. W. y Spiegel, M. (2009): *Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning*. CEPR Discussion Papers (7354).
- Schmukler, S. (2004): «Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries»; en *Economic Review* (segundo trimestre); pp. 39-66.
- Stiglitz, J. (1999): «Reforming the Global economic architecture: lessons from recent crises»; en *Journal of Finance* (54, 4).
- Stiglitz, J. (2003): «El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina»; en *Revista de la CEPAL* (80), pp. 7-40.
- Stiglitz, J. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Madrid, Taurus.
- Stock, J. H. y Watson, M. W. (2003): «Has the Business Cycle Changed and Why?»; en *NBER Macroeconomics Annual 2002*. National Bureau of Economic Research, Inc. Vol. 17, pp. 159-230.
- Tortella, G. y Núñez, C. E. (2010): *Para comprender la crisis*. Madrid, Gadir Ed.
- Williamson, J. y Mahar, M. (1998): *A Review of Financial Liberalization*. Washington, Banco Mundial.