

PASADO Y PRESENTE

De la Gran Depresión del siglo xx a la Gran Recesión del siglo xxi

Pablo Martín-Aceña (Ed.)

Fundación **BBVA**



**PASADO Y PRESENTE:
DE LA GRAN DEPRESIÓN DEL SIGLO XX
A LA GRAN RECESIÓN DEL SIGLO XXI**

Pasado y presente

De la Gran Depresión del siglo xx
a la Gran Recesión del siglo xxi

Edición a cargo de
Pablo Martín-Aceña

Jordi Palafox Gamir

Michael D. Bordo

Harold James

Javier Andrés Domingo

Óscar Arce Hortigüela

José Manuel González-Páramo

Vincent R. Reinhart

Norman Loayza

Francisco Pérez García

Joaquín Maudos Villarroya

José Luis Malo de Molina

Fundación **BBVA**

La decisión de la Fundación BBVA de publicar el presente libro no implica responsabilidad alguna sobre su contenido ni sobre la inclusión, dentro de esta obra, de documentos o información complementaria facilitada por los autores.

No se permite la reproducción total o parcial de esta publicación, incluido el diseño de la cubierta, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión por cualquier forma o medio, sea electrónico, mecánico, reprográfico, fotoquímico, óptico, de grabación u otro sin permiso previo y por escrito del titular del *copyright*.

DATOS INTERNACIONALES DE CATALOGACIÓN

Pasado y presente: de la Gran Depresión del siglo xx a la Gran Recesión del siglo xxi / Jordi Palafox Gamir... [et al.]; edición a cargo de Pablo Martín-Aceña. — 1.^a ed. — Bilbao : Fundación BBVA, 2011.

390 p. ; 24 cm

ISBN: 978-84-92937-14-1

1. Situación económica. 2. Ciclos económicos. 3. Crisis financiera. 4. España. I. Palafox Gamir, Jordi. II. Martín-Aceña, Pablo, ed. III. Fundación BBVA, ed.

338.1

338.1(460)

338.12

338.12(460)

Primera edición, diciembre de 2011

© los autores, 2011

© Fundación BBVA, 2011

Plaza de San Nicolás, 4. 48005 Bilbao

IMAGEN DE CUBIERTA: © Martín CHIRINO, VEGAP, Madrid 2011

Sin título, 2009

Carborundo, 560 x 760 mm

Colección de Arte Gráfico Contemporáneo

Fundación BBVA – Calcografía Nacional

ISBN: 978-84-92937-14-1

DEPÓSITO LEGAL: V-2868-2011

EDICIÓN Y PRODUCCIÓN: Martín Impresores, S.L.

COMPOSICIÓN Y MAQUETACIÓN: Martín Impresores, S.L.

IMPRESIÓN Y ENCUADERNACIÓN: Martín Impresores, S.L.

Impreso en España – *Printed in Spain*

Los libros editados por la Fundación BBVA están elaborados sobre papel con un 100% de fibras recicladas, según las más exigentes normas ambientales europeas.

ÍNDICE

Agradecimientos	13
Introducción, <i>Pablo Martín-Aceña</i>	15

PRIMERA PARTE

El pasado

1. ¿Qué pasó en 1929? El año que cambió el mundo <i>Pablo Martín-Aceña</i>	
1.1. Antes de la debacle	41
1.2. El crac de 1929	46
1.3. ¿Qué causas provocaron el crac?	50
1.4. La Gran Depresión	60
1.5. El año que cambió el mundo	69
Bibliografía	77
2. España y la crisis internacional de 1929: el papel de los desequilibrios internos <i>Jordi Palafox Gamir</i>	79
2.1. España en 1929: el peso de la dualidad	81
2.2. Las repercusiones de la crisis internacional	92
2.3. Las tensiones internas	98
2.4. Los errores de diagnóstico y de la política económica	103
2.5. Conclusión	108
Bibliografía	110

3. La Gran Depresión y la Gran Recesión:

¿qué hemos aprendido?

Michael D. Bordo y Harold James

3.1. La analogía con la Gran Depresión	113
3.2. La política monetaria	114
3.2.1. La recesión de 1937-1938	118
3.2.2. La trampa de la liquidez	120
3.2.3. Lecciones para el presente	120
3.3. El sector financiero	122
3.3.1. Lecciones para el momento actual	124
3.4. Los desequilibrios globales	129
3.5. Lecciones del fracaso de la cooperación internacional	131
3.5.1. Por qué las lecciones son desagradables	137
Bibliografía	138

SEGUNDA PARTE

El presente

4. Desequilibrios macrofinancieros y crisis económica

Javier Andrés Domingo y Óscar Arce Hortigüela

4.1. Introducción	143
4.2. El entorno precrisis: estabilidad macroeconómica y desequilibrios financieros	145
4.2.1. La Gran Moderación	147
4.2.2. La acumulación de desequilibrios globales	154
4.3. Innovación financiera y desequilibrios globales	161
4.3.1. El incremento en la demanda de activos seguros	161
4.4. Las vulnerabilidades del sistema global de transferencia de riesgos de crédito	169
4.4.1. Los fallos en los mercados de transferencia de riesgo de crédito	171
4.4.2. La infravaloración del riesgo sistémico	178
4.5. Conclusiones	181
Bibliografía	182

5. La crisis financiera mundial: lecciones y retos

José Manuel González-Páramo

5.1. Introducción	187
5.2. Comparación entre la crisis actual y la Gran Depresión	188
5.2.1. El coste macroeconómico	188
5.2.2. Diferencias en las causas, las dinámicas y las medidas adoptadas	194
5.3. Intervenciones de las autoridades públicas	196
5.3.1. Las medidas de gestión de la liquidez del Eurosistema ...	197
5.3.2. Orientación de la política monetaria del Eurosistema ...	211
5.3.3. Política fiscal	212
5.3.4. Medidas de respaldo del sector financiero	214
5.4. Lecciones de la crisis	216
5.4.1. Lecciones que se pueden extraer de lo que ha resultado efectivo	217
5.4.2. Lecciones que se pueden extraer de lo que no ha funcionado bien y es necesario reformar	219
5.5. Comentarios finales	226
Bibliografía	229

6. Orígenes y alcance de la crisis financiera

Vincent R. Reinhart

6.1. Introducción	231
6.2. Los orígenes de la recesión	233
6.3. Amplificación en los mercados financieros	236
6.4. El alcance de la crisis	239
6.5. La contribución internacional a los excesos de los Estados Unidos	242
6.6. Las medidas de política económica	246
6.7. Conclusión	251
Bibliografía	252

7. Volatilidad y crisis: tres lecciones para países en desarrollo

Norman Loayza

7.1. Las crisis autoinfligidas son las peores (o habría que dejar de culpar a la globalización)	258
--	-----

7.2. Los seguros gratuitos a actividades de riesgo son rara vez sostenibles, siempre distorsionantes y usualmente catastróficos (o no hay que prometer lo que no se puede cumplir)	262
7.3. Son las fluctuaciones grandes, no la volatilidad normal, lo que daña la economía (o es mejor soportar temblores frecuentes que un gran terremoto)	266
7.4. Conclusiones	271
Bibliografía	272
8. La crisis en España: la herencia de un crecimiento desequilibrado	
<i>Francisco Pérez García</i>	273
8.1. Crecimiento y crisis: rasgos generales	274
8.2. El enigma de la productividad	280
8.3. Otros desequilibrios gestados durante el crecimiento	291
8.4. Las dificultades durante la crisis	294
8.5. Perspectivas y palancas de recuperación	300
Bibliografía	306
9. La banca española entre la financiación del crecimiento y la crisis financiera internacional	
<i>Joaquín Maudos Villarroya</i>	
9.1. Introducción	309
9.2. La financiación del crecimiento económico	311
9.3. Los retos del sector bancario español	317
9.3.1. Elevada concentración del riesgo en el mercado inmobiliario	318
9.3.2. Aumento en la tasa de morosidad	319
9.3.3. Mejora de las condiciones de acceso a la financiación bancaria	321
9.3.4. Restricciones de liquidez en los mercados mayoristas	323
9.3.5. Reducción de los márgenes bancarios	324
9.3.6. Exceso de capacidad instalada	327
9.3.7. Cambios en la regulación y mayores exigencias de recursos propios	329

9.4. Las respuestas a la crisis del sector bancario español	331
9.4.1. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	332
9.4.2. La reforma de las cajas de ahorros	333
9.4.3. La publicación de las pruebas de resistencia	333
9.4.4. Cambios en materia de provisiones	334
9.5. Conclusiones	335
Bibliografía	339
10. Claves para la salida de la crisis en España	
<i>José Luis Malo de Molina</i>	341
10.1. El impacto de la crisis financiera internacional	350
10.2. La Gran Recesión en España	351
10.3. La reestructuración del sistema bancario y la crisis fiscal	355
Bibliografía	365
Índice de cuadros	367
Índice de esquemas	369
Índice de gráficos	371
Índice alfabético	375
Nota sobre los autores	385

AGRADECIMIENTOS

EL origen de esta monografía fueron dos jornadas de estudio, la primera celebrada en Madrid en octubre de 2009, con el título de *Pasado y presente: de la Gran Depresión de 1929 a la Gran Recesión de 2009*, y la segunda en Valencia en mayo del 2010, con el título de *Pasado y presente: de la Gran Depresión del siglo xx a la Gran Recesión del siglo xxi*. Ambas fueron organizadas por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie) y contaron con el patrocinio de la Fundación del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Fundación BBVA). El coordinador agradece a todos los participantes en las jornadas su disposición a redactar las ponencias que presentaron y a los asistentes a las mismas sus comentarios y observaciones. Quiere hacer extensivo su agradecimiento a las personas que trabajan en las dos instituciones antes citadas, porque gracias a su dedicación hicieron posible las reuniones y aseguraron su éxito. También está en deuda con los responsables del Ivie y de la Fundación BBVA que, cuando pensaron en organizar las jornadas, depositaron la confianza en su persona.

Introducción

EN el verano del 2007 la economía mundial se frenó en seco y un año después entró en barrena. 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 desempleo 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. Se pensaba, erróneamente, que libres de toda intervención los mercados funcionaban de manera eficiente. Para los economistas desmemoriados la crisis que comenzó en el 2007 fue una desagradable sorpresa, porque habían olvidado que las recesiones se producen con regularidad pavorosa. De hecho, un recuento del Banco Mundial registra más de un centenar en las últimas cuatro décadas. Creían que las crisis eran acontecimientos del pasado o fenómenos que solo afectaban a los países de la periferia. Solo unos pocos observadores heterodoxos advirtieron que se estaba ante un peligro inminente: mercados desregulados, economías inundadas de liquidez con tipos de interés reducidos, una burbuja inmobiliaria y empresas y bancos altamente apalancados en la oferta. Cualquier circunstancia, cualquier impacto por mínimo que fuera podía provocar una estampida. Y ocurrió cuando los precios de las viviendas invirtieron su tendencia alcista. Estalló la burbuja inmobiliaria y en pocos meses el mundo se encontró sumido en una gran recesión, la primera catástrofe económica del siglo XXI.

Tiempo atrás, en otro cambio de circunstancias brusco, en el otoño de 1929, se produjo una catastrófica caída de las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York. El mayor hundimiento de sus,

hasta entonces, ciento doce años de historia. Las fechas del 24 y el 29 de octubre marcaron el siglo XX porque fueron puntos de partida de una profunda recesión económica y de un derrumbe financiero sin precedentes. El crac de octubre del 29 se produjo después de un largo periodo de euforia bursátil, pilló por sorpresa a la mayoría de los agentes económicos y ni las autoridades, ni los banqueros, ni los expertos en finanzas supieron cómo reaccionar. Fue un acontecimiento inesperado, que pocos anticiparon, y cuyas consecuencias y significado casi nadie pudo prever, excepto Maynard Keynes que en 1931 escribió:

*We are today in the middle of the greatest economic catastrophe —the greatest catastrophe due almost entirely to economic causes— of the modern world [...] The view is held in Moscow that this is the last, the culminating crisis of capitalism and that our existing society will not survive it [...] There is the possibility that when this crisis is looked back upon by the economic historians of the future it will be seen to mark one of the major turning points.*¹

El genial economista de Cambridge acertó: después de 1929 el mundo ya no fue igual. La Gran Depresión, con sus secuelas en forma de paro y deflación, dejó una huella imborrable. Su recuerdo está asociado a la consolidación del fascismo, al ascenso del nazismo y a la Segunda Guerra Mundial.

¿Estamos ante una nueva gran depresión como la iniciada hace ochenta años? ¿Hemos sido arrastrados por acontecimientos similares a los acaecidos en 1929? ¿Lo ocurrido desde el 2007 es una repetición de lo que pasó en 1929, 1930 y 1931? ¿La quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008 fue el albatros que nos ha anunciado una tormenta todavía por venir, al igual que lo fue la quiebra del Creditanstalt en mayo de 1931?

¹ [N. del ed.]: ‘Estamos hoy inmersos en la mayor catástrofe económica —la mayor catástrofe provocada casi exclusivamente por causas económicas— del mundo moderno [...] En Moscú se sostiene la visión de que esta es la crisis última, la crisis culminante del capitalismo, y de que nuestra sociedad actual no la sobrevivirá [...] Cabe la posibilidad de que, cuando esta crisis sea examinada retrospectivamente por los historiadores económicos del futuro, se considere que marcó uno de los mayores puntos de inflexión’.

¿Hemos cometido y estamos incurriendo en los mismos errores que condujeron a la peor crisis del capitalismo moderno? ¿Es nuestra actual crisis similar o diferente a la de los años treinta? Estas y parecidas preguntas están a la orden del día. Nos interrogamos porque no deseamos que se repitan acontecimientos parecidos que evocan las duras imágenes del desempleo masivo, de fábricas y equipos parados, de desesperación y de conflictos sociales. El tiempo de la Gran Depresión lo identificamos con la destrucción de la democracia.

Tolstoi, en el célebre comienzo de *Ana Karenina*, dice que «las familias felices son todas iguales; y las familias infelices lo son cada una a su manera». A los periodos de auge y a las recesiones económicas les pasa lo mismo. Y las crisis, como las familias infelices, lo son cada una a su manera: tienen rasgos comunes y también características diferentes. ¿Qué distingue estos días de aquellos de hace ocho décadas? ¿Qué hay de común y qué de distinto? Cabe centrar primero la atención en las analogías.

Ambos fueron acontecimientos inesperados, o al menos los expertos fueron incapaces de predecirlos. El crac bursátil de octubre de 1929 en la Bolsa de Nueva York fue un acontecimiento que pilló por sorpresa a la mayoría de los operadores bursátiles y a los políticos. El presidente de los Estados Unidos, Calvin Coolidge, declaraba en diciembre de 1928, justo al final de su mandato: «en ningún otro momento el Congreso se ha reunido en medio de tanta prosperidad y tranquilidad». También Andrew Mellon, secretario del Tesoro, en declaraciones a principios de 1929, cuando la economía norteamericana daba ya signos de debilidad, había afirmado que «no hay motivos para preocuparse; la ola de prosperidad continuará». Y el nuevo inquilino de la Casa Blanca, Herbert Hoover, que había tomado posesión en marzo de 1929, repetía en el mes de octubre, coincidiendo con el crac bursátil: «los fundamentos de la economía, es decir, la producción y la distribución, son sólidos y la prosperidad continuará». La prensa, con pocas excepciones como el redactor económico del *New York Times*, se mostraba optimista y no atisbaba peligros como consecuencia de la euforia en los mercados de valores. Y en el mundo académico desde el economista Irving Fisher, profesor en la Universidad de Yale, hasta la Harvard Economic Society

hacían previsiones optimistas sobre el futuro. De Fisher se recuerda su célebre y equivocado juicio de que «los precios de las acciones han alcanzado un nivel elevado permanente». Solo unas pocas voces advertían de que la especulación bursátil había ido demasiado lejos y podía estallar en cualquier momento.

En los meses previos al anuncio de las dificultades de Bear Stearns, en marzo del 2008, o poco antes de la quiebra de Lehman Brothers, en el mes de septiembre, las voces avisando de un posible colapso financiero eran pocas y apenas audibles. El consenso generalizado era que la globalización y el libre funcionamiento del mercado habían proporcionado una larga etapa de crecimiento, cierto que con algunos sobresaltos. «¿Por qué los economistas no anticipamos el cataclismo?» se preguntaba el célebre premio Nobel Paul Krugman en unas recientes conferencias. Todo el mundo coincidía en que los precios de la vivienda habían aumentado en exceso, pero nadie pudo anticipar cuándo estallaría la burbuja ni las consecuencias que provocaría sobre el sistema financiero. Asimismo, casi nadie avisó de los verdaderos peligros de la existencia de un sistema bancario en la sombra: activos fuera de balance o, si se prefiere, riesgos al margen de la contabilidad ordinaria. ¿Por qué se olvida que tras largos periodos de dinero barato y elevaciones de los precios de los activos, sobre todo inmobiliarios, siempre sobreviene una crisis?

El crac bursátil de 1929 y la subsiguiente depresión tuvieron su epicentro en los Estados Unidos. La caída vertical y prolongada de la bolsa provocó fuertes pérdidas a los inversores que recortaron sus niveles de gasto, mientras que las familias, altamente endeudadas y con carteras de activos cada vez más deterioradas, se encontraron sin liquidez para hacer frente a sus compromisos. El crac bursátil de 1929, que continuó en 1930, generó una atmósfera de temor y un ambiente de incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía, esto es, sobre la renta futura. Esta incertidumbre hizo que los consumidores revisaran a la baja sus expectativas y aplazaran sus compras de bienes de consumo duradero; asimismo, los productores, ante el empeoramiento de las condiciones de mercado y de los negocios y también desconcertados por la situación general, aplazaron nuevas inversiones en equipos y plantas hasta que se despejasen las incógnitas sobre

la evolución de la economía. Después, la política monetaria contractiva del Sistema de la Reserva Federal² y el mantenimiento a toda costa del patrón oro empeoraron la situación. De los Estados Unidos la recesión se trasladó al resto del mundo por diversos canales: la interrupción de las exportaciones de capital, la caída de las importaciones y la aplicación de políticas monetarias y fiscales para corregir los desequilibrios exteriores y defender las paridades de los tipos de cambio. En 1930 la economía europea había entrado en recesión y en 1931 el sistema bancario, aquejado de graves problemas estructurales, colapsó tras la sonada quiebra del gigante vienés Creditanstalt, que arrastró tras de sí a la poderosa banca alemana. La crisis financiera de la primavera-verano de 1931 intensificó las tensiones deflacionistas y contribuyó a profundizar y prolongar la recesión. La crisis financiera fue también responsable de la adopción de controles de cambios por parte de Alemania y otros países centroeuropeos y de la suspensión del patrón oro en Gran Bretaña, en septiembre de 1931. Cuando Londres abandonó la convertibilidad de la libra esterlina, un movimiento seguido por una treintena de países, el mundo quedó dividido en tres bloques monetarios sin apenas interconexión. El resultado fue un acelerado descenso del comercio internacional.

Esta primera crisis del siglo XXI también ha tenido su centro de arranque en los Estados Unidos, cuando en junio del 2007 se conocieron las pérdidas de varios *hedge funds*, fondos de cobertura o de alto riesgo, pertenecientes a importantes bancos de inversión. El origen de los problemas hay que buscarlo en el descenso acelerado de los tipos de interés tras el estallido de la *burbuja tecnológica* en el 2001, lo que estimuló la demanda de crédito. Wall Street empezó a convertir hipotecas y préstamos de diversa índole en títulos para inversores, tales como fondos de inversión y de pensiones, y sociedades de capital riesgo. Los banqueros sostenían que estos títulos respaldados por hipotecas y obligaciones de deuda ayudaban a reducir y distribuir riesgos. Al mismo tiempo, las entidades de crédito y las compañías hipotecarias asumieron mayores riesgos a la hora de realizar sus préstamos y permitie-

² En adelante se hará referencia a este organismo como Reserva Federal.

ron a los prestatarios tomar más deudas con menores avales sin comprobar su solvencia. Los menores costes de los préstamos y la facilidad para conseguirlos impulsaron el precio de la vivienda que prácticamente se dobló entre el 2000 y el 2006. Bancos, sociedades de inversión y *hedge funds* se endeudaron para llevar a cabo nuevas inversiones. Tomaron dinero a préstamo a muy bajo interés y lograron realizar inversiones con altas rentabilidades. A partir del 2006 los tipos de interés invirtieron su tendencia y comenzaron a subir, mientras que los precios de las viviendas descendieron a partir de la segunda mitad de ese mismo año. La morosidad hipotecaria se elevó. Los primeros síntomas de problemas surgieron con las denominadas hipotecas *subprime* o basura, pero rápidamente se trasladaron a otras clases de hipotecas que supuestamente eran de mayor calidad. Con la morosidad en aumento y los precios de la vivienda en descenso el valor de los títulos con respaldo hipotecario se redujo. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó ya en el 2007 en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión. Luego, la serie de acontecimientos es bien conocida: rescate de Bear Stearns por J.P. Morgan en marzo del 2008, quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, y en este mismo mes el rescate de Merrill Lynch por Bank of America y el de la aseguradora American International Group (AIG) por la propia Reserva Federal. En otoño, la crisis había saltado a Europa y aparecieron los problemas en gigantes financieros como Halifax Bank of Scotland (HBOS), Fortis, Internationale Nederlanden Groep (ING), Hypo Real State, Dexia, el Royal Bank of Scotland (RBS), el Lloyds Bank y el City Bank, lo cual obligó a los Gobiernos europeos a diseñar fórmulas de urgencia para evitar su quiebra y con ello el colapso del sistema financiero. Así pues, en los años treinta y en la actualidad las dificultades y quiebras de entidades financieras fueron un ingrediente esencial del origen y sobre todo del desarrollo de la crisis económica.

Lo acontecido en los años treinta y la recesión actual comparan asimismo el carácter de global. La depresión de los años treinta en los Estados Unidos se extendió como una mancha de aceite que terminó incidiendo en lugares tan alejados como la Pampa argentina, donde los ganaderos se vieron afectados por la caída

del precio de la carne; los cultivadores de arroz en la India contemplaron de manera similar cómo descendían sus ingresos; y los obreros de la minería vasca cómo se reducían las exportaciones de mena hacia los mercados europeos, lo que generó un incremento en los niveles de desempleo. Ahora se ha podido observar cómo la burbuja inmobiliaria americana, desde los chalets de Florida y las *macmansiones* de California, ha causado una catástrofe económica y financiera en la pequeña Islandia y ha terminado con los milagros irlandés y español.

Nuestra crisis se ha producido tras un largo periodo de crecimiento en el que han participado la gran mayoría de países industrializados y emergentes; ese crecimiento ha estado acompañado de cambios estructurales derivados en buena medida de un intenso cambio tecnológico, vinculado sobre todo al ámbito de la información y las comunicaciones. Las economías son más abiertas y están más expuestas a la competencia internacional. La renovación tecnológica exige ajustes rápidos ante cualquier perturbación y en el caso de que no se produzcan esos ajustes, vía precios, los desequilibrios se corregirán, vía cantidades, con el descenso de la producción y del empleo, lo que suele llevar más tiempo y ser más penoso. De modo análogo, cabe señalar que en los estudios sobre las causas de la Gran Depresión también se mencionan los desequilibrios económicos gestados durante la década de los veinte, como factor sin el cual no se puede comprender la dureza y la duración de la misma. Después de la Primera Guerra Mundial se produjeron notables transformaciones en la estructura productiva fruto de una ola de innovaciones técnicas, en sectores tales como la automoción, aeronáutica, química orgánica y energía, que alteró el esquema de ventajas comparativas existente con anterioridad a 1914. Además, el ascenso de los sindicatos y de las organizaciones empresariales incidió en los mercados laborales que perdieron flexibilidad y aparecieron rigideces en la determinación de los salarios; la falta de ajuste fue en buena medida la causa del elevado desempleo de aquellos años. Asimismo, el sistema monetario basado en el patrón oro, que con tanta fluidez había funcionado hasta la guerra, dejó de ser ese mecanismo que de manera casi automática permitía corregir los desequilibrios exteriores. Los flujos internacionales de capital que

permitieron financiar el comercio mundial desde Londres, París y Berlín cesaron y Nueva York, como nuevo centro financiero, no pudo sustituir a las viejas capitales europeas ni desempeñar sus mismas funciones.

Ahora bien, no todo son parecidos entre el ayer y el hoy: de hecho existen diferencias notables. Una primera la encontramos en el ámbito de la política. Hoy se vive en un mundo ideológicamente menos tensionado y más próspero y por tanto con mayor capacidad de resistencia. Hay un consenso básico sobre las virtudes y ventajas del sistema de economía de mercado frente al mecanismo de asignación y distribución alternativos; el mundo no se enfrenta a los desafíos de los años treinta, como el comunismo o el nazismo que proponían un modelo de sociedad diferente y destruyeron en muchos lugares la democracia y el libre mercado. Con la caída de la Unión Soviética y la conversión al capitalismo de China ha desaparecido la gruesa línea ideológica y política que separaba el mundo. Excepto grupúsculos marginales, hoy nadie quiere destruir el sistema capitalista de libre mercado.

Un segundo consenso afecta al papel del Estado. Libres de los corsés ideológicos heredados del siglo XIX que atenazaron las reacciones de las autoridades económicas de entonces, hoy sabemos que la intervención del Estado es compatible con una sociedad libre y con el funcionamiento del mercado. La crisis actual ha revaluado el papel del Estado como garante de la estabilidad. De hecho, el Estado ha vuelto y lo ha hecho a lo grande. Los defensores del capitalismo de libre mercado sin ningún tipo de control dijeron que el mundo estaba convirtiéndose en un bazar único en el que los Gobiernos eran cada vez más ineficaces y los conflictos eran una cosa del pasado; la Guerra Fría era una curiosidad histórica y las finanzas cosmopolitas eran la fuerza dominante en los asuntos internacionales. El terrorismo, desde el 11-S, y la crisis financiera han terminado con ese mundo ilusorio. El capitalismo de libre mercado sin control se ha encontrado con un final brusco y el Estado ha tenido que intervenir para hacerse con el control de la situación tanto económica como política. El Estado ha vuelto a primera fila y los ministros de Hacienda ocupan el protagonismo que les corresponde. Washington, Berlín, Londres, París, Nueva Delhi y Pekín coinciden en la necesidad de regular

y supervisar a los agentes económicos privados, en particular a aquellos cuyas acciones y cuyo tamaño puedan generar riesgos sistémicos.

La cooperación internacional es un tercer hecho diferencial. En los años treinta todos los intentos de alcanzar acuerdos supranacionales fracasaron de manera estrepitosa. En 1930, el conflicto sobre reparaciones y la arquitectura de alianzas y bloques comerciales impidieron que franceses y alemanes llegasen a un entendimiento que quizá hubiese evitado la quiebra del patrón oro. En 1931 los banqueros centrales de las principales potencias, en Londres, París y Berlín, no fueron capaces de tomar medidas que impidiesen la crisis financiera de 1931; por el contrario, su actitud provocó que esta tuviese mayores repercusiones. No había fluidez en sus comunicaciones y sí bastante desconfianza. Más dañino fue el fracaso de la célebre Conferencia Monetaria y Económica de Londres en 1933. Para entonces la crisis mundial llevaba ya tres largos años de recorrido y había producido un descenso de la producción mundial, superior al 25%, y un pavoroso aumento del desempleo que en los Estados Unidos y Alemania rondaba el 20%. La crisis había contraído el comercio mundial y puesto en marcha una imparable espiral deflacionista. El colapso bancario de la primavera de 1931 había desarticulado el sistema financiero y monetario internacional. El ambiente estaba tenso. Hitler había ascendido al poder en enero de ese año y la Europa democrática estaba asediada por el fascismo y el comunismo. Francia se hallaba sumida en una situación desesperada. Para defender su economía las autoridades francesas habían decidido mantener el patrón oro con un franco fuerte; querían también una estabilización monetaria y la condonación de las deudas derivadas de la Primera Guerra Mundial. Los británicos habían tomado otro camino: habían devaluado la libra esterlina en 1931 y su salida del patrón oro les estaba rindiendo buenos frutos, ya que el Banco de Inglaterra, sin ataduras, había adoptado una política monetaria expansiva y de bajos tipos de interés; los británicos también abogaban por la eliminación de las deudas de guerra, pero no querían oír la palabra estabilización. A los soviéticos poco les preocupaba el hundimiento del capitalismo. El Gobierno nazi antepuso la resolución de los asuntos políticos pendientes y por su

cuenta emprendió el camino de la autarquía. Italia defendía el patrón oro e insistía en la supresión de las deudas interaliadas. En 1933 en la Conferencia de Londres los intereses nacionales se impusieron sobre el espíritu internacionalista al que había apelado Roosevelt, quien tampoco mantuvo su compromiso de buscar una solución global.

La diferencia con la atmósfera de esta primera década del siglo XXI es bien distinta. No solo se dispone de foros de alcance mundial, tal como el FMI, sino también de grupos de consulta formal, tales como el G8 o más recientemente el Grupo de los Veinte (G20),³ con una amplia participación de las nuevas potencias emergentes, además de la vieja Rusia. Se dispone, también, del foro permanente que supone la Unión Europea (UE), sin duda el mejor invento institucional de la Segunda Posguerra. De mayor trascendencia, si cabe, es la confianza y nivel de comunicación existente entre las autoridades económicas, ministros de Hacienda y banqueros centrales. Los primeros almuerzan juntos casi semanalmente en Bruselas y los segundos tienen reuniones periódicas y frecuentes en Basilea. Hay complicidad hasta el punto de que los funcionarios internacionales constituyen casi una nueva casta, hablan el mismo idioma técnico y no les separa ninguna línea divisoria ideológica o política. En plena tormenta financiera, el 7 de octubre del 2008, el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal y los bancos centrales de Japón y Canadá adoptaron de manera simultánea una rebaja de tipos de interés por primera vez en la historia; se trató de un hito que no debe quedar en el olvido. Poco después, la Conferencia de Washington del mes de noviembre logró emitir un amplio comunicado en el que se comprometían a llevar a cabo un plan de acción conjunta para mejorar el funcionamiento del sistema financiero mundial. El plan incluía el fortalecimiento de la transparencia y la responsabilidad, mejoras en el marco regulatorio, medidas para adoptar sistemas más eficaces de supervisión prudencial y de control de

³ Formado por los países del Grupo de los Ocho (G8): Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia; más once países emergentes: Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, México, Corea del Sur, Sudáfrica y Turquía; y el país que ostenta la presidencia de turno de la Unión Europea.

riesgos, acciones para promover la integración financiera, y medidas para reforzar la cooperación internacional. Tras la Conferencia de Washington se organizó la reunión de Londres en el mes de marzo del 2009, de la cual salió un documento de veintinueve puntos en el que se señalaba que una crisis global exigía una solución global. Se admitía que la situación había empeorado, que los fallos en el sector financiero habían sido la causa de la crisis, que era necesario coordinar las políticas monetarias y acometer políticas de expansión fiscal concertadas, que resultaba imprescindible resistir el proteccionismo y promover el comercio mundial, y que el objetivo último debía ser restaurar el crecimiento y el empleo. Es posible que lo consensuado en estas dos citas mundiales parezca poco, o que no se hayan cumplido todos los acuerdos, pero a diferencia de lo ocurrido en 1933 no puede hablarse de fracaso y de hecho nadie ha utilizado ese término.

Una cuarta diferencia que no debe pasarse por alto es el progreso en el conocimiento estadístico y en la capacidad analítica. Durante la Segunda Guerra Mundial y años posteriores se perfeccionaron los instrumentos de medición económica y se dieron pasos de gigante en el ámbito de la contabilidad nacional. Ahora existen los medios, índices, para conocer casi en tiempo real, o con breves retrasos, el estado de la economía. Más trascendente ha sido la revolución macroeconómica a raíz de la publicación y difusión, en 1936, de la *Teoría general del empleo, el interés y el dinero* de John Maynard Keynes. De hecho, la macroeconomía moderna es un producto de la Gran Depresión. Gracias a las aportaciones del genial economista se ha ido aprendiendo a gestionar la demanda agregada, aunque en ocasiones se cometan errores. La historia económica también ha hecho una modesta aportación. Del estudio de la Gran Depresión, sus causas, su desarrollo, sus consecuencias, se han obtenido lecciones que ayudan a no cometer los mismos desatinos que en el pasado. Buena prueba de ello se ha hecho patente en la actual Administración americana donde el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, y la antigua jefa de asesores, Christina Romer, realizaron investigaciones sobre la economía de los treinta, de las cuales extrajeron enseñanzas útiles para tener un mejor conocimiento del presente; de hecho, parte de las políticas monetarias y fiscales puestas en prác-

tica por el Gobierno de Obama se inspiran en lo que hicieron y no hicieron, pero debieron hacer, sus antecesores en el cargo durante la Gran Depresión, Herbert Hoover y Franklin Roosevelt. Frente al desafortunado consejo que Andrew Mellon le dio al presidente Hoover, que decía: «liquida la mano de obra, liquida las acciones, liquida a los granjeros, liquida los bienes raíces, dejemos que se purgue por sí sola la economía», la recomendación de los asesores de Obama ha sido la contraria.

No se trata de una repetición de los acontecimientos de la década de los años treinta. De hecho, la economía americana, la asiática y la europea, con excepciones, parecen recuperarse poco a poco. No obstante, hay que ser cautos y no proclamar victoria prematuramente, porque no debe olvidarse que las crisis financieras dejan profundas cicatrices, tanto en los agentes financieros como en los prestatarios. Como ha señalado Krugman, la recuperación será lenta y complicada y requiere la recomposición del ahorro de las familias y de las empresas y hasta que esto no suceda no se restablecerá la confianza, clave de bóveda del sistema de economía de mercado.

Esta monografía reúne un conjunto de estudios dedicados a explicar la Gran Depresión y la Gran Recesión. Lo componen textos de historiadores económicos, que describen el ayer pero están preocupados por el hoy y por el mañana, con textos escritos por economistas que analizan nuestros problemas actuales sin ignorar que no son del todo nuevos y que para entenderlos es preciso echar la vista atrás y ganar perspectiva. Unos y otros se ocupan del pasado con la mirada puesta en el presente y en el futuro. De todos los ensayos se pueden extraer enseñanzas que ayudan a comprender mejor la crisis actual y también lecciones para, en un futuro, estar mejor preparados y evitar, en la medida de lo posible, que las crisis, que sin duda se sucederán, no sean ni largas ni demasiado dolorosas en términos de renta y de empleos perdidos.

En el capítulo 1 se proporciona un repaso de los acontecimientos de 1929 y se describe lo que ocurría en la Bolsa de Nueva York y en la economía americana los meses anteriores al crac del mes de octubre. Se ofrece un relato de la fatídica jornada del jueves 24 de octubre de 1929 y de los dramáticos sucesos del martes 29.

El autor resume cuáles son los argumentos que se han barajado para explicar la formación de la *burbuja bursátil* y las razones que condujeron a su término. La euforia excesiva, la especulación, el rápido aumento del crédito y una distancia cada vez mayor entre la cotización de los valores y los fundamentos de la economía. A continuación se abordan las consecuencias de la crisis. La literatura más reciente suele colocar el crac del 29 en un segundo lugar, a la hora de explicar las causas de la Gran Depresión. Se otorga mayor importancia a los errores de política económica, monetaria y fiscal, dominada por la obsesiva defensa del patrón oro y guiada por principios económicos obsoletos. También se resalta la crisis financiera y las quiebras bancarias del bienio 1930-1931, que redujeron drásticamente la cantidad de crédito del sistema y provocaron una fuerte contracción del consumo y de la inversión. En este primer capítulo, sin embargo, se analiza la nefasta influencia del crac bursátil. La caída de los valores en Wall Street y en otras bolsas tuvo un impacto muy negativo sobre las expectativas empresariales e introdujo elevadas dosis de incertidumbre. Consumidores e inversores aplazaron sus gastos. Quizá lo ocurrido en 1929 no fue la causa directa de la debacle económica de la década de los treinta, pero es difícil ignorar que tres años seguidos de descenso de la bolsa no afectaran al comportamiento de los agentes económicos. Sin duda, 1929 fue una fecha que cambió el mundo. Maynard Keynes acertó al decir que había llegado el fin del capitalismo liberal. Fue el punto de partida de una revisión general del paradigma de libre mercado y el comienzo de la intervención del Estado en la economía, no solo en los Estados Unidos sino también en Europa y en otras partes del mundo.

El examen del impacto de la Gran Depresión en nuestro país lo aborda Jordi Palafox en el capítulo 2. El autor describe la trayectoria de la economía española durante los años treinta y analiza las vías de penetración de la crisis internacional, fijándose lógicamente en el sector exterior. Un rasgo destacado de su análisis son las comparaciones que nos ofrece entre aquella pasada crisis y la crisis actual. Palafox destaca el carácter dual que presentaba la economía española en 1929, con un sector agrario de baja productividad al lado de un sector industrial avanzado y de tamaño nada desdeñable; un mundo rural atrasado junto a

ciudades populosas y con una población urbana moderna, y una distribución de la renta personal y regional muy desigual. Nada parecido a la situación actual: en 1930 España estaba fuera del club de las naciones desarrolladas; en el 2010, sin embargo, se encuentra situada entre las primeras veinte potencias mundiales por el tamaño y peso de su sector productivo. En el estudio de Palafox se mide la intensidad de la crisis. El autor sostiene que, pese al relativo aislamiento del país, la Gran Depresión se dejó sentir por distintos caminos; cierto que su impacto fue menor que en otros países, pero aquí también hubo sectores afectados por los acontecimientos internacionales. A la situación recesiva, o si se prefiere de estancamiento productivo, contribuyeron las tensiones políticas y sociales internas: el cambio de régimen en 1931, de la Monarquía a la República, y la incertidumbre que introdujeron las reformas emprendidas por las nuevas autoridades, en particular en el mercado laboral y en la estructura de propiedad de la tierra. Las expectativas empresariales se deterioraron, como demuestran los datos que aporta el autor, lo cual redujo la inversión y con ello la renta y el empleo. En su parte final, el trabajo entra en el ámbito de la política económica. Palafox sostiene que se cometieron errores de diagnóstico y errores de acción. Se entendió mal lo que ocurría y se aplicaron políticas fiscales de recorte del gasto público, que incidieron de manera negativa en la demanda total, y se decretaron elevaciones salariales por encima del crecimiento de la productividad, que mordieron en los excedentes empresariales disponibles para nuevas inversiones. En suma, aunque fuera por distintos caminos, España no quedó al margen de la crisis internacional.

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es esta 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 ofrecer estudios en los que comparan ambos episodios. En el capítulo 3, Bordo y James identifican tres áreas, macroeconómica, microeconómica y global, en las que los contrastes pueden ser fructíferos. Sugieren en la primera de ellas, la macroeconómica, que la Reserva Federal

y el BCE 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 los 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 son 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 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, o sea que hay menos comercio internacional y menos financiación internacional, se llegará a 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 que cabría esperar.

La segunda parte de la monografía está dedicada a la historia del presente. Andrés y Arce, González-Páramo, Reinhart y Loayza se ocupan de analizar diversos aspectos de la crisis internacional, mientras que Pérez García, Maudos y Malo de Molina abordan la crisis desde la perspectiva española. En todos se presentan estudios detallados de la difícil situación económica y financiera actual y también en todos ellos se hacen ejercicios comparativos que ponen de relieve la imposibilidad real de entender el mundo económico actual sin conocer algo de lo ocurrido en épocas pasadas.

Para Andrés y Arce la crisis actual, que tuvo una larga gestación, ha sido abrupta y está causando cuantiosas pérdidas. El objetivo de su análisis, contenido en el capítulo 4, es explicar precisamente estos dos extremos. Con respecto a la primera cuestión, los antecedentes, los autores se fijan en tres hechos: el largo periodo previo de crecimiento con estabilidad, denominado la Gran Moderación; el proceso de continua innovación financiera; y los desequilibrios globales. El capítulo 4 presenta, en primer término, el contexto macrofinanciero en el que se gestó la crisis financiera destacando dos dimensiones esenciales: la elevada estabilidad de los indicadores de actividad económica y de precios en las principales economías industrializadas, y también en las emergentes, y la acumulación simultánea de importantes desequilibrios financieros a escala global. La crisis que se inició en el 2007 tiene muchos de los ingredientes observados años atrás en algunas economías, en particular las emergentes, como son el ele-

vado endeudamiento privado y público, el crecimiento espectacular del precio de algún activo y el manejo inadecuado del riesgo por parte del sistema bancario. Pero también presenta otras características específicas. Andrés y Arce señalan: que esta crisis financiera se origina en el núcleo del sistema financiero internacional, es decir, en países desarrollados, especialmente en los Estados Unidos, en vez de en la periferia; que ha tenido lugar tras un dilatado periodo de prosperidad y estabilidad macroeconómica; y que no ha habido pánicos bancarios clásicos en términos de retirada de depósitos, aunque algunos segmentos del mercado financiero han estado a punto de desaparecer o se han visto severamente afectados. Tres características del periodo 1990-2007 son indispensables para entender el proceso de extraordinario crecimiento de la economía mundial, su abrupta interrupción con la crisis actual y los riesgos y oportunidades de la economía mundial en el futuro: la Gran Moderación, los desequilibrios globales y el desarrollo de la industria financiera en el tratamiento del riesgo y la creación de liquidez. Los autores describen estos tres elementos y establecen las principales interacciones entre ellos. En particular llaman la atención acerca del proceso de innovación de las últimas décadas, con nuevos mecanismos de transmisión masiva de riesgo de crédito, mediante las titulaciones y los *credit default swaps* (CDS). Por otra parte, aducen que las medidas de política económica que se están adoptando, tanto globalmente como por parte de los distintos países afectados por la crisis, se apoyan en un conocimiento insuficiente de esta interacción, ya que el análisis económico no dispone aún de un marco teórico unificado ampliamente aceptado con el que abordar el estudio de estos fenómenos. Sin embargo, algunos economistas teóricos y los responsables de la política económica (*policy makers*) han dejado constancia de la necesidad de entender mejor la compleja relación entre los mercados reales y los financieros y su estudio se ha convertido en una prioridad. Es de esperar que este esfuerzo conduzca en el futuro a un mejor conocimiento de las crisis financieras y que este conocimiento nos permita diseñar políticas económicas capaces de prevenirlas o al menos de mitigar sus efectos más negativos cuando estas acaben teniendo lugar.

En su contribución, recogida en el capítulo 5, González-Páramo nos recuerda que estamos todavía sometidos a un ajuste severo, tras los graves hechos acaecidos desde mediados del 2007. El autor comienza trazando los paralelismos existentes entre la Gran Depresión y la actual Gran Recesión. Aunque provisional, la evidencia apunta, como ya se ha dicho, a que el descenso de las cotizaciones de Wall Street desde principios del 2008 ha sido más pronunciado que en los años 1929 y 1930, y que la caída de la producción y del comercio mundiales estaba siendo hasta hace poco tan intensa como la de los doce meses que siguieron al colapso de 1929. Además, los problemas financieros han sido más complejos ahora porque la estructura financiera mundial es más complicada. Sin embargo, afirma el autor, la recesión actual no se convertirá en una segunda Gran Depresión, sencillamente porque se están evitando los errores macroeconómicos que se cometieron en los años treinta. Una diferencia importante es que ahora se vive en un mundo de tipos de cambio flexibles y las políticas macroeconómicas, a diferencia de lo que ocurría en los años treinta, están liberadas para atender otros objetivos. Una segunda diferencia significativa es que las políticas monetarias y fiscales se están utilizando de manera continua y acertada. González-Páramo, que conoce bien lo que hace el BCE, señala que este, desde el principio de la crisis financiera, ha estado dispuesto a suministrar toda la liquidez que fuera necesaria para evitar el derrumbamiento del sistema. Como prueba aporta una relación exhaustiva de las medidas adoptadas por el Eurosistema desde agosto del 2007 y detalla las acciones de política monetaria emprendidas por el BCE y las de respaldo a las instituciones de crédito. El BCE también ha hecho un ejercicio permanente de transparencia y de pedagogía para asegurar que el mercado entienda lo que hacen las autoridades. Para el autor, la clave que ha evitado el derrumbe del sistema financiero y el descenso al abismo ha sido precisamente la intervención de las autoridades públicas nacionales y europeas. Sostiene también que ya se pueden sacar algunas lecciones de la crisis. Por ejemplo, se ha demostrado la solidez de los pilares sobre los que se asienta el modelo institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM); asimismo, se ha puesto de relieve la validez del marco operativo del BCE y la necesidad de la coope-

ración internacional. Pero también se ha aprendido que existen mecanismos que todavía no funcionan bien, como la regulación y supervisión macroprudencial, y que aún persisten debilidades estructurales en la economía europea a causa de reformas aplazadas que es necesario acometer con urgencia.

Para Reinhart, autor del capítulo 6, no hay duda de que la crisis se originó en los Estados Unidos en el sector de la vivienda. La crisis de las hipotecas *subprime* se destapó cuando el precio de los inmuebles empezó a descender en el verano del 2006. Y como en otras ocasiones anteriores se encuentran excesos en el sector de la construcción y en el sector crediticio, acompañados en esta ocasión por innovaciones financieras fuera del control y del conocimiento de las autoridades económicas. El autor, al igual que los demás participantes en la monografía, reconoce el profundo alcance de la crisis y ofrece una minuciosa descripción de esas innovaciones y de la opacidad con la que actuaron las entidades de crédito. Mantiene que la actitud inicial de la Reserva Federal y el Tesoro americano contribuyeron a confundir a los intermediarios financieros. Las medidas adoptadas fueron irregulares. Los primeros pasos en falso, al rescatar unas entidades y luego dejar caer a otras, generaron una indeseable incertidumbre y probablemente empeoraron la crisis. Como resultado se generó una desconfianza general entre las entidades acerca de su mayor o menor grado de exposición; hubo un momento que no se sabía qué bancos eran solventes y qué bancos tenían suficiente liquidez para capear el temporal. Además, las autoridades siguen sin querer obligar a las entidades financieras a reconocer el pleno alcance de las pérdidas en hipotecas y en activos relacionados con las mismas. Las medidas monetarias y fiscales adoptadas, sin embargo, fueron más oportunas, aunque no siempre bien orientadas. En la parte final del capítulo, Reinhart relaciona la situación de la economía americana con la internacional y cómo la crisis en los Estados Unidos, receptor de importantes flujos de capital, tiene una conexión innegable con la capacidad ahorradora del resto del mundo, en particular con las economías asiáticas. Para terminar, señala que es importante aprender de la experiencia y no porque se pudiera llegar a un sistema financiero que nunca tuviera crisis. Las crisis económicas se han sucedido en los últimos

ocho siglos y estudios recientes muestran que ningún país las ha podido evitar. Esta universalidad sugiere que las crisis financieras volverán a repetirse, a pesar de las promesas de los legisladores. Pero no se debería contribuir a ellas repitiendo los mismos errores de gestión que nos han conducido a la actual situación.

Hace poco más de un año la economía mundial parecía estar al borde del colapso. Así, en el capítulo 7, comienza Loayza su aportación al tema y, de la misma manera que el resto de los autores, insiste en la gravedad y profundidad de la crisis. La valiosa información que reúne es contundente y bien expresiva de lo que afirma. La novedad de su trabajo reside en el enfoque: un desplazamiento para observar el impacto de la crisis más allá del *centro* y para obtener un racimo de lecciones de gran interés. Lección primera: no se debe culpar de la crisis a la globalización; antes tenemos que mirar al interior de cada una de las economías nacionales, porque el mayor número de las crisis padecidas en el pasado reciente fueron el resultado de políticas económicas fallidas. Loayza reconoce que la apertura e integración conllevan mayor volatilidad, pero opina que ofrecen ventajas más que suficientes para compensar los riesgos. Lo global tiene un coste, como salir a la calle eleva el riesgo de sufrir un percance, pero sus beneficios potenciales son elevados, como los que se derivan de relacionarse con los demás cuando uno sale de su casa. Lección segunda: las autoridades económicas no deben prometer lo que no pueden cumplir, ni adoptar medidas que generen incentivos incorrectos porque distorsionan la toma de elecciones individuales. Es preciso evitar situaciones de *moral hazard*: consumidores y productores deben saber que la asunción de riesgo la cubren ellos mismos, no el Estado. Lección tercera: la volatilidad no es dañina para una economía, es el reflejo de la flexibilidad del mercado en continuo ajuste. Lo verdaderamente perjudicial son las grandes fluctuaciones. En palabras del autor: «es mejor soportar temblores frecuentes que un gran terremoto». Las conclusiones de Loayza son claras. La crisis internacional no ha invalidado el conocimiento adquirido sobre los orígenes y las curas de las crisis económicas. La lectura de la evidencia pone de relieve que las políticas e instituciones domésticas, y no la globalización, continúan siendo los principales determinantes de la volatilidad excesiva y

de las crisis; los seguros implícitos al riesgo y la práctica de *rescates* a bancos y empresas deficientes están siempre en el origen de las peores crisis, y la flexibilidad para ajustarse a nuevas condiciones es el mejor antídoto contra el caos macroeconómico.

En su estudio, contenido en el capítulo 8, Francisco Pérez García aborda directamente lo que ha pasado en la economía española en los últimos años y cómo ha llegado la crisis internacional a las costas españolas. El autor trata de explicar la combinación de circunstancias internas y externas que confluyen en la situación actual de la economía española y también en las posibles vías de recuperación. Primero describe las pautas de crecimiento en España, y llama la atención sobre un hecho que parece indiscutible: ese crecimiento, que se inició a mediados de la década de los noventa, fue acumulando peligrosos desequilibrios en forma de excesos de capacidad instalada y de activos inmobiliarios, de elevado endeudamiento privado, y de déficit exterior y déficit estructural del sector público. Así, afirma Pérez García, pese a la imagen de prosperidad que ofrecía España en aquellos años, su posición financiera y económica era muy vulnerable. Para el autor, buena parte de los desequilibrios derivaban de las facilidades de financiación que impulsaron una expansión de la capacidad productiva muy rápida, a un ritmo superior al que crecía la demanda. De hecho, el argumento central que se defiende en el trabajo es, en palabras de Pérez García, que el núcleo de los problemas actuales se encuentra en el exceso de capacidad generado en el desarrollo de un proceso de acumulación acelerado, impulsado por la especulación inmobiliaria y por las facilidades para asumir riesgos derivados de la abundancia de financiación y de la flexibilidad de la contratación temporal. Y también que la dificultad de corregir ese desequilibrio es mayor porque, tanto durante la expansión como durante la recesión, en buena parte de los mercados españoles los precios son rígidos a la baja y los excesos de oferta se corrigen, fundamentalmente, ajustando las cantidades intercambiadas. Para el autor, la recuperación exige mejorar la capacidad competitiva de las empresas y aumentar la flexibilidad de los mercados mediante las oportunas reformas.

En el capítulo 9 Maudos analiza la evolución del sector bancario español, desde mediados de la década de los noventa. Su estu-

dio pone de relieve que la banca española se enfrentó a la crisis desde una posición de fortaleza, pero que según avanzó aquella en intensidad y duración, esa fortaleza ha tendido a desaparecer rápidamente. Se detiene primero en explicar el modelo de desarrollo financiero de la economía española, desde mediados de la década de los noventa, y las transformaciones experimentadas por el sector como consecuencia de la desregulación, así como de su creciente internacionalización y apertura externa, sin olvidar acontecimientos tan importantes como la implantación del euro. Después, expone las razones por las cuales la banca ha ido deslizándose hacia posiciones menos sólidas, fruto del deterioro de las condiciones macroeconómicas. Si bien, como señala el autor, el sector bancario español partía de una buena posición de salida para afrontar la crisis financiera internacional, las fortalezas iniciales en forma de elevada solvencia, rentabilidad, eficiencia y provisiones, así como una reducida morosidad, se fueron debilitando rápidamente con la prolongación de la crisis y como consecuencia de la elevada exposición al riesgo en el crédito, relacionado con el sector más duramente golpeado por la crisis: el sector inmobiliario. Maudos señala que el origen de los problemas actuales reside: en una abundancia de liquidez en el mercado internacional, en un contexto de reducidos tipos de interés que facilitaba la expansión acelerada del crédito bancario y el endeudamiento del sector privado de la economía; en una elevada concentración del riesgo en las actividades relacionadas con la construcción, sobre todo en créditos destinados a la promoción inmobiliaria; y en la expansión de la red de sucursales bancarias y el empleo del sector. ¿Y cuáles son los retos que debe superar el sector para salir de la crisis? En el capítulo se enumeran los más importantes: debe reducirse la elevada concentración del riesgo en el *ladrillo*; debe reducirse también la morosidad; es preciso reorientar el negocio hacia otras actividades no basadas en la construcción, con un mayor potencial de generar valor añadido; se requiere que las entidades disminuyan su deuda externa; tienen que eliminar el exceso de capacidad instalada en términos de oficinas y empleo; y, por último, están obligadas a incrementar los recursos propios, tanto porque el mercado lo requiere, como por las mayores exigencias que supone la próxima entrada en vigor

de los acuerdos de Basilea III. Para terminar el autor se interroga sobre si las medidas, hasta ahora implementadas, tales como las emanadas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), los avales a la emisión de deuda, o el programa de adquisición de activos bancarios, son suficientes o si, por el contrario, va a ser necesario salir al rescate de nuevas entidades.

La monografía se cierra con el capítulo 10 a cargo de Malo de Molina. Para el autor, la economía española se enfrenta a la crisis más grave desde el Plan de Estabilización de 1959. Sostiene que la crisis mundial del 2009 ha alcanzado en España una dimensión particularmente severa y que para comprender su alcance y sus complejidades es imprescindible partir de un diagnóstico riguroso de sus causas y de los rasgos que presenta entre nosotros. Solo así será posible diseñar políticas económicas que contribuyan a recuperar la confianza de los agentes sociales y de los inversores internacionales. Una idea central para entender la crisis en España es su carácter dual. Esto es, tiene una doble dimensión porque la crisis internacional vino a unirse a un componente interno derivado de la necesidad de absorber y corregir los desequilibrios que se habían acumulado durante la larga etapa de expansión previa. Uno de los problemas de la economía española proviene de los excesos en el sector inmobiliario hacia donde se canalizaron ingentes recursos financieros. El auge de la construcción superó el registrado en ocasiones anteriores. La expansión desmedida del crédito bancario ha sido otro de los problemas, que se deriva, en buena medida, del acceso fácil al mercado internacional de capitales que ha tenido el sector privado. Y otro problema grave ha sido lo que el autor denomina *desalineamiento* continuo de precios y costes relativos internos con respecto a la media europea, lo cual condujo a crecientes déficits exteriores. En estas condiciones irrumpió la crisis internacional, que complicó la corrección de los desequilibrios y acentuó la recesión interna. La crisis, además, puso de relieve las deficiencias y la falta de flexibilidad de los mercados en España. El autor dedica especial atención a las rigideces del mercado de trabajo y a las dificultades surgidas en el sistema financiero. En la última parte del capítulo se repasan los acontecimientos económicos y financieros más recientes y el desafío que ha supuesto para las autoridades españolas. Su supe-

ración, señala Malo de Molina, reviste especial complejidad y está cargada de importantes retos de política económica, de cuya resolución depende la continuidad del proceso de modernización de la economía y el aumento del bienestar social de las últimas décadas, y supondrá grandes esfuerzos y sacrificios de los agentes económicos y sociales. Pero, al mismo tiempo, el autor nos dice que en encrucijadas difíciles, como los momentos actuales, en los que se requieren esfuerzos por parte de todos los agentes y sectores sociales, es importante recordar que la capacidad de reacción y de reforma fue la que permitió superar con éxito, en el pasado, situaciones similares y avanzar en la modernización y el bienestar, como España había hecho antes de la crisis.

PABLO MARTÍN-ACEÑA
Universidad de Alcalá

PRIMERA PARTE

EL PASADO

1. ¿Qué pasó en 1929?

El año que cambió el mundo

Pablo Martín-Aceña
Universidad de Alcalá

1.1. Antes de la debacle¹

El 4 de diciembre de 1928, en su último mensaje a la nación, el presidente Calvin Coolidge declaró que «en ningún otro momento el Congreso de los Estados Unidos se había reunido en medio de tanta prosperidad». Se refería por supuesto a la bonanza que desde 1924, pasados los difíciles años de la posguerra, registraba la economía mundial y en particular la americana, con elevados niveles de empleo, precios estables y beneficios empresariales en aumento.² El auge estaba vinculado a una nueva fase de innovaciones tecnológicas en la industria y a la expansión del sector del automóvil y sus accesorios, así como al fuerte despegue de las industrias química, eléctrica y a la de bienes de consumo duraderos, tales como la fabricación de radios, refrigeradores y aparatos de comunicación. La década de los veinte fue una etapa de intenso crecimiento de la productividad total de los factores: en la manufactura, la tasa crecimiento se situó en torno al 5% y el sector agrario registró un rápido proceso de mecanización. Un factor que contribuyó a esta nueva fase de expansión fue la estabilidad monetaria, lograda tras el fin de las hiperinflaciones centroeuropeas, y la restauración del patrón oro, primero en Gran Bretaña y

¹ El contenido del apartado 1.1 y el del 1.2 se toma de Galbraith (1955), Friedman y Schwartz (1963), Sobel (1965), Kindleberger (1973), Temin (1976), Wigmore (1985), Eichengreen (1992b), Bierman (1998), Torrero (2006) y Marichal (2010). La interpretación que ofrecen unos y otros es a veces discrepante. Esta síntesis presenta los argumentos que, a juicio del autor, parecen más convincentes.

² La tasa media anual de crecimiento se situó en torno al 4%; la tasa de desempleo era del 3% y los precios descendieron un 5% entre 1925 y 1929.

después en Francia y en otros países europeos. Pese a los desajustes que afectaron a los tipos adoptados, el nuevo *patrón de cambios oro* redujo la incertidumbre que hasta entonces habían generado las fuertes oscilaciones cambiarias de la posguerra. Volvió la confianza y entre consumidores e inversores renació la ilusión de que había llegado una nueva etapa de crecimiento y de innovaciones tecnológicas que no tendría fin. Había, pues, motivos para el optimismo: en particular, los Estados Unidos habían gozado de un progreso continuo y estable, sin trastornos monetarios significativos.

Un indicador seguido por muchos que confirmaba los buenos tiempos era el comportamiento de las bolsas, en especial la de Nueva York, en alza continua desde 1924. El volumen diario de transacciones superó los tres millones de títulos en 1925 y 1926, llegó a los cuatro millones el 1 de marzo de 1928, a 6,9 millones en noviembre de 1929 y a los 8,2 millones el 3 de marzo de 1929. El alza de las cotizaciones bursátiles se intensificó a partir de 1927 y al año siguiente ya cabía hablar de verdadera euforia, de un *boom* que parecía bien asentado en una economía real en permanente estado de gracia. El conocido índice industrial Dow Jones escaló desde los 191 puntos a principios de 1928 hasta los 300 puntos en el mes de diciembre. La euforia continuó durante toda la primera mitad de 1929. En julio las cotizaciones se situaron por encima de los 340 puntos y el 3 de septiembre alcanzaron un máximo de 381 puntos.

Al margen del buen comportamiento de la economía, un factor que sin duda contribuyó al empuje de los valores bursátiles fue la reducción de los tipos de interés de la Reserva Federal, adoptada tras la conferencia de Long Island en julio de 1927. Su propósito fue no solo aliviar la presión sobre la libra esterlina, frenando la salida de oro desde Londres, sino también contrarrestar la breve pero intensa recesión de la economía americana, cuya producción industrial se redujo cerca de un 10%, entre mayo y noviembre de ese año.

Aunque la rebaja en el coste del dinero no fue el único factor, lo cierto es que desde la segunda mitad de 1927 se registró una notable expansión crediticia; los préstamos a los brókeres en el mercado interbancario (*brokers loans*) se incrementaron un 24% y

la Bolsa de Nueva York recibió una verdadera avalancha de nuevas emisiones, primero, de títulos extranjeros que alcanzaron un máximo de 530 millones de dólares en junio de 1928 y, después, de acciones y obligaciones de las grandes corporaciones americanas en busca de fondos baratos para financiar sus proyectos de inversión. El crédito otorgado por los bancos comerciales de Wall Street a los brókeres pasó de 4.400 millones de dólares a finales de 1927 a 6.400 millones a finales de 1928. El número de fondos de inversión, los célebres *investment trusts* de la época, se multiplicaron: de los 40 existentes en 1921 hasta los 750 inscritos a principios de 1929.

Galbraith (1955) recuerda que el *boom* que se desató en la Bolsa de Nueva York fue un auténtico fenómeno cultural, en el que participaron todos los grupos sociales, tanto los financieros de Wall Street como los de Main Street, esto es, la gente común.³ La amplia disponibilidad de crédito barato facilitó que aquellos que lo desearan pudiesen entrar en bolsa, tanto si comprendían las operaciones que realizaban como si las desconocían, tan solo fiándose de la supuesta capacidad de sus agentes. Un papel esencial lo desempeñaron los brókeres y tras ellos los grandes bancos neoyorquinos que facilitaban la compra de *títulos al margen*, es decir, desembolsando solo un porcentaje del precio de los títulos, que oscilaba entre el 25% para los pequeños inversores y el 10% para los inversores institucionales. Las compras al margen dieron lugar a una pirámide de endeudamiento de todos los participantes, particulares, brókeres, *investment trusts* y bancos, pues no parecía que presentase ninguna amenaza mientras las cotizaciones siguieran subiendo. Los préstamos y anticipos de los brókeres para la compra de títulos aumentaron hasta alcanzar un volumen récord de 670 millones de dólares en el mes de septiembre.

No obstante, Wigmore (1985) sostiene que ya ese mismo mes los brókeres notaron cómo una parte de los títulos que ellos mismos guardaban en su cartera se quedaba sin colocar y, por primera vez después de varios años, encontraron dificultades para renovar

³ Esta afirmación contiene algo de exageración, pues como el propio Galbraith reconoció la proporción de familias americanas propietarias de títulos cotizados en bolsa no superaba el 2%.

los préstamos que tenían concedidos por los bancos. La segunda semana de octubre el Dow Jones retrocedió hasta los 352 puntos, si bien el descenso fue ordenado y no causó ni alarma ni una excesiva inquietud. El 21 de octubre fue sin embargo un mal día que anunciaba malos presagios. Los títulos de grandes compañías como General Electric, Westinghouse y U. S. Steel cayeron un 7% y fue entonces cuando los inversores se percataron de que podían perder dinero y que las alzas de los años anteriores no estaban garantizadas. Se comprobó que los *investment trusts* que habían sido creados durante ese mismo verano y que habían adquirido valores a los precios más elevados del año, ahora, cualquier intento de venta, implicaba que los inversores, brókeres y clientes, tenían que asumir elevadas pérdidas. De manera súbita se percataron de que se enfrentaban a una situación nueva e inesperada. Como asimismo ha señalado Wigmore, los inversores grandes y pequeños vieron cómo sus hasta entonces rentables carteras comenzaban a acumular pérdidas. El día 23 las cotizaciones volvieron a bajar. Claramente la atmósfera había cambiado bruscamente y durante la noche se cursaron órdenes de venta para la mañana siguiente.

La evolución de las cotizaciones en Wall Street inquietaba y a la vez dividía a las autoridades políticas y a los responsables económicos de Washington y Nueva York. Andrew Mellon, el todopoderoso secretario del Tesoro, afirmó a principios de 1929 que no había nada por lo que preocuparse y que la ola de prosperidad continuaría. El presidente Herbert Hoover, sin duda la voz con mayor influencia, confesó en sus memorias que desde mediados de los años veinte la especulación desatada en Wall Street le causaba una creciente intranquilidad; empero, cuando llegó a la Casa Blanca en marzo de 1929, tras su aplastante victoria electoral en las elecciones de noviembre de 1928, no expresó mayores preocupaciones y se limitó a corroborar la opinión de Mellon.

En la Reserva Federal, el miembro de mayor prestigio y más experimentado, Benjamin Strong, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, estaba alarmado y dispuesto a tomar acciones drásticas para cortar la especulación. Sus colegas también alzaron la voz avisando de los peligros de la especulación, y Roy Young, presidente de la Junta de Gobernadores, advirtió de que si los bancos no reducían sus préstamos a los brókeres, la

Reserva Federal se vería obligada a tomar medidas. No obstante, el Consejo rechazó en marzo una recomendación de George Harrison, sustituto de Strong, para subir la tasa de descuento del 5% al 6%.⁴ Los banqueros estaban escindidos. Mientras que Charles Mitchel, del National City, y Albert Wiggin, del Chase Manhattan, pensaban que no había ninguna *burbuja especulativa* y que la Reserva Federal no debía entrometerse, otros, como Paul Warburg, uno de los padres del organismo nacido en 1913 y al frente del International Acceptance Bank, solicitaba medidas por parte de las autoridades y advertía de que si no se ponía freno a la orgía especulativa vendría un colapso desastroso. Otro personaje que expresó sus temores sobre lo que estaba ocurriendo fue el prestigioso banquero Eugene Meyer, que luego ocuparía la presidencia del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

La prensa era por lo general optimista, quizá por desconocimiento de lo que realmente estaba sucediendo. Solo el cauto redactor jefe de economía del *New York Times*, Alexander D. Noye, que no se dejó llevar por la euforia, avisó de manera repetida de los peligros que podrían sobrevenir si se mantenía la locura bursátil. Y del mundo académico son célebres las opiniones del profesor Irving Fisher, de la Universidad de Yale, uno de los economistas más influyentes del país, que declaró que las acciones habían alcanzado un nivel elevado permanente. Fisher (1930) pensaba, incluso después del crac, que la valoración de las acciones de la mayoría de las empresas americanas respondía a sólidas y justificadas expectativas de beneficios y, solo parcialmente, a la actitud de inversores irreflexivos deseosos de entrar en un mercado eufórico. Por su lado, la Harvard Economic Society mantuvo siempre una actitud optimista acerca de lo que acaecía en la Bolsa, juzgando que la euforia respondía a una realidad incontestable: la economía crecía y las empresas ganaban valor.⁵

⁴ Strong falleció en noviembre de 1928. La tasa de descuento fue finalmente elevada en el mes de agosto.

⁵ Tras la debacle que supuso el crac, la sociedad universitaria tuvo que rectificar y disolverse.

1.2. El crac de 1929

Cuando a las diez de la mañana del jueves 24 de octubre de 1929 sonó la campana que abrió la sesión en Wall Street, había más de un millar de miembros de la Bolsa de Nueva York en la sala de negociaciones, un número muy superior al de los setecientos cincuenta habituales. El refuerzo de personal obedecía a la cantidad de órdenes de venta cursadas durante la noche anterior. El número de operadores de telégrafo también había sido reforzado en previsión de una sesión que se esperaba movida. En el Curb Exchange, hoy denominado American Stock Exchange, se puso a la venta un enorme paquete de acciones de la conocida firma Cities Service Company y su cotización comenzó a caer de inmediato. Fue la señal que desató una furia vendedora de manera que en pocos minutos se cursaron órdenes de venta por un millón de títulos. Las cotizaciones se desplomaron, a las once de la mañana el pánico se había apoderado del parque y el frenesí vendedor parecía imparable. Cuando las noticias de lo que ocurría en el interior de la Bolsa se conocieron fuera de sus muros, una multitud entre curiosa y preocupada se congregó en la célebre intersección de Wall Street con Broad Street. La policía de Nueva York tuvo que tomar posiciones para evitar posibles disturbios.

Se convocó para el mediodía una reunión urgente en las oficinas de J. P. Morgan, en el 23 de Wall Street, a la que acudieron los principales banqueros de Nueva York.⁶ Se trataba de formar un grupo con la finalidad de frenar la caída del precio de las acciones. Se pusieron sobre la mesa 120 millones de dólares para que cada banquero, con el dinero que aportaba comprase las acciones que él mismo eligiese. Aunque no se trató de una acción coordinada, ni los miembros del grupo se comprometieron a compartir pérdidas, la reunión tuvo un efecto sedante pues por la tarde se desaceleró la caída de la Bolsa. Al terminar la jornada, Thomas Lamont, socio de J. P. Morgan, se dirigió a los periodistas para dar

⁶ Entre los que acudieron a la cita estaban: Charles Mitchel, presidente del National City Bank; Albert Wiggin, presidente del Chase National Bank; William Potter, presidente del Guaranty Trust Company; Seward Prosser, presidente del Bankers Trust Company; George Baker, presidente del First National Bank; además de los hermanos Guggenheim y varios representantes de J. P. Morgan.

cuenta de la reunión y calmar los ánimos. Sus declaraciones fueron, sin embargo, desconcertantes pues, a su parecer, los banqueros atribuían la caída a cuestiones estrictamente técnicas no a un deterioro de la economía: «*there has been a little distress selling on the Stock Exchange*»,⁷ fueron sus palabras finales. Esa misma tarde los banqueros volvieron a juntarse con objeto de preparar una estrategia común ante lo que pudiese ocurrir al día siguiente. En esta ocasión acudieron treinta y cinco miembros de la Bolsa, que juntos manejaban cerca del 70% de las operaciones de Wall Street. La conclusión a la que llegaron fue que había sido desde luego una mala jornada, que no se repetiría y acordaron que entre todos debían procurar calmar los ánimos de sus clientes y disipar los temores. También acordaron insertar una página completa en el *New York Times* recomendando al público comprar acciones en la Bolsa.

En Washington los miembros del Consejo de la Reserva Federal estuvieron todo el día pendientes de lo que pasaba en Wall Street. Se reunieron en dos ocasiones, por la mañana y al mediodía. En la segunda reunión estuvieron presididos por Andrew Mellon, el secretario del Tesoro. Aunque tuvieron la atención centrada en Nueva York, tomaron nota y pudieron comprobar que acontecimientos similares se registraban en las Bolsas de Chicago, Boston, Filadelfia, San Francisco y Los Ángeles.

En las jornadas del viernes 25 y del sábado 26 se repitió el ambiente vendedor, si bien los movimientos fueron más pausados. La semana empezó con mal pie. El lunes 28 fue un día terrible: los temores del jueves 24 se reprodujeron y durante la sesión salieron a la venta nada menos que nueve millones de títulos. Las pérdidas fueron elevadas. Al terminar la sesión los banqueros decidieron reunirse de nuevo: reconocieron esta vez que las fuerzas del mercado estaban más allá de su control; tomaron conciencia de que ya no podían frenar el descenso sino, como mucho, impedir un desorden vendedor. A pesar de las declaraciones del presidente Herbert Hoover afirmando desde la Casa Blanca que «los fundamentos de la economía, es decir la producción y la distribución,

⁷ [N. del ed.]: 'ha habido un pequeño desajuste en la Bolsa'.

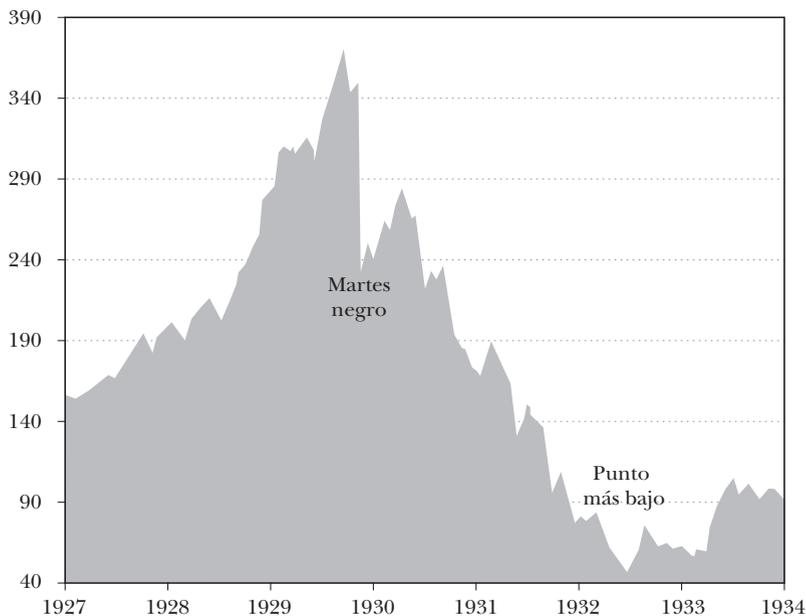
son sólidos y la prosperidad continuará», lo cierto es que el sentimiento general de compradores y vendedores era que el *boom* bursátil del bienio 1928-1929 había terminado.

El martes 29 fue el día más devastador de los ciento doce años de la historia de la Bolsa de Nueva York. Las ventas comenzaron nada más abrir el mercado. Se produjo una avalancha de órdenes: bloques enteros de acciones se pusieron a la venta; nadie se libró de la caída de los precios; las acciones industriales descendieron un 30% de media; los títulos de los bancos y de los *investment trusts* cayeron con mayor intensidad, por encima del 40%. Durante la jornada se vendieron 16,4 millones de títulos, un récord que no se sobrepasaría en cuarenta años. El Dow Jones se desplomó casi 50 puntos de manera que al finalizar el día las ganancias de los doce meses anteriores se habían esfumado. Se repitieron las reuniones de los banqueros que, completamente desconcertados y superados por los acontecimientos, no pudieron llegar a ningún acuerdo y dieron por finiquitados sus anteriores intentos de coordinar acciones para sostener las cotizaciones. Se convocó de urgencia al Comité de Dirección de la Bolsa para debatir posibles medidas; varios de sus miembros pidieron el cierre del mercado, pero la mayoría no secundó la propuesta.

Por la noche Julius Klein, subsecretario de Comercio, en una declaración radiofónica reiteró la convicción expresada días anteriores por el presidente: la economía del país estaba en buen estado. Los responsables de Goldman Sachs, uno de los principales bancos de inversión, expresaron su parecer de que las condiciones económicas eran incuestionablemente sólidas. Desde su residencia, John D. Rockefeller, el gran oráculo, que había permanecido en silencio durante décadas, emitió un comunicado en el que afirmaba su convicción de que la economía del país era sólida y que él y sus hijos habían decidido seguir comprando acciones en la Bolsa. Alfred Sloan, a la sazón presidente de General Motors, expresó una opinión parecida.

Los miembros del Consejo de la Reserva Federal se citaron al mismo tiempo que abría la Bolsa y no se separaron hasta que cerró. Debatieron la posibilidad de tomar alguna medida para calmar el mercado, alguna acción que pusiera algo de orden y detuviese el frenesí liquidacionista. No obstante, estaban tan des-

**GRÁFICO 1.1: La evolución del índice Dow Jones en Wall Street.
Crac bursátil durante la Gran Depresión**



Fuente: Kindleberger (1973).

concertados como Wall Street y tampoco tenían claro si intervenir en el mercado bursátil era una de sus responsabilidades. Todo lo que hicieron fue culpar a la especulación y pensar, como aducía Mellon, que la purga liquidacionista no vendría mal. Más activo y clarividente fue el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. George Harrison se distanció de la pasividad de la mayoría de sus colegas y dio instrucciones para evitar que el desplome de la Bolsa arrastrara a las entidades de crédito neoyorquinas a una posición insostenible de falta de liquidez. Excediéndose en sus competencias, Harrison ordenó compras masivas de títulos en el mercado por una cantidad superior a las que estaba autorizado por el Consejo.⁸ Inyectó la suficiente liquidez para impedir que se produjera una catástrofe financiera como consecuencia de

⁸ El límite establecido por el Comité de Mercado Abierto era de 25 millones de dólares a la semana. Harrison ordenó compras por 160 millones durante esa semana y 370 millones durante el mes de noviembre.

la crisis bursátil. Además, el 1 de noviembre redujo la tasa de descuento del 6% al 5% y pocos días después, el 15 de ese mismo mes, al 4,5%.

El miércoles 30 y el jueves 31 continuó la tónica de días anteriores, aunque la ansiedad pareció remitir, pese a las noticias que daban cuenta de la quiebra de importantes compañías. Para alivio de los operadores, el viernes y el sábado el mercado estuvo cerrado. Cuando la Bolsa reabrió sus puertas en noviembre las ventas masivas se reanudaron. Las sesiones del 11, 12 y 13 fueron particularmente nefastas: el índice Dow Jones cayó 50 puntos. El descenso continuó el resto de ese mes y del siguiente. Para entonces era obvio que en Wall Street se había instalado la desconfianza. Y así fue: la Bolsa siguió su marcha descendente hasta 1932. El 3 de septiembre el Dow Jones había alcanzado su máximo nivel de 381 puntos y en 1932 el índice estaba en 79; había perdido el 90% de su valor. El gráfico 1.1 es tan expresivo que excusa mayores comentarios.

1.3. ¿Qué causas provocaron el crac?

Las causas por las cuales se produjo el crac cuando se produjo y no antes o después, son todavía un misterio, en particular para los partidarios de la racionalidad de los mercados. ¿Qué no conocían los inversores los días negros del martes 24 o del jueves 29 que no supieran las vísperas respectivas? ¿Qué les hizo cambiar de manera tan radical su perspectiva de futuro? ¿Qué les transformó de compradores bursátiles compulsivos en vendedores frenéticos? También cabe preguntarse si en el momento del crac las cotizaciones estaban sobrevaloradas y tarde o temprano era previsible que frenaran su alza y comenzaran a caer. ¿Existía una *burbuja bursátil* sin correspondencia con los fundamentos de la economía? ¿Cuál fue la causa entonces de que se desinflara la burbuja?

Sabemos que Fisher (1930) pensaba que la tendencia alcista de las cotizaciones en Bolsa respondía a la buena marcha de la economía y a los buenos resultados de las grandes corporaciones industriales y de servicios. También sostenía que esto no era un fenómeno transitorio, sino que cabía confiar en que la prosperidad continuaría unos cuantos años, por lo que el optimismo de

los inversores estaba justificado. Fisher aseguraba, además, que las cotizaciones subían independientemente de la expansión del crédito. No existía, pues, burbuja alguna.

Autores posteriores se han inclinado más bien por la postura contraria. En su celebrado libro, Galbraith (1955) sostiene que el colapso de octubre fue resultado de una burbuja especulativa, formada durante varios años, y no fruto de cualquier acontecimiento o noticia que la pudiera desinflar. Este autor incide en el comportamiento irracional o manía especuladora que induce al público a invertir con desmesura en los mercados alcistas, financiado por una también desmedida expansión del crédito y de los sistema de compras al margen. En su también mercedamente célebre libro, Kindleberger (1973) considera lo ocurrido en octubre de 1929 como un fenómeno inevitable fruto de la especulación, ya que cualquier noticia o hecho que crease una mínima incertidumbre podía provocar un cambio radical en la actitud de los inversores. En opinión de Kindleberger, el mercado había perdido contacto con la realidad y, tarde o temprano, la realidad, como siempre, se impone a euforias desorbitadas, sin fundamentos sólidos.

La burbuja estalló, pues, porque tenía que estallar. Sin embargo, Kindleberger reconoce que habían aparecido antes signos de debilidad económica que habían elevado la probabilidad de una parada bursátil, si bien no era predecible su magnitud. El índice de actividad económica elaborado por el National Bureau of Economic Research (NBER) mostró un máximo en junio y desde agosto ya era perceptible un cambio de ciclo, incluso el comienzo de una recesión. El cambio cabía atribuirlo a un claro descenso de la construcción inmobiliaria, debido en parte a una caída de la demanda y a la creciente desviación de fondos financieros hacia la bolsa; el autor menciona también un fenómeno de subconsumo, fruto de un retraso de los salarios con respecto a los precios y a un incremento de la participación de los beneficios en la renta nacional; asimismo, a finales de los veinte se estaba llegando al final de un ciclo de existencias, ya que los almacenes de las empresas estaban llenos, y con ello a una ralentización de la inversión. Estos factores se juntaron con otros que Kindleberger considera como desencadenantes: los posibles efectos proteccionistas en Europa que podrían derivarse de la aprobación del arancel

Smoot-Hawley, todavía en discusión en el Congreso; un nerviosismo latente acerca del Plan Young sobre el asunto de las reparaciones de posguerra; y, desde luego, la actitud del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que desde 1928 había comenzado a subir los tipos de interés en un intento de frenar la especulación.

Para Wigmore (1985) y White (1990), dos autores que han estudiado con detalle el comportamiento de la bolsa neoyorquina, la formación de una burbuja especulativa no presenta dudas. Ambos han constatado que hasta mediados de 1928 el mercado de capitales reflejaba la buena evolución de la economía real, pero a partir de ese ejercicio las cotizaciones bursátiles se distanciaron de su lógico vínculo con la rentabilidad de los títulos, es decir, los precios de las acciones no se correspondían con los dividendos que pagaban las compañías cotizadas. El rápido aumento de las cotizaciones fue fruto de una euforia sin base, alimentada por una expansión excesiva del crédito que bancos y otras sociedades financieras canalizaron hacia la Bolsa. Los inversores sabían que la diferencia entre el precio de los títulos y su rentabilidad no podía sostenerse a largo plazo; y también sabían que la recesión en ciernes, tarde o temprano, incidiría en la Bolsa. Nada ocurrió hasta que la Reserva Federal, preocupada por el *boom*, imprimió un giro a su política monetaria y decidió subir su tipo de descuento básico. La repercusión sobre los tipos de mercado fue casi inmediata y se produjo un encarecimiento de todos los tipos de préstamos, incluidos los anticipos que concedían los brókeres. Sin crédito barato no era posible sostener el ritmo de compras bursátiles y el mercado se frenó. Una vez que comenzó el descenso ninguna fuerza pudo detener la avalancha de ventas.

Para demostrar la existencia de una burbuja especulativa en 1929, Wigmore presenta múltiples evidencias: transacciones de acciones en ese ejercicio de 4 millones de títulos, por encima de los 3,5 de 1928, o de los 1,7 de media del periodo 1925-1936; cambio de manos de títulos por más de 870 millones de dólares, el 90% del total listado en Wall Street; aumento en el número de brókeres en la Bolsa de Nueva York que pasó de 706, en 1925, a 1.658 despachos, en 1929; incremento del precio de un puesto en la Bolsa que alcanzó los 652.000 dólares desde los 99.000 dólares que costaba en 1925 o los 290.000 de 1928; también, el volumen

de préstamos a corto plazo para la compra de acciones otorgado por los brókeres, que subió de 4.400 millones de dólares, en enero de 1928, a 8.500 millones, en octubre de 1929; y el desajuste existente en la ratio precio/dividendo (*price-earning ratio*) de los títulos y su rentabilidad media, que se presenta como la prueba más contundente. Como puede comprobarse en el cuadro 1.1, en 1929, la ratio estaba muy por encima de los porcentajes que muestra la segunda columna, una diferencia poco justificada y claro exponente del ambiente especulativo.⁹ A la vista de esta evidencia, Wigmore sostiene que la existencia de una burbuja es innegable, de manera que cuando se produjo el crac los mismos inversores que habían apoyado el mercado hasta el mes de octubre se convirtieron en una fuerza liquidadora imparabile.

Por su parte, White (1990), en el espléndido trabajo que dedicó a examinar el *boom* bursátil y su quiebra, precisó detalles sobre el origen y desarrollo de la burbuja especulativa e indagó las razones que impulsaron el mercado alcista de la década de los veinte y las posibles causas que condujeron a su término. Para este autor, el alza de las cotizaciones bursátiles estuvo plenamente justificada en sus comienzos por la buena marcha de la economía, la estabilidad macroeconómica a la que se había llegado y por el cambio tecnológico que impulsaba la renovación industrial. La economía americana crecía a un ritmo elevado, con bajos niveles de desempleo y una tasa de inflación reducida. Había razones firmes para sentirse optimista e invertir en bolsa. A ello contribuyó que los tipos de interés se mantuviesen reducidos y estables (véase el gráfico 1.2) y que la disponibilidad de crédito otorgado por los brókeres para la compra de acciones fuese ilimitada. Tuvo lugar al mismo tiempo una transformación notable de la estructura financiera. La regulación permitía que los bancos comerciales adquirieran bonos, pero impedía que invirtieran en acciones. Para escapar de esta limitación, muchas entidades de crédito crearon sociedades filiales tomando el modelo de los *investment trusts*, que les permitía

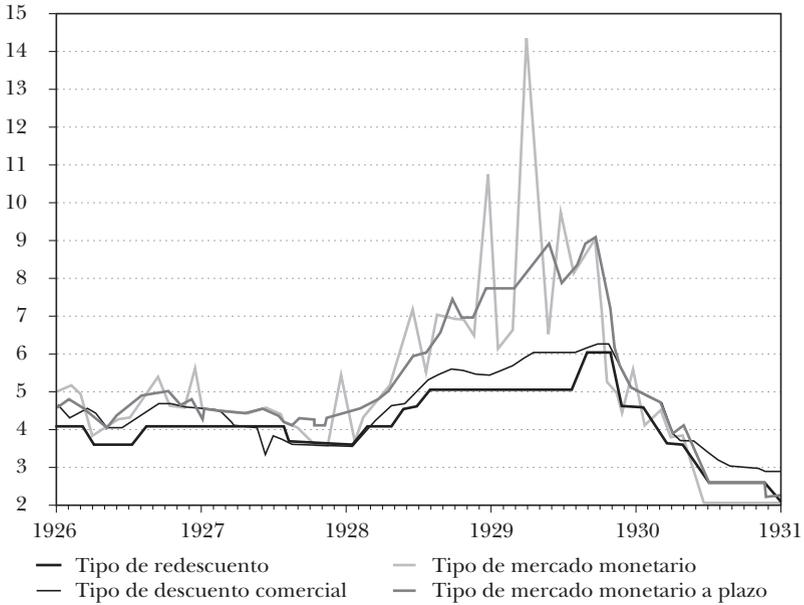
⁹ A una conclusión parecida llegaron De Long y Schleifer (1991). Para estos dos autores que estudiaron el caso particular de las sociedades de inversión de capital fijo (*close-end mutual funds*), el precio de las acciones estaba artificialmente inflado casi un 30% sobre el valor de las cifras que reflejaban los fundamentos de las empresas.

CUADRO 1.1: Ratio precio/ingreso y rentabilidad en 1929 de las principales compañías cotizadas en Wall Street

	Ratio precio/ingreso	Rentabilidad en 1929 (porcentaje)
Adams Express Co.	153	1,6
Alleghany Corporation	108	2,5
American & Foreign Power	50	7,9
Chase National Bank	62	7,4
Cities Service	69	11,6
Columbia Gas & Electric	45	11,1
Columbia Gramophone	165	30,9
Commonwealth Edison	36	9,4
Continental Illinois Bank	38	13,4
Detroit Edison	35	8,9
Electric Bond and Share	96	3,3
First National Bank of Chicago	40	10,5
General Electric	43	16,8
Goldman Sachs Trading Co.	129	2,3
Guaranty Trust	41	9,0
International Nickel	50	21,0
International Telephone & Telegraph	51	6,4
Irving Trust	39	9,7
Middle West Utilities	90	5,0
Montgomery Ward	60	7,9
National City Bank	120	11,0
National Power & Light	47	7,1
North American Co.	37	15,7
Public Service Co.	35	8,9
Radio Corporation	73	22,9
Union Carbide & Carbon	36	13,1
United Corporation	105	1,3
United Gas Improvement	40	10,3
Warner Bros	37	8,0

Fuente: Wigmore (1985).

GRÁFICO 1.2: Tipos de interés en los Estados Unidos, 1926-1931
(porcentaje)



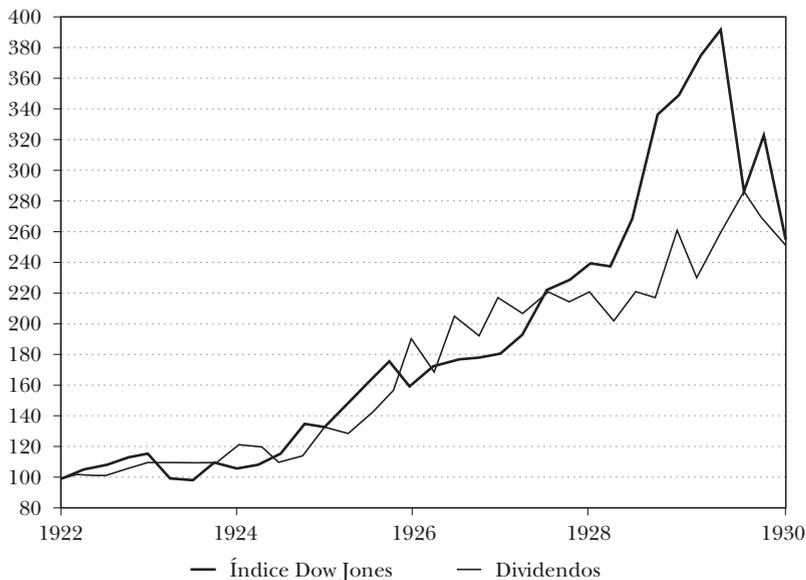
Fuente: White (1990).

actuar como auténticos bancos de inversión. De esta manera, la banca comercial podía operar en todos los segmentos del mercado y atender las necesidades de sus clientes corporativos.

En opinión de White, la burbuja se formó a partir de la primavera de 1928, como muestra el gráfico 1.3. De 1922 a 1927 los dividendos y los precios se movieron al unísono, pero a partir de 1928 se observa una creciente discrepancia entre el precio de las acciones y el índice representativo de los dividendos. Estos últimos, que reflejan la capacidad de las empresas para remunerar el capital y son una buena medida de su rendimiento financiero, no justificaban el alza que se estaba produciendo en la bolsa. Aunque la no correspondencia estricta entre cotizaciones y dividendos no implica necesariamente la existencia de una burbuja, puesto que los empresarios y gestores son reacios a incrementar los dividendos cuando suben las acciones a menos que consideren que la subida es permanente, lo cierto es que la evidencia disponible sugiere que los directivos de las empresas no consideraban que los

GRÁFICO 1.3: Evolución de las cotizaciones bursátiles (índice Dow Jones) y de los dividendos de las principales compañías cotizadas en Wall Street

(1.º trimestre 1922 = 100)

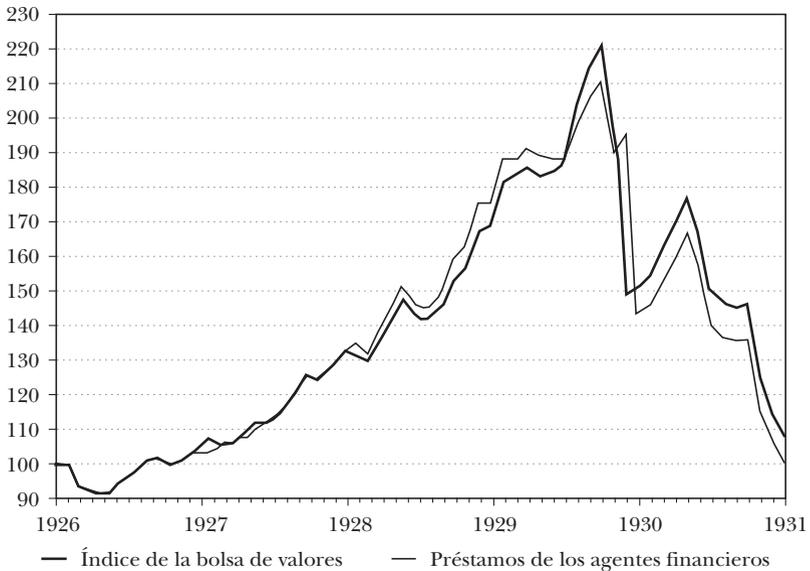


Fuente: White (1990).

beneficios de sus corporaciones justificaban la subida del precio de sus acciones.

White sostiene que los fundamentos de la economía justificaban la primera fase del *boom* bursátil, pero que no son suficientes para explicar que continuara después de 1928, sobre todo teniendo en consideración que los tipos de interés tendieron al alza, encareciendo con ello el coste del crédito. Como ha observado Hamilton (1987), entre otros, la Reserva Federal, preocupada por el *boom*, inició una política monetaria contractiva en enero de 1928, con ventas en el mercado abierto y una subida del tipo de descuento del 3,5% al 5%. Luego, el encarecimiento del crédito continuó escalando para llegar a sus máximos en la segunda mitad de 1929. Sin embargo, la cantidad de fondos para la compra de títulos no se redujo. De hecho, el gráfico 1.4 permite afirmar que el ascenso fulgurante del precio de las acciones estuvo íntimamente ligado a las condiciones de disponibilidad de crédito otor-

GRÁFICO 1.4: Cotizaciones y préstamos otorgados por los brókeres.
Bolsa de Nueva York, 1926-1931
 (1926 = 100)



Fuente: White (1990).

gado por los brókeres. A la vista de esto, ambos autores sugieren que la demanda de crédito para seguir invirtiendo en bolsa, más que la oferta, fue lo que impulsó la especulación, lo cual produjo una reasignación masiva de fondos en el mercado de capitales. Los recursos líquidos disponibles se reorientaron hacia el mercado bursátil, lo cual mostraría el carácter independiente, al margen de los fundamentos, de la burbuja especulativa.¹⁰

En un segundo trabajo, White, con la colaboración de Rapoport (1993), insistió en la explicación tradicional de que la existencia de una burbuja especulativa tiene sólidas bases. Ambos sostienen, además, que ni las excesivas emisiones de títulos en aquellos años, ni los cambios regulatorios, ni el débil comporta-

¹⁰ Una amplia literatura ha explorado la existencia de burbujas en los mercados financieros. Los modelos consideran que en ocasiones el precio de los activos no refleja siempre los fundamentos, esto es, el valor presente de los beneficios esperados. Diferentes autores han señalado que a veces se presentan burbujas cuando los fundamentos son difíciles de evaluar.

miento de las Bolsas europeas, ni las vicisitudes del debate sobre el arancel Smoot-Hawley explican el desplome de las cotizaciones bursátiles. Para estos dos autores, el final de la burbuja sobrevino como resultado del aumento de los tipos de interés y de la incipiente recesión industrial que apareció a finales de la década. Esto fue suficiente para que los inversores revisaran sus expectativas. Sabían que la diferencia entre el precio de los títulos y su rentabilidad no podía sostenerse a largo plazo; sabían que la recesión terminaría, tarde o temprano, reflejándose en los títulos de las acciones; y sabían que sin crédito barato por parte de los brókeres no era posible financiar la compra de títulos a plazo. Y por eso, una vez que comenzó el descenso, ninguna fuerza pudo detener la avalancha de ventas. La bolsa cayó sin piedad durante treinta meses consecutivos y no frenó su descenso hasta 1932.

Friedman y Schwartz (1963), en su influyente investigación, aunque no se ocupan directamente de explicar las razones por las cuales explotó la burbuja, sí dejaron claro el deseo de la Reserva Federal de frenar el *boom* de la bolsa. En su opinión, la política monetaria contractiva, adoptada desde mediados de 1928, obedeció a una excesiva preocupación por la especulación bursátil. La economista Schwartz (1987) ha insistido por su cuenta en este argumento. Para esta autora la actitud del Consejo de la Reserva Federal estuvo marcada por la doctrina de los saldos reales, que distingue entre los distintos usos, especulativo o productivo, que puede hacerse del crédito. El crédito aplicado a la actividad productiva se traducía en aumentos de la producción y no era, por tanto, inflacionario. Por el contrario, los préstamos para financiar la compra de títulos en bolsa tenían un claro componente especulativo que podía perjudicar la economía. Y esta convicción fue lo que llevó a los miembros del banco central americano a endurecer la política monetaria. Querían encarecer el crédito para cortar la demanda de liquidez que los brókeres canalizaban hacia el mercado bursátil. También Hamilton (1987) ha aducido que el endurecimiento de la política monetaria obedeció al propósito de la Reserva Federal de acabar con la escalada de las cotizaciones bursátiles.

No obstante lo expuesto hasta aquí, los argumentos de Fisher que niegan la existencia de una burbuja especulativa no han des-

aparecido del todo. Sirkin (1975) trató de rescatarlos hace unos años en un breve e incisivo artículo. Para ello comparó las cotizaciones de los títulos de las principales compañías en la Bolsa de Nueva York con los dividendos esperados, bajo el supuesto de que la economía continuara su marcha ascendente sin interrupción. Conforme a sus cálculos no cabía hablar de irracionalidad de los inversores, ni de *orgía bursátil*, pues los ingresos esperados de las empresas cotizadas justificaban las subidas que se registraban en el precio de sus acciones. McGrattan y Prescott (2003) tampoco creen que las acciones en Wall Street estuviesen sobrevaloradas, sino que más bien su cotización respondía a los fundamentos de las empresas y mantienen que el *boom* estaba vinculado a beneficios crecientes y a incrementos esperados en los dividendos. Si el mercado se colapsó no fue porque las burbujas siempre llegan a un final, sino porque la Reserva Federal elevó los tipos de interés y amenazó a las entidades de crédito con cortarles su acceso al redescuento y al crédito, si seguían concediendo préstamos a los brókeres para que estos otorgaran a su vez facilidades para la compra de acciones y obligaciones en la Bolsa.

En cualquier caso, tanto si se piensa que no existía burbuja, como si se cree que el mercado bursátil vivió un par de años en medio de una orgía especulativa, y tanto si se considera que la burbuja se desinfló por sí misma, o como resultado de la acción monetaria restrictiva de la Reserva Federal, lo cierto es que las consecuencias del crac sobre las expectativas de los inversores fueron devastadoras. También lo fueron para el valor contable de empresas: su capitalización cayó al tiempo que caía el valor de sus títulos en la bolsa. Todos aquellos que habían invertido una parte o la totalidad de su patrimonio observaron cómo el valor de sus carteras se reducía a la nada.¹¹ Los que habían tomado prestado para la compra de títulos comprobaron que no podían devolver sus créditos y muchos brókeres quebraron al tiempo que sus clientes se arruinaban. La bolsa, en caída libre, dejó de cumplir su fun-

¹¹ Aunque solo el 2% de la población de los Estados Unidos operaba en bolsa y, por lo tanto, se vió afectada directamente por el colapso, otra buena parte de la población consideraba el mercado bursátil el mejor indicador de la economía que orientaba sus decisiones de inversión y consumo.

ción como mercado de capitales y mecanismo de financiación de inversiones. Empresas y consumidores revisaron sus expectativas a la baja y comenzaron a aplazar sus decisiones de gasto. En Europa y en otras partes del mundo lo acaecido en Nueva York no pasó inadvertido; el descenso americano se transmitió como la pólvora a todos los mercados bursátiles. En Berlín, donde la caída había comenzado casi dos años antes, el colapso de Wall Street acentuó su descenso; asimismo, los mercados de Londres y París siguieron la senda descendente marcada por Nueva York.

1.4. La Gran Depresión

Al crac de 1929 le siguió una profunda contracción económica. La economía mundial cayó en picado hasta finales de 1932 y después la recuperación fue muy lenta y desigual, de manera que al final de la década aún no se habían recuperado los niveles de producción y renta de 1929. El resumen presentado en el informe Brady (1988) da idea, para los Estados Unidos, de su magnitud:

Entre el punto más alto del mercado en septiembre de 1929 y el final de ese año el índice Dow Jones cayó un 34,8% [...]. En los dos años siguientes, la situación empeoró de forma significativa y la baja fue del 33,7% en 1930 y del 52,7% en 1931. En total entre el punto más alto de 1929 y 1932, el descenso fue del 89% [...]. El producto interior bruto (PIB) se redujo un 9,9% en 1930, el 7,7% en 1931 y el 14,9% en 1932. En 1933 el PIB se situaba un 30,5% por debajo del registrado en 1929 [...]. El desempleo se elevó al 14,2% en 1930, al 25,2% en 1931, al 36,3% en 1932 y llegó a un máximo del 37,6% en 1933.

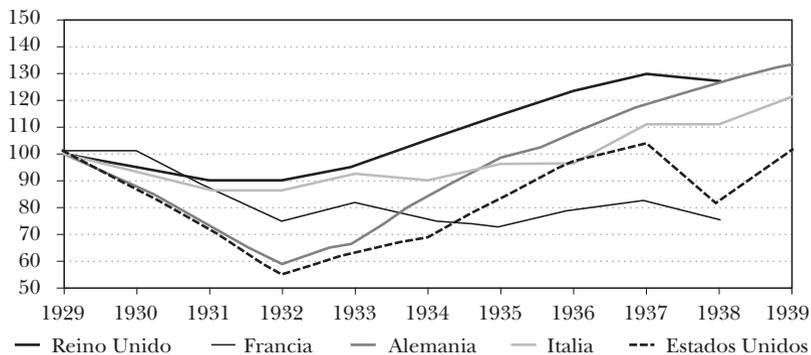
El gráfico 1.5 muestra la gravedad de la crisis: caída del producto industrial, largo periodo de deflación y hundimiento del comercio internacional.

Kindleberger (1973) recuerda que la caída de la bolsa provocó fuertes pérdidas a los inversores que recortaron sus niveles de gasto; las familias por su parte se encontraron sin liquidez para hacer frente a sus pagos corrientes, incluidos los hipotecarios.

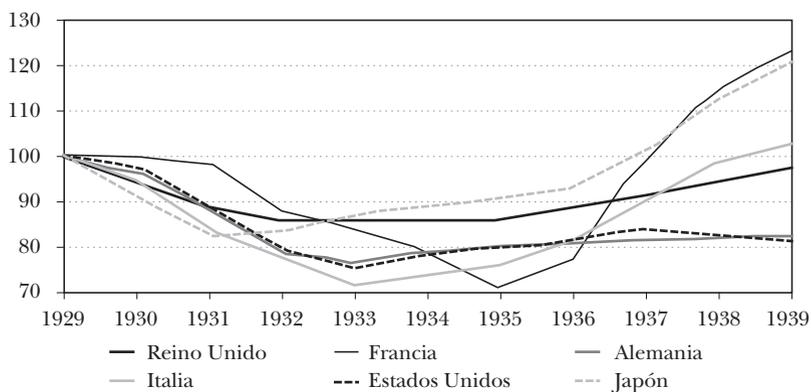
GRÁFICO 1.5: La Gran Depresión, 1929-1939

(1929 = 100)

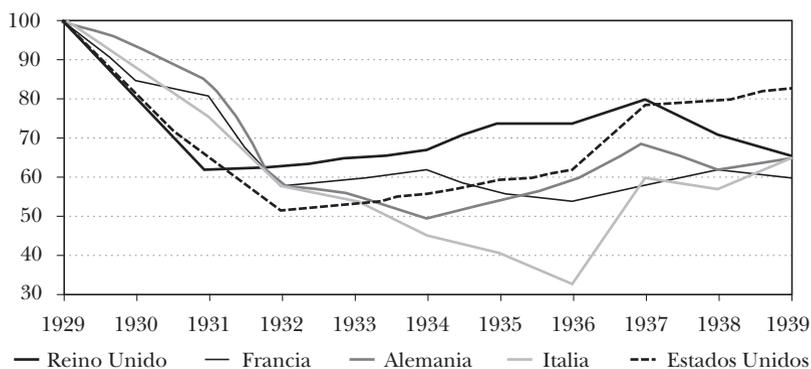
a) La caída del producto industrial



b) La deflación de los precios. Índice de precios al consumo



c) Las exportaciones



Fuente: Temin (1976).

El descenso de la producción y de los precios fue tan rápido e impresionante que es difícil desligarlo del crack: la producción industrial cayó un 10% entre octubre y diciembre, lo que supuso la caída más intensa desde 1920; y los precios y las importaciones también descendieron a velocidad de vértigo, un 20% en el último trimestre del año 1929. Asimismo, Mishkin (1978) señaló que el crack, junto con el incremento que se había producido en el endeudamiento de las familias, deterioró la calidad de sus activos y los hizo poco líquidos y realizables. Estima que aproximadamente dos tercios de la caída de la demanda agregada pudo deberse al empeoramiento de la posición financiera de las familias. También Samuelson (1979) mantiene que el crack bursátil fue uno de los factores importantes que generaron e intensificaron la Gran Depresión. En su opinión no debería minimizarse las consecuencias de lo acaecido en Wall Street como si hubiese sido un simple resfriado; el desplome de la bolsa neoyorquina arrastró a la quiebra a varios miles de bancos y sin duda la crisis financiera fue un ingrediente central de la crisis económica general.

La profesora Romer (1990) sostiene que, si bien la recesión americana comenzó en el mes de agosto, después del crack bursátil, la caída de la producción se aceleró de manera ostensible y, en su opinión, existe un vínculo innegable entre ambos fenómenos. Romer ha señalado que el crack bursátil de octubre de 1929 generó una atmósfera de temor y un ambiente de incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía, lo que la autora ha defendido como *the uncertainty hypothesis* (hipótesis de la incertidumbre): los consumidores, temiendo un descenso de su renta futura, revisaron a la baja sus expectativas y aplazaron o suspendieron sus compras de bienes de consumo duradero; los productores, ante el empeoramiento de las condiciones de los mercados y desorientados sobre cuál podría ser la evolución de los negocios, se replantearon sus planes de inversión en equipos y nuevas plantas, y pospusieron adquisiciones hasta que se despejasen las incógnitas abiertas por la catástrofe de Wall Street. Romer mantiene asimismo que familias y empresas comprobaron que el crack afectaba al funcionamiento normal del sistema financiero y que se había interrumpido el flujo de crédito bancario, lo que sin duda terminaría reduciendo la demanda de inversión.

Con datos agregados Romer lleva a cabo un ejercicio estadístico para distintos periodos, relacionando los gastos de consumo, ventas, con las oscilaciones del mercado bursátil y obtiene una serie de coeficientes de correlación altos y significativos, de tal manera que le permiten asegurar que cuando la volatilidad bursátil aumenta, el consumo de bienes duraderos se reduce. Esto es, movimientos bruscos en los precios de acciones y obligaciones tienden a deprimir la producción y la demanda de consumo. En su ejercicio la autora estimó que cuando se duplica la variabilidad media de las cotizaciones bursátiles, la producción de bienes de consumo anual se reduce un 7%. Teniendo en cuenta este resultado, el modelo de predicción utilizado por Romer sugiere que el pronunciado descenso de la bolsa en 1929 y 1930 debería haber provocado una caída de la producción de un 44%, incluso por encima del 32% registrado.

Romer, además, repasa la prensa económica para varios periodos, incluidos los años posteriores al crac y encuentra que la mayoría de los analistas percibieron que en 1929 y 1930 los consumidores se mostraban especialmente cautos en sus decisiones como consecuencia del colapso bursátil. El cataclismo acaecido en Wall Street les provocó en esta ocasión un mayor grado de incertidumbre sobre el futuro de la economía que en crisis anteriores. Perdieron la confianza y redujeron sus niveles de gasto. Romer aduce asimismo que la deflación causada por el crac se transmitió con rapidez al sector real, no solo a través de las expectativas sino también del mercado financiero y del efecto riqueza. Bancos y empresas lucharon con denuedo por encontrar liquidez: los primeros actuando a la defensiva redujeron el crédito para nuevas inversiones y los segundos reforzaron sus reservas para compensar la merma sufrida por su capital. Por otro lado, las pérdidas soportadas por los titulares de acciones les condujo a restringir tanto sus gastos de consumo como de inversión.

En definitiva, a la vista del deterioro de las expectativas empresariales y del pesimismo de los consumidores, que sobrevino de manera inmediata tras el derrumbe de la Bolsa, cabe afirmar que el crac de octubre incidió plenamente en las condiciones económicas y financieras de 1929 y de años sucesivos. No fue un fenómeno superficial sino un ingrediente esencial del mecanis-

mo deflacionista que caracterizó la Gran Depresión. El derrumbe bursátil asustó a empleados y empleadores y, en muy pocos meses, se evaporó la confianza de unos y otros. La incertidumbre provocó la caída del consumo y la inversión, que se propagó de inmediato a la producción, la renta y el empleo.

No todos los estudiosos comparten la idea de que el origen de la Depresión fuese el crac del 29; para algunos la caída de la Bolsa fue una más de las muchas que habían ocurrido con anterioridad y no puede considerarse incluida entre los factores causantes de la recesión; para otros, el crac tuvo importancia, pero no puede considerarse ni el origen ni la causa, sino una variable más que acentuó una recesión que había comenzado antes.

Friedman y Schwartz (1963), aunque admiten que los acontecimientos de Wall Street cambiaron la atmósfera de los negocios e introdujeron temores e incertidumbres que sin duda repercutieron sobre las decisiones de gasto de los agentes económicos, sostienen que la causa de la Gran Depresión hay que buscarla en la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Elevados tipos de interés reales, combinados con una reducción del volumen de liquidez, provocaron un fuerte descenso de la cantidad de dinero del sistema lo que, conforme a los modelos monetaristas, provocó una caída de la renta, de la producción, del empleo y de los precios. A la contracción monetaria contribuyeron las multitudinarias quiebras bancarias, más de 10.000 entidades, que destruyeron millones de dólares en depósitos a la vista y a plazo, lo que a su vez generó una fuerte contracción del crédito. La explicación que propusieron estos dos autores, basada en una portentosa acumulación de hechos y detalles históricos, hacía descansar la Gran Depresión en los errores de los responsables de la Reserva Federal americana, que malinterpretaron los acontecimientos y adoptaron políticas que agravaron la incipiente recesión iniciada en el verano del 29. Las autoridades monetarias de Washington mantuvieron las tasas de descuento demasiado bajas durante el *boom* de los años veinte y demasiado altas una vez que se desinfló la burbuja bursátil y los bancos comenzaron a quebrar. Como luego reiteró la propia Schwartz (1987), cualquiera que fuese la causa que precipitó el colapso bursátil o el inicio de la recesión industrial, lo que verdaderamente explica la Gran Depresión es

la fuerte contracción de la cantidad de dinero, como consecuencia de las quiebras bancarias y de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Asimismo, Hamilton (1987) ha examinado con detalle la política contractiva de la Reserva Federal iniciada en 1928 y sostenida durante los años siguientes. Para este autor, se mida como se mida y se utilice el indicador monetario que se utilice, no hay sombra de duda sobre el hecho de que la política monetaria fue dañina y que esta fue una de las causas que precipitó la Gran Depresión.

En el lado opuesto, economistas e historiadores económicos de tradición keynesiana explican la Gran Depresión como consecuencia de una contracción autónoma de la demanda agregada, tanto de la demanda de consumo, como de la demanda de inversión. Los factores que contribuyeron a la disminución del consumo fueron: el descenso en la construcción inmobiliaria en la segunda mitad de los veinte; la caída de los precios agrarios, a lo largo de toda la década; y la recesión industrial, aparecida en el verano de 1929. Para Temin (1976) fue la caída de la demanda lo que generó fuertes impulsos deflacionistas a la economía americana y de allí se trasladó al resto del mundo, vía el comercio internacional y los mercados de capital. La adhesión al patrón oro, el mantenimiento de la ortodoxia financiera que ató las manos de los responsables de la política económica (*policy makers*) es asimismo una clave esencial para entender la razón por la cual la recesión de finales de los veinte se convirtió en una profunda depresión en los treinta, y también para entender el mecanismo de transmisión.

Este argumento último, las consecuencias perversas de la defensa del patrón oro tras el crac ha sido defendido por Hamilton (1988), Eichengreen (1992a, 1992b) y por Eichengreen y Temin (2000), entre otros. La recesión en el corazón de la economía redujo las importaciones mundiales y las exportaciones de capital, lo que condujo a un deterioro generalizado de las balanzas de pagos y agravó los desequilibrios exteriores. Al mismo tiempo cayeron los ingresos presupuestarios e hizo su aparición el espectro de los déficits públicos. El mantenimiento del patrón oro exigió la adopción de políticas monetarias y fiscales restrictivas para combatir el doble desequilibrio exterior e interior, así como elevaciones de tipos de interés para frenar la salida de capitales y

recortes del gasto público para compensar la reducción de los ingresos. El patrón oro, la defensa a ultranza de la estabilidad de los tipos de cambio, fue como un grillete dorado que maniató a los responsables de la economía, ministros de Hacienda y banqueros centrales. Una especie de rey Midas cuyo poder paralizó la economía mundial. Una ideología a la que se adhirieron las autoridades monetarias de la mayoría de las naciones con el convencimiento de que el mantenimiento del patrón oro evitaría la repetición del caos financiero que siguió a la Primera Guerra Mundial. El patrón oro era garantía de estabilidad de precios y significaba la existencia de una mínima cooperación internacional.

Una tercera explicación proviene de aquellos que piensan que la clave para entender la intensidad y duración de la Gran Depresión está en las debilidades del sistema financiero americano e internacional. La crisis financiera, que pusieron de manifiesto las quiebras bancarias en los Estados Unidos y en Europa, donde suspendieron pagos o desaparecieron entidades de gran envergadura, contrajo el volumen de crédito disponible. En los Estados Unidos, con un sistema bancario descentralizado que tenía más de 20.000 entidades, muchas de las cuales eran de tamaño reducido y de ámbito local —quebraron 600 bancos en regiones rurales del Sur y del Medio Oeste a finales de 1930— aquejadas por el descenso de los precios agrarios que había reducido los ingresos de sus clientes. Luego vinieron las crisis de la primavera y el otoño de 1931, el gran pánico bancario de Chicago en enero de 1932 y el colapso bancario en varias regiones que se extendió desde septiembre de 1932 hasta el 6 de marzo de 1933. La debacle en el sistema financiero americano se produjo al mismo tiempo que en la banca centroeuropea, que acumulaba debilidades y desequilibrios desde el final de la Primera Guerra Mundial. La crisis explotó en mayo de 1931 con la quiebra del gigante austriaco Creditanstalt. La desconfianza se extendió de Viena a Berlín, donde en pocas semanas se produjo una masiva retirada de fondos por parte de residentes y no residentes que, además, al convertir la moneda local en dólares, provocaron una fuga de capitales que hizo tambalear al marco. El Danatbank cerró sus puertas y los problemas se extendieron al resto de los gigantes como el Dresdner Bank y el Deutsche Bank. La paralización del sistema bancario germano

se contagió al resto de Europa, con quiebras y suspensiones de pago en Italia, Hungría, Checoslovaquia y otros países del Este continental. Las entidades que no cerraron fueron intervenidas.

Bernanke (1983) y Bernanke y James (1991) sostienen que la reducción de la oferta monetaria fruto de estas crisis financieras tuvo efectos reales devastadores. El descenso del precio de los activos, créditos, préstamos y cartera de valores, amenazó gravemente la solvencia de las entidades de crédito. Incapaces de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, los bancos reasignaron sus recursos hacia activos líquidos, como bonos del Tesoro y deuda del Estado, estrangulando la oferta de crédito a familias y empresas que se quedaron sin fondos para efectuar sus compras e inversiones. La ausencia de financiación bancaria provocó el recorte de los planes de gasto, redujo la demanda agregada e intensificó la espiral deflacionista. También Hamilton (1987) ha insistido en el papel negativo desempeñado por las quiebras bancarias que minaron la posibilidad de que el sistema financiero cumpliera su función de suministrar crédito para nuevas inversiones.

Una cuarta línea explicativa, compatible con cualquiera de las anteriores, busca el origen de la Gran Depresión en los desequilibrios financieros provocados por la Primera Guerra Mundial y no corregidos a lo largo de los años veinte, así como en las transformaciones estructurales acaecidas en la economía internacional en ese mismo periodo (Eichengreen 1992b, 2004). La contienda provocó bruscas transformaciones en las relaciones económicas y en la composición de la producción mundial; el cambio tecnológico posterior repercutió en las ventajas comparativas y en la productividad relativa de los sectores productivos; las viejas industrias entraron en declive y surgieron nuevos sectores ante una creciente demanda de bienes de consumo; la ampliación del área cultivable y la mecanización aumentó la oferta mundial de productos agrarios y materias primas e incrementó la competencia, pero redujo los precios agrarios y, con ello, los ingresos de los productores de bienes primarios, al tiempo que crecía su endeudamiento. Estos cambios aumentaron la sensibilidad de la economía a los cambios de ciclo, de manera que cualquier pequeña perturbación tendría una incidencia mayor sobre el comportamiento de productores y consumidores. Además, los mercados laborales perdieron flexibili-

dad como consecuencia de la aparición del movimiento sindical y de la formación de agrupaciones patronales; los salarios se hicieron más rígidos y ello obstaculizó ajustes que antes se producían de manera automática. También el sistema monetario internacional reconstruido tras la debacle de la Gran Guerra, contenía elementos internos de desequilibrio: las paridades definidas en los años veinte estaban lejos de las marcadas por los precios relativos; los desajustes derivaron, en unos casos, de monedas sobrevaluadas, como la libra esterlina o la lira italiana, y en otros, de monedas infravaloradas, como el franco francés e incluso el dólar. El patrón oro reintrodujo la disciplina fiscal y monetaria perdida durante la guerra, pero su funcionamiento posterior, deficiente y menos flexible, no permitió, como antaño, un mundo de estabilidad cambiaria sin fricciones. Y por su parte, los bancos centrales, lejos de cumplir con las reglas del juego que exigía el patrón oro, las vulneraron de manera sistemática. También se vio afectado el sistema multilateral de pagos prebélico, a causa del deterioro irreversible de la posición competitiva europea. Los saldos de la balanza de pagos por cuentas corrientes de las naciones del continente se tornaron negativos. Europa se transformó de acreedor internacional en deudor y Londres, París y Berlín perdieron su capacidad como centros financieros internacionales, sin que Nueva York se alzara entonces para sustituirlos. Los capitales que habían fluído desde estas tres capitales europeas hacia el resto del mundo para financiar el comercio internacional, antes de 1914, y que permitían corregir los desequilibrios temporales de las balanzas de pagos de los países deudores cesaron bruscamente. Los desequilibrios y desajustes gestados durante los años veinte terminaron por aflorar en los treinta, justo en el momento en que el crac bursátil, las quiebras bancarias y una recesión económica hicieron acto de presencia.

En suma, parece existir un consenso en cuanto a la multiplicidad de factores que incidieron en el origen y desarrollo de la Gran Depresión, si bien persisten las discrepancias sobre cuál fue o pudo ser la causa principal. De un lado, la literatura sobre el tema además de fijarse en los acontecimientos en los Estados Unidos ha incorporado hechos muy significativos que acaecieron en otras partes de la economía mundial. De otro, al crac del 29 y sus consecuencias sobre las expectativas de las familias y de las

empresas que, sin duda, afectaron la demanda de consumo y de inversión, se han añadido otros factores como la política monetaria de la Reserva Federal, las crisis bancarias y la consecuente reducción del crédito y, sobre todo, el patrón oro como elemento esencial de transmisión de la crisis de un lugar a otro y también como elemento central del agudo proceso de deflación sufrido por la economía mundial en los años treinta.

1.5. El año que cambió el mundo

Las causas de la Gran Depresión continúan siendo un enigma y, pese a los avances en la investigación, el debate sigue abierto. Donde sí parece existir mayor acuerdo es en su significado histórico. Lo anticipó Maynard Keynes, quien en 1931 escribió:

*We are today in the middle of the greatest economic catastrophe —the greatest catastrophe due almost entirely to economic causes— of the modern world [...] The view is held in Moscow that this is the last, the culminating crisis of capitalism and that our existing society will not survive it [...] There is the possibility that when this crisis is looked back upon by the economic historians of the future it will be seen to mark one of the major turning points.*¹²

El genial economista de Cambridge acertó: después de 1929 el mundo ya no fue igual. La Gran Depresión, con sus secuelas en forma de paro y deflación, dejó una huella imborrable. Su recuerdo está asociado a la consolidación del fascismo, al ascenso del nazismo y a la Segunda Guerra Mundial. La Gran Depresión trajo consecuencias políticas indeseadas y fue un punto de inflexión,

¹² [N. del ed.]: ‘Estamos hoy inmersos en la mayor catástrofe económica —la mayor catástrofe provocada casi exclusivamente por causas económicas— del mundo moderno [...] En Moscú se sostiene la visión de que esta es la crisis última, la crisis culminante del capitalismo, y de que nuestra sociedad actual no la sobrevivirá [...] Cabe la posibilidad de que, cuando esta crisis sea examinada retrospectivamente por los historiadores económicos del futuro, se considere que marcó uno de los mayores puntos de inflexión’.

a *turning point* o *the defining moment*, tal como titularon Bordo, Goldin y White (1998) su importante libro.

La Gran Depresión modificó de manera radical las reglas y las instituciones que habían gobernado el mundo económico hasta entonces. El *New Deal* en los Estados Unidos y las políticas intervencionistas en Europa fueron el punto de partida del conjunto de cambios sociales, institucionales y económicos que luego se consolidaron, finalizada la Segunda Guerra Mundial, y estuvieron vigentes hasta la siguiente gran crisis de los años setenta del siglo pasado. Fruto de la Gran Depresión fue la denominada *economía mixta*, que conjuga la iniciativa privada y un destacado papel del sector público en el funcionamiento del mercado. El declive de los años treinta se interpretó como un fallo de la economía libre de mercado, una muestra clara de que el capitalismo liberal no garantizaba ni el progreso ni una mejor distribución de la riqueza. La intervención del Estado se hizo necesaria para corregir los fallos de mercado, sustituir la iniciativa privada cuando fuese necesario y asegurar el suministro de bienes sociales y preferentes.

El *New Deal*, puesto en práctica por la administración de Roosevelt en 1933, fue el origen de una nueva relación entre el Estado y el sector privado y de un cambio en la percepción de los agentes sociales acerca del papel que debía desempeñar el sector público en la economía. La debacle que se produjo tras el crac del 29 justificó la adopción de programas sociales a la nueva situación, la creación de agencias públicas para sostener precios y salarios y para estimular la inversión, así como de medidas regulatorias en el ámbito financiero. Como consecuencia de ello, en la década de los treinta y sobre todo tras la Primera Guerra Mundial, el Estado aumentó de tamaño y amplió su capacidad de intervención. Nacieron los programas sociales para el establecimiento de fondos de pensiones, la cobertura del desempleo, y para cubrir otras eventualidades negativas provocadas por los ciclos económicos. La *Social Security Act* de 1935 permitió la creación de dos agencias nuevas, la Social Security Board y la Federal Home Mortgage Association (Fannie Mae). Se adoptaron medidas de sostenimiento de los precios agrarios y de protección a los agricultores (Agricultural Adjustment Administration), al tiempo que se puso en marcha uno de los grandes macroproyectos del *New Deal*: la agencia del

Tennessee Valley Authority para impulsar obras públicas, canalización de ríos, y construcción de pantanos y de centrales hidroeléctricas en zonas deprimidas. Apareció la planificación industrial instrumentada a través de la influyente *National Industrial Recovery Act* (NIRA), uno de cuyos cometidos fue la puesta en práctica de programas de sostenimiento de los salarios urbanos y la lucha contra la deflación. Se revisaron al alza los aranceles y el Congreso aprobó medidas proteccionistas adicionales. Las reformas alcanzaron al sistema financiero y dejaron una huella profunda: la creación de una agencia nacional para asegurar los depósitos bancarios, la Federal Deposit Insurance Corporation, un modelo que luego inspiró los fondos de garantía de depósitos en el resto del mundo; las sucesivas *Emergency Banking Acts* de 1933, 1934 y 1935, que establecieron la Securities and Exchange Commission (SEC), una comisión de vigilancia de los mercados de valores, y remodelaron la estructura bancaria; la disposición más conocida que fue la *Glass-Steagall Act*, la cual separó la banca comercial de la banca de inversión; y en el ámbito laboral se aprobó en 1935 la *National Labor Relations Act*, para regular las relaciones entre trabajadores y patronos, y favorecer la negociación colectiva. Esta batería de acciones y las diferentes agencias públicas que se encargaron de ponerlas en marcha y desarrollarlas se han recogido en el cuadro 1.2. El *New Deal* trajo consigo además un nuevo federalismo; Washington logró detraer competencias de los Estados y Gobiernos locales. En suma, el *New Deal* fue el final del *laissez faire* y el principio de un cambio radical del papel del Estado en la economía, una verdadera novedad dentro de la tradición liberal, prevalente hasta entonces, de la sociedad americana.

El activismo fiscal y monetario es otro de los legados de la Gran Depresión, como lo es la moderna macroeconomía, un producto salido de la *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, publicada en 1936 por Maynard Keynes. La *Teoría general* cambió el modo de pensar sobre la economía, así como nuestras ideas sobre su funcionamiento. Temin (1989) ha señalado que la salida de la Gran Depresión exigió un cambio en los paradigmas existentes hasta entonces, lo que denominó un *cambio de régimen* que incluía políticas monetarias y fiscales diferentes y que estuvo representado sobre todo por el abandono del patrón oro, que en su opinión

CUADRO 1.2: El *New Deal*, 1933-1939: leyes y agencias

Leyes	Agencias	Área de aplicación
<i>Smoot-Hawley Tariff Bill</i> (1930)	National Recovery Administration (NRA)	Proteccionismo industrial y comercial; lucha contra el desempleo; regulación de la industria
<i>National Industry Recovery Act</i> , NIRA (1933)		
<i>Emergency Relief Appropriation Act</i> (1935)	Civil Works Administration (CWA) Public Work Administration (PWA) National Youth Administration (NYA) Rural Electrification Administration (REA) Tennessee Valley Authority (TVA)	Inversión en obras públicas; inversión en infraestructuras; lucha contra el desempleo; intervención indirecta en el mercado de trabajo
<i>Federal Emergency Relief Act</i> (1933)	Federal Emergency Relief Administration (FERA)	Creación del seguro de desempleo;
<i>National Labor Relations Act</i> (Wagner Act, 1935)	National Labor Relations Board (NLRB)	regulación de la negociación colectiva y libertad para la creación de sindicatos;
<i>Fair Labor Standard Act</i> (1938)		establecimiento de la jornada laboral máxima y del salario mínimo
<i>Social Security Act</i> (1935)	Social Security Board (SSB)	Creación de un sistema de seguridad social; regulación de pensiones; ayuda a los trabajadores discapacitados; subvenciones hipotecarias a familias con bajos ingresos
<i>Soil Conservation and Domestic Allotment Act</i> (1936)	Federal Home Mortgage Association, posteriormente Federal National Mortgage Association (FNMA), también conocida como Fannie Mae	Estímulos al sector agrario; garantía de precios agrarios mínimos; ayudas directas a los agricultores
<i>Agricultural Adjustment Act</i> (1938)	Commodity Credit Corporation (CCC) Agricultural Adjustment Administration (AAA)	
<i>Emergency Banking Act</i> (1933)	Securities and Exchange Commission (SEC)	Regulación del sistema financiero;
<i>Glass-Steagall Act</i> (1933)	Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)	creación de agencias supervisoras;
<i>Securities Exchange Act</i> (1934)	Reconstruction Finance Corporation (RFC)	separación de banca comercial y de inversión; seguro de depósitos bancarios
<i>Banking Act</i> (1935)		

Fuente: Marichal (2010).

no era solo un mecanismo monetario sino un modo de pensar y de actuar; un modo de pensar que implicaba que el mercado corregía de manera automática los desequilibrios macroeconómicos; la Depresión dio entrada a una época de *socialismo de mercado* defendido por gentes que creían en la necesidad de dirigir la economía.

A escala internacional, la Gran Depresión fue un profundo corte con el mundo globalizado surgido a finales del siglo XIX y que, pese al desgarro que supuso la Primera Guerra Mundial, logró sobrevivir. Como sostiene James (2001), la crisis significó el final de la primera globalización. La economía mundial se deslizó hacia la autarquía, los controles de cambio, el proteccionismo y el nacionalismo económico. Durante el siglo XIX los avances tecnológicos en las comunicaciones, la adopción de reformas monetarias que acercaron los sistemas de pagos nacionales, la rebaja de los aranceles y la eliminación de impedimentos a la movilidad de capital y personas, impulsaron un creciente proceso de internacionalización, abriendo una especie de *edad universal*, como cabe denominar a la globalización anterior a la Primera Guerra Mundial. Los movimientos casi sin obstáculos de gentes, capitales y mercancías enlazaban las economías de Europa, Asia, América y, en menor medida, de África, creando un verdadero sistema económico mundial. El colapso de 1929 y la Gran Depresión destruyeron las bases y las fuerzas políticas y sociales que habían sustentado la globalización decimonónica. La *economía universal* se fragmentó en bloques sin apenas conexiones.

En la década de los treinta se asiste asimismo al fracaso de la cooperación internacional. Las naciones afectadas por la crisis buscaron soluciones autónomas, al margen de la colectividad. Los intentos de llegar a algún tipo de acuerdo tras el crac del 29 y en los dos primeros años de la crisis fueron inexistentes. Hay que esperar a la Conferencia de Lausana de 1932 para atisbar el primer paso para concertar acciones comunes paliativas de una depresión de alcance mundial con casi tres años de recorrido. En Lausana se reunieron los representantes de las principales potencias para encontrar una solución al asunto de las reparaciones y las deudas aliadas y también con la mente puesta en medidas que pudiesen evitar la repetición de un colapso financiero como el de

la primavera de 1931. Alemania deseaba la cancelación definitiva de las indemnizaciones que se le impusieron en el Tratado de Versalles, al tiempo que el Reino Unido, Francia y el resto de los aliados reclamaban de los Estados Unidos la cancelación de sus deudas. Como las cicatrices de la Guerra del 14 no habían sanado todavía y las disidencias políticas permanecían a flor de piel fue imposible alcanzar un compromiso. La Administración del presidente Hoover accedió a extender la moratoria sobre las deudas que había declarado en junio de 1931, pero nada más, y tampoco los aliados europeos se avinieron a eliminar las reparaciones sino tan solo a conceder una rebaja de su cuantía.

A Lausana le siguió la Conferencia Monetaria y Económica de Londres en 1933, que reunió a representantes de sesenta y seis países con la tarea de coordinar medidas de política económica para salvar al mundo de la Gran Depresión. La necesidad de la cooperación internacional para salir de la depresión era compartida por la mayoría de los participantes. En mayo de ese año, John Maynard Keynes había publicado un incisivo opúsculo, *The means to prosperity* ('El camino hacia la prosperidad') señalando que la recuperación pasaba de manera obligada por la concertación económica. El presidente Roosevelt, que ocupaba la Casa Blanca desde marzo de 1933, pocos días antes del comienzo de la Conferencia se dirigió a los jefes de los países asistentes para asegurarles que era imprescindible que todas las naciones colaborasen para restaurar con prontitud «el orden en lugar del presente caos». También le había dicho a su secretario de Estado, Cordell Hull, que hiciese todo lo posible en Londres para que se emprendiesen acciones contra la Gran Depresión: políticas monetarias y fiscales expansionistas, rebajas de aranceles, supresión de cuotas a la importación y eliminación de los controles de cambio. A Hull, un campeón del librecambismo, le acompañaban Harrison, gobernador de la Reserva Federal, Sprague, alto funcionario del Tesoro, y Warburg, un banquero de Nueva York asesor del presidente. Roosevelt, la gran esperanza demócrata, en sus apenas cien días en la Casa Blanca había lanzado quince medidas de choque como avanzadilla de su *New Deal*. Una de ellas, la más espectacular, había sido la suspensión del patrón oro, el 18 de abril, y la consiguiente devaluación del dólar.

Americanos, británicos y franceses fueron los que llevaron el peso de la conferencia, pero las agendas del resto de los países también repercutieron en las negociaciones. Francia se hallaba sumida en una situación desesperada, con una caída de su producto interior superior al 15%, el desplome de sus ingresos fiscales y un paro ascendente que amenazaba la estabilidad de la III República. Para defender su economía las autoridades francesas habían decidido mantener el patrón oro con un franco fuerte. Querían también una estabilización monetaria y la condonación de las deudas derivadas de la Primera Guerra Mundial. Los anfitriones, sin embargo, no estaban por la labor. La devaluación de la libra esterlina en 1931 les había rendido buenos frutos y había permitido al Banco de Inglaterra emprender una política monetaria expansiva y de bajos tipos de interés. Abogaban por la eliminación de las deudas de guerra, pero no querían oír la palabra *estabilización*, y coincidían con los americanos en la defensa del librecambio y de un mundo sin restricciones al comercio mundial. Los soviéticos introdujeron cuestiones políticas y de seguridad continental, y poco les preocupaba el hundimiento del capitalismo. El Gobierno nazi en Alemania antepuso la resolución de los asuntos políticos pendientes y por su cuenta emprendió el camino de la autarquía. Italia defendía el patrón oro e insistía en la supresión de las deudas interaliadas. Los intereses nacionales hicieron acto de presencia y el espíritu internacionalista al que había apelado Roosevelt murió. La dificultad de alcanzar acuerdos apagó el entusiasmo de aquellos que habían pensado que Londres era la salvación. Los delegados hicieron las maletas y regresaron a sus países. En sus memorias, publicadas en 1948, Hull confesó que había llegado a Londres con la mayor esperanza, pero que había regresado con las manos vacías. El fracaso le costó al mundo otros siete duros años de depresión, hasta 1939.

Como consecuencia del fracaso de Londres, la división del mundo en bloques económicos y monetarios se acentuó. De un lado, quedaron los países que se agarraron al patrón oro, Francia, Italia, Bélgica y los Países Bajos, de otro, los países que, siguiendo al Reino Unido tras la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina en septiembre de 1931, optaron por dejar en flotación sus monedas; este bloque lo integraban los países de la

Commonwealth y algunos latinoamericanos como Argentina. Un tercer bloque se formó en torno al dólar y el cuarto lo integraron Alemania y las naciones europeas que adoptaron un férreo sistema de control de cambios. La vinculación entre áreas fue casi nula, de tal manera que desaparecieron los mecanismos multilaterales de pagos; el comercio entró en una etapa de relaciones bilaterales, se alzaron los aranceles y se impusieron contingentes y cuotas a las importaciones; en definitiva el proteccionismo le ganó la mano al libre comercio.

Más allá del legado económico, la Gran Depresión tuvo efectos políticos y sociales devastadores. En los años treinta la democracia sufrió un embate al que a duras penas resistió; sobrevivió en algunos países, en el Reino Unido y en los Estados Unidos, pero sucumbió en la mayoría de las naciones de Europa continental y América Latina, donde los viejos sistemas liberal-parlamentarios fueron cayendo uno tras otro a los pies de nuevos regímenes autoritarios con tintes populistas. Peor aún, en Italia se consolidó el fascismo y en Alemania se produjo el ascenso del nazismo. En Rusia, donde la revolución bolchevique había triunfado en 1917 y había sobrevivido a una larga y costosa guerra civil, se afianzó el comunismo, una ideología que prometía un mundo sin recesiones, con progreso continuo y con igualdad social. La URSS representó un verdadero desafío a la democracia y al capitalismo sumido en una crisis de la que parecía no poder salir.

Como ha escrito Linz (1991), la Gran Depresión no fue la única causa que provocó la quiebra de la democracia en muchas naciones de Europa. A esto último también contribuyó el déficit de legitimidad del que adolecieron muchos Estados y a complejos factores políticos y sociales. Pero no cabe duda de que la falta de eficacia para hacer frente a los desafíos planteados tras la Gran Guerra coadyuvó a socavar la confianza de los electores en sus dirigentes y en las formas de gobierno hasta entonces vigentes. La democracia, como recuerda Linz, no es ajena a su efectividad política y económica.

Agradecimientos

Este texto forma parte del proyecto del Ministerio de Educación ECO-08791: *Crisis financieras: pasado, presente y futuro. España y la economía internacional. ¿Qué hemos aprendido?* cuya ayuda el autor agradece.

Bibliografía

- BERNANKE, Ben S. «Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression». *American Economic Review* 73 (1983): 257-276.
- BERNANKE, Ben S., y Harold JAMES. «The gold standard, deflation and financial crises in the Great Depression: an international comparison». En G. Hubbard, ed. *Financial markets and financial crises*. Chicago: Chicago University Press (1991): 70-107.
- BIERMAN, Harold. *The causes of the 1929 Stock Market crash*. Westport, CT: Greenwood Press, 1998.
- BORDO, Michael, Claudia GOLDIN y Eugene WHITE, eds. *The defining moment. The Great Depression and the American economy in the twentieth century*. Chicago: Chicago University Press, 1998.
- BRADY, N. F. *Report of the Presidential task force on market mechanism*. Washington: US Government Printing Office, 1988.
- DE LONG, J. Bradford, y Andrei SCHLEIFER. «The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds». *Journal of Economic History* 51, n.º 3 (1991): 675-700.
- EICHENGREEN, Barry. *The golden fetters. The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. Nueva York: Oxford University Press, 1992a.
- . «The origin and nature of the Great Depression Slump revisited». *Economic History Review* XLV, n.º 2 (1992b): 213-239.
- . «Viewpoint: understanding the Great Depression». *Canadian Journal of Economics. Revue canadienne d'économie* 37, n.º 1 (2004): 1-27.
- EICHENGREEN, Barry, y Peter TEMIN. «The gold standard and the Great Depression». *Contemporary European History* 9, n.º 2 (2000): 183-207.
- FISHER, Irving. *The stock market crash and afterwards*. Nueva York: Macmillan, 1930.
- FRIEDMAN, Milton, y Anna SCHWARTZ. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton: National Bureau of Economic Research, 1963.
- GALBRAITH, John Kenneth. *The Great Crash of 1929*. Galbraith: Houghton Mifflin Company Boston, Sentry Edition, 1955.
- HAMILTON, James D. «Monetary factors in the Great Depression». *Journal of Monetary Economics* 19, n.º 2 (1987): 145-169.
- . «Role of the gold standard in propagating the Great Depression». *Contemporary Policy Issues* 6, n.º 2 (1988): 67-89.
- JAMES, Harold. *The end of globalization: lessons from the Great Depression*. Cambridge (MA): Harvard University Press, 2001.

- KINDLEBERGER, Charles. *The world in depression, 1929-1939*. Berkeley (CA): University of California Press, 1973.
- LINZ, Juan J. «La crisis de las democracias». En M. Cabrera, S. Juliá y P. Martín-Aceña, eds. *Europa en crisis, 1919-1939*. Madrid: Fundación Pablo Iglesias (1991): 231-280.
- MARICHAL, Carlos. *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1987-2008*. Barcelona: Debate, 2010.
- MCGRATTAN, Ellen R., y Edward C. PRESCOTT. «The 1929 stock market: Irving Fisher was right». *Staff Report* n.º 294, Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2003.
- MISHKIN, Frederic S. «The household balance sheet and the Great Depression». *Journal of Economic History* xxxvii (1978): 918-937.
- RAPPOPORT, Peter, y Eugene N. WHITE. «Was there a bubble in the 1929 stock market». *Journal of Economic History* 53 (1993): 549-574.
- REINHART, Carmen M., y Kenneth S. ROGOFF. *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- ROMER, Christina. «The great crash and the onset of the Great Depression». *The Quarterly Journal of Economics* 105, n.º 3 (1990): 597-624.
- SAMUELSON, Paul. «Myths and realities about the crash and the depression». *Journal of Portfolio Management* 6 (1979): 7-10.
- SCHWARTZ, Anna. «Understanding 1929-1933». En A. Schwartz, ed. *Money in Historical Perspectives*, National Bureau of Economic Research Monograph, Chicago: The University of Chicago Press, 1987.
- SIRKIN, Gerald. «The stock market of 1929 revisited: a note». *Business History Review* XLIX, n.º 2 (1975): 223-231.
- SOBEL, Robert. *The Big Board. A history of the New York Stock Market*. Nueva York: Free Press, 1965.
- TEMIN, Peter. *Did monetary forces cause the Great Depression?* Nueva York: Norton, 1976.
- . *Lessons from the Great Depression*. Cambridge (MA): Massachusetts Institute of Technology, 1989.
- . «La Gran Depresión en Europa». En M. Cabrera, S. Juliá y P. Martín-Aceña, eds. *Europa en crisis, 1919-1939*, Madrid: Fundación Pablo Iglesias, (1991): 77-92.
- TORRERO, Antonio. *Crisis financieras. Enseñanza de cinco episodios*. Madrid: Marcial Pons, 2006.
- WHITE, Eugene. «The stock market boom and crash of 1929 revisited». *The Journal of Economic Perspectives* 4, n.º 2 (1990): 67-83.
- WIGMORE, Barry A. *The crash and its aftermath. A history of securities markets in the United States, 1929-1933*. Westport (CT): Greenwood Press, 1985.

2. España y la crisis internacional de 1929: el papel de los desequilibrios internos

Jordi Palafox Gamir
Universidad de Valencia

AL abordar el relato de la evolución de la economía española durante la crisis internacional de los años treinta, desde la perspectiva de lo ocurrido a partir del colapso en el mercado interbancario iniciado en agosto del 2007, es necesario plantear un interrogante previo: en qué medida tanto los rasgos definitorios de aquella economía como sus interrelaciones con el contexto internacional permiten realizar comparaciones relevantes con la situación actual. No es posible desconocer que la percepción más extendida de la España de los años treinta, de su economía y de la sociedad sobre la que se asentaba, es antitética a la de este comienzo del siglo XXI. La consideración general de la España actual es que se trata de una economía plenamente desarrollada, abierta e integrada en un área supranacional, como es la Unión Europea, con su correlato en una sociedad avanzada y modernizada, por tanto, abierta a la aceptación del cambio. Frente a ello, la de la Segunda República, en gran medida, aunque no solo por la ingente literatura suscitada por la Guerra Civil, permanece asociada a una economía predominantemente agraria, atrasada, aislada del exterior y dominada por la tradición, o lo que es lo mismo, por la resistencia a la aceptación del cambio.

Como se intenta mostrar a continuación, de forma implícita, ya que el texto no recoge referencias a la situación actual, las diferencias entre ambas etapas son numerosas y relevantes. Pero ni uno ni otro rasgo impiden esbozar algunos paralelismos destacados entre lo ocurrido entonces y lo que ha sucedido en los años recientes, en especial desde que la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre del 2008, agudizara la crisis financiera en los países avanzados y pusiera al descubierto la gravedad de los desequilibrios acumulados

por la economía española durante la prolongada fase de especulación inmobiliaria. Con todo, debe quedar claro que el objetivo de esta contribución no es una comparación de la evolución de España en ambas crisis, sino uno mucho más modesto. Lo que se pretende es esbozar una descripción de la evolución económica de España entre 1929 y 1936, etapa en la que tuvo lugar la fase más aguda de la crisis de 1929, cuyas características y consecuencias, como se comprobará, fueron muy diferentes a las de la actual crisis. Pero al mismo tiempo, sin perder de vista las diferencias entre ambos contextos, se han intentado destacar de aquella coyuntura los elementos que pueden tener mayor relación con lo que ha ocurrido en España durante la primera gran crisis económica del siglo XXI.

Para desarrollar este objetivo el texto está dividido en cuatro apartados de extensión desigual. El apartado 2.1 plantea los rasgos básicos de la economía española de los años treinta. De forma implícita, trata de esbozar un panorama del que emerjan algunas similitudes y diferencias entre la España de aquellos años y la de la primera década del siglo XXI, tanto en relación con su estructura productiva como en sus relaciones con el resto del mundo. Aunque introductorio, este apartado es extenso, en términos relativos, debido a que el objetivo enunciado al comienzo exige mostrar que el estereotipo de una España dominada por el peso de lo rural y el atraso ignora una parte relevante de la realidad económica y social más dinámica.

El apartado 2.2, se centra en la descripción de los principales efectos de la situación económica internacional en España, tanto a través de los intercambios comerciales como del tipo de cambio. Por desgracia, no es posible cubrir aspectos relevantes como los movimientos de capital y los posibles cambios en la tendencia de la inversión extranjera, dado que no se cuenta con información sobre ello.¹ El apartado 2.3, a su vez, aborda un análisis de algunos de los rasgos económicos determinantes de la evolución económica de aquellos años desde la óptica de los problemas internos causados por la evolución política y social. El periodo sintetizado es el que transcurre entre 1929 y 1936, dado que la sublevación de ju-

¹ Véanse algunas cifras sobre los Estados Unidos en Álvaro (2009).

lio de ese año abrió una etapa diferenciada, por más que la crisis internacional tuviera una segunda fase de agudización en 1937 y no estuviera todavía superada cuando se inició la Segunda Guerra Mundial. Por último, en el apartado 2.4 se detallan algunos vectores de la política económica que, de forma igualmente implícita, permiten delinear similitudes y diferencias, respecto a la política económica seguida durante las dos crisis financieras más graves de los últimos cien años. En síntesis este apartado vendría a mostrar que en aquellos años también se produjeron errores de diagnóstico y que algunos de los principales problemas económicos fueron abordados con destacable lentitud.

2.1. España en 1929: el peso de la dualidad

En los años treinta, España estaba situada fuera del núcleo de países avanzados. Toda la información cuantitativa con la que se cuenta es coincidente y no deja lugar a la controversia. A pesar del apreciable crecimiento de su economía en los años posteriores a la Primera Guerra Mundial, acompañado de una no menos destacada modernización productiva y social, la distancia entre su renta por habitante y la de las economías más avanzadas, tanto dentro como fuera de Europa, era sustancial en el año del inicio de la crisis. Una constatación de lo que se acaba de afirmar puede comprobarse en el cuadro 2.1, en el que aparece un grupo extenso de países ordenados por su producto interior bruto (PIB) por habitante, en relación con los Estados Unidos cuyo valor ha sido igualado a la unidad, para moderar las deficiencias que presentan los valores absolutos.² Como es fácil advertir, la distancia de la posición española es apreciable respecto al reducido grupo de países que conforman el centro económico del viejo continente.³ Exceptuando el caso de Italia, con un valor similar al español, y cuya inclusión en el centro es discutible, los

² Esta metodología se ha utilizado también para favorecer la comparación con otras estimaciones que, arrojando resultados similares, no se utilizan en este estudio. La estimación utilizada es la elaborada en Prados de la Escosura (2000).

³ Se ha tenido en cuenta, para mantener la coherencia de la información, la agrupación realizada por Prados de la Escosura (2003). De esta forma, el núcleo de la Europa avanzada estaría formado por ocho países: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca,

CUADRO 2.1: Niveles relativos de PIB por habitante, 1929

(Estados Unidos = 100)

País	PIB por habitante
Estados Unidos	1,000
Canadá	0,900
Australia	0,860
Reino Unido	0,774
Nueva Zelanda	0,757
Suiza	0,674
Dinamarca	0,662
Argentina	0,648
Suecia	0,626
Noruega	0,615
Alemania	0,607
Francia	0,605
Países Bajos	0,594
Bélgica	0,560
Irlanda	0,521
Austria	0,504
Italia	0,472
Finlandia	0,467
España	0,463
Checoslovaquia	0,459
Japón	0,412
Hungría	0,378
Rumanía	0,360
Polonia	0,349
Portugal	0,329
Grecia	0,329
Yugoslavia	0,307
Turquía	0,296
Bulgaria	0,284

Fuente: Prados de la Escosura (2000).

restantes países se sitúan entre un 30% y un 50% por encima, con el Reino Unido superando incluso ese porcentaje.

Esta información es similar a la recopilada por otros autores, en especial Maddison (1982, 1991, 1995), y es coherente con una percepción dominante en aquella etapa acerca de la existencia de una nítida diferenciación económica y política en el continente, entre un Noroeste industrializado, democrático y avanzado y una Europa del Sur y del Este, en el que se encontraba España, agraria, autocrática y atrasada. La defensa más difundida, durante aquellos años, de esta tesis, en sus aspectos estrictamente económicos, corresponde a la obra del francés Francis Delaisi *Les Deux Europes*, publicada en 1929.

El libro, que fue muy debatido dentro del ascendente movimiento europeísta de los años veinte, del que Delaisi era un miembro destacado, además de constatar y describir esta dualidad, defendía la necesidad de establecer una relación económica entre ambas áreas mucho más estrecha que la existente en aquellos momentos, la cual condujera a la formación de un mercado único a largo plazo. Lo que es relevante para este análisis es que, en las escasas referencias a España que el libro de Delaisi contiene, vinculadas a su *identidad periférica* (Pack 2006; Aldcroft 2006), la mayor parte de su territorio quedaba incluido bajo la división de *zona deshabitada e incultivable*, como explícitamente figura en uno de los mapas del libro.

Esta percepción tan ampliamente difundida de país atrasado, dominado por el mundo rural y estancado económica y socialmente, no toma en consideración dos cuestiones importantes. La primera, que dentro de la periferia del Sureste continental, en términos de producto por habitante, España figura en un lugar más próximo a las economías avanzadas que el resto de los países de la misma zona. Por tanto, sin poner en duda su pertenencia a esta área atrasada, su posición dentro de ella era más favorable que la del resto del grupo. Este resultado es coincidente con el obtenido por Aldcroft (2006) al considerar las productividades agrarias en el amplio conjunto de países europeos, resumido en el cuadro 2.2. Por lo tanto, dentro del atraso de la periferia del sur y este del continente, España puede ser

Francia, Países Bajos, Reino Unido y Suecia, a los que se suman Italia, Finlandia, Noruega y Suiza para establecer la Europa de los Doce.

considerada superior en términos comparados con el resto de los países que se integran en esta área geográfica.

CUADRO 2.2: Aproximación a la productividad agrícola en Europa, 1935
(media europea = 100)

Periferia			Centro industrial		
	Por activo masculino	Por hectárea		Por activo masculino	Por hectárea
Letonia	111	80	Dinamarca	354	236
Estonia	99	69	Inglaterra y Gales	319	193
España	88	53	Países Bajos	259	377
Hungría	78	87	Alemania	195	181
Lituania	73	69	Suiza	194	371
Portugal	53	47	Francia	174	109
Grecia	50	77	Suecia	146	118
Polonia	49	75	Austria	134	153
Rumanía	48	69			
Bulgaria	47	80			
Yugoslavia	38	69			
Turquía	35	-			
Albania	22	70			

Fuente: Aldcroft (2006).

Y la segunda cuestión, y más relevante, es que al realizar la comparación de los productos por habitante, sobre una fecha mucho más próxima, el resultado en diferencias porcentuales no es muy diferente. El intenso aumento del producto en España durante la expansión inmobiliaria de la primera década del siglo XXI, previa al estallido de la crisis, modifica parcialmente esta constatación a pesar del elevado crecimiento demográfico que ha tenido lugar como consecuencia del *boom* inmigratorio. Pero, como muestra el cuadro 2.3, en una fecha tan tardía como 1999, la distancia entre España y los dos grupos de países europeos utilizados por Prados de la Escosura (2003) en sus comparaciones era muy similar a la

CUADRO 2.3: PIB relativo por habitante, 1929-2008

(España como porcentaje del grupo)

	1929	1999	2008
Europa avanzada I*	75,1	73,7	82,5
Europa avanzada II**	77,6	72,5	79,9
Europa occidental	82,9	76,4	83,6
Estados Unidos	46,3	54,7	65,4

* Comprende Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Países Bajos, Reino Unido y Suecia.

** Comprende los países integrantes del agregado Europa avanzada I, más Italia, Finlandia, Noruega y Suiza.

Fuente: Prados de la Escosura (2003) y Fondo Monetario Internacional (2010).

existente en 1929; en sentido estricto era menor en esta fecha que en el último año del siglo xx.

Debe tenerse en cuenta, además, que hay otros elementos, a menudo ignorados, que indican un grado de modernización poco compatible con el dominio absoluto del estereotipo indicado. Por mencionar solo un ejemplo, parece difícil de compaginar el que los españoles perdieran con facilidad su *fino barniz de civilización* para mostrarse como la *raza sanguinaria* que eran, según escribía el cónsul del Reino Unido en Barcelona en 1936 (Ledesma 2010), con el hecho de que en las décadas previas a 1929 se viviera en España la denominada *edad de plata de la ciencia española* (Sánchez Ron 1989, 1999; Glick 1986), la cual, a diferencia del mejor conocido auge literario y artístico, parece necesariamente requerir de una infraestructura humana y material, por más modesta que fuera, y de relaciones con los grupos de investigación de otros países. Es dentro de este panorama impulsado, solo en parte por la Junta para la Ampliación de Estudios e Investigaciones Científicas, dentro del cual se deben encuadrar, como ejemplos destacados, la visitas a Barcelona, Madrid y Zaragoza de Albert Einstein en 1923 (Elías 2007) y de John Maynard Keynes a Madrid para impartir una conferencia en la Residencia de Estudiantes en 1930.⁴

⁴ No es menos destacable, dentro de este panorama, el relevante grupo de economistas existente, principalmente radicados en Madrid y en Barcelona. Véase Martín-Aceña (2002) y Fuentes Quintana (1999).

No resulta, pues, fácil explicar la enorme discrepancia entre la similitud en productos por habitantes, que muestran las estimaciones para 1929 y 1999, y las percepciones radicalmente diferentes de la España económica y social de 1929 con la de finales del siglo xx. Son muchos los factores a considerar en esa explicación entre los que no deben de excluirse la influencia de los estereotipos exteriores acerca de la imagen de España, tema sobre el cual existe una ingente literatura.⁵ E igualmente, al margen de la diferente composición del producto, no debe descartarse que las deficiencias de las cifras para aquellos años tengan su lugar en la explicación de los estereotipos, aunque existe demasiada información cuantitativa coincidente como para atribuir a este factor una relevancia destacada.

Por el contrario, hay dos aspectos cuya consideración conjunta sí puede ser útil para explicar esta aparente paradoja. En primer lugar, la importancia de un sector agrario interior con productividades de la tierra y el trabajo muy modestas, incluso en términos comparados con otras zonas de España (Simpson 1994). Su existencia desempeñaba una influencia determinante en la extensión territorial del mundo rural, en gran medida dominado por el hambre y la miseria, ambas, a su vez, con una incidencia destacada sobre variables básicas para el crecimiento económico, y también sobre la percepción de la sociedad española, como la baja alfabetización o las elevadas tasas de mortalidad infantil (Domínguez y Guijarro 2000). Y en segundo lugar, y en buena medida como consecuencia de lo anterior, una dualidad muy nítida geográficamente entre ese mundo rural, mayoritario en la España interior, y los enclaves desarrollados, vinculados mayoritariamente a la industria y el mundo urbano, y en especial a las dos ciudades, Barcelona y Madrid, que en aquellos años superaban el millón de habitantes.

En relación con el primero de estos aspectos, España era en 1929, sin duda, un país con un peso del sector agrario mucho más relevante que en 1999. Pero no solo eso: por factores de índole diversa, la competitividad de la mayor parte del mismo era nula ante unos rendimientos y una productividad del trabajo extremadamente bajos, en términos comparados con los países avanzados, de

⁵ A título de ejemplo, la literatura citada por Boyd (2002).

manera que solo la elevada protección arancelaria permitía su pervivencia. Su moderado peso dentro del PIB, reflejado en la estimación de Prados de la Escosura (2003), no modifica la constatación, aun siendo muy inferior a lo habitualmente considerado dentro de esa imagen de país de predominio casi absoluto de lo rural. El porcentaje del 26,8% de contribución al PIB en la etapa 1920-1929 se da conjuntamente con el de que la población activa en esos mismos años represente el 50% del total.

La diferencia, como es obvio, resalta esa baja productividad muy alejada de la de Europa avanzada, hecho que ya queda apuntado en el cuadro 2.3. Las causas de este rasgo determinante de la agricultura interior son quizá el tema más destacado y debatido en la historiografía sobre la economía de la España del primer tercio del siglo xx, al ponderarse de formas distintas, según autores, la trascendencia de los factores edafológicos, climáticos, técnicos, sociales y estrictamente económicos.⁶ Pero ese intenso, y no siempre riguroso, debate no afecta a algunos hechos relevantes según lo que se percibe en estas páginas. En especial no afecta a tres. El primero, que en 1931 el 40% del valor del producto agrario estuviera formado por cereales y leguminosas, lo que equivalía a más del triple del valor del siguiente grupo de productos, que eran las raíces, bulbos y tubérculos, y a más del quintuplo del valor de la producción de frutales (Grupo de Estudios de Historia Rural [GEHR] 1983).

El segundo, que a fines de los años veinte, la elevada protección arancelaria permitía que el precio de venta del quintal del cereal principal, el trigo, fuera en España más de un 50% más elevado que en Gran Bretaña, los Estados Unidos y Austria, un 34 % más que en Francia y un 20 % más que en Italia. Y la protección llegó a alcanzar la pura prohibición en 1922 y en 1926, de forma que un siglo después del abandono del prohibicionismo, los cultivadores de trigo españoles lograron la reserva del mercado interior (Palafox 1991).

Y el tercer hecho, que también forma parte del consenso historiográfico,⁷ consistente en que las consecuencias negativas de

⁶ Se pueden encontrar buenos resúmenes sobre estos factores en Simpson (1995, 2002).

⁷ El consenso es tal que no se ha discutido ni por aquellos que presentan la evolución económica como la mejor de las posibles, dada la restricción de los recursos

esta baja productividad, puesta de relieve en el cuadro 2.4, en relación con las agriculturas de algunas economías desarrolladas, repercuten en dos direcciones: primera, sobre el mísero nivel de vida de una parte sustancial de los campesinos y sus familias; y segunda, en sus efectos desfavorables sobre el bienestar del resto de la población, es decir la no agraria, al verse obligada a consumir alimentos de precio elevado. De hecho, al provocar un efecto de renta negativo, frenaba de manera relevante la demanda de productos distintos a los de subsistencia, producidos por ese sector agrario interior, y obstaculizaba tanto el crecimiento del conjunto de la economía como la mejora del nivel de vida de la población. Y ello sin que, por el exceso de oferta de mano de obra, estos elevados precios repercutieran en alzas de salarios ni, por tanto, permitieran aumentar la demanda de otros bienes a los asalariados del sector primario, debido a que ellos también debían destinar la mayor parte de sus ingresos a adquirir los productos de subsistencia a precio elevado (Palafox 1991).⁸

Como ya se ha avanzado, en gran medida como consecuencia de esta ausencia de competitividad, la economía estaba fuertemente protegida arancelariamente y sus vinculaciones con el mercado internacional eran modestas. En las estimaciones con las que se cuen-

CUADRO 2.4: Productividad del trabajo y de la tierra, 1930

(Gran Bretaña 1922 = 100)

	Países Bajos	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	España	Estados Unidos
Producto por trabajador	94	127	58	55	30	41	145
Producto por trabajador varón	91	162	88	104	43	39	146
Producto por hectárea	282	270	153	218	180	61	41

Fuente: O'Brien y Prados de la Escosura (1992).

naturales, ignorando el análisis económico de los mismos. Esta tesis ha sido criticada con mesura en Simpson (2002).

⁸ Se obvia el razonamiento de por qué la retribución en especie, tan extendida en la España del primer tercio del siglo XX, no modifica esta situación.

ta, el grado de apertura de España era en aquellos años inferior al 20%, un valor que debe considerarse bajo incluso en la Europa del periodo de entreguerras, a pesar de que esta etapa estuvo dominada por reducciones sensibles en la liberalización comercial de las principales economías. Según esas estimaciones los porcentajes que representaba el comercio en el PIB se situaban entre el 38% del Reino Unido, que partía del 50% en 1914, y el 25% de Italia.⁹

Para comprender la crisis económica de los años treinta en España tan relevante es tener en cuenta la importancia de un sector agrario interior de baja productividad, que lastraba el crecimiento del conjunto de la economía, como la marcada asimetría geográfica en la actividad económica *moderna* de la España de aquellos años. Su principal consecuencia era un fuerte desequilibrio en la distribución personal de la renta, que cabe situar en la base de gran parte de las tensiones sociales que emergieron a partir de 1931.

El problema al que nos enfrentamos para describirla con rigor es la inexistencia de información sobre la misma. Lo cual impide realizar una aproximación cuantitativa a las innumerables descripciones que constatan la distancia entre las penosas condiciones de vida de gran parte de la población rural y las predominantes en otras áreas del territorio y, específicamente, en las ciudades de las áreas industrializadas de Cataluña, País Vasco y Madrid, mucho más favorables.

Los avances en la historia económica regional en los últimos años no permiten, por desgracia, superar esta carencia. De hecho, en ocasiones incluso han favorecido la confusión al tratar las diferentes regiones como áreas idénticas e implícitamente con equidistribución del ingreso entre sus residentes, a pesar de que es bien sabido que las diferencias entre ellas eran entonces muy reseñables. En lo concerniente a lo que se trata de destacar aquí, no se suele insistir lo suficiente en que cada una de esas unidades, o sea las diecisiete comunidades autónomas actuales aludidas habitualmente, es muy diferente en extensión, peso demográfico o económico, y que los indicadores elaborados sobre ellas, basados en valores me-

⁹ Las cifras proceden de investigaciones no publicadas, suministradas por los profesores Antonio Tena, de la Universidad Carlos III, y por Concha Betrán y María Ángeles Pons, de la Universidad de Valencia.

dios, son compatibles con desviaciones muy heterogéneas sobre los mismos, los cuales demasiado a menudo son soslayados.

Con todo, algunos de los trabajos realizados sobre el PIB regional, junto con la distribución de la población, pueden servir para iluminar la magnitud de la dualidad entonces existente. Una forma simple, incluso tosca, pero al mismo tiempo clarificadora, es utilizar las estimaciones recientes del PIB regional en 1930, propuestas por Martínez Galarraga (2007), para ofrecer una aproximación de la magnitud de la dispersión del producto por habitante y relacionarla con el porcentaje de la población afectada, comparando el resultado con la información que el Instituto Nacional de Estadística (INE) suministra para el 2009.

Los resultados del PIB por habitante figuran en el cuadro 2.5 y ponen de relieve la enorme diferencia entre 1929 y la situación

CUADRO 2.5: Distribución regional del PIB por habitante, 1930 y 2009

(media de España = 100)

	1930	2009
Andalucía	80	76
Aragón	103	108
Asturias, Principado de	123	94
Balears, Illes	103	107
Canarias	81	87
Cantabria	112	102
Castilla y León	67	98
Castilla-La Mancha	64	75
Cataluña	170	117
Comunitat Valenciana	90	89
Extremadura	59	71
Galicia	83	87
Madrid, Comunidad de	173	131
Murcia, Región de	79	81
Navarra, Comunidad Foral de	108	129
País Vasco	149	134
Rioja, La	85	108

Fuente: Los datos de 1930 provienen de Martínez Galarraga (2007) y los del 2009 del INE (2010).

existente al finalizar la primera década del siglo XXI, confirmable por cualquier indicador estadístico de dispersión. El rasgo más evidente del cuadro es que en 1930 el producto por habitante de dos comunidades como Cataluña y la Comunidad de Madrid, donde radican las dos ciudades con mayor *masa crítica* y mayor relación científica y cultural con el exterior, era un 70% superior a la media, mientras en el 2009 la diferencia máxima se había reducido al 34% y el valor superior de Cataluña era inferior a un 20% sobre el valor medio.

Pero lo que quizá no es tan obvio, a partir de los datos del cuadro 2.5, es la distancia existente en los años treinta, desde ese polo moderno al que se ha hecho referencia, y el conformado por la miseria y el analfabetismo tantas veces transformado en el rasgo único de aquella realidad. Como se ha señalado, sin información sobre la distribución personal de la renta no se puede superar esta laguna. Pero no es irrelevante tomar en consideración que en el 2009 solo había tres comunidades con un producto por habitante inferior al 80% de la media, en las cuales residía el 24% de la población. Por el contrario, en 1930 la población residente en el territorio de las actuales comunidades autónomas, que se situaban por debajo de ese 80%, superaba a la mitad del total, el 52,2%. Lo cual, iba unido a que una cuarta parte de los españoles, el 25,4%, residía en regiones con un producto por habitante medio inferior al 70% del valor medio para el conjunto de España. Un nivel que suponía mucho menos de la mitad del nivel de las regiones en las que se localizaban las dos zonas urbanas indicadas.

Aunque los datos de que se dispone aconsejan evitar afirmaciones taxativas, la imagen que ofrece lo anterior es concluyente a la hora de confirmar la fuerte dualidad entre los dos polos mencionados. Uno de ellos, de carácter urbano, desarrollado, en Barcelona y Madrid como principales exponentes. El otro, el conformado por el mundo agrario dominado por la miseria de amplias zonas del territorio interior, en especial Andalucía oriental, las dos Castillas y Extremadura.

De lo que se ha venido señalando hasta aquí, emerge un conjunto de resultados sobre las similitudes y diferencias entre la economía española de aquellos años y la actual que, sintéticamente, se pueden exponer en cuatro grandes apartados. En primer lugar,

que la composición del PIB en la España de 1929 era muy diferente a la actual y los desequilibrios en la distribución territorial, y muy posiblemente, personal de la renta eran mucho más acusados. Además, su vinculación con el mercado internacional era espectacularmente más reducida que lo es hoy, como consecuencia de la nula competitividad de gran parte de la producción y las elevadas barreras arancelarias establecidas para obstaculizar las importaciones.

En segundo lugar, debe subrayarse que la distancia porcentual en el producto por habitante con las economías europeas más avanzadas no era muy diferente a la existente a finales del siglo XX, aunque los valores absolutos sean relevantes, ya que al ser inferiores en los años treinta e ir unidos a la desigual distribución de la renta, colocaban a una parte de la población en el umbral de la pobreza. En tercer lugar, como rasgo relevante, cabe mencionar que dentro de la periferia del sureste del continente, que era la de menor producto por habitante dentro del mismo, España aparece situada en una posición más favorable que el resto de los países de esa área geográfica, lo cual pone en perspectiva su grado de atraso casi siempre valorado en relación con los países del centro, más avanzados. Finalmente, en cuarto lugar, no deja de ser destacable la existencia en ambos contextos de un sector muy relevante dentro del PIB intensivo en trabajo y de reducida productividad, cuya evolución es relevante, y negativa, para la del conjunto de la economía. En la crisis actual, se trata, como es obvio, del sector inmobiliario y en los años treinta del sector cerealícola.

2.2. Las repercusiones de la crisis internacional

Las repercusiones de la crisis de 1929 en España han sido estudiadas más en relación con la evolución de la economía, durante la Segunda República proclamada en abril de 1931, que con las vicisitudes de la economía internacional, a partir del hundimiento bursátil en los Estados Unidos en octubre de 1929. Ello ha supuesto, por ejemplo, una atención limitada a lo ocurrido durante 1930 cuando, en los Estados Unidos tuvo lugar la primera oleada de quiebras bancarias (Friedman y Schwartz 1963) y cuando el comercio internacional inició una abrupta caída amplificada por

la brutal espiral deflacionista que dominó los primeros años de la recesión (Kindleberger 1985).

Esta aproximación se explica, principalmente, por la influencia de los distintos periodos políticos de la convulsa historia española de aquellos años, que tuvieron claras repercusiones sobre la economía. Pero también por el convencimiento de que la tendencia creciente del proteccionismo español, desde finales del siglo XIX, redujo progresivamente el grado de apertura hasta hacer del comercio exterior una variable poco relevante en la evolución macroeconómica. A ello se suma que las repercusiones iniciales del hundimiento del comercio mundial durante la crisis internacional tuvieron un efecto modesto en España como refleja el cuadro 2.6. En pesetas corrientes, la estimación de las cifras del comercio exterior recopiladas por Tena (2005) y su propia estimación no muestran una caída entre 1929 y 1930, sino un alza moderada, con la excepción de la estimación de importaciones que decrece menos de un 3%. Esto es llamativo, sobre todo en relación con lo ocurrido en países productores y exportadores de alimentos y materias primas que podrían asimilarse a España en la estructura de su comercio exterior. Varios de estos países vieron cómo sus exportaciones se redujeron en el año inicial de la crisis en porcentajes que superaron el 70% (Triantis 1967).

Hoy existe un consenso amplio en considerar que las repercusiones de la coyuntura exterior no fueron determinantes de las vicisitudes por las que atravesó el conjunto de la economía. Lo cual no implica defender su aislamiento del marco internacional, como por otro lado las cifras del cuadro 2.6 reflejan para los intercambios comerciales. De 1929 a 1935 su reducción fue destacada: entre el 50% y el 60%, según la serie que se utilice, en las exportaciones y casi un 60% en las importaciones. La caída de la demanda externa afectó a los sectores más dinámicos de la economía, en especial a la agricultura de exportación, concentrada en la actual Comunitat Valenciana, que suponía casi un cuarto del total de las ventas al exterior. Pero como veremos más adelante, buena parte de la crisis de exportación citrícola fue debida al comportamiento de los productores. Aunque ello no obvia la existencia de dificultades en estos sectores más dinámicos de la agricultura española que repercutieran negativamente, aunque fuera de manera moderada, sobre

CUADRO 2.6: Evolución del comercio exterior de España, 1926-1935

(millones de pesetas corrientes)

	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones estimadas	Importaciones estimadas
1926	1.605,6	2.148,0	1.931,8	2.327,2
1927	1.895,3	2.576,1	1.979,3	2.740,5
1928	2.471,8	3.497,7	1.973,6	3.081,7
1929	2.782,7	3.604,6	2.260,1	3.516,7
1930	3.861,6	4.099,6	2.438,6	3.419,2
1931	1.963,7	2.392,7	2.390,5	2.756,6
1932	1.788,4	2.351,3	2.297,5	3.002,9
1933	1.557,2	1.939,3	1.519,8	2.119,5
1934	1.458,7	2.038,4	1.459,5	2.138,9
1935	1.395,9	2.087,7	1.365,0	2.026,9

Nota: Las dos últimas columnas corresponden a la estimación realizada por el propio Tena.

Fuente: Tena (2005).

el conjunto de la economía, sí cabe separarlos en sentido estricto de las consecuencias de la recesión internacional.

Dejando de lado los sectores vinculados a la exportación, la influencia de la Gran Depresión se dejó sentir, sobre todo, a través del aumento del número de problemas que exigían solución, y es probable también que mediante la reducción de la inversión extranjera o, al menos, la paralización de los proyectos existentes, aunque sobre este aspecto no existe información detallada. En especial, la situación internacional contribuyó a hacer imposible la liberalización comercial que los primeros Gobiernos republicanos pretendieron para fomentar la competitividad de una parte sustancial de la industria y del conjunto de la agricultura interior. Teniendo en cuenta, sin embargo, la evolución de la coyuntura política interna es dudoso que esta liberalización hubiera podido ser aplicada aun en un contexto económico internacional más favorable.

Como es evidente, esta afirmación se basa en un contrafactual. Pero se justifica en el argumento difícil de contradecir de que, aun sin una depresión mundial, el proceso de ajuste, resultado de una liberalización comercial, hubiera generado notables dificultades en

gran parte del sector primario español. Porque a corto plazo las reducciones en los precios provocadas por el aumento de las importaciones habrían provocado una caída del empleo y los beneficios, aumentando la tensión social en el foco principal de inestabilidad política de aquella etapa. Teniendo en cuenta el número de factores de inestabilidad que dominan la coyuntura política española de los años treinta, es dudoso que, aun sin recesión mundial, la liberalización exterior hubiera sido una prioridad de los sucesivos Gobiernos.

La convicción de que el escaso grado de apertura de la economía la aisló del contexto recesivo internacional fue general ya en aquellos años. El Servicio de Estudios del Banco de España lo constató reiteradamente, sintetizando en su informe de 1934 que:

Nuestros problemas económicos incubados en una fase un tanto artificial de prosperidad en tiempos de la Dictadura, unidos a los de carácter político-social, ligados al cambio de régimen y a las tendencias revolucionarias, han matizado con características netamente españolas nuestro ritmo económico.

BANCO DE ESPAÑA (1934)

En su conjunto, como se ha indicado, las ventas al exterior se redujeron sensiblemente entre 1929 y 1935, pero, de nuevo, hay que destacar que el porcentaje es modesto, si se compara con lo ocurrido en otras economías con estructuras de comercio exterior similares, pero con un peso superior del sector exterior en el PIB, en el cual las caídas alcanzaron el 60%, e incluso el 70% en el caso de Chile, entre 1929 y 1931. Los principales efectos tuvieron lugar, sobre todo a partir de 1933, cuando cayeron las exportaciones de naranja, en parte por las consecuencias de los acuerdos preferenciales de la Commonwealth, aprobados en Ottawa para discriminar a la naranja de lo que entonces era Palestina, y en parte, y sobre todo, por las heladas que afectaron a la citricultura valenciana. Como a pesar de lo cual se siguió exportando la fruta en mal estado, ello provocó un hundimiento general de los precios ante la imposibilidad de identificar la que estaba en malas condiciones y, por tanto, la caída de los ingresos generados por los productos vinculados al sector.

Una muestra del impacto moderado de esta caída del comercio exterior puede constatararse en el cuadro 2.7 en donde se recogen algunas de las variables macroeconómicas básicas de la evolución económica durante aquellos años. Como se puede comprobar en la primera columna, la evolución del producto aunque es decreciente está muy alejada del hundimiento que caracteriza lo ocurrido en la mayor parte de las economías más desarrolladas y especialmente en la de los Estados Unidos. Por el contrario, variables determinantes en la evolución, a medio y largo plazo, de los sectores más dinámicos, como es la formación bruta de capital fijo (FBCF) y la propia inversión, experimentan una evolución mucho más negativa.¹⁰ De nuevo, como se ha indicado en el caso de las exportaciones de cítricos, sus causas deben de ser vinculadas, como se verá más adelante, a factores internos no relacionados con la situación económica internacional.

CUADRO 2.7: La economía española, 1929-1935

(1929 = 100)

	PIB	FBCF	Inversión privada ¹	Inversión pública ¹
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	100,1	98,7	112,5	53,3
1931	98,2	68,5	70,6	57,4
1932	98,3	58,8	53,5	71,1
1933	93,8	66,4	55,4	90,8
1934	103,3	66,7	53,0	94,7
1935	106,8	70,0	62,6	73,9

¹ Índices cuánticos.

Fuente: Prados de la Escosura (2003).

La suavidad relativa de las repercusiones del hundimiento del comercio internacional fue debida también a otro factor: la fuerte depreciación de la peseta, previa a la crisis, pero agudizada a partir del cambio de régimen a pesar de los costosos esfuerzos de las auto-

¹⁰ Los indicadores de inversión están basados en índices cuánticos, ya que la aportación de Prados de la Escosura (2003) no diferencia la evolución de pública y privada.

CUADRO 2.8: Tipo de cambio de la peseta

	Pesetas/franco francés	Pesetas/libra esterlina	Pesetas/dólar
1928	23,7	134,5	6,0
1929	26,8	127,0	6,8
1930	33,8	114,3	6,7
1931	41,4	115,8	10,6
1932	48,9	126,0	12,4
1933	47,1	132,2	7,4
1934	47,4	139,8	7,4
1935	48,4	141,6	n. d.

Fuente: Martín-Aceña y Pons (1985).

ridades económicas por impedirlo, ya que su cotización se asociaba al prestigio y solvencia internacional del país. Sin embargo, como apuntó Keynes durante su estancia en España:

En un periodo de baja mundial de precios, cual es el que ahora atravesamos, no me parece en modo alguno que la baja de la peseta sea un síntoma de debilidad. La libertad de permitir una cierta moderada flojedad en el cambio, en momentos de depresión general, que afecta al resto del mundo, puede constituir un medio valioso para mantener la estabilidad interna, que de otro modo resultaría imposible.

España Económica y Financiera (1930)

Esta fuerte depreciación aisló en gran medida a la economía española de la deflación internacional, mejorando la competitividad de sus exportaciones. Aunque no evitó tensiones sobre la balanza de pagos, ante la acumulación de déficits comerciales no compensados con entradas de capital, el bajo coeficiente de apertura y la depreciación de la divisa dejaron a España al margen de la inestabilidad financiera, provocada por el hundimiento del comercio y el colapso del sistema monetario internacionales iniciados con el hundimiento de la Bolsa de Nueva York.

2.3. Las tensiones internas

Si las repercusiones de la coyuntura económica exterior fueron perceptibles pero limitadas, solo cabe atribuir la evolución económica española de aquellos años, con la agudización de las tensiones sociales como elemento descollante, principalmente a factores internos. Sin negarle trascendencia al conjunto de acontecimientos que deterioraron la estabilidad, desde la perspectiva de la economía hay dos que sobresalen sobre los demás. Por un lado, el rápido y dramático deterioro de las expectativas empresariales y sus efectos sobre la inversión, resultado del cambio político que tuvo lugar el 14 de abril de 1931 tras unas elecciones municipales que condujeron a la proclamación de la Segunda República y la salida de España de Alfonso XIII. Por otro, el notable y generalizado aumento de costes salariales a partir de 1931, cuya cuantía no parece haber guardado ninguna relación con la productividad y que comprometió el funcionamiento de muchas empresas.

En relación con el primero de ellos, debe subrayarse que el nuevo régimen despertó grandes esperanzas de alteración radical, y rápida, en la distribución de la renta y la riqueza entre sectores muy amplios de la población. Pero, al mismo tiempo, suscitó una profunda intranquilidad y desconfianza entre aquellos con mayor capacidad para influir en la trayectoria de las variables macroeconómicas, en especial la inversión y el empleo, que hundieron las expectativas empresariales. Aunque su hundimiento tuvo lugar a partir del 14 de abril de 1931, el inicio del deterioro de la confianza empresarial es previo al cambio de régimen y estuvo relacionado con la incertidumbre suscitada por la creciente percepción de que la etapa dictatorial estaba llegando a su fin. Como puso de relieve Francesc Cambó en 1930 «para todo hombre prudente la pavorosa incógnita —más pavorosa cada día— de la sustitución del régimen actual aconseja situar algo de sus capitales en el extranjero en previsión de lo que entonces pueda ocurrir». De esta forma, la impaciencia de unos y los errores de otros, dentro de un contexto cuya principal característica fue la negativa de los sectores agrarios más conservadores a cualquier matización de su posición de privilegio, deterioraron desde muy pronto la estabilidad política y hundieron la confianza empresarial. Y ello, aun siendo muy genérico el progra-

ma de reformas y progreso económico que caracteriza a las fuerzas en el Gobierno desde el 14 de abril.

El inmediato impacto del cambio de régimen sobre las expectativas de los sectores de mayor influencia económica fue la retirada de más del 10% de los depósitos bancarios totales en el trimestre comprendido entre el 1 de abril y el 30 de junio, continuada en los meses siguientes aunque más atenuada. A pesar de su cuantía, y en contra de lo que pudiera pensarse, la caída del pasivo de las entidades en esta cuantía no desencadenó un pánico bancario ni una crisis del conjunto del sector.

La razón hay que buscarla en el mecanismo de descuento de deuda pública en el Banco de España que tenía a su disposición la banca española desde 1917, conocido como *pignoración indirecta*. Su existencia y la actuación ejemplar del Banco de España, como banquero en última instancia, hicieron posible que los efectos de la brutal reducción de los depósitos pasaran prácticamente desapercibidos, sin desencadenar un pánico bancario cuyas consecuencias sobre el régimen republicano recién instaurado hubieran sido, sin duda, muy destacadas. Este hecho marca sin duda una de las diferencias más relevantes entre ambas crisis. A pesar del componente financiero, tanto en la depresión internacional de los años treinta como en la iniciada en el 2007, en aquella coyuntura España quedó al margen de la misma, evitándose con ello un agravamiento de los muchos problemas económicos que exigían urgente solución.

Esta retirada de depósitos es solo una muestra de la profunda desconfianza de los inversores desde el mismo momento en que tuvo lugar el cambio político. Todos los indicadores vinculados a la inversión privada reflejan una tendencia profundamente recesiva. Algunos de ellos, incluso, indican un hundimiento espectacular, entre abril de 1931 y julio de 1936 y muy especialmente hasta finales de 1933, cuando la coalición de republicanos y socialistas fue derrotada en las elecciones de noviembre de ese año.

Las tres últimas columnas del cuadro 2.7 ya ponen de relieve la caída de la inversión, en especial la columna de la inversión privada que alcanza en 1932 su mínimo con una caída del 40%. Es un resultado coincidente con el índice de inversión privada que calculara Carreras (1985), el cual muestra que desde un valor

igualado a 100, durante el cuatrienio 1926-1929, descendió un 20% en 1931. La caída continuaría aumentando hasta rozar el 50% en 1933. Solo durante 1934 y 1935 experimentaría una ligera recuperación, alcanzando en ese último año el valor más elevado del quinquenio. El resultado, como queda dicho, es similar aunque no idéntico al índice cuántico de inversión privada incluido en la tercera columna del cuadro 2.7. Entre 1932 y 1934, el índice apenas supera la mitad del valor de 1929.

A su vez, el índice de cotizaciones de valores de renta variable elaborado por el Banco de España muestra una evolución coincidente. Con base 100 en 1930, en marzo de 1931 había descendido 4 puntos, 15 en mayo y 25 en octubre. En abril de 1932 la caída alcanzaba un tercio y todavía no había llegado a su punto mínimo: durante el año 1933 se estabilizó, al igual que la inversión privada, en la mitad de su valor en 1930. En este caso, sin embargo, la recuperación, circunscrita a 1935, sería mucho más modesta. Igualmente, el conjunto de indicadores elaborados por el Institut d'Investigacions Econòmiques de la Generalidad de Cataluña, en su *Boletín*, revelan durante todo el periodo 1931-1936 una persistencia de la desconfianza y de la incertidumbre. Una excelente constatación de la misma es el índice de creación de nuevas sociedades, dado que el número de las fundadas en este quinquenio es el más bajo de la primera mitad del siglo.

Dentro de este contexto general de expectativas negativas es posible diferenciar tres etapas en su evolución, claramente dependientes de la situación política. La primera comprende la etapa de abril de 1931 a noviembre de 1933 y fue de profundo deterioro. La segunda, transcurre entre comienzos de 1934 y febrero de 1936 y durante ella parece constatar una recuperación. Y la tercera fue, de nuevo, de descenso de los indicadores de confianza y actividad, y abarcó los meses inmediatamente anteriores al golpe de Estado que dio paso a la Guerra Civil. Es la posibilidad de establecer esta periodificación a partir de la evolución de los indicadores de confianza, lo que constituye la prueba más concluyente de su trascendencia en la evolución económica.

Las expectativas empresariales negativas y el descenso de la inversión asociada a las mismas, ante el cambio institucional y el devenir de la coyuntura política, no es la única dimensión para

comprender las tensiones dominantes en la economía española durante los años de la crisis de 1929. Como se ha indicado, el aumento de los costes salariales a partir de 1931 fue otro elemento determinante de la evolución económica durante aquellos años. Al comprimir los márgenes empresariales, derivó en dos consecuencias negativas: por un lado, redujo los excedentes disponibles para invertir en manos de los empresarios que pudieran haber estado interesados en hacerlo a pesar del incierto contexto general comentado en los párrafos anteriores; y por otro lado, empeoró la situación futura de las empresas y afectó a la percepción empresarial de cuál podía ser esta situación en el futuro, ya que no es independiente de las inversiones efectuadas en el momento presente.

Dada la modesta productividad de la inmensa mayoría de las empresas y de las explotaciones agrarias, el aumento en el precio del factor de producción utilizado de manera más intensiva, en una coyuntura poco propicia para acometer proyectos de inversión que permitieran aumentar la productividad a través de su sustitución por capital, hizo desaparecer uno de los pilares de la rentabilidad empresarial en cualquier economía atrasada: los bajos salarios. La información estadística que refleja alzas destacadas de los salarios, incluidos aquellos de los trabajadores no cualificados, y presumiblemente de menor productividad, no es el único elemento a tener en cuenta. La situación creada ha de completarse con el efecto sobre los costes laborales, provocado por la reducción de la jornada laboral a 48 horas semanales, el aumento de las jornadas de trabajo perdidas por huelgas, la disminución del trabajo a destajo y la reducción de las jornadas anuales de trabajo efectivas por las trabas a la posibilidad de recuperar días festivos. Todo ello supuso un encarecimiento sustancial de los costes laborales en una economía en la cual la mayor parte de las empresas tenían un margen bruto de explotación reducido.

No parece posible considerar exageradas, por tanto, las opiniones de las organizaciones empresariales más moderadas, según las cuales la elevación de los costes salariales era uno de los principales motivos que frenaban el *desarrollo de los negocios*. A pesar de que no tenemos información rigurosa para el conjunto de las actividades, todo indica que los efectos del alza salarial, la reducción de jornada y el aumento de las horas perdidas por huelgas, superaron con mu-

cho la ganancia de productividad que pudiera haberse producido. Lo cual no tiene otro corolario diferente al de una reducción de la viabilidad de muchas empresas.

El deterioro de los márgenes de explotación no fue homogéneo. Probablemente, todas las empresas vieron cómo se reducía, pero mientras aquellas que producían bienes de consumo pudieron beneficiarse del aumento de la demanda inducido por las generalizadas mejoras salariales, siempre que el impacto sobre ingresos fuera mayor que el del aumento de costes, aquellas otras que producían bienes no vinculados a la demanda de consumo final, como bienes de inversión, quedaron en parte, o totalmente, al margen de los efectos positivos de la mejora salarial. Esto explicaría que las primeras, aproximadas por la evolución del sector textil o por el de alimentos, bebidas y tabacos, experimentaran una trayectoria moderadamente expansiva, mientras la recesión en las industrias de bienes de inversión (metal básica y de transformación) fue general. Los índices cuánticos elaborados por Prados de la Escosura (2003) confirman esta constatación habitual en las publicaciones económicas de los años treinta.

A pesar de lo descrito sobre la evolución de las expectativas y el aumento de los costes salariales, la evolución del PIB, como queda reflejado en el cuadro 2.7, no denota una contracción comparable al de las economías más afectadas por la recesión internacional, como los Estados Unidos o Alemania. Ni tampoco permite mostrar adecuadamente la profundidad de estas tensiones en la viabilidad de las empresas. La razón que se arguye habitualmente es que una parte del mismo PIB se comportaba en gran medida de manera autónoma al estar asociado al sector agrario, o a empresas de carácter familiar, a las que quizá sería más exacto referirse como talleres, cuya producción venía en gran parte determinada por factores climatológicos. Pero quizá a ello debiera añadirse que el lapso temporal considerado, un quinquenio, es quizá demasiado breve para que la comprensión de los márgenes tuviera su traducción en el cese de actividad de un número relevante de empresas y en una reducción de la cantidad producida.

La negativa evolución de los indicadores de la inversión privada, hace pertinente plantear un interrogante vinculado a la política económica y, más en general, a la ordenación de prioridades de los

sucesivos Gobiernos. Es el interrogante de qué hubiera sucedido si, en lugar de reducir el gasto público destinado a inversión, los Gobiernos republicanos hubieran mantenido una política menos contractiva y, por tanto, con efectos multiplicadores positivos para los sectores de bienes de inversión tan estrechamente relacionados, por otra parte, con los principales bancos del país. No parece descartable que en tal caso se hubiera podido compensar, aunque hubiera sido parcialmente, el desequilibrio generado por el alza de los costes salariales y la caída de la demanda generada por la inversión pública. Abordar con algo más de detalle esta cuestión supone entrar en los errores de diagnóstico que conformaron la política económica de los Gobiernos de la Segunda República. Un aspecto sobre el cual también se pueden trazar algunos paralelismos, si quiera lejanos, con lo que ha sucedido en España desde el inicio de la crisis de las denominadas hipotecas *subprime*.

2.4. Los errores de diagnóstico y de la política económica

Cabe indicar, en relación con lo que se acaba de señalar, que la política económica republicana estuvo en todo momento condicionada por el deseo de no proseguir el ritmo de aumento del desequilibrio entre gastos e ingresos públicos. Fue la forma de demostrar su apego a la ortodoxia entonces dominante y diferenciarse de la Dictadura de Primo de Rivera, durante la cual se aumentó sustancialmente el gasto, tanto a través del presupuesto como mediante la creación de organismos autónomos no consolidados en el mismo presupuesto, pero financiados exclusivamente mediante emisiones de deuda avaladas por el Estado. La *cercenación de gastos* como elemento ejemplar de diferenciación demostraría ser una perversa solución para la estabilidad económica. Al margen de sus profundas divergencias ideológicas, entre 1931 y 1935 todos los Gobiernos intentaron reducir el desequilibrio presupuestario articulando una política fiscal en torno a tres ejes básicos.

En primer lugar, reducción del gasto, mediante la contracción de la inversión en obras públicas y del gasto corriente; en segundo lugar, tratando de aumentar los ingresos a través de la mejora en la

eficacia de la Administración tributaria y de una moderada reforma fiscal, dentro de la cual destaca el establecimiento en 1932 del impuesto sobre la renta; y en tercer lugar, orientando los escasos recursos disponibles hacia aquellos aspectos que consideraban vitales para su electorado. Esto es, la reforma militar y la enseñanza entre 1931 y 1933, y, desde fines de 1933 hasta febrero de 1936, la defensa de un precio rentable para los cultivadores trigueros a través de la regulación del mercado y la fijación de un precio mínimo de tasa para lo cual destinaron cuantiosos recursos.

El déficit contable con el que saldaron los sucesivos presupuestos o el aumento de la cantidad de deuda pública en circulación no deben inducir a confusión acerca del ritmo con el que se ejecutó esta política, dentro de la cual la reducción del gasto fue mucho más drástica que el aumento de ingresos, resultado de la implantación en España del impuesto sobre la renta. Las liquidaciones se explican por dos causas. En primer lugar, por la existencia de gastos comprometidos antes de abril de 1931, pero pendientes de pago. Y, en segundo lugar, porque la deuda emitida por los organismos autónomos creados entre 1923 y 1929, avalada por el Estado, fue incorporada a la deuda del Estado en circulación durante los años treinta, dado que los compromisos contraídos por la Dictadura fueron escrupulosamente respetados por los gobernantes republicanos. Pero los efectos multiplicadores de estas emisiones se produjeron cuando se realizó el gasto, no cuando fue incorporado contablemente a las cuentas públicas.

Por otro lado, el esfuerzo de contención no tuvo la misma intensidad durante todo el quinquenio. Fue especialmente acentuado entre abril de 1931 y el verano de 1933, esto es, cuando más necesaria puede considerarse una política anticíclica, para moderar los efectos de la caída de la inversión privada y combatir el deterioro de las expectativas. Las medidas puestas en práctica, como la Ley de 24 de agosto de 1931 para paliar el paro en Andalucía, Murcia, Extremadura y La Mancha, fueron insuficientes para hacer frente a la gravedad del problema.

Pero es que, además, la política contractiva fue unida a una activa política gubernamental, entre 1931 y 1933, para mejorar las condiciones de vida de los trabajadores con efectivos relevantes sobre los costes laborales. Entre estas medidas destacan dos tipos. Por

un lado, las de carácter legal y, por otro, los acuerdos de los *jurados mixtos*, que realizaban el arbitraje en las discrepancias laborales entre empresarios y trabajadores. Así, como se ha mencionado, los conocidos como *decretos sociales de Largo Caballero* supusieron: la reducción de la jornada de trabajo a ocho horas, con el Decreto de 1 de julio por el que se aplicaba la adhesión de España al convenio internacional de la jornada de ocho horas realizada el 1 de mayo; la obligatoriedad de contratar preferentemente a los trabajadores de cada término municipal, con el Decreto del 28 de abril; y el laboreo forzoso de las tierras, con el Decreto del 7 de mayo. Se trataba, respectivamente, de reducir la jornada laboral, evitar la discriminación sindical a los jornaleros por parte de los propietarios y, en el caso del último de los decretos, obligar a estos propietarios a realizar la totalidad de las labores agrícolas marcadas por los usos y costumbres de cada lugar, impidiendo el abandono del cultivo. A lo cual cabe añadir que los jurados mixtos, creados en la etapa anterior, pasaron desde abril de 1931 a fallar de manera casi sistemática a favor de las peticiones de los trabajadores, cuando durante la etapa dictatorial se había venido haciendo lo contrario.

Ambos tipos de medidas configuran una misma realidad: por primera vez en la historia contemporánea de España, la capacidad de imponer sus puntos de vista en la negociación salarial se desplazaba desde los propietarios a los jornaleros y, en general, a través de la actuación de los jurados mixtos, de los empresarios a los trabajadores. El efecto negativo sobre la confianza de los primeros no fue, sin embargo, acompañada de la eficacia de los conocidos como decretos sociales de Largo Caballero. En el campo, esta fue muy limitada, ya que en muchas zonas la presión de la oferta de trabajo era superior a la demanda, con lo cual los propietarios mantenían una posición dominante a la hora de fijar salarios y, en no pocas ocasiones, discriminar negativamente a los dirigentes, o incluso simples afiliados sindicales.

Este apego a la ortodoxia presupuestaria ha de ser valorado como un error de diagnóstico acerca de cuáles eran las características de los problemas económicos a los que se enfrentaba buena parte de la industria española. Y fue acompañado de otro no menos importante: la infravaloración de la trascendencia que tenía la reforma agraria a la hora de estabilizar la situación social en las zonas

de latifundio. Las desmesuradas esperanzas de una alteración radical y rápida en la distribución de la renta y la riqueza entre sectores muy amplios de la población de menor renta no son imputables a los Gobiernos de centro-izquierda en el poder ejecutivo, desde 1931 a noviembre de 1933. Pero sí que esas ilusiones fueran acompañadas de una asombrosa lentitud en la aprobación y aplicación de la ley de reforma de la estructura de la propiedad de la tierra, la reforma agraria, que era, desde hacía décadas, la principal, e incluso mítica, reivindicación de la mayoría de los trabajadores del campo en la España interior. Estos trabajadores a su vez, coincidían en gran proporción con aquellos españoles que contaban con un menor nivel de ingresos y que vivían muchos de ellos en la miseria.¹¹

Como es bien conocido, la reforma de la estructura de la propiedad de la tierra agraria pretendió dar solución a la paupérrima situación de gran parte de los trabajadores agrarios asalariados, provocada tanto por la concentración de la propiedad en grandes latifundios, la mayor parte de ellos mal explotados por el absentismo de sus propietarios, como por el exceso de mano de obra en el campo español durante la mayor parte del año. El problema alcanzaba su máxima gravedad en Andalucía y Extremadura, pero tenía también una notable amplitud en algunas provincias de Castilla, como Ciudad Real, Toledo o Salamanca.

Su solución no era sencilla. Y no solo desde la perspectiva de los intereses enfrentados ni de las dificultades técnicas, consecuencia de la existencia de situaciones muy diversas (Robledo 2008); con la tecnología disponible en aquel momento, las limitaciones españolas de la producción agraria de secano, derivadas de la calidad del suelo y del régimen de lluvias, eran muy importantes. Hasta el punto de que no es descabellado plantear que, aun habiendo evolucionado la tramitación de la ley por derroteros mucho más favorables a las expectativas campesinas y habiéndose llevado a cabo la reforma de la estructura de la propiedad de la tierra, al menos en una parte del territorio afectado, las expectativas de mejora de su nivel de vida por parte de los campesinos no hubieran quedado cubiertas.

¹¹ A título de ejemplo puede consultarse Rodríguez Labandeira (1991).

Como tantas veces se ha repetido, la opción propuesta por la Comisión Técnica Agraria creada para analizar el problema, en su dictamen de 20 de julio de 1931, era aplicar la reforma mediante decreto a todos los latifundios, entendiéndose como tales las propiedades mayores de un número de hectáreas o la renta catastral variable según el destino de la tierra; decreto consistente en conceder el uso de la tierra, pero no su propiedad, a los campesinos y asentar entre 60.000 y 75.000 familias al año. El coste de la propuesta era elevado, unos 500 millones de pesetas, pero la Comisión sugería con sensatez acudir a la emisión de deuda pública. La sugerencia, sin embargo, chocó con la firme pretensión ya mencionada de los dirigentes republicanos de contener a toda costa el endeudamiento público, para diferenciarse del despilfarro de recursos públicos llevado a cabo por la Dictadura de Primo de Rivera. Actitud defendida especialmente por el prestigioso ministro de Hacienda de aquel momento, que era Jaume Carner, fallecido poco después y que fue uno de los pocos que comprendió la relación entre costes salariales y productividad. Como señaló con una claridad no frecuente en aquellos años:

Cuando se examina el nivel de la remuneración del trabajo se suelen considerar dos conceptos que no bastan para su exacta comprensión, o sea, el importe de los salarios y el número de horas trabajadas. Para la determinación del coste, [...] es decisivo el resultado que se obtiene en un tiempo determinado por un precio establecido, es decir, que lo importante en el problema de los salarios es lo que cuesta de trabajo una unidad de producto.

CARNER (1933)

Con el plan diseñado por la Comisión, como reiteradamente señaló Pascual Carrión, principal autor del dictamen, se quería evitar que las esperanzas de los campesinos quedaran defraudadas, lo cual era fundamental para mantener la conflictividad social en un nivel reducido. Como se acabaría demostrando, hubiera sido un elemento decisivo para estabilizar el régimen democrático recién instaurado.

Frente a ello, la coalición republicano-socialista en el Gobierno procedió con una exasperante lentitud, que no es descartable atribuir no solo a la ortodoxia presupuestaria que desearon seguir sino a un conocimiento limitado de la realidad social en el campo, debido a la pertenencia de la mayor parte de los altos cargos de la administración a uno de los polos, el urbano, de la dualidad económica mencionada al comienzo de estas páginas.

Solo tras el intento insurreccional del general Sanjurjo de agosto de 1932 se abandonó la parsimonia y se produjo un rápido avance en el debate parlamentario. De esta forma, desechada la opción de proceder por decreto y tras no pocos retrasos y alteraciones en el proyecto original, la ley fue aprobada el 9 de septiembre de 1932, más de un año después de proclamado el nuevo régimen. El número de hectáreas expropiadas y campesinos asentados hasta fines de 1933 fue irrisorio: 24.000 hectáreas y 4.300 campesinos, cuando se habían previsto, como queda indicado, entre 60.000 y 75.000. Una vez el centro-derecha en el poder, el ritmo, aunque no disminuyó, tampoco aumentó. Con ello quedó frustrada la principal aspiración de millones de campesinos y, dada su relevancia social y política, la estabilidad del régimen quedó seriamente comprometida.

2.5. Conclusión

Carece de sentido volver a insistir en los aspectos básicos, abordados de forma sintética en este capítulo, para destacar lo más relevante de lo sucedido en el terreno económico en la España de los años treinta, y para establecer qué diferencias y similitudes pueden insinuarse entre las repercusiones de aquella crisis y la situación existente al finalizar la primera década del siglo XXI. Desde las acusadas diferencias en los mismos rasgos definitorios de ambas recesiones en su dimensión internacional, y dado que en la actual no se ha producido un proceso deflacionista ni una guerra comercial comparable a la que entonces tuvo lugar, hasta la heterogeneidad en el nivel de desarrollo e integración internacional de España, casi todo refleja que las diferencias son muy destacadas. Lo descrito en los apartados anteriores así, al menos, ha querido mostrarlo. No está de más insistir, con todo, en que en España no hubo, en los

años treinta, una crisis bancaria ni tampoco la reducción del PIB fue comparable a la que se dio en las economías más afectadas por la Depresión.

Pero ello no obsta para que entre tantas y tan importantes diferencias, haya algunos paralelismos que invitan a la reflexión. En especial dos. El primero, y más destacado, es la existencia en ambas coyunturas de un sector trabajo intensivo y de peso notable en el PIB y, por tanto, con efectos destacados sobre el empleo y la renta disponible de una parte sustancial de la población. El PIB está caracterizado en muchos casos por unos precios muy elevados, sean estos resultado de una muy baja productividad, como en los años treinta, o de una mala gestión de la política de suelo y de la vivienda, como en la primera década del siglo XXI. Un sector cuya evolución negativa lastra, por razones diferentes en cada caso, al conjunto de la actividad económica. La estrecha vinculación actual entre los sectores inmobiliario y bancario y el endeudamiento de familias y empresas amenazan con tener consecuencias negativas perdurables en el medio plazo que no existían en el caso del sector agrario interior. Pero por el contrario, el peso en el PIB del sector agrario en la España de los años treinta era más elevado y la intensidad de las repercusiones negativas del efecto renta, provocado por el elevado precio de los alimentos, fue probablemente mayor al afectar a un porcentaje mayoritario de la población.

El segundo, puede resumirse en que lo apuntado en estas páginas en relación con los objetivos de la política económica y los costes salariales durante los años de Gobierno de centro-izquierda, entre 1931 y 1933, pone de relieve una contradicción perenne entre el deseo de mejorar el bienestar de la población, que pueden perseguir los Gobiernos, y los límites que impone el nivel de productividad de una economía. Es una potencial contradicción común a todas las sociedades que partiendo de niveles bajos de productividad desean aumentar el bienestar material de la mayor parte de la población, mediante aumentos salariales u otras medidas que encarecen los costes de las empresas. Con la dificultad añadida de que la expansión del gasto público, sin su contrapartida en un aumento de los ingresos, es hoy, como lo era en los años treinta, juzgado negativamente por los inversores internacionales, dados los efectos negativos que suele conllevar sobre el nivel de precios y la compe-

titividad. Aquí la enseñanza de los años treinta en España parece concluyente: si el alza salarial supera, como entonces ocurrió, las ganancias que puedan producirse en la productividad, los sectores sociales de los que depende la ampliación del empleo y la producción se posicionarán en contra de los Gobiernos que impulsan ese deseo de mejora del bienestar, aun cuando esta sea la voluntad mayoritaria de la población. En este punto también puede delinarse una cierta similitud ya que no ha habido cambio en la constatación de que la economía es una ciencia con pocas leyes, pero el que las olvida corre el riesgo de ser apuñalado por la espalda.

Agradecimientos

El autor agradece la financiación del proyecto ECO2009-08791 *Crisis financieras: pasado, presente y futuro. España y la economía internacional ¿Qué hemos aprendido?*

Bibliografía

- ALDCROFT, Derek H. *Europe's Third World: The European Periphery in the Interwar Years*. Alderhot-Burlington: Ashgate, 2006.
- ÁLVARO MOYA, Adoración. «Foreing direct investment, economic aid and modernization: US Firms in Spain, (1920-1975)». En H. Bonin y F. de Goey, eds. *American Firms in Europe, 1880-1980. Strategy, Identity, Perception and Performance*. Ginebra: Droz (2009): 208-228.
- BANCO DE ESPAÑA. *Ritmo de la crisis económica Española en su relación con la mundial*. Madrid: Servicio de Estudios del Banco de España, 1934.
- BOYD, Carolyn P. «La imagen de España y de los españoles en Estados Unidos de América». *Investigaciones históricas: Época moderna y contemporánea* 22 (2002): 317-328.
- CAMBÓ, Francesc. *La valoración de la peseta*. Madrid: Aguilar, 1930.
- CARNER, Jaume. «La economía de la República». *Economía Española* 1, Madrid (1932): 5-10.
- CARRERAS, Albert. «Gasto nacional bruto y formación de capital en España, 1849-1958: primer ensayo de estimación». En P. Martín-Aceña y L. Prados de la Escosura, eds. *La nueva historia económica en España*. Madrid: Tecnos (1985): 17-51.
- DELAISI, Francis. *Les Deux Europes*. París: Payot, 1929.
- DOMÍNGUEZ MARTÍN, Rafael, y Marta GUIJARRO. «Evolución de las disparidades espaciales del bienestar en España, 1860-1930: el índice físico de calidad de vida». *Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin American Economic History* 18, n.º 1 (2000): 109-137.

- ELÍAS, Carlos. «La cobertura mediática de la visita de Einstein a España como modelo de excelencia periodística. Análisis de contenido y de su posible influencia en la física española». *Arbor* 183, n.º 778 (2007): 899-909.
- España Económica y Financiera*. «Opiniones de Mr. Keynes», 14 de junio de 1930.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *World Economic Outlook (WEO) database*. Base de datos disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>[consulta: 20 de diciembre del 2010].
- FRIEDMAN, Milton, y Anna J. SCHWARTZ. *A Monetary History of The United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- FUENTES QUINTANA, Enrique. *Economía y economistas españoles*. Vol. 6. *La modernización de los estudios de economía*. Madrid: Círculo de Lectores-Galaxia Gutemberg, 1999.
- GEHR (Grupo de Estudios de Historia Rural). «Notas sobre la producción agraria española, 1891-1931». *Revista de Historia Económica* 2 (otoño 1983): 185-252.
- GLICK, Thomas F. *Einstein y los españoles. Ciencia y sociedad en la España de entreguerras*. Madrid: Alianza, 1986.
- Bulletí de l'Institut d'Investigacions Econòmiques*. Barcelona: Generalitat de Catalunya, 1931-1937.
- INE (Instituto Nacional de Estadística). *Contabilidad regional de España, base 2000. Principales resultados, 2000-2009*. Madrid. Disponible en Internet en: [http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp010&file=inebase&L=\[consulta: 20 de diciembre del 2010\]](http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp010&file=inebase&L=[consulta: 20 de diciembre del 2010]).
- KINDLEBERGER, Charles P. *The World In Depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press, 1985 [Traducido al castellano por la Editorial Capitan Swing, Madrid, 2009].
- LEDESMA, José Luís. «Una retaguardia al rojo. Las violencias en la zona republicana». En F. Espinosa, ed. *Violencia roja y azul. España 1936-1950*. Barcelona: Crítica (2010): 147-247.
- MADDISON, Angus. *Phases of Capitalist Development*. Oxford: Oxford University Press, 1982.
- . *Dynamic Forces in Capitalist Development. A Long-Run Comparative View*. Oxford: Oxford University Press, 1991.
- . *Monitoring the World Economy 1820-1992*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo de la Economía, 1995.
- MARTÍN-ACEÑA, Pablo. «Economistas e intelectuales en la España del primer tercio del siglo XX». *Historia y política: Ideas, procesos y movimientos sociales* 8 (2002): 197-228.
- MARTÍN-ACEÑA, Pablo, y María Ángeles PONS. «Sistema monetario y Financiero». En A. Carreras y X. Tafunell, coords. *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*. Madrid: Fundación Banco Exterior, cap. 8, vol. II (1985): 645-706.
- MARTÍNEZ GALARRAGA, Julio. «New Estimates of Regional GDP in Spain, 1860-1930». Documento de Trabajo n.º E07/177, Barcelona: Universitat de Barcelona, Facultat d'Economia i Empresa, 2007.
- O'BRIEN, Patrick K., y Leandro PRADOS DE LA ESCOSURA. «Agricultural Productivity and European Industrialization, 1890-1980». *The Economic History Review* 45, n.º 3 (1992): 514-536.
- PACK, Saahsa D. *Tourism and Dictatorship: Europe's Peaceful Invasion of Franco's Spain*. Londres: Palgrave-Macmillan, 2006.

- PALAFOX, Jordi. *Atrazo económico y democracia. La economía española y la Segunda República, 1874-1936*. Barcelona: Crítica, 1991.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, Leandro. «International Comparisons of Real Product, 1820-1990: An Alternative Data Set». *Explorations in Economic History* 37 (2000): 1-47.
- . *El progreso económico en España*. Madrid: Fundación BBVA, 2003.
- ROBLEDO, Ricardo. «Los economistas ante la reforma agraria de la Segunda República». En E. Fuentes Quintana, dir. *Economía y economistas españoles durante la Guerra Civil*. Vol. 2, Barcelona: Galaxia Gutenberg (2008): 243-276.
- RODRÍGUEZ LABANDEIRA, José. *El trabajo rural en España, 1876-1936*. Madrid: Antropos 1991.
- SÁNCHEZ RON, José Manuel, coord. *1907-1987. La Junta para Ampliación de Estudios e Investigaciones Científicas 80 años después*. 2 vols., Madrid: CSIC, 1989.
- . *Cinzel, martillo y piedra. Historia de la ciencia en España (siglos XIX y XX)*. Madrid: Taurus, 1999.
- SIMPSON, James. «La producción y la productividad agraria española, 1890-1936». *Revista de Historia Económica* 12, n.º 1 (1994): 43-84.
- . *Spanish agriculture: The long siesta, 1765-1965*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.
- . «'El pozo', y el debate sobre la agricultura española». *Revista de Historia Agraria* 28 (2002): 217-228.
- TENA, Antonio. «Sector exterior». En A. Carreras y X. Tafunell coords. *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*. Cap. 8, vol. II, Madrid: Fundación BBVA (2005): 575-644.
- TRIANIS, Stephen G. *Cyclical changes in trade balances of countries exporting primary products, 1927-1933: a comparative study of forty-nine countries*. Colección *Canadian studies in economics* n.º 20. Toronto: University of Toronto Press, 1967.

3. La Gran Depresión y la Gran Recesión: ¿qué hemos aprendido?

Michael D. Bordo
Universidad de Rutgers

Harold James
Universidad de Princeton

3.1. La analogía con la Gran Depresión

En el debate sobre los males económicos contemporáneos, se resiste a desaparecer la comparación con la Gran Depresión. Casi todos los responsables de las políticas se han referido a ciertas circunstancias que «no se habían visto desde la Gran Depresión», incluso antes de la quiebra de Lehman Brothers. Algunos incluso han ido más lejos: en concreto el subgobernador del Banco de Inglaterra definió la crisis como «la peor crisis financiera de la historia de la humanidad». En sus *Perspectivas de la economía mundial* de abril del 2009, el Fondo Monetario Internacional (FMI) observaba paralelismos no solo en el desplome de la confianza financiera, sino también en el rápido decrecimiento de la actividad comercial e industrial en todo el mundo. En general, la historia, más que la teoría económica, parece ofrecer una guía para interpretar acontecimientos absolutamente sorprendentes e impredecibles por naturaleza. Algunos analistas, como Paul Krugman (2009), han manifestado la opinión de que la macroeconomía ha entrado en una *era oscura*. Sin embargo, existen dudas considerables respecto a qué lecciones concretas nos puede ofrecer la historia. Charles Plosser, presidente del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, ha afirmado recientemente que:

We are still rewriting the narrative, and gaining an understanding, of what happened in the Great Depression and why. No doubt it will be at

[N. del ed.]: Este capítulo ha sido traducido por Carmen Castillo Ventura.

*least 50 years before we understand very well what happened in 2008 and 2009 and whether the Federal Reserve undertook the right policies or the wrong policies.*¹

(*New York Times* 2010)

Este capítulo examina las tres áreas en las que se han establecido paralelismos entre la depresión de entreguerras y la crisis financiera del 2007, que alcanzó su punto culminante en septiembre del 2008 con la quiebra de Lehman Brothers y el rescate del American International Group (AIG). Dichas áreas se pueden clasificar en tres categorías: macroeconómica, microeconómica y global.

En primer lugar, este estudio considera la historia de los fracasos de la política económica. En segundo lugar, sigue un análisis de los asuntos microeconómicos relacionados con la regulación bancaria y la reorganización bancaria tras la quiebra de una o más instituciones financieras, y la amenaza de colapso sistémico. En tercer lugar, retoma el tema de los desequilibrios mundiales y se plantea si en este terreno también se pueden detectar similitudes entre los años treinta y la realidad actual.

3.2. La política monetaria

Prácticamente todas las analogías que se establecen con la depresión toman el año 1929 como punto de referencia. Pero durante la Gran Depresión se dieron dos patologías completamente diferentes que conllevan diagnósticos y remedios distintos.

La primera patología, y la más famosa, es el crac de la bolsa estadounidense en octubre de 1929. No hay ningún otro país que haya vivido en la bolsa un pánico de tal envergadura, en gran parte debido a que no ha existido ningún otro país que haya experimentado la euforia en el aumento del precio de las accio-

¹ [N. del ed.]: ‘Todavía estamos reescribiendo la historia y profundizando en el conocimiento de qué sucedió en la Gran Depresión y por qué. No hay duda de que pasarán al menos cincuenta años antes de que entendamos mejor lo que pasó en el 2008 y el 2009 y si la Reserva Federal llevó a cabo una política adecuada o errónea’.

nes que arrastró a un gran número de americanos, de diferente clase social, a la especulación financiera. La segunda patología, el contagio del pánico bancario, fue decisiva para que la fuerte recesión se convirtiera en la Gran Depresión. La serie de pánicos bancarios a partir de octubre de 1930, en los Estados Unidos, transformaron la recesión nada inusual de 1929-1930 en una grave depresión. A través del mecanismo del patrón oro, la depresión estadounidense se extendió al resto del mundo. La situación se agravó tras la quiebra y el rescate del banco vienés Creditanstalt, en mayo de 1931, y tras la profunda crisis bancaria en Alemania, en junio de ese mismo año. Después la crisis financiera se contagió a Gran Bretaña, Francia y de nuevo a los Estados Unidos.

El pánico de 1929 ha sido el fenómeno al que se le ha prestado más atención en gran parte de los análisis de la depresión, por dos razones bastante particulares. La primera, porque nadie ha podido explicar de modo satisfactorio el colapso de la Bolsa en octubre de 1929, aportando una explicación racional de la reacción de los participantes en los mercados, ante ciertas circunstancias concretas. Es por ello que el crac plantea un acertijo complicado y los economistas pueden labrarse una reputación intentado encontrar respuestas novedosas. Algunos son de la opinión de que los mercados simplemente son irracionales. Es más, está sobradamente demostrado que las perturbaciones en las expectativas de mercado no surgen a partir de *sucesos* identificables (Bouchaud 2010). Otros, por ejemplo White (1990), han planteado que los inversores podían haber previsto la Depresión, o que consideraron la posibilidad de una serie de reacciones proteccionistas en otros países como respuesta a la ley arancelaria norteamericana, la llamada ley Smoot-Hawley, aún antes de que esta se aplicara en toda su extensión.

La segunda razón de la *popularidad* del crac de 1929 entre teóricos y analistas políticos es que en el periodo que le siguió se dieron motivos suficientes para la adopción de medidas políticas específicas. El desplome del mercado de valores o el estallido de la *burbuja financiera* por sí solos no llevan necesariamente a recesiones prolongadas de gran depresión. En octubre de 1987, y otra vez en marzo del 2000, las caídas en picado de la Bolsa provocaron un aumento de la provisión de liquidez por parte del Banco

Central y una relajación fiscal. Los keynesianos opinaban que la exigencia fiscal del Estado puede estabilizar las expectativas del mercado y proporcionar así un marco general de estabilidad. Los monetaristas consideraban que la clave para evitar las drásticas contracciones de la producción era la estabilidad monetaria. Una gran parte de este debate se ha centrado en los Estados Unidos: en otros países, especialmente en los países deudores, el patrón oro limitaba la política monetaria, por lo que es difícil hablar de alternativas en la toma de decisiones. El único país donde hubo un margen de maniobra equivalente al de los Estados Unidos fue en Francia.

Ciertas medidas erróneas adoptadas por la Reserva Federal agravaron la Gran Contracción de 1929-1933 en los Estados Unidos, durante la cual los precios, la producción real y las reservas monetarias disminuyeron en un tercio; una recesión que se extendió al resto del mundo. Una política monetaria estricta, destinada a controlar la especulación en 1928, produjo una recesión que se inició en agosto de 1929. Esta política se basaba en la doctrina de las letras reales, según la cual la especulación en el mercado de valores podría causar inflación, desplome y luego deflación. El crac de la Bolsa de octubre agravó la recesión pero no causó la depresión. El incumplimiento por parte de la Reserva Federal del mandato establecido en la Ley de la Reserva Federal de 1913, de actuar como prestamista de última instancia y de aplacar la serie de cuatro pánicos bancarios que se inició en octubre de 1930, condujo a la grave recesión subsiguiente. La Reserva Federal se adhirió a la fallida teoría de Burgess Riefler (Meltzer 2003), según la cual los recursos obtenidos en préstamos, es decir, a través de la ventanilla de descuento de la Reserva Federal, y los indicadores de los tipos de interés a corto plazo eran señales de expansión económica, y de ahí que no interviniera. Además, algunos directivos de la Reserva Federal creían en la teoría liquidacionista y consideraron beneficiosa la quiebra de algunos bancos. En el otoño de 1931, otra subida notable de la tasa de descuento para proteger el dólar, después de que la libra esterlina se retirara del patrón oro, solo echó más leña al fuego.

La recuperación empezó en marzo de 1933 con el cierre bancario decretado por Roosevelt que puso fin al cuarto pánico banca-

rio. Se cerraron los bancos nacionales una semana, durante la cual un batallón de inspectores oficiales separó las entidades insolventes del resto. Se clausuraron los bancos insolventes y se zanjó la etapa de incertidumbre que había provocado el pánico. Inmediatamente después de esta medida, Roosevelt retiró a Estados Unidos del patrón oro en abril, compró oro y plata para que aumentaran los precios del oro y los precios en general, y se produjo la devaluación formal del dólar casi en un 60%, en enero de 1934. Estas medidas causaron un fuerte impulso reactivador debido a las entradas de oro que no fueron esterilizadas y pasaron directamente a la oferta monetaria. Además, favorecieron que las expectativas deflacionistas se convirtieran en inflacionistas (Eggertsson 2008). También fue determinante en la prevención de futuros pánicos bancarios la creación de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation [FDIC]), por medio de la ley bancaria de 1933, que entró en vigor el 1 de enero de 1934.

En los Estados Unidos, la recuperación de 1933 a 1941 fue propiciada en gran medida por las entradas de oro, consecuencia, en un principio, de la política del Tesoro y de la devaluación y, con posterioridad, de la fuga de capital de Europa ante la amenaza de guerra. La política fiscal expansiva, a pesar de lo que se cree comúnmente, solo tuvo un papel menor en la recuperación de los años treinta (Romer 1992). En parte, la reactivación se vio obstaculizada por algunas medidas del *New Deal* restrictivas de la competencia, como el *National Industrial Recovery Act* (NIRA), que en su pretensión de subir los sueldos y los precios artificialmente redujo la oferta de empleo y la oferta agregada (Cole y Ohanian 2004). En el periodo 1933-1937, la producción creció un 33%.

La Reserva Federal se mantuvo bastante pasiva en los años treinta. La administración Roosevelt había culpado a la Reserva y a los banqueros de los errores de los años veinte y principios de los años treinta. Las reformas de gran calado establecidas por las leyes bancarias de 1933 y 1935 aumentaron notablemente el poder de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal en Washington, a expensas de los bancos de la Reserva Federal, en especial del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Aunque aumentó su poder, la reconstituida Junta de Gobernadores presi-

didada por Mariner Eccles fue inactiva y estuvo bastante sometida a los dictados de Morgenthau, secretario del Tesoro.

En los años treinta, la Reserva Federal siguió fiel a los mismos preceptos, como lo había hecho en los años veinte y principios de los treinta. Su indicador siguió siendo el nivel de reservas disponibles, consistentes en los excedentes de reservas menos los préstamos de la Reserva Federal. En la década de los treinta, las reservas de préstamos eran insignificantes, por tanto los excedentes de reservas pasaron a ser el indicador. A medida que transcurría la década, los bancos de la Reserva Federal en general fueron absorbiendo la entrada de oro y aumentando los excedentes de reservas, como precaución contra una repetición de la turbulencia que se había dado a principios de la década. Hacia 1935, los excedentes de reservas representaban un 50% de las reservas totales. Los directivos de la Reserva Federal estaban cada vez más convencidos de que la acumulación de los excedentes de reservas era un riesgo de especulación e inflación en el futuro. También vieron la presencia de considerables excedentes de reservas como un factor que les impediría la adopción de futuras medidas restrictivas. Se ha expresado una preocupación similar respecto a la acumulación de excedentes de reservas bancarias en el 2008 y el 2009. Según la teoría de Burgess-Riefler, que se impuso en la Reserva Federal, el mejor sistema para que esta pudiera controlar los tipos de interés era obligar a los bancos a tomar préstamos de la Reserva Federal. En cuanto las reservas de préstamos fueran inferiores a la cartera de mercado abierto, las ventas de mercado abierto podrían obligar a los bancos a pedir prestado. Así los bancos preferirían reducir su endeudamiento contrayendo el crédito (Meltzer 2003, 520-521).

3.2.1. La recesión de 1937-1938

Una grave recesión interrumpió la recuperación y supuso la tercera peor crisis del siglo xx, concretamente, de mayo de 1937 a junio de 1938. Friedman y Schwartz (1963), Meltzer (2003) y otros atribuyen la recesión a un grave error de la Reserva Federal. Su creciente preocupación por la acumulación de excedentes de reservas en los bancos llevó a la Junta a duplicar las reservas obligatorias en tres fases, entre agosto de 1936 y mayo de 1937.

La idea de esta medida era establecer el control de la Reserva Federal sobre la política monetaria y disipar el riesgo inflacionista que suponían los excedentes de reservas. La Reserva Federal prefirió un instrumento contundente, como fue el de aumentar las reservas obligatorias, en lugar de emplear el sistema de ventas de títulos en el mercado abierto, porque los excedentes de reservas excedían la cartera de valores de la Reserva Federal y las ventas reducirían los ingresos obtenidos por ella. Según Friedman y Schwartz, los bancos acumularon excedentes de reserva para protegerse contra una repetición de los pánicos bancarios de los años treinta. Cuando la Reserva Federal bloqueó estas reservas, los bancos recortaron el crédito y vendieron activos productivos para restablecer el colchón de protección que habían tenido. La política restrictiva de la Reserva Federal se complementó con la decisión del Tesoro, a finales de 1936, de esterilizar las entradas de oro para reducir los excedentes de reservas. Estas medidas provocaron un repunte de los tipos de interés a corto plazo y una drástica disminución de la oferta monetaria, generando un descenso del 5% del producto interior bruto (PIB) real.

Se han aportado otras explicaciones para la recesión de 1937-1938. Un endurecimiento de la política fiscal cuando el Estado puso fin a una generosa paga extra para los veteranos, aumentó la tasa impositiva de las rentas y gravó con un impuesto los beneficios no repartidos. El acaparamiento de oro, ocasionado por el temor a otra devaluación del dólar, se unió a un incremento de los salarios como consecuencia de la Ley Wagner (Sumner 2009), y a la alternancia de expectativas inflacionistas y deflacionistas (Eggertsson y Pugsley 2007).

La recesión acabó después de que Roosevelt, en abril de 1938, presionara a la Reserva Federal para que retirara las reservas obligatorias, el Tesoro interrumpió la esterilización de las entradas de oro y no todo el oro sobrante, esterilizado a partir de diciembre de 1936, y el Gobierno prosiguió con la política fiscal expansionista. La recuperación entre 1938 y 1942 fue espectacular, la producción creció un 49% potenciada por las entradas de oro de Europa y por el gran aumento del presupuesto de defensa.

3.2.2. La trampa de la liquidez

La década de los años treinta se caracterizó por unos tipos de interés muy bajos. Los tipos a corto plazo estuvieron rozando el cero durante gran parte de la década. Los tipos a largo plazo rondaron el 2%. La opinión keynesiana clásica ha sido que la política monetaria fue impotente debido a que la economía de los Estados Unidos se hallaba en una trampa de liquidez. Como en los años treinta, en el 2008 un tipo de interés de los fondos federales cercano al cero ha vuelto a suscitar la cuestión de la incapacidad de las políticas.

La investigación posterior por parte de Brunner y Meltzer (1968) no encontró pruebas de dicha trampa de liquidez. Se constató un espectro de tipos muy por encima de cero a lo largo de toda la década de los treinta y la Reserva Federal podría haber comprado con la misma facilidad títulos diferentes de las letras del Tesoro (Basile y Rockoff 2009). El auténtico problema no era que las medidas de la Reserva Federal no obtuvieran resultados sino más bien que la Reserva Federal no estuviera dispuesta a usar los instrumentos de que disponía para dirigir la política monetaria expansionista, porque temía que reaparecieran la especulación y la inflación en el mercado de activos (Orphanides 2004).

3.2.3. Lecciones para el presente

La experiencia de los años treinta ofrece diversas lecciones para el debate actual sobre las políticas que la Reserva Federal podría aplicar para garantizar una rápida recuperación sin generar inflación.

La primera lección es que la Reserva Federal, como su predecesora de hace setenta años, dispone de instrumentos para reflotar la economía y prevenir la aparición de la inflación. En los años treinta la Reserva Federal solo jugó un papel menor en la reactivación porque fue reacia a emplear las adquisiciones expansionistas de mercado abierto, por temor a reavivar la especulación y la inflación. En realidad, no se hallaba en una trampa de liquidez y el límite inferior cero no obstaculizó su acción. En cambio, el Tesoro, por medio de sus medidas en relación con el oro, y la consecuencia de devaluar el dólar fueron los máximos responsables del impulso de recuperación.

En la crisis actual, la decisión de la Reserva Federal de esterilizar los efectos en la base monetaria de sus diferentes operaciones de liquidez, hasta septiembre del 2008, determinó una política monetaria más restrictiva de lo necesario y probablemente agravó la recesión iniciada en diciembre del 2007 (Hetzel 2009). Sin embargo, desde octubre del 2008, la base ampliamente expandida y la política de relajación cuantitativa aplicada en enero del 2009 y que continuó en noviembre del 2010, consistente en la compra de letras del Tesoro a largo plazo y títulos con respaldo hipotecario, se puede considerar una repetición de la política expansionista que, en relación con el oro, llevó a cabo el Tesoro en los años treinta.

La segunda lección aconseja que, con el tiempo, la Reserva Federal tendría que realizar ajustes a medida que la economía se recupere y se reduzca el excedente. Algunos han planteado el temor de que esto pueda producir una repetición de la recesión de 1937-1938, si la Reserva Federal intentara reducir los excedentes de reservas y los bancos, todavía prudentes por la crisis reciente, se precipitaran a cambiarlas. Esto no debe suponer un problema por diferentes razones. Primero, los excedentes de reservas se acumularon en las dos épocas bajo diferentes directrices de la Reserva Federal. En los años treinta, la Reserva Federal no pudo fijarse el objetivo del tipo de interés, como lo hizo en los años veinte, porque los bancos eran reacios a obtener préstamos y quedar marcados por ello. Por otra parte, la acumulación de excedentes de reservas fue una consecuencia de las entradas de oro y, dadas las actuaciones por las que optó la Reserva Federal, esto creó un problema.

En la actualidad la Reserva Federal sigue un objetivo de tipos de interés, pudiendo remunerar además las reservas de caja de los bancos (*interest on reserves* [IOR]). La acumulación de reservas refleja una esterilización de liquidez por parte de la Reserva Federal, mediante el pago de intereses sobre las reservas, cuando el tipo de los fondos federales está cercano a cero, como mecanismo para que los bancos las retengan en su balance. Si la Reserva Federal quisiera intensificar el control, puede separar sus operaciones de política monetaria de sus medidas de liquidez cambiando el diferencial entre el tipo de los fondos y el IOR (Goodfriend 2009). A diferencia de la Reserva Federal de los años treinta, la

actual puede recurrir a la adquisición temporal de activos o a las ventas de mercado abierto de sus títulos a largo plazo para realizar el ajuste. Si quisiera reducir el excedente de reservas para animar a los bancos a dar préstamos, podría pagar un interés negativo por dichos depósitos, tal como hizo recientemente el Riksbank sueco.

La principal preocupación hoy día no es que la Reserva Federal no encuentre salida a su estrategia actual, porque puede abandonarla, sino que si la abandona e inicia un ajuste, y si la tasa de empleo fuera todavía alta y comenzara a crecer de nuevo como consecuencia del ajuste, la Reserva Federal podría quedar sometida a presiones políticas para abandonar esa estrategia y tendría que ceder. En ese caso, las presiones inflacionistas aumentarían y los mercados de valores y la ciudadanía empezarían a dudar de la firmeza de la Reserva Federal. Esto es lo que sucedió en 1966 y 1969 con William McChesney Martin al frente de la Junta de Gobernadores, y en 1973, con Arthur Burns, etapas que desembocaron en la Gran Inflación.

3.3. El sector financiero

Las quiebras bancarias jugaron un papel fundamental en el agravamiento de la crisis mundial de 1931. A diferencia de los Estados Unidos, donde la banca se restringía mucho al ámbito local, en las economías europeas continentales se había impuesto un sistema financiero en el que un reducido grupo de grandes bancos dominaba la economía. En Austria, donde la crisis comenzó en mayo de 1931, el Creditanstalt controlaba cerca del 60% de las empresas austriacas mediante la participación en el accionariado (Nötel 1984). De ahí que la quiebra, o la posible quiebra, de un gran número de instituciones financieras planteara un serio problema para la aplicación de medidas.

Las quiebras fueron consecuencia del impacto de la depresión internacional en la debilidad bancaria de ciertos países arruinados, tras una serie de medidas erróneas que produjeron inflación, hiperinflación y estragos en los balances bancarios. Para que se viniera abajo el castillo de naipes bastó la vulnerabilidad intrínse-

ca que acarrió el aumento de la desprotección ante las conmociones políticas, y las disputas sobre una unión aduanera en Europa central y sobre la cuestión de las indemnizaciones de posguerra.

En 1931, los bancos eran vulnerables, a consecuencia de una política monetaria deficiente, y fueron víctimas de la deflación monetaria (Temin 2008). Pero hubo muchos asuntos concretos que anunciaron con bastante antelación las quiebras de los primeros años de la década de 1930 (James 1986). Estas quiebras se produjeron a partir de ciertas características concretas y distintivas del sistema financiero, que no se pudieron corregir simplemente con medidas macroeconómicas, fueran estas monetarias o fiscales. La banca estadounidense era muy regional y por tanto vulnerable a las conmociones limitadas geográficamente, como por ejemplo la depresión del sector agrícola, mientras que la gran banca de escala nacional de Canadá fue mucho más resistente. Los bancos de la mayoría de países deudores de América del Sur y Europa central acumulaban desfases entre los activos, en moneda local, y los pasivos, en dólares u otras monedas importantes, que propiciaron la desprotección ante la turbulencia monetaria. Los bancos sufrieron grandes pérdidas en el valor de sus acciones y, a medida que la capitalización descendía, iban recortando los préstamos. Algunos bancos británicos, los llamados *bancos de inversiones*, tenían un gran volumen de crédito en el exterior que los hizo vulnerables a las crisis de otros países (James 2001; Accominotti 2010).

Una de las características más llamativas del paralelismo con la Gran Depresión es el número de soluciones relativas al sector bancario que vuelven a tener bastante aceptación, en concreto: la provisión de avales del Estado para estimular el mercado interbancario y el préstamo de los bancos; la recapitalización de los bancos con dinero público; y la creación de *bancos malos* para sacar los activos problemáticos del balance general de los bancos. Todas estas medidas de respuesta se ensayaron en los años treinta, de manera más destacada en Alemania, epicentro del derrumbe en Europa central.

Algunas de las iniciativas que emprendió el Gobierno alemán tenían un aire muy actual. En efecto, se trata de un área en la que el Gobierno alemán actuó con rapidez para poner en práctica una estrategia de gestión de la crisis. Primero, el Gobierno reorganizó

el sector bancario, fusionando los dos más débiles, el Danat Bank y el Dresdner Bank, que habían estado en el origen de la quiebra bancaria, e inyectando dinero público en todos ellos.

En un primer momento, el Gobierno se había esforzado por conseguir también fondos privados y negoció intensamente con figuras destacadas del poderoso grupo de presión del acero de la región alemana Rin-Ruhr. Al final, los empresarios más fuertes del sector solo accedieron a condición de que el Estado inyectara más dinero y si el Estado les adelantaba las cantidades que debían invertir en la recapitalización del Danat Bank. Hacia 1932, el 91% del capital del Dresdner Bank, el 70% del Commerzbank y el 35% del Deutsche Bank eran de propiedad pública.

En segundo lugar, el banco central alemán, el Reichsbank, abogó por una nueva institución que le permitiera descontar efectos que no se podían cambiar porque el mercado interbancario había dejado de operar. La institución, llamada Akzept- und Garantiebank, se creó sin dilación. Se concedió garantía pública para proveer la firma adicional que convertía los efectos en admisibles para el crédito del Reichsbank, con lo que se podía proceder al redescuento.

Por último, el Reichsbank, en diciembre de 1932, creó lo que denominaría un *banco malo* para absorber los activos problemáticos, cuyo valor ya no se correspondía con el valor que se les había adjudicado en los balances bancarios. Dos nuevas instituciones sacarían los activos de los balances de empresas y bancos: la primera, el Deutsche Finanzierungsinstitut AG absorbió hasta tres cuartas partes de los activos de cobro dudoso de un banco, pero exigió una amortización anual al 3%. La segunda, la Tilgungskasse für gewerbliche Kredite, exigió una tasa de servicio mucho más baja, de solo el 1%, para un periodo inicial de tres años, seguida por tasas más altas a medida que la economía se fuera recuperando.

3.3.1. Lecciones para el momento actual

Las consecuencias del prolongado debate sobre la crisis de 1929 son que el público tiene la creencia de que existen soluciones fáciles a los problemas actuales. Pero la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008 fue un suceso comparable al de 1931: la caída de una importante institución financiera. Las res-

puestas que se requieren son menos obvias que en el terreno de la política fiscal o monetaria, donde las lecciones de la Gran Depresión son mucho más evidentes.

Encontrar una salida al perjuicio creado por la quiebra de una institución financiera sistémicamente importante era, y sigue siendo, muy difícil. A diferencia de un caso semejante al de 1929, ante las dificultades financieras, no existen respuestas macroeconómicas obvias, y menos cuando afectan a instituciones condenadas a ser «demasiado grandes para quebrar» (de la expresión inglesa *too-big-to-fail*). Algunos macroeconomistas de renombre, como Larry Summers, el principal asesor económico de la administración Obama hasta diciembre del 2010, intentaron restar importancia a la inestabilidad del sector financiero como causa de depresiones. La afirmación de Lucas (2003) de que «el problema esencial de la prevención de la depresión se ha solucionado» es uno de los principales argumentos del ataque de Krugman (2009) a la macroeconomía convencional.

Un importante problema de fondo, tanto de la crisis de 1931 en Europa central, aunque no en los Estados Unidos, como de la crisis del 2008 en los Estados Unidos y Europa, fue dicha teoría de que lo demasiado grande no podía quebrar. En los Estados Unidos, esta teoría solo surgió como consecuencia de la crisis de la deuda de América Latina en 1982, que amenazó la solvencia de casi todas las entidades financieras de los países industrializados. En 1984, la teoría se aplicó para justificar la decisión de rescatar el Continental Illinois, el cuarto banco más importante de los Estados Unidos, que era insolvente. A medida que crecían los bancos, en las décadas de 1990 y del 2000, y aumentaba su interconexión, la teoría evolucionó y se reforzó con el argumento de que los bancos estaban «demasiado interconectados para quebrar». Esta teoría contribuyó al empeoramiento de la crisis financiera con el rescate de Bear Stearns en marzo del 2008, al hacer extensible a los bancos de inversiones la idea de que no se permitiría la caída de los grandes bancos comerciales. Después, en septiembre, cuando se dejó caer a Lehman Brothers y se rescató a AIG, la confusión que se creó produjo el pánico. La idea de «demasiado grande para quebrar» también ha obstaculizado la recuperación impidiendo la táctica del *banco bueno versus ban-*

co malo, que Suecia y otros países habían puesto en práctica con tan buenos resultados, en relación con el Citigroup y el Banco de América en los Estados Unidos, y en relación con algunos bancos importantes de Europa: el Royal Bank of Scotland (RBS), el Lloyds-HBOS y la Union de Banques Suisses (UBS). Por consiguiente, las Administraciones Públicas tenían un gran volumen de participaciones en las instituciones financieras para recapitalizarlas, una estrategia similar a la que se había dado en Alemania en 1931. Y como ocurrió en Alemania en 1931, algunos de los bancos que fueron rescatados ya han liquidado su deuda con algunos Estados, con ganancias para dichas Administraciones Públicas. El fuerte desplome de una gran parte del sistema financiero exige el saneamiento lento y doloroso de los balances generales, y una reestructuración microeconómica, que no se pueden imponer desde arriba por un planificador omnisciente, sino que exige también que muchos empresarios y particulares cambien su perspectiva y su modo de actuar. La mejora de la regulación y de la supervisión, si bien es una buena idea, es más apropiada para evitar crisis futuras que para afrontar las consecuencias de una catástrofe que ya se ha producido.

La participación de los Estados en los rescates financieros transfiere la deuda privada al sector público y genera dificultades para las finanzas públicas, a no ser que se produzca una recuperación rápida y espectacular del valor de los activos financieros. La solución del Gobierno austriaco a la crisis del Creditanstalt en 1931 conllevó la absorción del banco y su fusión, pasado el tiempo, con otros bancos austriacos debilitados: el Wiener Bankverein y el Niederösterreichische Escompte-Gesellschaft. La subvención estatal fue cara, con un coste entre el 9% y el 10% del PIB, considerablemente menor que el coste de los rescates para México o Japón en los años noventa y aún menor que el coste para el Gobierno irlandés del aval mal planteado de los depósitos bancarios irlandeses, en el 2008, culpable de un crecimiento del déficit del país por encima del 30% del PIB, en el 2010. En los años treinta, las consecuencias del rescate paralizaron el programa de reformas austriaco durante toda la década y dejaron al país expuesto al extremismo interior y al ataque exterior. Es probable que la política irlandesa sufra cambios profundos tras las elecciones del 2011.

Los rescates generan problemas de economía política y son intrínsecamente polémicos, porque reparten dinero público de modo arbitrario, favoreciendo a unos receptores sobre otros. En los Estados Unidos, la innovadora Reconstruction Finance Corporation (RFC) de Herbert Hoover, en 1932, enseguida tuvo problemas por esta causa: los créditos iban a parar a bancos, granjas y negocios en buena sintonía con los políticos republicanos. En Alemania se puede encontrar un ejemplo aún más expresivo de este tipo de problema. Como parte del rescate bancario, tras la crisis de 1931, se cedieron 2,5 millones de *reichsmarks*² a una pequeña institución de Berlín, Hardy & Company, que era una filial del Dresdner Bank. Con esta cantidad se pretendió, ante todo, sufragar la campaña electoral de Paul von Hindenburg, el comandante veterano de la Primera Guerra Mundial que había sido elegido presidente de Alemania y que se presentaba a la reelección, en 1932 (Bähr y Ziegler 2006).

En la delicada situación de la República de Weimar, el rescate que constituía el eje central de la actuación del Gobierno ante la crisis bancaria, encontró todo tipo de inconvenientes. La afirmación de que el Gobierno se había dedicado a la *socialización de las pérdidas* formó parte fundamental de la turbulenta campaña electoral de 1932. Para conseguir el respaldo del Akzeptbank, los bancos tuvieron que demostrar que estaban en peligro «importantes intereses económicos», y en la práctica la mayoría del crédito del Akzeptbank fue a parar a las cajas de ahorro (*Sparkassen*). El crédito también se usó para respaldar empresas de sectores vitales y estratégicos, principalmente en Silesia. Los problemas particulares que supuso el respaldo a la industria de Silesia, y el temor a una absorción oportunista por parte de emisiones extranjeras, empujaron al canciller Heinrich Brüning a la operación de rescate más problemática y más escandalosa; la llamada *adquisición Gelsenberg* finalizó el último día que ocupaban el cargo Brüning y su ministro de Economía, Hermann Dietrich, el impulsor de dicho rescate. En esta transacción, el Estado, que a consecuencia de la crisis bancaria se había convertido en el mayor acreedor de

² [N. de la trad.]: ‘Marco imperial’, moneda vigente en Alemania de 1924 a 1948.

Friedrich Karl Flick (caso Flick), compró las acciones que este poseía en el gigante del acero Vereinigte Stahlwerke. El anterior secretario de Estado de Dietrich, Hans Schäffer, calificó esta operación de «suprema estupidez».

El rescate del Creditanstalt también estuvo rodeado de un volumen de corrupción abrumador que, cuando salió a la luz, se convirtió en el principal caballo de batalla del movimiento nazi opositor en Austria. Entonces, como ahora, existía una fuerte opinión por parte de la ciudadanía en contra de los rescates, porque la idea parecía una forma de respaldo a las instituciones y a los individuos que en el fondo eran los auténticos responsables de la crisis.

Por tanto, el coste de los rescates, aun cuando pareciera que se administraban con prontitud y con un alto grado de eficiencia, como en el caso alemán, no se limitaba a una simple aritmética fiscal. Los rescates llevaron al Estado a tomar una serie de decisiones a menor escala muy discutibles respecto a la solvencia de empresas concretas y al destino de algunos directores de banco. Dado el hostil clima ideológico del antisemitismo en el contexto de Europa central en los años treinta, no sorprende que el carácter de la actuación del Gobierno ante la crisis bancaria avivara esta ideología radical y que tanto en Alemania como, con más claridad aún, en Austria, el proceso de expropiación de las propiedades de los judíos, la *arianización*, que al principio se llamó germanización o austrización, se iniciara incluso antes de que los nazis subieran al poder en estos dos países. Con perspectiva histórica, estos episodios de gestión de las quiebras bancarias parecen el comienzo de un proceso de control del Estado, de corrupción y persecución racial que crecería como una bola de nieve aún más amenazadora.

Las medidas de rescate bancario e industrial después del 2008 provocaron el temor a un nuevo nacionalismo financiero y económico, a medida que aumentaba la intervención más directa de las autoridades públicas en la microgestión de la economía. Los bancos con participación estatal o con un grado de inversión pública considerable, como el Citigroup, el Lloyds-HBOS, el Royal Bank of Scotland (RBS) y el Commerzbank, recortaron sus actividades en el exterior y vendieron los activos extranjeros a consecuencia, al menos en parte, de la presión del Gobierno, de acuerdo con la

idea de que el dinero del contribuyente no debía usarse para beneficiar a los acreedores extranjeros. El nacionalismo económico se hizo más evidente incluso en el debate sobre los rescates estatales de la industria automovilística en el 2009, en la que los empleos nacionales se protegieron a costa de los empleos foráneos, en una industria que se enfrenta a una sobrecapacidad mundial.

3.4. Los desequilibrios globales

Los desequilibrios globales fueron decisivos en el origen de la Gran Depresión y muchos afirman que también son una causa importante de la Gran Recesión. En la Gran Depresión, los desequilibrios se corrigieron y se revirtieron: el capital después del periodo 1931-1933 volvió a los países acreedores, en especial a los Estados Unidos. La corrección de desequilibrios llevó aparejado un ajuste asimétrico. Los países acreedores fueron pasivos, mientras que los países deficitarios redujeron su nivel de actividad económica para hacer transferencias.

Naturalmente, no todos los desequilibrios son perjudiciales o insostenibles. En el siglo XIX, algunos países, como Australia o los Estados Unidos, mantuvieron un déficit persistente con un crecimiento más rápido y otros tuvieron un superávit considerable a causa de la acumulación del ahorro en una economía avanzada, como la del Reino Unido y Francia. Algunos países, como el Imperio Otomano, Rusia o Grecia, tenían un déficit insostenible por la deuda pública que causó crisis aisladas, pero no una reversión general de los flujos de capital. En los años veinte un aumento insostenible del gasto público y del consumo privado creó desequilibrios en Europa central, y el colapso simultáneo llevó a una reversión general de los flujos de capital.

Durante la Gran Depresión se debatió mucho la necesidad de más y mejor cooperación internacional. En 1930, el Banco de Pagos Internacionales comenzó su actividad en Basilea. Sus creadores, principalmente el influyente gobernador del Banco de Inglaterra, Montagu Norman, lo concibieron no solo para organizar una transferencia más segura y menos dolorosa de las indemnizaciones alemanas, que era su función principal, sino también

para idear mecanismos de respaldo, durante las crisis, para los deudores con problemas.

El punto culminante de la cooperación internacional debía darse en 1933, en la Conferencia Monetaria y Económica de Londres. Pero estaba condenada al fracaso. La reunión plenaria quedó paralizada por el modo en que habían trabajado las comisiones preparatorias. Los expertos en política monetaria plantearon que sería deseable un acuerdo sobre la estabilización de la moneda, pero que era necesario un acuerdo previo sobre la eliminación de las barreras comerciales que suponían los altos aranceles y cuotas que se habían introducido durante la depresión.

Los expertos en comercio celebraron una reunión paralela y aportaron el argumento opuesto. Estaban de acuerdo en que el proteccionismo era evidentemente una limitación, pero pensaban que era un mal necesario que no se podría tratar sin la estabilidad monetaria. Solo el liderazgo de una gran potencia enérgica y dispuesta a sacrificar su interés nacional para poner fin a aquella situación crítica, podría haber salvado la Conferencia. Pero era tan improbable que apareciera ese liderazgo entonces como ahora.

Otra lección de la Conferencia Monetaria y Económica de Londres de 1933 es la falta de voluntad de los gobiernos, en épocas de grandes apuros económicos, para hacer sacrificios que puedan acarrear costes a corto plazo. Aunque el resultado hubiera sido una estabilidad a largo plazo, las inmediatas consecuencias políticas eran demasiado ingratas. En las circunstancias económicas adversas, los Gobiernos se sentían vulnerables e indecisos y no podían arriesgarse a perder el apoyo popular.

Finalmente, ante la evidencia de un fracaso inevitable, los participantes buscaron un chivo expiatorio. En 1933, la Conferencia parecía la típica novela policíaca en la que todos los implicados tenían motivos para ser sospechosos. Gran Bretaña y Francia rechazaron el internacionalismo y adoptaron sistemas comerciales conocidos como *preferencia imperial*, que favorecían a sus inmensos imperios de ultramar.

El presidente de Alemania acababa de nombrar al gobierno radical y agresivo de Adolf Hitler. Alfred Hugenberg encabezaba la delegación alemana y, aunque no era un nazi, quiso demostrar

que era un nacionalista más implacable aún que el mismo Hitler. El Gobierno japonés acababa de enviar soldados a Manchuria. De todas las potencias reunidas en Londres, Estados Unidos parecía la más razonable e internacionalista con diferencia. El país tenía un presidente nuevo y carismático, conocido por su anglofilia y su carácter cosmopolita: Franklin Roosevelt. Este ya había iniciado un enérgico programa contra la depresión y trataba de reorganizar el fallido sistema bancario estadounidense. Roosevelt no sabía hacia qué lado decantarse y los consejos que le ofrecía el tropel de asesores que lo acompañaba eran bastante contradictorios. Al final, perdió la paciencia y anunció que de momento Estados Unidos no tenía intención de estabilizar el dólar. Este mensaje, emitido el 3 de julio de 1933, se denominó *la bomba*. Roosevelt explicó la necesidad de restablecer «el sólido sistema económico interno de una nación» y condenó las «anticuadas fijaciones de los supuestos banqueros internacionales».

Todos fingieron sentirse conmocionados por el fracaso del internacionalismo, pero, al mismo tiempo, se alegraron de haber encontrado a alguien a quien poder culpar del fracaso de la Conferencia.

3.5. Lecciones del fracaso de la cooperación internacional

La lección más evidente de la historia de la Gran Depresión corresponde a la conveniencia de un mecanismo institucional para evitar una caída del comercio como resultado de medidas proteccionistas y revanchistas —aranceles y cuotas—. El régimen de comercio internacional se ha institucionalizado, primero a través del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (*General Agreement on Tariffs and Trade* [GATT]) y luego a través de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Aunque muchos países han aplicado algunas medidas proteccionistas a rebufo de la crisis financiera, solo un 1% de las importaciones mundiales se vieron afectadas por las nuevas medidas comerciales establecidas entre octubre del 2008 y octubre del 2009, es decir, en la fase más grave de la crisis (Organización para la Cooperación y

el Desarrollo Económicos [OCDE] 2010). En las reuniones del Grupo de los Veinte (G20),³ en noviembre del 2008 y en abril y septiembre del 2009, se llegó a acuerdos en materia de medidas antiproteccionistas, y algunos países, en especial Australia, México y Canadá, aplicaron una reducción sistemática de los aranceles, aunque México, como Rusia, tomó medidas para restringir la importación de automóviles.

Se produjo una rápida caída del comercio en los seis meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre del 2008, cuya causa principal fue la falta de finanzas comerciales más que las medidas proteccionistas. Las exportaciones de la OCDE cayeron un 12,9%, durante el último trimestre del 2008, y un 30%, durante el primer trimestre del 2009. A partir de abril del 2009, el comercio se recuperó con rapidez. Sin embargo, el volumen del comercio mundial en el 2009 era un 12,5% más bajo que el del 2008, aunque casi se ha recuperado en el 2010 (OCDE 2010).

En los debates previos a la Conferencia Monetaria y Económica de Londres de 1933, uno de los temas cruciales fue cómo interactuaban los programas en materia de comercio y divisas. En cambio, durante la Gran Recesión, las instituciones multilaterales han tenido que ocuparse de una operación de coordinación diferente: se han encargado tanto de la coordinación del estímulo fiscal como de la política cambiaria. Además, los bancos centrales ampliaron sus consultas y comunicaciones, no tanto como resultado de una coordinación en política monetaria, sino más bien para hacer frente a las exigencias monetarias, dados los enormes desajustes en los balances generales de los principales grupos bancarios transnacionales.

Tanto la faceta de la política cambiaria, como la faceta fiscal de la operación de coordinación pueden plantear problemas. El énfasis en el estímulo fiscal en la primera fase de la crisis hizo vulnerables a algunos países, en cuanto a las dudas sobre su viabilidad presupuestaria en la segunda parte de la crisis. En la Unión

³ Formado por los países del Grupo de los Ocho (G8): Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia; más once países emergentes: Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, México, Corea del Sur, Sudáfrica y Turquía; y el país que ostenta la presidencia de turno de la Unión Europea, que no ha sido incluido en el análisis.

Europa, Grecia y España presentaron, al principio, sus paquetes de estímulo como contribuciones a la recuperación europea más que como causa de fragilidad.

Y lo que es más importante, el debate actual sobre política cambiaria es mucho más polémico y difícil de resolver que los asuntos comerciales, y en el marco institucional internacional, el FMI, que inicialmente gestionaba estos temas en la época de Bretton Woods, ha perdido competencia, en gran medida, en este terreno. Mucho se ha debatido sobre el refuerzo de la vigilancia multilateral a consecuencia de la crisis, pero dicha vigilancia no ha tenido una influencia destacada en las medidas adoptadas. Al contrario, se han sucedido las acusaciones de que los tipos de cambio se han manipulado para lograr ventajas comerciales, acusaciones que recuerdan las agrias polémicas de los años treinta. Estados Unidos cree que China está tasando el renminbi por debajo de su valor para impulsar las exportaciones. Los europeos se quejan de que las medidas de relajación cuantitativa son una operación comercial ideada para devaluar el dólar. Los americanos afirman que los problemas del euro son un mecanismo para bajar el tipo de cambio europeo. Y lo que es más complejo todavía, en el contexto europeo, los países del sur empiezan a interpretar la cuestión del tipo de cambio bloqueado de la moneda única como un instrumento para que Alemania y otros países del norte de Europa obtengan ventajas en la exportación.

La cooperación económica internacional se ha deteriorado, debido a estas controversias. En los seis meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en el 2008, durante la fase más aguda de la crisis financiera actual, los líderes políticos mundiales intentaron convencerse de que esta vez la cooperación internacional estaba funcionando a la perfección, en contraste con el precedente de aquellos años treinta, nacionalistas y autárquicos. La elite mundial ensayaba y se repetía sin cesar un mantra tranquilizador. Ciertos personajes heroicos, con Gordon Brown a la cabeza, iban a rescatar al mundo mediante una intervención pública previsoras y caritativa. Pero, desde entonces, como una extraña repetición del anterior fracaso de los esfuerzos de entendimiento por parte de la comunidad internacional, se ha desvanecido la posibilidad de una cooperación prolongada y de un acuerdo

sobre quién debería regular la situación. El crecimiento vuelve tanto a los países con superávit como a los deficitarios y, por consiguiente, se podría afirmar que el fracaso de la coordinación no importa. Pero los desequilibrios globales persisten y, al punto al que los ha llevado el aumento de la deuda pública, pueden ser desequilibrios *perjudiciales*, capaces de provocar una reversión al estilo de los años treinta.

En el 2010, el equivalente a la *bomba* que lanzó Roosevelt ha llegado en forma de la *paliza republicana* al presidente Obama en las elecciones, según la expresión del propio presidente. El resultado es el restablecimiento de un sistema de equilibrio de poderes lógico y bien concebido que fue ideado por los padres de la Constitución americana en el siglo XVIII. Este sistema puede funcionar tal como estaba previsto y ser fiel reflejo de las inquietudes de los ciudadanos americanos en general. Es posible que evite que se produzcan más rescates de importancia, más medidas de estímulo económico, pero también que impida las iniciativas para compensar el presupuesto estatal. La confirmación definitiva de la nueva postura de los Estados Unidos llegó al día siguiente, con el anuncio de la Reserva Federal de otro programa de medidas de relajación monetaria de 600.000 millones de dólares (una ampliación cuantitativa del volumen de liquidez [QE2]⁴). La Reserva Federal no se equivocaba al afirmar que el programa no era excepcional y que simplemente constituía una medida monetaria usual. Puede que sea justo lo que necesita la economía estadounidense en este momento, exactamente de la misma forma que en 1933, cuando Estados Unidos necesitó un tipo de cambio flexible y se benefició al liberarse de los grilletos del oro. Sin embargo, algunos analistas sostienen que el ritmo de recuperación, como resultado de la vitalidad del sector privado y del estímulo monetario continuo, desde finales del 2008, puede haber hecho innecesario el programa QE2. Pero los dirigentes de la Reserva Federal habían justificado la decisión haciendo referencia al doble mandato que ha de cumplir la Reserva Federal: mantener la estabilidad de precios, donde de momento no existe riesgo de inflación ni defla-

⁴ *Quantitative easing 2.*

ción significativas, y también continuar con un nivel de actividad económica que pueda generar una mejora del mercado laboral.

Solo cuando se mueve en la esfera internacional, la política de la Reserva Federal es contradictoria con la estabilidad de precios en otros países o está *desorientada*, como manifestó de modo nada diplomático el ministro de Economía alemán, Wolfgang Schäuble. Tras esto, ante la política monetaria de los Estados Unidos, se alzó un clamor de indignación entre los ministros de Economía de todos los mercados emergentes. De hecho, el ministro de Hacienda brasileño, Guido Mantega, se refirió a una nueva *guerra de divisas* con devaluaciones para obtener ventajas (*Financial Times* 2010). Por otra parte, la queja planteada en los Estados Unidos de que China depreciaba deliberadamente su tipo de cambio parecía fuera de lugar, teniendo en cuenta que la política monetaria expansiva de la Reserva Federal puede haber avivado las guerras de divisas, al debilitar el dólar y proporcionar fondos baratos que crearían una oleada de crédito, para estimular posibles *burbujas* de los bonos en los mercados emergentes.

La política monetaria de los Estados Unidos está influyendo en los mercados emergentes. Los tipos bajos de los Estados Unidos están impulsando una nueva versión de la especulación y un repentino aumento de la inflación en Asia oriental, difícil de controlar con los medios convencionales. Algunos pueden interpretar las nuevas medidas estadounidenses como el regreso a los episodios de los años treinta, cuando Estados Unidos se cerró sobre sí mismo y abandonó los intentos de dirigir la economía mundial.

El fracaso de una coordinación monetaria que iría contra lo que se percibe como interés nacional no sorprende, desde la perspectiva de la economía política, y comparado con el patrón de cambio oro del periodo de entreguerras, en un régimen de tipos de cambio flotantes, no tiene por qué considerarse inevitable, en términos de teoría económica. Se produjeron fracasos parecidos al principio de la década de los setenta, tras la reunión en el Instituto Smithsonian, cuyo objetivo era fijar los nuevos tipos de cambio, o a mediados de la década de los ochenta, cuando se intentó la coordinación en las reuniones de los ministros de Economía celebradas en el Louvre y en el Plaza, intentos que en lugar de atenuar la inestabilidad financiera, la aumentaron. La única

razón de peso para que estos fracasos puedan ser preocupantes en la actualidad es que la frustración por el sistema monetario se pueda traducir en la demanda, en los parlamentos y otros organismos públicos, como represalias comerciales en respuesta a la guerra de divisas. De momento, este contragolpe comercial es un tema de debate más que una realidad.

Además, la consecuencia del fracaso de la cooperación internacional no ha sido tan negativa, ni mucho menos, como en los años treinta, porque todavía no se han producido cambios repentinos en la dirección del flujo de capital. Hasta ahora, tras los acontecimientos del 2008, algunos pequeños países deudores se han visto obligados a llevar a cabo ajustes drásticos, por ejemplo, Letonia pasó de un déficit de cuenta corriente del 13,1% en el 2008, a un 8,6% de superávit en el 2009, y Hungría pasó de un -7,1% a un 0,2%. Con todo, no se ha producido un cambio de situación de los deudores más grandes, los Estados Unidos o el Reino Unido. Incluso los casos problemáticos dentro de la zona del euro, Grecia, Irlanda y España, siguen manteniendo un déficit en cuenta corriente considerable con los inversores extranjeros, cada vez más nerviosos, comprando todavía deuda pública con intereses sustanciosos.

En la Gran Depresión, el principal conflicto político internacional residió en la exportación de la deflación por parte de los países con superávit, como Francia y los Estados Unidos. El equivalente actual de la esterilización de la entrada de oro en los años veinte por Francia sería la polémica de que China exporta deflación con la esterilización de las adquisiciones de divisas extranjeras. Pero la otra cara de la historia actual, los grandes déficits persistentes de las principales economías deficitarias, como la de los Estados Unidos y la del Reino Unido, entre otras, no es comparable con el drástico ajuste de los años treinta. En cambio, en la Gran Recesión, la exportación de la inflación recuerda los episodios de los años sesenta y principios de los setenta que se reflejaron en unos privilegios desmesurados, como demuestran los acontecimientos que produjeron el abandono de la paridad o del sistema de Bretton Woods. De nuevo, la analogía con los años setenta señala el peligro de que la incertidumbre monetaria pueda dar lugar a nuevas políticas comerciales.

3.5.1. Por qué las lecciones son desagradables

Se pueden extraer muchas lecciones de la Gran Depresión en relación con la gestión de la crisis actual, pero a veces no son tan sencillas o fáciles como creen algunos analistas. La lección más importante y menos problemática se refiere a que debe evitarse el error de la política monetaria consistente en no intervenir ante las crisis bancarias. Las medidas adoptadas por los principales bancos centrales, como son las de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo (BCE) o el Banco de Inglaterra, indican que se trata de una lección que se ha aprendido bien, en general. Sin embargo, la Reserva Federal, después de aumentar la liquidez en otoño del 2007, adoptó medidas restrictivas en los tres primeros trimestres del 2008, que pueden haber agravado la recesión que se inició en diciembre del 2007. Algunas economías importantes, en especial la de los Estados Unidos y China, también han emprendido programas de estímulo fiscal de envergadura, aunque todavía hay que valorar hasta qué punto han sido efectivos. En el caso de China, existe un grave riesgo de recalentamiento inflacionista. En el caso de los Estados Unidos, existe el temor de que el estímulo fiscal empeorará notablemente la dinámica de la deuda insostenible.

Extraer lecciones de la Gran Depresión en otros terrenos es mucho más complicado. Un colapso financiero de grandes proporciones tiene consecuencias que perduran en el tiempo y que no se pueden eliminar con facilidad. Tanto la lección de la Gran Depresión sobre la lentitud y la dificultad de la reconstrucción bancaria, como la lección sobre la dependencia de un gran proveedor de capital externo, son difíciles de digerir. Limitar el tamaño de los bancos que son demasiado grandes, o están demasiado interconectados para quebrar, es un problema político de trascendencia, sobre todo cuando dichas instituciones constituyen un poderoso grupo de presión. La estrategia actual de garantizar a los bancos, pero también los depósitos y una gama amplia de pasivos es posible que en lugar de contener, estimule aún más la teoría de «demasiado grande para quebrar». El rescate de bancos también ha tenido una gran influencia en el deterioro de la situación fiscal de muchos países.

El comercio es otro sector que seguirá siendo muy vulnerable. Tras los colapsos de las monedas, suelen llegar los conflictos comerciales. La política monetaria ya no se percibe únicamente como el impulso de una medida de valor estable, sino también, al igual que en los años treinta, como un instrumento con el que muchos países pueden disputarse las ventajas comerciales.

Durante mucho tiempo fue más fácil repetir el mantra tranquilizador de que la comunidad mundial en su conjunto ha aprendido cómo evitar un crac, como el de 1929, y que los bancos centrales del mundo, en 1987 o en el 2001, han demostrado que habían aprendido bien la lección. Es admirable, sin duda, que los Gobiernos serenen las expectativas y eviten el agravamiento de la crisis. Pero los responsables de las políticas y sus asesores crearán expectativas injustificadas, si algunas propuestas de actuación elementales se elaboran para crear la ilusión de que ellas solas pueden garantizar la recuperación. Puesto que es probable que Europa y los Estados Unidos continúen con sus anémicas recuperaciones, es importante realizar un planteamiento serio y realista ante las desagradables lecciones de la Gran Depresión, y también cabe alegrarse por un aspecto fundamental: que en la actualidad se sabe más de política monetaria.

Bibliografía

- ACCOMINOTTI, Olivier. «Foreign Exchange Reserves, Financial Instability and Contagion: Three Essays on the Great Depression». Tesis doctoral inédita, París: Sciences Po, 2010.
- BÄHR, Johannes, y Dieter ZIEGLER. *Die Dresdner Bank in der Wirtschaft des Dritten Reichs*. Munich: R. Oldenbourg, 2006.
- BASILE, Peter F., y Hugh ROCKOFF. «Money and Interest Rates in the Interwar years». Mimeo, Universidad de Rutgers, septiembre 2009.
- BOUCHAUD, Jean-Philippe. «The Endogenous Dynamics of Markets: Price Impact, Feedback Loops and Instabilities». Ponencia presentada en el Central Banking Conference, Banco Central Europeo (BCE): Frankfurt, noviembre 2010.
- BRUNNER, Karl, y Allan H. MELTZER. «Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates». *Journal of Political Economy* 76 (enero-febrero 1968): 1-37.
- COLE, Hal, y Lee OHANIAN. «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis». *Journal of Political Economy* 112, n.º 41 (agosto 2004): 779-816.

- EGGERTSSON, Gauti. «Great Expectations and the End of the Depression». *American Economic Review* 94, n.º 4, (2008): 1476-1516.
- EGGERTSSON, Gauti, y Benjamin PUGSLEY. «The Mistake of 1937: A General Equilibrium Analysis». Documento de Trabajo n.º 2007/06, Frankfurt: Center for Financial Studies, febrero 2007.
- Financial Times*. «Brazil in 'currency war' alert», 27 de septiembre del 2010.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *World Economic Outlook*, abril 2009.
- FRIEDMAN, Milton, y Anna J. SCHWARTZ. *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- GOODFRIEND, Marvin. «Central Banking in the Credit Turmoil: an Assessment of Federal Reserve Practice». Ponencia presentada en la conferencia organizada por el Banco de Japon, mayo 2009.
- HETZEL, Robert. «Monetary Policy in the 2008-2009 Recession». *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, septiembre 2009.
- HUAN, Yasheng. *Capitalism with Chinese characteristics: Entrepreneurship and the State*. Cambridge y Nueva York: Cambridge University Press, 2008.
- JAMES, Harold. *The German Slump: Politics and Economics 1924-1936*. Oxford: Oxford University Press, 1986.
- . *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*. Cambridge (MA): Harvard University Press, 2001.
- KINDLEBERGER, Charles. *The World in Depression*. Berkeley: University of California Press, 1973.
- KRUGMAN, Paul. «How Did Economists Get It So Wrong?». *New York Times Magazine*, 6 de septiembre del 2009.
- LUCAS, Robert E., Jr. «Macroeconomic Priorities». Discurso presidencial en *American Economic Review* 93, n.º 1 (2003): 1-14.
- MELTZER, Allan H. *A History of the Federal Reserve*, vol. 1, 1913-1951. Chicago: University of Chicago Press, 2003.
- New York Times*. «Fed Chief Defends Action in Face of Criticism», 5 de noviembre del 2010.
- NÖTEL, Rudolf. «Money, Banking and Industry in Interwar Austria and Hungary». *Journal of European Economic History* 13, n.º 2 (1984): 137-202.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). *Trade and Economic Effects of Responses to the Economic Crisis*. París, octubre del 2010.
- ORPHANIDES, Athanasios. «Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice». *North American Journal of Economics and Finance* 15, n.º 1 (2004): 101-124.
- ROMER, Christina. «What Ended the Great Depression?». *Journal of Economic History* 52, n.º 4, (diciembre 1992): 757-784.
- SUMNER, Scott. «Capítulo 12. The Roosevelt Depression». Mimeo, Bentley College, 2009.
- TEMIN, Peter. «The German Crisis of 1931: Evidence and Tradition». *Clometrica* 2, n.º1 (abril 2008), 5-17.
- WHITE, Eugene N. «The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited». *The Journal of Economic Perspectives* 4, n.º 2 (primavera 1990): 67-83.

SEGUNDA PARTE

EL PRESENTE

4. Desequilibrios macrofinancieros y crisis económica

Javier Andrés Domingo
Universidad de Valencia

Óscar Arce Hortigüela
Comisión Nacional del Mercado de Valores

4.1. Introducción

Las crisis financieras suelen ser abruptas y causar importantes pérdidas económicas, en parte, por venir acompañadas de momentos de incertidumbre y pánico en los mercados que se transmiten con extraordinaria rapidez. Sin embargo, su gestación es habitualmente un proceso largo y lento, caracterizado por la acumulación de deuda y de riesgo excesivo por parte de algunos agentes económicos. Deuda y riesgo resultan naturalmente del rápido crecimiento del precio de algunos activos y generan otros desequilibrios macroeconómicos, como inflación, déficits por cuenta corriente, etc. La crisis financiera del 2008 comparte algunas de las características de otras crisis registradas en la segunda mitad del siglo xx, aunque a una escala mucho mayor. Sin embargo, las causas profundas de esta crisis no pueden entenderse sin tener en cuenta la conjunción de tres fenómenos que han caracterizado a la economía mundial durante los últimos veinte años.

Así, el proceso de globalización, que se acelera desde finales de la década de los ochenta, tiene tres elementos centrales: en primer lugar, el extraordinario crecimiento económico, acompañado de una estabilidad macroeconómica sin precedentes que se ha dado en llamar la Gran Moderación; en segundo lugar, el proceso de profundización e innovación financiera que ha originado

Las opiniones y análisis que aparecen en este capítulo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

un nuevo modelo de negocio de intermediación financiera y ha facilitado el proceso de movilidad de capital entre empresas, sectores y países; y, por último, la aparición de los llamados *desequilibrios globales* caracterizados por el fuerte crecimiento y la nueva geografía de las posiciones exteriores netas de algunos países.

En estos momentos se cuenta con un nivel de información relativo a cada uno de estos tres fenómenos razonablemente elevado. La teoría económica también se ha ocupado de ellos y ha producido algunos modelos interpretativos útiles. Sin embargo, muchos de estos esfuerzos han sido independientes y todavía no existe un marco analítico coherente para interpretarlos conjuntamente. En particular, no parece posible establecer relaciones claras y certeras de causalidad entre estos factores pues, seguramente, interaccionan entre ellos de múltiples formas. Así, las ganancias de eficiencia en el mercado financiero han sido señaladas como uno de los factores determinantes de la Gran Moderación. Igualmente, la reducción de la volatilidad de los agregados macroeconómicos se invoca, con frecuencia, como una razón para la reducción de la percepción del riesgo idiosincrásico de muchos activos financieros. Por último, ni el mantenimiento de bajas tasas de inflación durante tanto tiempo ni los extraordinarios movimientos de capitales entre países pueden entenderse adecuadamente sin tener en cuenta la extraordinaria expansión y tasas de ahorro de algunos países, emergentes, frente a la propensión al gasto de otros.

En este capítulo se presenta evidencia sobre los desarrollos macrofinancieros que han marcado este proceso de globalización creciente, así como de algunos de los desarrollos teóricos que permiten entender la interacción entre estos tres elementos. La presentación no es exhaustiva sino que está centrada en resaltar los mecanismos fundamentales que generan los tres fenómenos antes descritos. En este marco se discute también el papel de las políticas de estabilización y regulatorias en el proceso de globalización. El resto del capítulo se organiza como sigue. El apartado 4.2 contiene un análisis del contexto macrofinanciero en el que se gestó la crisis financiera, del que se subrayan dos dimensiones esenciales: la elevada estabilidad de los indicadores de actividad económica y de precios en las principales economías industria-

lizadas, y también emergentes, y la acumulación simultánea de importantes desequilibrios financieros a escala global. En el apartado 4.3 se analizan los elementos de importancia sistémica más visibles dentro del intenso proceso de innovación de la últimas décadas, con especial referencia al rápido desarrollo, a escala global, de varios mecanismos de transmisión masiva de riesgo de crédito, fundamentalmente, las titulizaciones y los *credit default swaps* (CDS). El apartado 4.4 se centra en los fallos habidos en los anteriores mecanismos de transmisión de riesgo de crédito, como elementos clave en el origen de la crisis financiera. El apartado 4.5 contiene algunas reflexiones finales.

4.2. El entorno precrisis: estabilidad macroeconómica y desequilibrios financieros

Con el fin de analizar las causas y efectos de la crisis financiera actual es habitual compararla con la otra crisis de magnitud similar, la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Sin embargo, las crisis financieras son un fenómeno mucho más recurrente en el desarrollo económico internacional. Aunque son más comunes entre los países en desarrollo y los emergentes, surgen de diversas formas también en los países desarrollados. Reinhart (2010) presenta la historia financiera de setenta países de todo el mundo, los cuales han vivido episodios de este tipo; episodios que en algunos casos se han repetido hasta una decena de veces a lo largo de los últimos ciento veinte años. Estas crisis tienen algunos aspectos comunes que también están presentes en la actual. Por una parte, son más frecuentes en países en desarrollo y emergentes con problemas de balanza de pagos y burbujas inmobiliarias; y también en el proceso previo a su gestación ha habido un crecimiento acelerado de los medios de pago y del crédito. Por otra parte, en general, las nuevas oportunidades de inversión tiran de un ahorro escaso y el gasto excesivo genera periodos de inflación, e incluso hiperinflación, y fuertes depreciaciones de la moneda nacional (Arce 2009). Por último, el sector bancario tradicional juega, además, un papel fundamental en la transmisión de la crisis. En muchos países emergentes, además de su función en la

generación de crédito, una gran parte de la financiación exterior al sector privado se canaliza a través de los bancos comerciales de los países receptores, que actúan asumiendo riesgos, como *risk takers*. El riesgo se queda dentro del balance de los bancos que comparten con los países prestamistas tanto el riesgo de tipo de interés como el de liquidez, el de crédito y el de tipo de cambio.

Una característica que se encuentra con frecuencia en la generación de las crisis es que siguen a periodos de política fiscal expansiva en los que los Gobiernos participan del endeudamiento generalizado. Cuando la crisis estalla, el incremento de la deuda pública, que se coloca en general en bancos domésticos, contribuye a aumentar los riesgos asumidos por estos, en caso de impago. En este caso, las crisis bancarias y las de deuda soberana se refuerzan mutuamente. Las crisis generan una retirada de fondos (*bank runs*) que provocan la bancarrota de muchos bancos, pero con unos efectos relativamente limitados, dado el escaso contagio e interrelación entre las entidades financieras. Finalmente, muchas de estas crisis dan lugar a un frenazo en la entrada de capital proveniente del exterior, fenómeno conocido como *sudden stop*, con lo que los países afectados deben basar su recuperación en la transformación de sus estructuras productivas hacia actividades menos dependientes del crédito.

Sin embargo, en el origen de la actual crisis también existen varios factores que la hacen singularmente diferente de otras crisis de naturaleza financiera registradas durante las últimas décadas. Así, la crisis actual se desató en los Estados Unidos, es decir, en el núcleo del sistema financiero mundial, a diferencia de la mayoría de las crisis macrofinancieras, acaecidas en el tramo final del siglo xx, como las que afectaron en la década de los ochenta a varias economías latinoamericanas y, en la segunda mitad de los noventa, a un buen número de países del sudeste asiático, Brasil y Rusia. Además, en claro contraste con los episodios mencionados anteriormente, los sistemas financieros de la mayoría de las economías emergentes han soportado con reseñable firmeza los peores momentos de esta crisis, mientras que buena parte de los países industrializados ha sufrido un grave deterioro en su industria financiera que, en muchos casos, ha motivado intervenciones públicas de apoyo de una envergadura sin precedentes.

Un destacado rasgo distintivo de la crisis actual es el relativo al entorno macroeconómico en el que se gestó. En efecto, el estallido de la crisis tuvo lugar en un contexto de elevada estabilidad macroeconómica en las economías más avanzadas, con baja inflación y crecimiento estable, y un notable dinamismo económico en la mayoría de las áreas emergentes. Además, la crisis actual también resulta claramente atípica en relación con la evolución de los flujos internacionales de capital. Al contrario de lo que sugiere la experiencia histórica de crisis anteriores, en los años que precedieron a la crisis actual, e incluso durante la misma, los flujos de capital se dirigieron desde las economías emergentes hacia las economías industrializadas. En algunas de estas últimas, el déficit por cuenta corriente, en los años previos al estallido de la crisis, alcanzó niveles que no se habían conocido con anterioridad.

En lo que resta de este apartado se analiza, en primer lugar en el subapartado 4.2.1, el entorno macroeconómico que caracterizó a la economía mundial desde, aproximadamente, la última década del siglo xx hasta el estallido de la crisis y, a continuación, en el subapartado 4.2.2, se repasan algunos de los factores que pudieron contribuir de forma más directa a la acumulación de importantes desequilibrios macrofinancieros en el conjunto de la economía mundial.

4.2.1. La Gran Moderación

Hace tiempo las recesiones eran tan frecuentes y regulares como la Copa del Mundo o las elecciones generales. Ahora son tan raras como los huracanes en Hereford. Durante siglos, los ciclos económicos han funcionado de una forma tan sencilla como reconocible. Cuando la economía crece la inflación se acelera, los tipos de interés aumentan y se reducen los préstamos y la inversión. Esto a su vez reduce la producción, eleva el desempleo y causa una recesión. Entre 1950 y 1982 los Estados Unidos sufrieron siete recesiones, una cada 4,6 años. En el Reino Unido la situación fue similar. Entre las recesiones, la inflación subía y alcanzaba un nivel más elevado en cada ciclo. Pero algo histórico ha sucedido en el último cuarto de siglo. El ciclo económico no ha desaparecido, pero

en los Estados Unidos y el Reino Unido se ha extendido hasta alcanzar duraciones inusitadas. En este proceso, las grandes fluctuaciones del empleo, el *output*, la inflación y los tipos de interés se han amortiguado. Los picos de inflación han sido cada vez menores y las caídas menos acusadas. Como Gordon Brown nos recuerda constantemente, el Reino Unido no ha tenido una recesión como tal en quince años. Desde la depresión de los ochenta solo ha habido una recesión en el último cuarto de siglo. En los Estados Unidos ha habido una recesión muy corta y poco profunda, y la anterior, en los noventa, fue similar. Los economistas han acuñado un término para este periodo extraordinario de estabilidad. Tomando el ejemplo de la Gran Depresión de la década de 1930 y la Gran Inflación de los años 1970 y 1980, han denominado a la era actual como la Gran Moderación. La Gran Moderación no puede competir en dramatismo con los otros episodios. «¿Qué se sentía en la Gran Moderación, abuelo? ¡Muchacho era increíble! ¡Un año el desempleo era el 6% y el próximo el 5,9% por ciento! ¡Ibas a la tienda a comprar un litro de leche y tres años más tarde te costaba exactamente lo mismo!».

BAKER (2007)

Esta descripción de Gerald Baker en *The Sunday Times* recoge muchas de las características de dos décadas excepcionales, en lo que a resultados macroeconómicos se refiere, que estaban a punto de terminar. Porque, desde 1995 hasta el 2008, la economía mundial alcanzó un crecimiento económico sin precedentes, llegando a una tasa promedio del 3,9% desde 1995, más rápidamente de lo que lo había hecho desde 1980. Los extraordinarios resultados de China, de muchos países de América Latina y de otros emergentes, que crecieron a un promedio de casi el 6% anual, son los principales responsables de este impulso a la economía global, ya que los países industrializados tuvieron un comportamiento mucho más modesto. Pero lo vigoroso del crecimiento no ha sido la única característica positiva de este periodo. El crecimiento vino acompañado por una caída de la inflación, desde el 19,8%, entre 1980 y 1995, al 4,8% desde 1995, y por unos tipos de interés histó-

ricamente bajos, consecuencia de una reducción de aproximadamente 150 puntos básicos respecto a su promedio histórico.

La coincidencia de rápido crecimiento, inflación moderada y bajos tipos de interés reales es novedosa y no resulta fácil de explicar. Aunque las economías desarrolladas están creciendo más lentamente que el promedio mundial, el gasto doméstico lo hace a un ritmo extraordinario, como prueba la acumulación de grandes déficits por cuenta corriente que se discuten más adelante. Varias razones se han apuntado como las causas últimas de este comportamiento favorable de los precios: el extraordinario impulso al comercio y a la competencia mundial; el comportamiento de los precios del petróleo hasta 2004-2005, cuando, junto al precio de otras materias primas, vuelven a repuntar; la contribución de las economías emergentes, que exportan productos elaborados con una mano de obra barata y abundante, al tiempo que mantienen una moneda excesivamente depreciada; y el papel de la nueva política monetaria de los bancos centrales, dirigida al control de la inflación de una forma más directa que en el pasado (*inflation targeting*). Igualmente el mantenimiento de tipos de interés históricamente reducidos puede explicarse: por la abundancia de ahorro y por las políticas monetarias expansivas, en particular en los Estados Unidos, para combatir los efectos negativos del pinchazo de la burbuja de las ciberempresas y la recesión del 2001; por la caída generalizada de los *márgenes* (*spreads*), causada por la mayor competencia en el sector bancario (Andrés y Arce 2008); por la reducción de las primas riesgo-país, por ejemplo, de países de la zona del euro, como España; y por la demanda de activos con riesgo por parte de agentes que pierden el incentivo a la inversión en ciertos mercados de renta fija, en los que entran con fuerza los fondos en busca de activos seguros.

Estos años se caracterizan también por un cambio en el patrón de las volatilidades de los principales indicadores macroeconómicos. El crecimiento ha venido asociado históricamente a fluctuaciones cíclicas más o menos pronunciadas. Las políticas de estabilidad, monetaria, fiscal, y cambiaria, son el instrumento que Gobiernos y autoridades económicas utilizan para mitigar los aspectos más costosos de dichas fluctuaciones. Las crisis y recesiones son manifestaciones agudas de estas fluctuaciones, pero la

evidencia empírica sugiere que su incidencia ha ido cayendo paulatinamente desde principios de los años ochenta (McConnell y Pérez Quirós 2000). Peter Summers (2005), utilizando diversas medidas de volatilidad del PIB en los países del G7, desde los años sesenta, también encuentra que esta volatilidad cayó a la mitad en prácticamente todos ellos, en un rango de fechas que se sitúa alrededor de principios de los años ochenta. Pero no solo es el PIB, sino que en la última década se aprecia también una variación en la correlación con el PIB o la volatilidad de otras variables importantes, como el consumo y la inversión, algunas variables financieras como la deuda de las familias, la deuda hipotecaria (Campbell y Herckowitz 2006), o variables del mercado de trabajo (Galí y Gambetti 2009; Andrés, Boscá y Ferri 2010), aunque no siempre con la intensidad de la variación en las fluctuaciones del *output*.

Son tantas las variaciones en la escena económica internacional que no resulta sencillo aislar una, o incluso unas pocas, entre las causas potenciales de esta moderación en la amplitud de los ciclos. Antes de pasar a enumerar algunas de ellas, es conveniente, sin embargo, resaltar un efecto inequívoco de la misma: la estabilidad económica, que ha tenido consecuencias muy positivas en el funcionamiento de las economías, ha provocado una reducción en el riesgo percibido en las inversiones financieras y por lo tanto ha animado a muchos ahorradores a asumir excesivos riesgos contra los que no había un instrumento de seguro eficiente.¹

Entre las causas de este fenómeno la literatura está dividida en dos campos. Para algunos autores ha sido la buena suerte asociada al predominio de impactos favorables durante este periodo (Justiniano y Primiceri 2006), en particular, la desinflación causada por la globalización y la competencia asociada al comercio mundial, la sucesión de desarrollos tecnológicos importantes, así como una cierta estabilidad y moderación del precio del petróleo. Otros autores ponen el énfasis en las virtudes de una política económica que ha aprendido de los errores del periodo de la

¹ De hecho, Bean (2010) encuentra que la evolución de la volatilidad explica en parte el fuerte incremento del crédito y del precio de la vivienda en los Estados Unidos y en el Reino Unido.

estanflación (Clarida, Galí y Gertler 2000), o en desarrollos de los mercados como los cambios en el mercado de trabajo (Galí y Blanchard 2007), o en el mercado financiero (Bernanke, Gertler y Gilchrist 1996).

Respecto a los mercados, es evidente que su funcionamiento más eficiente facilita la estabilidad al dar preponderancia al ajuste vía precios sobre el ajuste de cantidades. La profundización de los mercados financieros permite una reducción paulatina de los *spreads*, la ampliación del crédito y la financiación de empresas y familias. Pero la política económica también ha cambiado radicalmente y, con el paso de los años, se ha ido generando un cierto consenso relativo a lo que las políticas de demanda pueden y no pueden, o deben hacer. Un resumen de este nuevo enfoque es lo que Bean (2010) ha denominado el *consenso de Jackson Hole*,² que cuenta con una sólida base científica y con la aceptación de los principales responsables de política económica del mundo. Un elemento fundamental de este consenso hace referencia al papel de la política fiscal. La política fiscal discrecional, es decir, más allá del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, deja de ser considerada como un instrumento adecuado para la estabilización macroeconómica. Esto deja el control de las fluctuaciones económicas en manos de la política monetaria. Esta visión está muy influida por la necesidad de reducir los extraordinarios niveles de deuda, acumulados durante la recesión de los setenta y ochenta, que los Gobiernos no parecían capaces de controlar en los periodos de expansión. Esto no solo planteaba un panorama muy preocupante, dada la evolución demográfica, para el gasto en pensiones y en sanidad, sino que incluso llevaba a que, en la práctica la política fiscal se convirtiera en procíclica, ya que estaba muy condicionada por el coste financiero de las obligaciones del Estado. A finales de los noventa, con la Administración Clinton y con la puesta en marcha de los planes de austeridad para garantizar el acceso a la Unión Monetaria en Europa, se lo-

² El *consenso de Jackson Hole* se refiere a la visión de consenso alcanzada por los participantes en la reunión que realizan anualmente los principales dirigentes de los bancos centrales más importantes del mundo, juntamente con otros responsables de política económica y con prestigiosos académicos.

gran fuertes avances en la consolidación, gracias a la aplicación de reglas fiscales. Estas reglas tienen como finalidad asegurar un cierto superávit en periodos de crecimiento para compensar con creces el déficit, que también debe ser limitado, en las recesiones, lo que deja muy poco margen a la aplicación de grandes medidas de política fiscal discrecional.³

En cuanto a la política monetaria, esta se delega en bancos centrales independientes del poder político, con objetivos más o menos explícitos de inflación, cuyo principal instrumento pasa a ser el tipo de interés a corto plazo. Mediante cambios en el mismo, se pretende influir en el gasto a través de tres canales fundamentales: el tipo de interés a largo plazo, las expectativas de inflación y, en menor medida, los precios de los activos. El canal del crédito bancario recibe poca atención en un consenso en el que se considera que la industria bancaria funciona razonablemente bien y que los principales fallos de mercado se encuentran en los mercados de productos y de factores. La relación entre tipos de interés e inflación ha sido objeto de una gran atención en la investigación y la visión generalizada antes de la crisis era que el tipo a corto plazo debía sobrerreaccionar a los cambios en la inflación esperada, con el fin de asegurar que el tipo de interés real se moviera en la dirección adecuada para mantener la inflación estable. Además, la inflación debía ser la variable de referencia en la determinación del tipo de interés, asignando un papel menor a los movimientos del *output gap* y descartando respuestas de los tipos a variaciones en los precios de los activos o en el tipo de cambio.

La visión de los mercados financieros se basaba en la convicción de que al funcionar de una manera eficiente no precisaban de una atención especial por parte de la política monetaria, que por otra parte no iba a tener una gran influencia en su comportamiento. Un debate muy extendido en años recientes ha sido el tratamiento de las *burbujas* de precios de activos. La opinión que se impuso entre muchos académicos y responsables de bancos cen-

³ Galí y Perotti (2003), Andrés y Doménech (2006) y, más recientemente, Corsetti, Meier y Müller (2009) muestran cómo reglas de este tipo, como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en Europa, lejos de dificultar la acción contracíclica y estabilizadora de la política fiscal, tienden a potenciarla.

trales fue que, dada la complejidad del desarrollo de las burbujas y lo ineficiente de las políticas de tipos de interés para controlarlas, era preferible afrontar el riesgo y lidiar con los efectos negativos que su desaparición brusca pudiera traer, antes que tratar de prevenirlas mediante movimientos del tipo de interés. En esta visión está implícita la idea de que las crisis financieras, las quiebras bancarias en serie, los *sudden stops*, etc., son cosas del pasado o tienen lugar en algunos segmentos de la industria muy acotados o en países emergentes con problemas muy específicos de crecimiento.

Esta visión del funcionamiento de los mercados financieros lleva acompañada la adopción de un enfoque relativamente laxo en cuanto a la regulación financiera y la política macroprudencial. La regulación, orientada a un mejor manejo del riesgo, favoreció la reducción de *spreads* y la profundización financiera, lo que se considera una evolución favorable dada la abundancia de resultados teóricos y empíricos que avalan la idea de que el desarrollo financiero y la competencia bancaria en particular están entre los principales determinantes del crecimiento económico (Levine 1997; Claessens y Laeven 2005). Pero, aunque hay pocas dudas sobre la contribución del sistema financiero al desarrollo, sus efectos sobre la estabilidad macroeconómica son más controvertidos. Como se ha señalado con anterioridad, existe abundante literatura sobre los efectos positivos del aumento de la eficiencia de estos mercados, que impulsan la moderación del ciclo económico causado por *shocks* de oferta (Campbell y Hercowitz 2006). Sin embargo, este mismo fenómeno ha contribuido a crear un exceso de confianza y una facilidad de acceso al crédito que ha constituido el caldo de cultivo en el que se han generado ciclos asociados a la evolución del precio de los activos (Goodhart 2004). Así, unos bajos niveles de los *spreads* favorecen el endeudamiento privado y la respuesta de las economías a *shocks* exógenos suele ser más fuerte en estas condiciones (Andrés y Arce 2008). A la vista de esta evidencia podría decirse que un funcionamiento muy eficiente y competitivo de la industria financiera actúa como un mecanismo de seguro muy potente ante *shocks* idiosincrásicos y otros *shocks* originados fuera del mercado financiero, a costa de hacer la economía más vulnerable a perturbaciones que tienen su origen en este sector, o ante perturbaciones sistémicas. Cuando

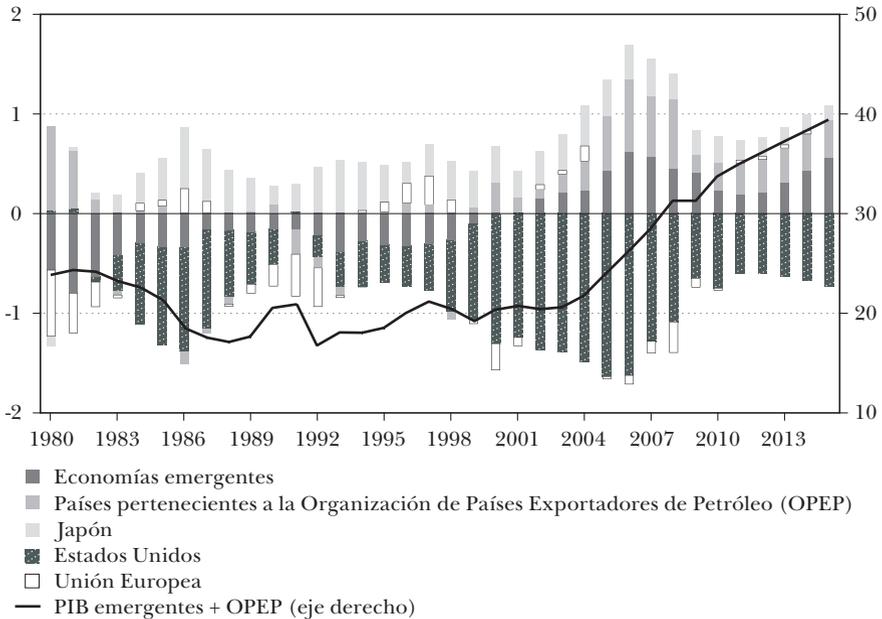
estas últimas tienen lugar, no hay un seguro posible y afectan a las economías más endeudadas.

En conclusión, las décadas de fuerte crecimiento, ausencia de recesiones importantes y reducción del riesgo han contribuido a aumentar la producción y el empleo en la mayoría de las economías del planeta y con ello, sin duda, a incrementar el bienestar. Sin embargo, la reducción del riesgo macroeconómico, o al menos de la percepción que familias, empresas y Gobiernos tenían del mismo, junto a una regulación inadecuada, han tenido una influencia determinante en la generación de ciertos comportamientos por parte de los agentes económicos, que ha dado lugar a desequilibrios macrofinancieros que están en el origen de la crisis y de sus efectos más negativos. En los siguientes apartados se analizan con detalle algunos de ellos.

4.2.2. La acumulación de desequilibrios globales

El elevado grado de dinamismo del PIB y la estabilidad de precios en la mayor parte de las áreas económicas analizadas en el subapartado anterior, en los años que precedieron a la crisis, constituyen un hecho aparentemente paradójico en relación con la experiencia acumulada en episodios de crisis anteriores. No obstante, a pesar de estos desarrollos positivos en los indicadores de precios y actividad, durante la década anterior a la crisis, se acumularon varios desequilibrios de naturaleza macrofinanciera que afectaron a un buen número de economías, tanto industrializadas como emergentes. La dimensión más visible de estos desequilibrios son los elevados déficits por cuenta corriente en que incurrieron, a partir de comienzos de este siglo, varias economías desarrolladas, principalmente, los Estados Unidos, que en términos de su PIB alcanzó su máximo en el 2006 (6%). Otros países que también registraron importantes déficits por cuenta corriente, en este periodo, fueron el Reino Unido, con un déficit máximo del 3,3% en el 2006, Irlanda, con un 5,3% en el 2007, España, con 10% en el 2007 y Grecia, con un 14,4% en el 2008. La principal contrapartida de estos déficits por cuenta corriente fueron las importantes entradas de flujos financieros en las economías deficitarias. Como ilustra el gráfico 4.1, estos flujos de financiación procedieron, fundamentalmente, del aumento paralelo que se produjo en

GRÁFICO 4.1: Crecimiento de las economías emergentes y balanza por cuenta corriente por zona geográfica, 1980-2015
(porcentaje del PIB mundial)



Nota: A partir del 2009 son estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI).

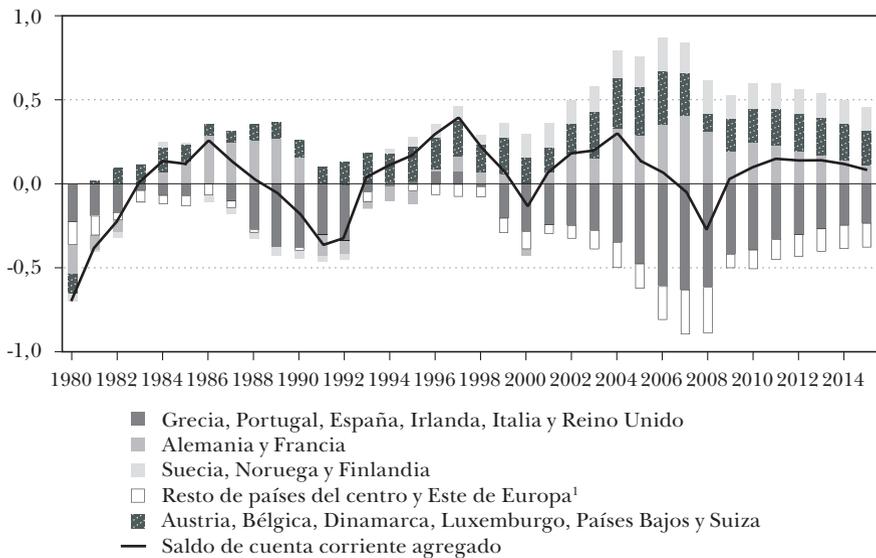
Fuente: FMI (2010b).

la capacidad de financiación de las economías emergentes y de los principales exportadores de materias primas. Estos desajustes han sido denominados *desequilibrios globales* y su importancia es tal que no faltan quienes, como Blanchard y Milesi-Ferretti (2009), consideran que constituyen el fenómeno más complejo al que se enfrentan, hoy día, los economistas y los responsables de la política económica (*policy makers*). Una definición sistemática de los mismos es la de Bracke et ál. (2008), quienes los catalogan como aquellos incrementos sustanciales de las posiciones externas netas en países de importancia sistémica, causados por distorsiones en los mercados y que generan riesgos globales, bien de *sudden stop* o de crisis financieras. A diferencia de desequilibrios similares en el pasado, por primera vez aparecen flujos de capital significativos que tienen, en buena medida, su origen en los países emergentes y su destino en algunos de los más desarrollados.

Un fenómeno similar se observa dentro de Europa, que, en conjunto, ha mantenido de forma secular una balanza comercial cercana al equilibrio, pero con algunos saldos positivos y negativos a nivel nacional de magnitud reseñable. Como puede apreciarse en el gráfico 4.2, los desequilibrios por cuenta corriente, que mantenían unos niveles moderados con anterioridad al año 2000, se han disparado desde entonces, en parte, como consecuencia de la entrada en vigor del euro y de la consiguiente reducción del riesgo asociado al tipo de cambio, y de la mejora en las condiciones de financiación de las economías que partían desde una condición inicial más desfavorable. Aunque lo que sucede en Europa puede entenderse también como una manifestación de los desequilibrios globales, las pautas observadas difieren de las que se advierten en el gráfico 4.1, entre los países emergentes y los Estados Unidos, y otras economías industrializadas a nivel

GRÁFICO 4.2: Balanzas por cuenta corriente en Europa, 1980-2015

(porcentaje del PIB mundial)



¹ En el *resto de países del centro y Este de Europa* se incluyen Albania, Bosnia, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Macedonia, Malta, Montenegro, Polonia, la República Checa, Rumanía, Serbia y Turquía.

Nota: A partir del 2009 son estimaciones del FMI.

Fuente: FMI (2010b).

mundial. Aunque las posiciones netas de cuenta corriente han aumentado de forma sustancial, la dirección de los flujos de capitales entre países europeos no ha cambiado sustancialmente, desde principios de los años ochenta, y los países con déficit exterior son en buena medida los mismos que entonces.

Retornando a la esfera global, uno de los principales factores que explican, en primer lugar, el patrón en los flujos financieros internacionales señalados anteriormente es el extraordinario dinamismo mostrado por las economías emergentes y los exportadores de materias primas y energía, que desde finales del siglo pasado han venido creciendo a tasas históricamente elevadas de forma persistente. Este dinamismo, como ilustra el gráfico 4.1, ha llevado a este grupo de países a representar a finales del 2009 algo más del 30% del PIB mundial, cuando una década antes este porcentaje se situaba en torno al 20%. En segundo lugar, el rápido crecimiento en la renta de este grupo de países ha venido acompañado, en muchas ocasiones, de tasas de ahorro doméstico muy elevadas, superiores al 40% del PIB en algunos casos. Además, en particular en los países exportadores de petróleo, las ganancias en renta, de naturaleza temporal incierta, no se han traducido en aumentos proporcionales en sus tasas de acumulación de capital productivo. En otros casos, como el de las economías emergentes asiáticas, y de forma singular China, las bajas tasas de consumo han dado lugar a importantes excedentes de fondos que, además de alimentar altas tasas de inversión, se han destinado en buena medida a adquirir activos extranjeros.

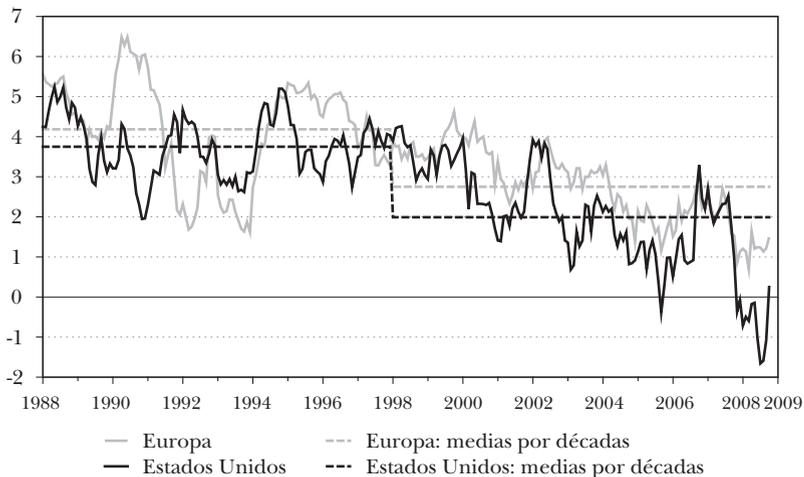
De este modo, los cambios acaecidos en el escenario macroeconómico internacional a finales del siglo pasado y, especialmente, el importante aumento del peso relativo de las áreas emergentes en la economía mundial, provocaron un aumento significativo en la oferta de ahorro mundial.⁴ Como resultado natural de este aumento en la cantidad de recursos financieros a escala global, los tipos de interés reales iniciaron entonces un descenso muy pro-

⁴ En el ya célebre discurso sobre la superabundancia o exceso de ahorro (*savings glut*), Bernanke (2005) fue uno de los primeros autores en incidir en el aumento del volumen de ahorro a nivel mundial y en sus posibles consecuencias para la estabilidad macrofinanciera.

nunciado, que en algún caso ha significado reducciones superiores al 50% con respecto a los niveles vigentes a comienzos de la década de 1990 (véase el gráfico 4.3). Esta tendencia coincidió, durante buena parte de la primera mitad de la década iniciada en el 2000, con los tipos de interés de los principales bancos centrales del mundo situados en niveles históricamente bajos (v. el gráfico 4.4). De hecho, unos tipos reales tan bajos redujeron drásticamente el margen de maniobra de los bancos centrales a la hora de fijar los tipos nominales a corto plazo sin introducir tendencias deflacionistas. Los intentos, más o menos decididos, por reducir los tipos a corto plazo por parte de los bancos centrales se encontraron con un cambio en la pendiente de la curva de tipos y una resistencia a bajar por parte de los tipos a largo plazo, el llamado *Greenspan's conundrum* (Caballero, Farhi y Gourinchas 2008a).

En cuanto al papel de estos desequilibrios en la gestación y desarrollo de la crisis financiera, Servén y Nguyen (2010) discuten las distintas interpretaciones y concluyen que, sin ser una

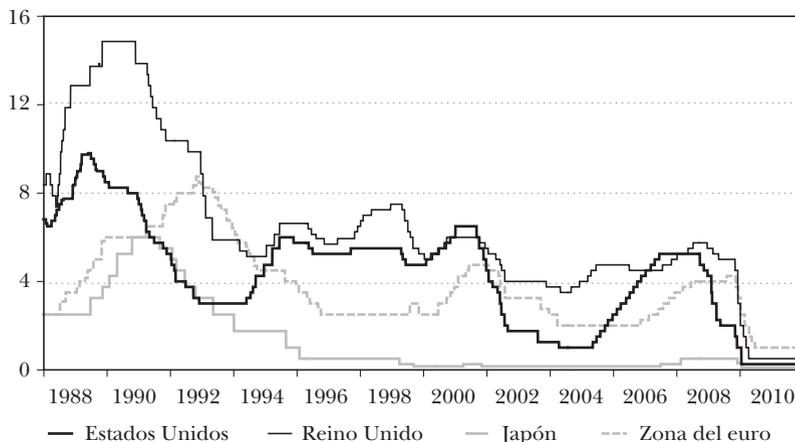
GRÁFICO 4.3: Tipos de interés reales a largo plazo en Europa y los Estados Unidos, 1988-2008
(porcentaje)



Nota: Calculado como el tipo de interés, a 10 años, de la deuda pública menos la tasa de inflación anual. Para Europa se toma como referencia Alemania. Las medias hacen referencia a las décadas iniciadas en los años 1988 y 1998, respectivamente.

Fuente: Thomson Reuters (2010) y Bloomberg (2010).

GRÁFICO 4.4: Tipos de interés de los principales bancos centrales, 1998-2010
(porcentaje)



Nota: En el periodo 1988-1998 se toma como referencia el tipo oficial del Bundesbank para el tipo de interés de la eurozona.

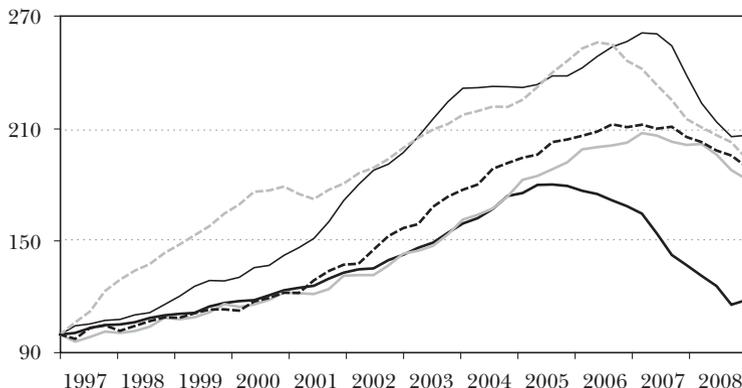
Fuente: Thomson Reuters (2010).

causa directa de la crisis, han contribuido a impulsar la burbuja inmobiliaria, así como a fomentar algunas formas de innovación financiera que explican el enorme impacto de la misma. El ahorro abundante y los tipos de interés reducidos propiciaron que algunos activos sufrieran episodios de rápida revalorización. En algunos casos, estos episodios incluyeron elementos especulativos cuyo colapso originó ajustes abruptos en los precios de los activos. Este fue el caso del *boom* bursátil que experimentaron varios mercados a finales del siglo pasado y que terminó con el brusco ajuste de las cotizaciones de las empresas tecnológicas, iniciado a comienzos del siglo XXI. A este incremento del precio de los activos siguió otro que afectó al mercado inmobiliario de varios países desarrollados, incluyendo los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España, Australia e Irlanda, entre otros, y que trajo consigo tasas de crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito al sector privado, especialmente del ligado a actividades inmobiliarias, históricamente elevadas (v. el gráfico 4.5).⁵

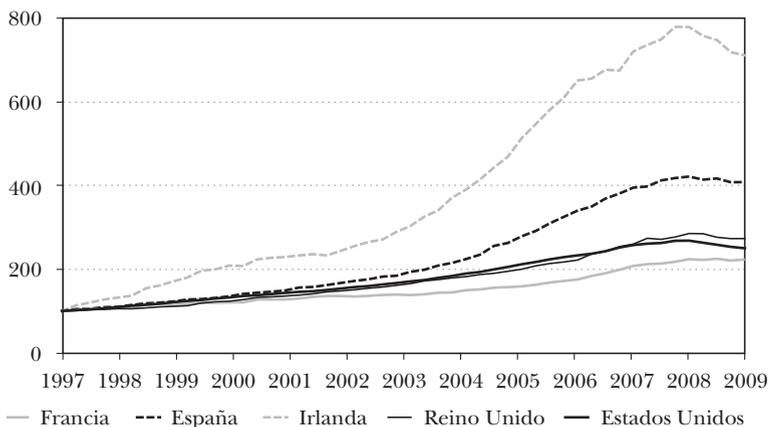
⁵ La relación entre dinamismo económico y baja inflación, por un lado, y acumulación de desequilibrios comerciales y financieros, por otro, ha sido analizada recién-

GRÁFICO 4.5: Precios de la vivienda y crédito al sector privado, 1997-2009
(porcentaje)

a) Precios de la vivienda¹ (4.º trimestre 1997 = 100)



b) Crédito al sector privado² (3.º trimestre 1997 = 100)



¹ Los precios de la vivienda se deflactan por el IPC para obtener la serie en términos reales.

² El crédito al sector privado comprende tanto el crédito bancario concedido a hogares y a sociedades no financieras como el crédito que se conceden las instituciones financieras entre sí, excluidas las operaciones del Eurosistema en el caso de la zona del euro.

Fuente: Los precios de la vivienda corresponden a fuentes estadísticas nacionales (Central Statistics Office Ireland [2010], Institut National de la Statistique et des Études Économiques [INSEE 2010], Ministerio de Fomento [2010] y Nationwide Building Society [2010]), a excepción de los Estados Unidos, cuya fuente utilizada es Bloomberg (2010). Los datos del crédito al sector privado para los Estados Unidos provienen del Board of Governors of the Federal Reserve System (2010); para los países de la zona del euro, Banco Central Europeo (BCE 2010), Banco de Inglaterra (2010), INE (2010) y The Economic and Research Institute (ESRI 2010).

temente, entre otros, por Caballero, Farhi y Gourinchas (2008a y 2008b), Blanchard y Milesi-Ferretti (2009), Obstfeld y Rogoff (2009), y Caballero (2010).

4.3. Innovación financiera y desequilibrios globales⁶

En el contexto descrito en el apartado 4.2, caracterizado por la acumulación de niveles elevados de deuda privada en un buen número de países industrializados, la retirada repentina de la confianza de los inversores en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense desencadenó, en el verano del 2007, el prelude de la actual crisis financiera mundial. Ahora bien, aunque la acumulación de estos desequilibrios macrofinancieros pudo haber sido una causa necesaria de la crisis, probablemente no fue un factor suficiente en su gestación. De hecho, las graves tensiones registradas en algunos mercados financieros, desde el comienzo de la crisis, incluyendo los mercados interbancarios y algunos otros segmentos de los mercados monetarios y los mercados de titulización, reflejan un mal funcionamiento de los mecanismos de originación, control y gestión del riesgo de crédito a nivel global, a lo largo del periodo que antecedió a la crisis. En este epígrafe se analiza el papel jugado por algunas de las innovaciones financieras más destacadas en el ámbito de los mecanismos de transmisión del riesgo de crédito.

En concreto, a partir de la evidencia expuesta en el apartado 4.2 relativa al incremento reciente del volumen de ahorro mundial, en este epígrafe se analizan los cambios en su composición y la aparición de nuevos instrumentos financieros. En particular, se analiza el papel jugado por el desarrollo a gran escala de la titulización de activos y de los derivados de crédito como instrumentos clave en la gestión del riesgo de crédito a nivel agregado, así como los principales elementos de vulnerabilidad en la estructura global de gestión del riesgo de crédito puestos de manifiesto por la crisis.

4.3.1. El incremento en la demanda de activos seguros

Los desequilibrios macrofinancieros descritos en el apartado anterior ponen de manifiesto una aparente anomalía con rela-

⁶ Algunas de las cuestiones que se exponen en los apartados 4.3 y 4.4 han sido objeto de un análisis detallado reciente por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el contexto del capítulo 2 del *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*, correspondiente al ejercicio 2009 (v. CNMV 2009).

ción al sentido de los flujos de capital financiero, durante la década anterior a la crisis, que sigue persistiendo durante la misma.⁷ La intuición económica sugiere que el ahorro debe fluir desde las economías más avanzadas hacia los mercados emergentes, por ser estos los que, normalmente, ofrecen mayores tasas de retorno, al contar con más oportunidades de inversión rentables sin explotar. Sin embargo, como expone con claridad el gráfico 4.1, las economías emergentes han financiado los importantes déficits de ahorro de varios países desarrollados. Esta aparente paradoja puede explicarse por el hecho de que la capacidad de canalización doméstica del ahorro, por parte de las economías emergentes, es limitada, como consecuencia del escaso nivel de desarrollo del marco institucional y, en particular, del sector financiero en muchos de estos países, en relación tanto con el intenso crecimiento de sus necesidades de canalización de ahorro doméstico como con el desarrollo alcanzado en este último ámbito en las economías avanzadas. Así, mientras que el porcentaje medio del PIB que representaban los principales activos financieros, durante el periodo 2002-2008, alcanzaba el 421% para los Estados Unidos, el 491% para la Unión Europea y el 493% para Japón, este porcentaje era únicamente del 191% para el grupo de países emergentes.⁸

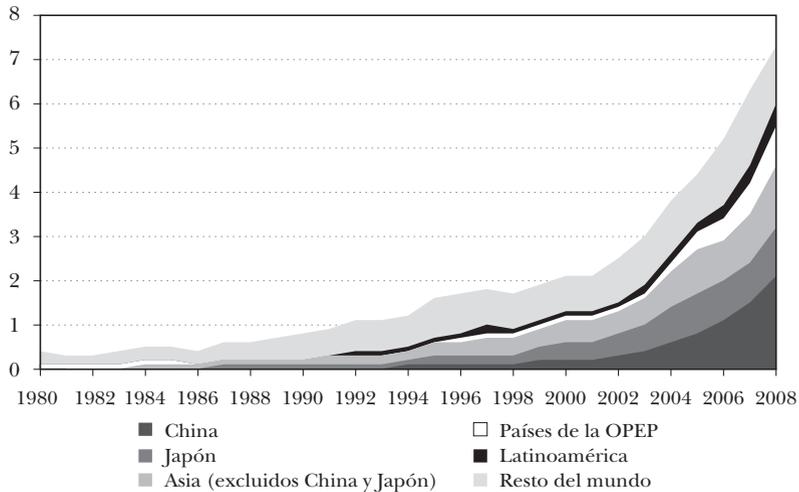
La desventaja comparativa de los sistemas financieros de las economías emergentes, en su capacidad de ofrecer activos de ahorro domésticos, ha sido especialmente reseñable en relación con los productos de menor riesgo y mayor liquidez. Este inconveniente ha propiciado la acumulación de grandes *stocks* de activos emitidos en países desarrollados por parte de las economías emergentes más dinámicas. El gráfico 4.6 muestra el notable crecimiento durante los últimos años del volumen mundial de re-

⁷ Como puede observarse en el gráfico 4.1, a pesar de la importante corrección registrada en los saldos de las cuentas corrientes de las principales regiones económicas, desde el comienzo de la crisis, el volumen de estos saldos sigue siendo elevado y las previsiones del FMI apuntan a que estos desequilibrios se mantendrán durante los próximos años.

⁸ Este indicador agrega la capitalización de sus mercados bursátiles, el saldo vivo de deuda pública y privada y los activos bancarios. Los datos, así como la definición del grupo de economías emergentes, proceden de la tabla 3 del *Global Financial Stability Report* del FMI (2009, 2010).

GRÁFICO 4.6: Reservas internacionales, 1980-2008

(billones de dólares)



Fuente: Thomson Reuters (2010).

servas internacionales, que viene explicado, fundamentalmente, por las altas tasas de acumulación de las economías emergentes, además de Japón. En cuanto a la composición del *stock* mundial de reservas internacionales, según estimaciones de Brender y Pisani (2010) referidas a mediados del 2007, los bonos y activos monetarios representaban, respectivamente, el 76% y el 22% del total de reservas, frente al 2% correspondiente a valores de renta variable. Estos datos ponen de relieve que la mayor parte de estas reservas se han materializado en activos de alta calidad crediticia. No obstante, el aumento en la demanda de activos de bajo riesgo no se ha limitado a las economías emergentes, sino que algunos factores, tales como el crecimiento de los fondos gestionados por compañías aseguradoras y los fondos de pensiones,⁹ o la introducción de determinadas normas prudenciales que priman la inversión en activos con calificación crediticia alta, presentes en

⁹ Los cambios demográficos acontecidos en muchos países occidentales y, principalmente, el proceso de progresivo envejecimiento de sus sociedades (v. Bernanke 2005) han tendido asimismo a aumentar sustancialmente el nivel medio de ahorro mundial.

muchas economías avanzadas, han provocado un aumento en la demanda de activos más seguros.

Este aumento en la demanda de activos de alta calidad crediticia ha tenido como consecuencia directa una mayor presión sobre la oferta de este tipo de activos. En un escenario en el que, además, algunos de los países con mayor tradición de solvencia redujeron sustancialmente sus déficit públicos y, con ellos, su oferta de deuda soberana,¹⁰ esta presión no tardó en trasladarse, primero, a los precios de los activos más seguros, lo que indujo la caída en los tipos de interés descrita antes, y, segundo, a los incentivos de la industria financiera para producir nuevos activos de este tipo,¹¹ lo que, junto a los efectos de la Gran Moderación descritos con anterioridad, contribuyó a reducir las primas de riesgo, que se comprimieron hasta valores mínimos en muchos mercados.

En este contexto, la titulización de activos surgió como uno de los mecanismos más eficaces en la generación a gran escala de nuevos activos de elevada calidad crediticia. Al mismo tiempo, los derivados de crédito, fundamentalmente los CDS, permitieron transferir elevados volúmenes de riesgo desde los tenedores de deuda hacia otros agentes especializados en la gestión de estos riesgos. El rápido desarrollo de estos dos instrumentos financieros, titulizaciones y CDS, a partir de la segunda mitad de los noventa, facilitó que la oferta de activos seguros aumentara conforme su demanda se disparaba. De este modo, la asignación, gestión y valoración del riesgo de crédito, a escala global, se hicieron cada vez más dependientes del funcionamiento de estos instrumentos, como se analiza a continuación.

4.3.1.1. La titulización de activos

A través de la puesta en común de un número elevado de créditos en un único fondo, la titulización permite reducir el riesgo específico asociado a cada crédito individual. Adicionalmente, a

¹⁰ El caso más notable, por su relevancia, fue el de los Estados Unidos, que trajeron sustancialmente su déficit a lo largo de la última década del siglo pasado. Concretamente, pasó de registrar un déficit del 5,8% del PIB, en 1992, a un superávit del 1,6% del PIB, en el 2000.

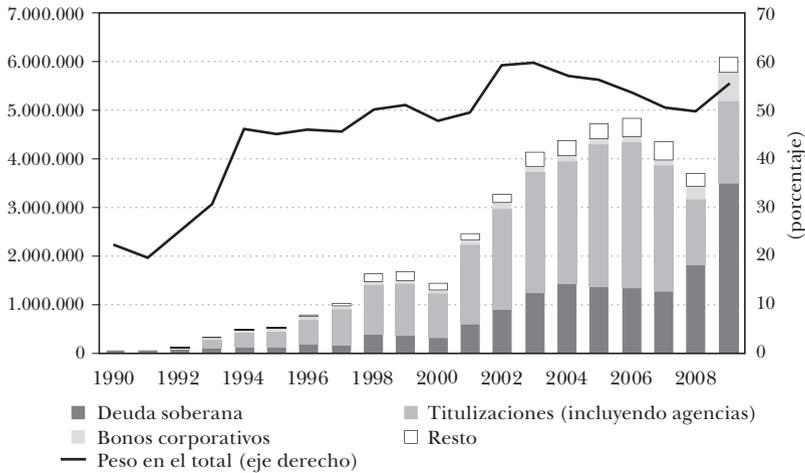
¹¹ Caballero (2010) proporciona un análisis reciente sobre los efectos macroeconómicos de estos cambios en la composición de la demanda de instrumentos de ahorro.

través de la estructuración de activos en grupos con distinto nivel de riesgo medio, esta técnica permite crear categorías o tramos dentro de un mismo fondo con un nivel medio de riesgo diferente al riesgo medio total del fondo. Los tramos de mayor calidad crediticia, tramos *senior*, que se benefician de un orden de prelación superior a los tramos intermedios, tramos *mezzanine*, e inferiores, tramos *equity*, y se benefician también de determinadas mejoras crediticias, como fondos de reserva, créditos subordinados, líneas preferentes de liquidez, etc., recibieron, normalmente, durante los años anteriores a la crisis, la máxima calificación por parte de las agencias de calificación o *rating*, es decir, la categoría AAA o equivalente. Los beneficios teóricos de la titulización son claros: primero, esta técnica permite reducir el riesgo total de una cesta de activos, mediante su diversificación; segundo, ofrece la posibilidad de producir activos de calidad crediticia elevada a partir de otros con un nivel de solvencia media inferior; y, tercero, permite ampliar las posibilidades de asignación del riesgo entre un mayor número de agentes, al dotar de liquidez a activos que, normalmente, son poco líquidos. El aumento en el grado de liquidez de los activos que produce su titulización, a su vez, favorece la creación de nuevos activos, al dotar a las entidades de crédito con un canal adicional de financiación, a partir del cual pueden mantener la expansión de su actividad crediticia. De este modo, la titulización constituyó un mecanismo especialmente útil para cerrar la brecha entre la creciente demanda de activos seguros y su oferta, que en sus modalidades tradicionales, fundamentalmente, deuda soberana y corporativa de elevada calidad crediticia, aparentaba tener un reducido potencial de crecimiento, a finales del siglo pasado.

De los gráficos 4.7 y 4.8 se pueden extraer varias conclusiones interesantes al hilo de los argumentos anteriores. Así, en primer lugar, el gráfico 4.7 revela, a nivel global, el rápido crecimiento de los activos emitidos con la máxima calificación, con relación a otras emisiones de calificación inferior, desde comienzos de los noventa. En particular, entre esos años y el 2006, que fue cuando se alcanzó el máximo volumen de emisiones brutas de titulizaciones, los activos con la máxima calificación crediticia pasaron de representar algo más del 20% del total de emisiones de renta fija

GRÁFICO 4.7: Emisión bruta de renta fija AAA mundial, 1990-2009

(millones de dólares)

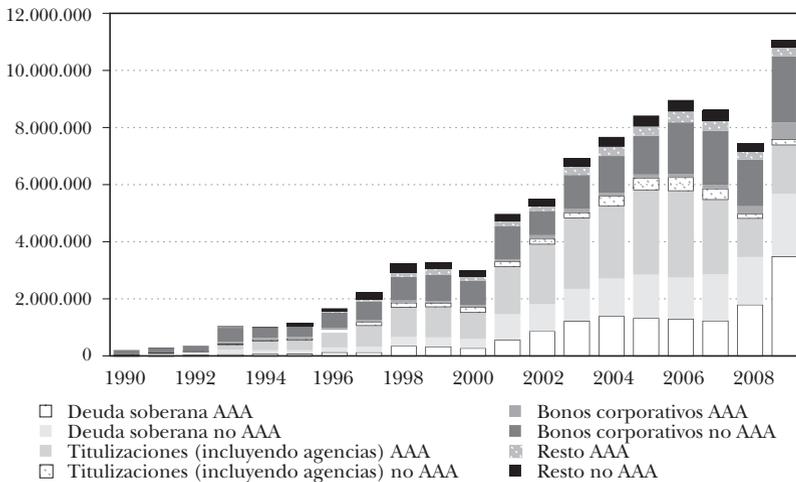


Nota: La categoría *resto* incluye cédulas hipotecarias, acciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

Fuente: Dealogic (2010).

GRÁFICO 4.8: Emisión bruta de renta fija mundial, 1990-2009

(millones de dólares)



Nota: La categoría *resto* incluye cédulas hipotecarias, acciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

Fuente: Dealogic (2010).

a largo plazo con calificación externa a suponer más de la mitad de las mismas. Otro hecho reseñable es el elevado peso que han ganado a lo largo de las dos últimas décadas las titulizaciones dentro del conjunto total de activos de renta fija considerados como seguros. En concreto, entre 1990 y el 2006, las titulizaciones aglutinaron el 64% del crecimiento de la emisión de los instrumentos de renta fija a largo plazo con la máxima calificación crediticia, frente al 27% correspondiente a deuda pública. Por su parte, el gráfico 4.8 muestra con claridad el papel de la titulización como un instrumento con una elevada capacidad para la creación de activos de calidad. De hecho, mientras que el porcentaje promedio, entre 1990 y el 2006, de emisiones corporativas con calificación AAA, con relación al total de emisiones corporativas, era del 9%, esta proporción alcanzó el 48% para las emisiones soberanas, elevándose hasta el 75% en el caso de las titulizaciones.

4.3.1.2. *Los credit default swaps*

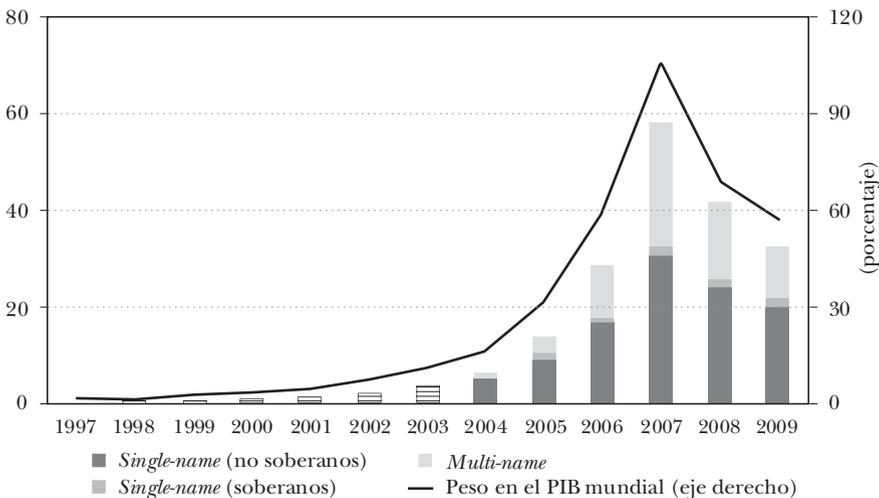
Los CDS han sido el otro mecanismo, junto a las titulizaciones, cuyo reciente desarrollo ha permitido la transferencia masiva de riesgo de crédito. Estos derivados son, esencialmente, un contrato de seguro contra el impago de un activo subyacente que representa un derecho de cobro frente a un tercero o, incluso, de todos los activos correspondientes a un mismo emisor, ya sea una empresa privada o un Estado. Así, mediante el pago de una prima al vendedor, el comprador de un CDS adquiere una cobertura frente a situaciones de impago, moratoria o reestructuración de la deuda sobre la que se referencia el contrato.¹² El gráfico 4.9 muestra el rápido crecimiento en el saldo vivo nominal bruto de estos instrumentos,¹³ especialmente durante el quinquenio que precedió a la crisis. Así, de representar únicamente el 2% del PIB mundial en 1999, el saldo vivo de CDS a finales del 2007, cuando alcanzó su máximo histórico, representaba el 105% del PIB mun-

¹² Arce, González Pueyo y Sanjuán (2010) analizan en detalle los elementos básicos de los mercados de CDS, así como algunas de las propuestas de regulación más reciente.

¹³ El valor nominal bruto de un CDS es la exposición máxima posible del vendedor de protección en caso de impago. El valor nominal neto, después de tener en cuenta la compensación de contratos, es mucho menor, ya que es cercano al 10% del saldo vivo bruto en el primer semestre del 2009.

GRÁFICO 4.9: Saldo vivo nocional bruto de CDS, 1997-2009

(billones de dólares)



Nota: La distinción entre *single-name* y *multi-name* hace referencia al número de emisores o activos de referencia (subyacente) sobre los que el CDS en particular ofrece cobertura. Los CDS *multi-name* tienen como subyacente una pluralidad de emisores o activos de referencia o, incluso, un índice. La desagregación de CDS entre *single-name* y *multi-name* comienza a compilarse en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Bank of International Settlements [BIS]), a partir del 2004, y, un año más tarde, entre los *single-name* soberanos y no soberanos. Así, las áreas rayadas representan volúmenes de saldos vivos para los que no es posible llevar a cabo las desagregaciones anteriores.

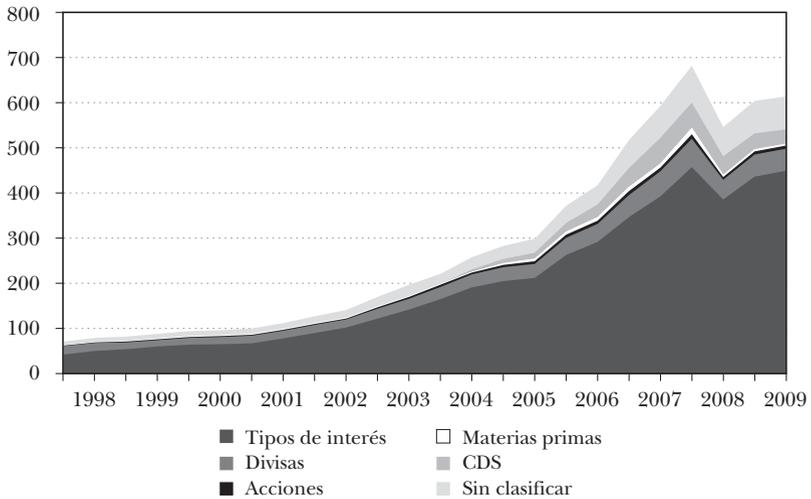
Fuente: BIS (2010) y FMI (2010a, 2010b).

dial. En cuanto a la composición del conjunto de activos subyacentes, cabe señalar que, en septiembre del 2009, prácticamente el 60% del saldo vivo nocional de CDS tenía como subyacente deuda corporativa, en su mayor parte, de alta calidad crediticia o *investment grade*.

Pese a la rápida expansión de los CDS, conviene señalar que esta clase de derivados no es, ni mucho menos, la que registra volúmenes de contratación más elevados. De hecho, el importe de los saldos nocionales de CDS vivos, a finales de junio del 2009 representaba únicamente un 6% del volumen total de derivados usados en operaciones de cobertura de riesgos negociados en mercados no organizados (*over the counter* [OTC]). Así, de acuerdo con los datos mostrados en el gráfico 4.10, el volumen de CDS es de varios órdenes de magnitud inferior al de *swaps* o permutas de tipos de interés negociadas en los mercados.

GRÁFICO 4.10: Saldo vivo nocional de derivados OTC, 1998-2009

(billones de dólares)



Nota: La compilación de datos sobre CDS por parte del BIS comenzó en el 2004.

Fuente: BIS (2010).

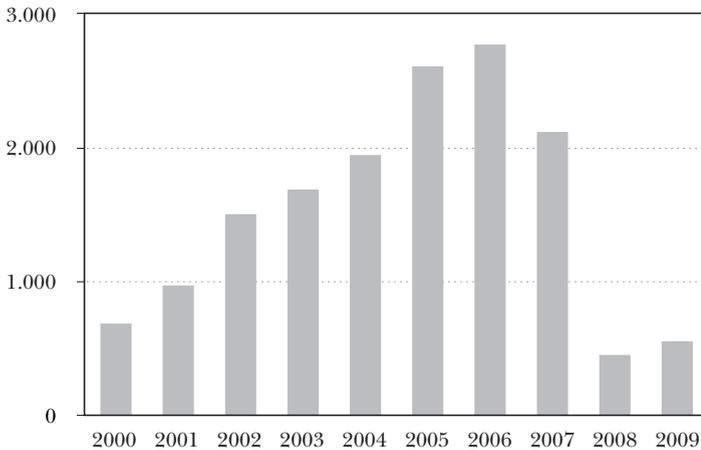
4.4. Las vulnerabilidades del sistema global de transferencia de riesgos de crédito

La actual parálisis en la actividad emisora de titulaciones, que revela el gráfico 4.11, es sintomática de que estos mercados han adolecido de importantes fallos, a lo largo de los años de mayor dinamismo de la economía mundial anteriores a la crisis. Más aún, la gravedad de los problemas asociados a los fondos de titulación que han sufrido multitud de entidades en distintos países, desde el inicio de la crisis, evidencia que las titulaciones han supuesto una fuente de importantes vulnerabilidades para el conjunto del sistema financiero internacional. Por otra parte, algunos episodios puntuales de elevado riesgo de incumplimiento por parte de oferentes de CDS, como el de la aseguradora estadounidense American International Group (AIG), han sembrado dudas acerca de la fiabilidad de estos derivados, como instrumentos genuinos de cobertura de riesgos. Al mismo tiempo, desde

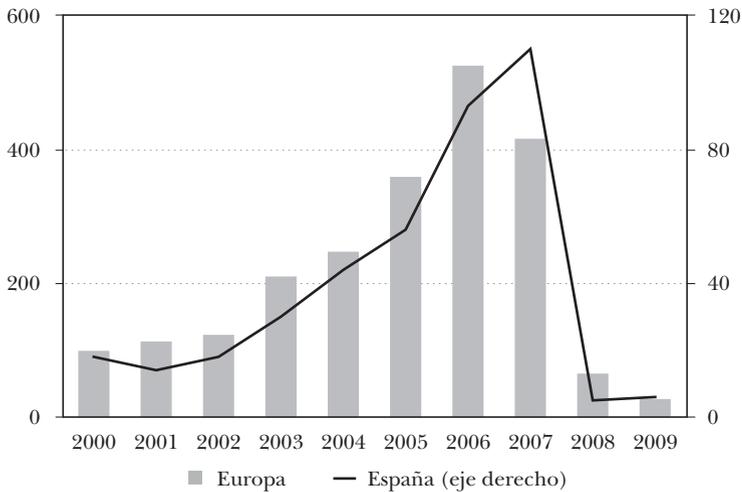
GRÁFICO 4.11: Emisiones brutas de titulización, 2000-2009

(miles de millones de dólares)

a) Total mundial



b) Europa y España



Fuente: Dealogic (2010).

distintos ámbitos se ha señalado que un exceso de confianza en el buen funcionamiento de los CDS ha podido inducir a una relajación en la evaluación del riesgo, por parte de los tenedores de deuda y, en concreto, a una infravaloración de los riesgos reales (v., por ejemplo, Arce, González Pueyo y Sanjuán 2010; Kiff et

ál. 2009). En este contexto, surge de manera natural la cuestión acerca de qué ha fallado en el sistema global de transferencia masiva de riesgo de crédito.¹⁴ Con el propósito de arrojar luz sobre esta cuestión, en el resto de este apartado se analizan los principales elementos de vulnerabilidad en torno a la titulización y a los CDS evidenciados a raíz de la crisis. En primer lugar, se describen algunos de los fallos, puestos de manifiesto por la crisis, relativos al funcionamiento, individualmente considerado en los mercados de titulaciones y CDS, para pasar, a continuación, a analizar, desde una perspectiva más amplia, la aparente infravaloración del riesgo sistémico a lo largo del último ciclo expansivo.

4.4.1. Los fallos en los mercados de transferencia de riesgo de crédito

4.4.1.1. Los fallos en el mecanismo de calificación de riesgos

La crisis ha puesto de manifiesto que la elevada productividad aparente de la titulización para generar activos de elevada calidad crediticia se asentaba sobre unos fundamentos muy frágiles. Entre estos cabe destacar, por su función central en la certificación del riesgo de crédito, el papel de las agencias de calificación, en las que se han detectado problemas relacionados con deficiencias en su metodología de valoración y con el modelo de retribución de sus servicios por parte de las entidades emisoras, así como conflictos de intereses dentro de las propias agencias.¹⁵ En lo que respecta a las técnicas de valoración de las agencias de calificación, la escasez de registros históricos, acerca del rendimiento de los fondos de titulización en fases bajistas del ciclo, dificultó la calibración de los modelos de valoración, lo que en muchos casos se tradujo en calificaciones sesgadas.¹⁶ Estos sesgos, a su vez,

¹⁴ Restoy (2008) desarrolló uno de los primeros diagnósticos de la crisis, desde la perspectiva de los fallos en el funcionamiento de los mercados de valores.

¹⁵ Para un análisis detallado de algunos de estos problemas véase, por ejemplo, Bolton, Freixas y Shapiro (2009), Ashcraft, Goldsmith-Pinkham y Vickrey (2009) y FMI (2010).

¹⁶ Tarashev y Zhu (2007) proporcionan evidencia numérica acerca de cómo pequeños fallos en la especificación y calibración de estos modelos influyen considerablemente en las estimaciones del riesgo asociado a una estructura.

podrían haber sido amplificadas como consecuencia del elevado grado de complejidad de algunos tipos de titulizaciones, como sucede con las obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligations* [CDO]).¹⁷ Por otra parte, el modelo de contratación (*issuer-pay model*) más comúnmente seguido en este sector, de acuerdo con el cual las instituciones originadoras de titulizaciones deciden qué agencia de calificación y qué valoración aceptan para sus productos, ha alimentado comportamientos de selección estratégica (*cherry picking*) por parte de los originadores, dirigidas a escoger la mejor calificación para sus productos. El incremento en el nivel de competencia efectiva entre calificadoros a que da lugar este tipo de estrategias, a su vez, ha podido inducir a las agencias a elevar artificialmente sus calificaciones.¹⁸ Por último, los conflictos de intereses dentro de las propias agencias, que en muchos casos simultaneaban su labor de consultoría en los procesos de estructuración de titulizaciones con la de calificadoros de riesgos, han sido identificados también como un posible factor que habría infundido un sesgo alcista en las calificaciones de las titulizaciones (v., por ejemplo, FMI 2009, cap. 2).

Además, el efecto adverso agregado de estos problemas asociados al funcionamiento de las agencias de calificación se ha podido ver amplificado por un defecto de diligencia debida (*due diligence*) por parte de algunos inversores en este tipo de productos. En este sentido cabe destacar dos factores que han contribuido, de acuerdo a la evidencia disponible, a reducir el esfuerzo de verificación de la calidad real de las titulizaciones por parte

¹⁷ El vínculo entre el grado de complejidad de las estructuras de titulización y la importancia cuantitativa de los errores en la calibración de los parámetros en los modelos de calificación ha sido analizado por Coval, Jurek y Stafford (2009), que demuestran cómo el tamaño del sesgo en la calificación aumenta a una tasa creciente, a medida que la estructura de titulización se hace más compleja. Precisamente, como subrayan estos autores, el peso de los CDO, que incluían en su estructura otros activos titulizados en el valor nominal total de las titulizaciones en los Estados Unidos, aumentó desde un 2,6% en 1998 hasta el 55% en el 2006, lo que proporciona una idea del aumento progresivo del grado de complejidad de estos productos. El FMI (2010) también proporciona un análisis bastante exhaustivo de la relación entre la complejidad de los productos estructurados y la conducta de los inversores y las agencias de calificación.

¹⁸ Becker y Milbourn (2009) proporcionan evidencia acerca de cómo un incremento en la competencia entre agencias de calificación lleva aparejado un aumento significativo en el nivel medio de las calificaciones.

de algunos inversores. En primer lugar, es preciso subrayar que las calificaciones no son utilizadas únicamente por su contenido informativo relativo al riesgo del producto en cuestión, sino que también son empleadas con frecuencia con fines de certificación y regulación. Así, las calificaciones son utilizadas de forma automática por algunos inversores institucionales, en fondos de pensiones, aseguradoras, fondos de inversión, etc., para restringir el tipo de activos que pueden formar parte de sus carteras. Este tipo de estrategia de composición de carteras da lugar tanto a discontinuidades en la función de demanda potencial de activos como a rigideces en dicha demanda,¹⁹ puesto que una vez que un activo ha alcanzado el estatus de elegible, los incentivos del inversor para revocar ese estatus, sin que medie una rebaja en la calificación, son, en la práctica, muy reducidos.

También la propia regulación prudencial ha podido contribuir a reducir la *due diligence* por parte de las instituciones financieras que han invertido en activos titulizados. Este es el caso del marco de capital bancario de Basilea II que permite a las entidades bancarias, bajo determinadas condiciones, emplear calificaciones externas en el cómputo de sus requerimientos de capital. Esta posibilidad puede provocar una relajación de los incentivos de las entidades inversoras a la hora de evaluar la verdadera calidad crediticia de los activos de sus carteras, pues una parte del coste asociado a los mismos, la que guarda relación con los requisitos de capital, viene determinada exclusivamente por los criterios regulatorios (v., por ejemplo, Sy 2009).

En segundo lugar, la propia complejidad de las estructuras de titulización ha favorecido un exceso de confianza en las agencias de calificación, ante la elevada dificultad de los inversores para poder evaluar directamente la calidad crediticia de estos activos. De hecho, la evidencia disponible revela que, precisamente, para los tramos de titulizaciones con la máxima calificación crediticia, la correlación entre los *spreads* en el momento de su emisión y su rendimiento posterior es particularmente baja (v. Adelino 2009).

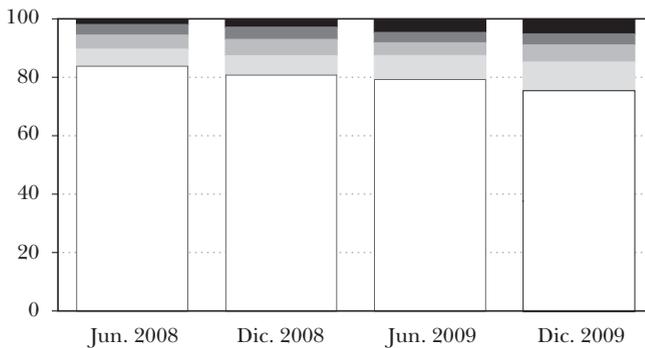
¹⁹ Por ejemplo, al elevarse la calificación de un activo desde BB, categoría especulativa, a BBB, categoría de inversión, ese activo puede pasar directamente de ser considerado no apto para su inversión a ser considerado apto.

Esta última observación sugiere que los demandantes de los tramos de titulaciones con calificación AAA han otorgado a las calificaciones de las agencias un peso proporcionalmente mayor que los compradores de tramos inferiores, quizá mejor equipados para verificar directamente la calidad de estos activos.

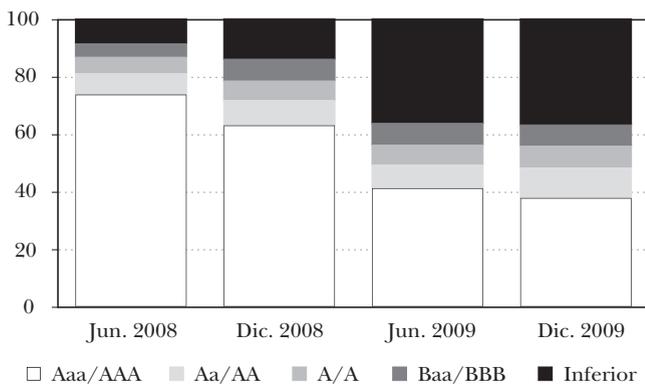
El resultado más visible de la conjunción de los factores anteriores es la importante corrección en las calificaciones de muchos de estos productos que se produjo a partir de la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos en el 2007, como ilustra el panel *b* en el gráfico 4.12. Este gráfico, además de poner de

GRÁFICO 4.12: Rebajas de bonos de titulación hipotecarios por calificación de emisión, junio de 2008-diciembre de 2009
(porcentaje del total)

a) Europa



b) Estados Unidos



Fuente: AFME (2010).

manifiesto las fuertes correcciones a la baja en las calificaciones para todas las categorías crediticias, revela que la aparente infravaloración de riesgos en las titulaciones hipotecarias fue mucho más acusada en los Estados Unidos que en Europa. Esto último es consistente con la conjunción de dos factores clave en las hipotecas *subprime* estadounidenses. Primero, que estos créditos han registrado tasas de morosidad especialmente elevadas, cercanas al 25% en el cuarto trimestre del 2009, y segundo, que la proporción de los mismos que se titulizó durante los años justamente anteriores a la crisis fue particularmente alta, alrededor del 75% durante el 2006.²⁰

4.4.1.2. *Fallos en los mecanismos de aseguramiento del riesgo de crédito*

Al igual que en el caso de las titulaciones, el rápido crecimiento del volumen de los CDS durante los últimos años tampoco ha estado exento de riesgos importantes. De hecho, algunos episodios puntuales de la crisis, como la quiebra de Lehman Brothers o los graves problemas de la aseguradora estadounidense AIG, llevaron al mercado global de CDS al borde del colapso a finales del verano del 2008. A diferencia de lo sucedido desde entonces en los mercados de titulización, la actividad en torno a los CDS no ha registrado una caída tan pronunciada.

Con carácter general, el riesgo que ha afectado con más intensidad a los mercados de CDS a lo largo de la crisis ha sido el riesgo de contraparte; es decir, la posibilidad de que la parte vendedora del contrato de protección no cumpla con los términos acordados si se produce un evento de crédito. El riesgo de contraparte en los contratos de CDS puede presentar dos grados diferentes de intensidad. En primer lugar, existe un riesgo de contraparte, conceptualmente similar a la insolvencia, que estaría ejemplificado por el caso de AIG. En el 2008, esta entidad no pudo hacer frente a los pagos derivados de los riesgos asumidos por las ventas de CDS, que, a finales de septiembre de ese año, ascendían, en términos

²⁰ El dato de morosidad procede de la Mortgage Bankers Association y la proporción de hipotecas *subprime* titulizadas procede de los datos de Inside Mortgage Finance contenidos en Ashcraft y Schuermann (2008).

netos, a 370.000 millones de dólares (BCE 2009). Para la mayoría de estos contratos, AIG apenas había movilizado garantías, pero al ver reducida su calificación,²¹ las contrapartes de esta aseguradora solicitaron la aportación inmediata de garantías adicionales. La imposibilidad de AIG para movilizar los recursos necesarios supuso su colapso. En segundo lugar, el riesgo de contraparte en contratos de CDS puede manifestarse como un problema transitorio de liquidez, como sucedió con la caída de Lehman Brothers. Este banco de inversión era una de las entidades de contrapartida de CDS más activas y proveía de liquidez a múltiples contrapartes, aunque, a diferencia de AIG, actuaba principalmente como intermediario y no como oferente neto de aseguramiento, lo que implicaba un volumen de posiciones abiertas mucho más modesto que en el caso de AIG y, además, mejor garantizadas.²² No obstante, puesto que en muchos casos las contrapartes compensaban posiciones de signo opuesto con Lehman Brothers, mediante la realización de nuevos contratos y no a través de la cancelación de las posiciones preexistentes, el *stock* bruto de contratos en los que este banco de inversión aparecía como contraparte alcanzó un volumen muy elevado, con el consiguiente riesgo de colapso de todo el mercado mundial de CDS.

El riesgo de contrapartida, a su vez, puede verse amplificado en el caso de los CDS por dos factores presentes en estos mercados. Por un lado, el hecho de que la inmensa mayoría de las transacciones con CDS se realicen a través de acuerdos bilaterales (OTC), con un número relativamente reducido de entidades actuando como intermediarios, ha dado lugar a complejas redes contractuales que han disparado el riesgo de contagio a nivel global. En concreto, una encuesta reciente llevada a cabo por Fitch (2010), sobre una muestra de veintinueve participantes activos en el mercado de CDS con presencia internacional, indica que los cinco participantes con mayor exposición acumularon, durante el 2009, el 95% de los saldos vivos notacionales de CDS comprados

²¹ Standard & Poor's redujo la calificación de la deuda de AIG en tres escalones, en una sola revisión, el 15 de septiembre del 2008.

²² Stulz (2010) analiza en detalle las diferencias y similitudes entre los casos de Lehman Brothers y AIG.

y vendidos. A esto hay que añadir la falta de transparencia en torno a las transacciones de CDS que ha dificultado, tanto a los participantes en el mercado como a los supervisores, conocer el montante global del riesgo acumulado en estos activos, así como su distribución entre las distintas partes del sistema (v. Arce, González Pueyo y Sanjuán 2010). De hecho, los compradores de CDS normalmente no tienen acceso a información sobre ofertas de compra y de venta. Por el contrario, el precio de cada operación se suele pactar directamente con el emisor. En este sentido, la elevada concentración de entidades oferentes, señalada anteriormente, supone una posible barrera para la implantación de estándares de pretransparencia en esta industria.²³ Por otro lado, a pesar de que existen varios proveedores privados de datos sobre precios y volúmenes negociados, estos datos rara vez contienen información diaria sobre transacciones reales sino, más bien, valores medios publicados con un cierto retraso. Además, existe un elevado grado de disparidad entre las distintas fuentes de información, lo que reduce el nivel efectivo de postransparencia.²⁴

Por último, cabe señalar el riesgo operacional asociado al funcionamiento de los mercados de CDS. En particular, las infraestructuras utilizadas en el procesamiento de las transacciones y la gestión de riesgos asociados a estos mercados no han podido mantener un ritmo de desarrollo proporcional al enorme dinamismo mostrado por los volúmenes de negociación. De este modo, a pesar de las mejoras registradas recientemente en este ámbito, que, entre otros avances, han permitido que un porcentaje muy elevado de las transacciones se confirmen electrónicamente, en torno al 90%, según Kiff et ál. (2009), todavía existen problemas relacionados con la dificultad en la verificación y retrasos en las confirmaciones de los contratos que aumentan el riesgo de contraparte. Las propuestas formuladas desde el Grupo de los

²³ Esta cuestión es analizada en detalle por Litan (2010) en el contexto más general de los posibles incentivos de los grandes oferentes de CDS para oponerse a una reforma en profundidad de estos mercados.

²⁴ Por ejemplo, Mayordomo, Peña y Schwartz (2010) comparan seis de las principales fuentes de precios de CDS usando información relativa a las referencias más líquidas en el periodo 2004-2010, y encuentran diferencias sistemáticas entre las distintas fuentes.

Veinte (G20), para el establecimiento de cámaras de compensación central en las que se liquiden los contratos de CDS con mayor nivel de estandarización, deberían producir una disminución significativa de estos riesgos. Tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea se han dado pasos recientemente para que sus respectivas regulaciones recojan esta propuesta del G20.²⁵

4.4.2. La infravaloración del riesgo sistémico

La intensidad de los efectos provocados por los fallos señalados en los dos epígrafes anteriores era difícilmente previsible, como también lo era la velocidad con la que las primeras perturbaciones en el mercado de hipotecas *subprime* se extendieron a mercados y productos de todo el mundo. De hecho, estas dos características de la actual crisis, la intensidad del daño causado en el plano económico y financiero junto con la velocidad de su propagación, ponen de relieve la existencia de un elevado nivel de riesgo sistémico al comienzo de la misma; esto es, la solidez del sistema financiero global ante fallos puntuales en alguna de sus partes fue, aparentemente, disminuyendo a medida que el sistema canalizaba y distribuía volúmenes crecientes de riesgo. En lo que resta de este apartado se analizan brevemente varias piezas de los mecanismos de transferencia de riesgo estudiados que han contribuido de manera más directa a elevar el riesgo sistémico.

En primer lugar, la infravaloración del riesgo agregado en el ámbito de las titulizaciones de activos inmobiliarios, especialmente en los Estados Unidos, resulta incuestionable. Concretamente, las elevadas correlaciones en los fallos de los préstamos individuales de muchos fondos de titulización durante la crisis ponen de manifiesto problemas en el proceso de estructuración y certificación de la calidad crediticia de estos activos. Conviene señalar que los criterios de diversificación de los activos titulizados no siempre fueron correctos²⁶ y que incluso una correcta diversifica-

²⁵ Véase Arce, González Pueyo y Sanjuán (2010) para una revisión de las principales novedades regulatorias en el ámbito de los CDS.

²⁶ Coval, Jurek y Stafford (2009) argumentan que las deficiencias en los criterios de diversificación en los Estados Unidos fueron especialmente acusadas en las titulizaciones de hipotecas *subprime*, en las que, con frecuencia, se incluían préstamos procedentes de la misma área geográfica y añadidas similares.

ción de este tipo de préstamos resulta poco eficaz para contener el riesgo macroeconómico, es decir, el riesgo producido por una evolución adversa de factores comunes de naturaleza agregada, como la evolución de los tipos de interés o la de los precios de la vivienda o del empleo, que condicionan la calidad crediticia de los préstamos subyacentes. A estos factores comunes de riesgo hay que añadir el hecho de que los años que precedieron a la crisis registraron un elevado grado de sincronización internacional, en términos del alto número de países que experimentaron, simultáneamente, episodios de rápida revalorización en el mercado inmobiliario.²⁷

Por otro lado, el sistema de distribución de los productos titulizados a escala internacional, muy activo en los años anteriores a la crisis y, en ocasiones, poco transparente, contribuyó también a incrementar el riesgo sistémico. De hecho, la falta de información acerca de las tenencias de activos expuestos a las hipotecas *subprime*, por parte de bancos tanto estadounidenses como europeos, junto con la complejidad de los canales a través de los que se puede manifestar esta exposición, fue uno de los detonantes del desplome de los mercados interbancarios que siguió a las primeras turbulencias, en agosto del 2007.

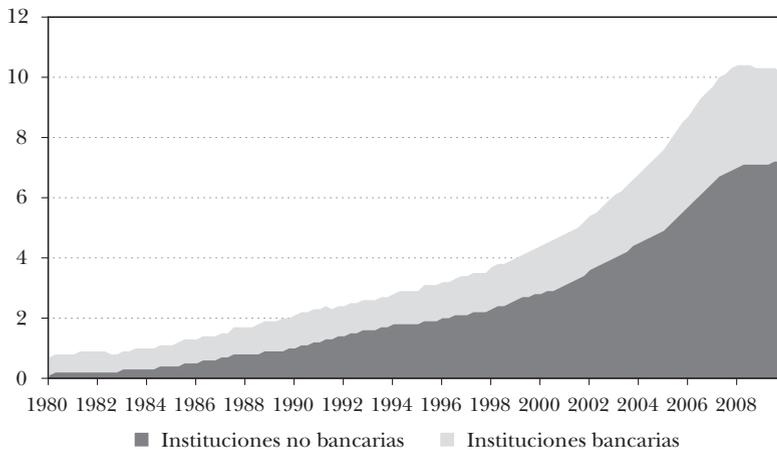
Otro factor a tener en cuenta en este contexto es el relativo al elevado riesgo de liquidez en que muchas entidades originadoras o patrocinadoras de titulizaciones incurrieron, al financiar activos con vencimiento a largo plazo, a través de instrumentos de los mercados monetarios, con vencimientos a muy corto plazo. La materialización de los riesgos de alcance agregado asociados a las titulizaciones dio lugar, a su vez, a un aumento en el riesgo sistémico percibido en los mercados de CDS. Este efecto se debió a que una parte importante de las fuertes caídas en los valores de muchas titulizaciones afectó negativamente a la situación financiera de algunas de las principales entidades que actuaban como intermediarios o como oferentes de cobertura neta, lo que con-

²⁷ Girouard et ál. (2006) muestran, a partir de datos procedentes de una muestra de dieciocho países de la OCDE, que el último ciclo expansivo del mercado inmobiliario ha presentado el mayor grado de coincidencia en cuanto al número de países que han experimentado crecimientos en los precios de la vivienda, sensiblemente superiores a su media histórica a lo largo de las cuatro últimas décadas.

llevó un aumento del riesgo de contraparte, como se ha señalado antes en referencia a AIG y Lehman Brothers.

Por último, cabe destacar que el periodo de fuerte crecimiento de las titulizaciones de activos inmobiliarios condujo a un cambio sustancial en la distribución de las tenencias de estos activos, con consecuencias para la estabilidad del sistema financiero internacional. Así, en el principal mercado mundial de titulizaciones, en los Estados Unidos, la proporción de créditos hipotecarios en manos del sistema bancario pasó de representar el 80%, en 1980, a suponer solo el 33%, en el 2007, dando paso a varios tipos de instituciones no bancarias, fundamentalmente, vehículos de titulización y agencias hipotecarias con apoyo estatal, como Freddie Mac (The Federal Home Loan Mortgage Corporation) y Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), que actuaron como los principales tenedores de estos créditos a través de sus fondos de titulización (v. el gráfico 4.13). De este modo, una parte cada vez mayor del riesgo hipotecario acabó concentrándose en manos de

GRÁFICO 4.13: Saldo vivo del crédito hipotecario residencial en Estados Unidos por sector, 1980-2009
(billones de dólares)



Nota: Las instituciones bancarias corresponden a bancos comerciales (*commercial banks*) y otras instituciones de ahorro (*savings institutions* y *credit unions*). Las instituciones no bancarias comprenden agencias hipotecarias con apoyo estatal y vehículos de titulización (*government-sponsored enterprises, agency and GSE-backed mortgage pools* y *asset-backed securities issuers*). Datos trimestrales hasta el 2009.

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (2010).

instituciones, cuya regulación y supervisión no han mantenido en los últimos años un ritmo en su desarrollo parejo al experimentado por la propia industria, originando zonas opacas dentro del sistema financiero denominadas *shadow banking system* por Gorton (2010).

4.5. Conclusiones

Las crisis financieras han sido numerosas y muy variadas a lo largo del último siglo. El desarrollo económico y la continua evolución de los mercados financieros para facilitar la transmisión de fondos de los ahorradores a los inversores pueden generar extraordinarias ganancias en términos de producción y empleo, pero en ocasiones llevan consigo el germen de la inestabilidad. Por ello, la crisis actual no será la última y, aunque la siguiente se presente con características diferentes, seguramente compartirá muchos de los elementos que han conducido al práctico colapso del sistema financiero y a una recesión con pocos precedentes históricos.

La crisis que se inició en el 2007 tiene muchos de los ingredientes observados años atrás en algunas economías, en particular las emergentes, como son el elevado endeudamiento privado y público, el crecimiento espectacular del precio de algún activo y el manejo inadecuado del riesgo, por parte del sistema bancario. Pero también presenta otras características específicas. Esta crisis financiera se centra en el núcleo del sistema financiero internacional, o sea países desarrollados, en especial los Estados Unidos, en vez de en la periferia, y ha tenido lugar tras un dilatado periodo de prosperidad y estabilidad macroeconómica. Algunas economías avanzadas han estado al borde del *sudden stop* y no ha habido *bank runs* clásicos en términos de retirada de depósitos, aunque algunos segmentos del mercado financiero han estado a punto de desaparecer o se han visto severamente afectados, tales como los repos, las titulizaciones, etc.

Tres características del periodo 1990-2007 son indispensables para entender el proceso de extraordinario crecimiento de la economía mundial, su abrupta interrupción con la crisis actual y los riesgos y oportunidades de la economía mundial en el futuro: la

Gran Moderación, los desequilibrios globales (*global imbalances*) y el desarrollo de la industria financiera en el tratamiento del riesgo y la creación de liquidez. En este capítulo se han descrito estos tres elementos y establecido algunas de las principales interacciones entre ellos. Las medidas de política económica que se están adoptando, tanto globalmente como por parte de los distintos países afectados por la crisis, se apoyan en un conocimiento insuficiente de esta interacción, ya que el análisis económico no dispone aún de un marco teórico unificado, ampliamente aceptado con el que abordar el estudio de estos fenómenos. Sin embargo, algunos economistas teóricos y los *policy makers* han tomado constancia de la necesidad de entender mejor la compleja relación entre los mercados reales y los financieros, y su estudio se ha convertido en una prioridad. Es de esperar que este esfuerzo conduzca en el futuro a un mejor conocimiento de las crisis financieras, y de los eventos asociados a ellas, que son recurrentes aunque suficientemente infrecuentes como para escapar al núcleo central de la teoría de los ciclos económicos. Que este conocimiento nos permita diseñar políticas económicas capaces de prevenirlas o al menos de mitigar sus efectos más negativos cuando acaben teniendo lugar.

Agradecimientos

Los autores agradecen el extraordinario trabajo de ayuda en la recopilación de datos efectuado por Lucio Sanjuán del Peso. Javier Andrés agradece la ayuda financiera del Ministerio de Ciencia e Innovación, Dirección General de Investigación, proyecto ECO2008-04669.

Bibliografía

- ADELINO, Manuel. «Do investors rely only on ratings? The case of mortgage-backed securities». Mimeo, Cambridge (MA): Massachusetts Institute of Technology, 2009.
- AFME (Association for Financial Markets in Europe). *Securitisation Data Report*. Londres, estadística disponible en Internet en: <http://www.afme.eu/securitisation-reports.aspx> [consulta: octubre del 2010].

- ANDRÉS, Javier, y Óscar ARCE. «Banking Competition, Housing Prices and Macroeconomic Stability». Documento de Trabajo n.º 0830, Madrid: Banco de España, 2008.
- ANDRÉS, Javier, José Emilio BOSCA y Javier FERRI. «Labor Market Search, Housing Prices and Borrowing Constraints». Mimeo, Valencia: Universidad de Valencia, 2010.
- ANDRÉS, Javier, y Rafael DOMÉNECH. «Fiscal Rules and Macroeconomic Stability». *Hacienda Pública Española* 176 (2006): 9-41
- ANDRÉS, Javier, J. David LÓPEZ SALIDO y Edward NELSON. «Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium». *Journal of Money Credit and Banking* 36 (2004): 665-690.
- ARCE, Óscar. «Speculative Hyperinflations and Currency Substitution». *Journal of Economic Dynamics and Control* 33 (2009): 1808-1823.
- ARCE, Óscar, Javier GONZÁLEZ PUEYO y Lucio SANJUÁN. «El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias». Documento de Trabajo CNMV n.º 42, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), 2010.
- ARCE, Óscar, y J. David LÓPEZ SALIDO. «Housing Bubbles». *American Economic Journal Macroeconomics* 3 (2011): 212-241.
- ASHCRAFT, Adam B., Paul GOLDSMITH-PINKHAM y James VICKERY. *MBS ratings and the mortgage credit boom*. Staff report n.º 449, Nueva York: Banco de la Reserva Federal, 2009.
- ASHCRAFT, Adam B., y Til SCHUERMANN. *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*. Staff report n.º 318, Nueva York: Banco de la Reserva Federal, marzo 2008.
- BAKER, Gerald. «Welcome to 'the Great Moderation'». Artículo publicado en el *The Sunday Times*, Londres, 19 de enero del 2007.
- BCE (Banco Central Europeo). *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*. Frankfurt, agosto 2009. Disponible en Internet en: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>.
- . *Credit to the private sector*. Frankfurt, datos disponibles en Internet en: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html> [consulta: octubre del 2010].
- BANCO DE INGLATERRA. *Credit to the private sector*. Londres, datos disponibles en Internet en: <http://www.bankofengland.co.uk/> [consulta: octubre del 2010].
- BEAN, Charles. «Monetary Policy After the Fall». Ponencia presentada en el Economic Policy Symposium en Jackson Hole, Wyoming, 26-28 de agosto del 2010.
- BECKER, Bo, y Todd MILBOURN. «Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry». Documento de Trabajo n.º 09-051, Boston (MA): Harvard Business School, 2009.
- BERNANKE, Ben S. «The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit». Conferencia impartida en la Virginia Association of Economics, Richmond (Virginia), el 14 de abril del 2005.
- BERNANKE, Ben S., Mark GERTLER y Simon GILCHRIST. «The Financial Accelerator and the Flight to Quality». *The Review of Economics and Statistics* 78, n.º1 (febrero 1996): 1-15.
- BIS (Bank for International Settlements). *Semiannual OTC derivatives statistics*. Basilea, estadística disponible en Internet en: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm> [consulta: octubre del 2010].
- BLANCHARD, Olivier, y Gian Maria MILESI-FERRETTI. «Global Imbalances: In Mids-tream?». IMF Staff Position Note n.º SPN/09/29, Washington (DC): Fondo Monetario Internacional (FMI), 2009.

- BLOOMBERG. Proveedor de datos interactivo, disponible en Internet en: <http://www.bloomberg.com/apps/feedback?site=sales> [consulta: otoño del 2010].
- BOLTON, Patrick, Xavier FREIXAS y Joel SHAPIRO. «The Credit Ratings Game». Documento de Trabajo NBER n.º 14.712, febrero 2009.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Flow of Funds Accounts of the United States*. Estadística disponible en Internet en: <http://www.federalreserve.gov> [consulta: octubre del 2010].
- BONGAERTS, Dion, Martijn CREMERS y William GOETZMANN, «Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings». Documento de Trabajo n.º 08-27, New Haven (CT): Yale International Center for Finance, 2008.
- BRACKE, Thierry, Matthieu BUSSIÈRE, Michael FIDORA y Roland STRAUB. «A Framework for Assessing Global Imbalances». Occasional Paper Series n.º 78, Frankfurt: Banco Central Europeo (BCE), enero 2008.
- BRENDER, Anton, y Florence PISANI. *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*. Bruselas: Centre for European Policy Studies, 2010.
- BRUNNERMEIER, Markus K. «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008». *Journal of Economic Perspectives* 23, n.º 1 (2009): 77-100.
- CABALLERO, Ricardo J. «The 'Other' Imbalance and the Financial Crisis». Documento de Trabajo NBER n.º 15636, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER), enero 2010.
- CABALLERO, Ricardo J., Emmanuel FARHI y Pierre-Olivier GOURINCHAS. «An Equilibrium Model of Global Imbalances and Interest Rates». *American Economic Review* 98, n.º 1 (2008a): 358-393.
- . «Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances». *Brookings Papers on Economic Activity Fall* (2008b): 1-55.
- CAMPBELL, Jeffrey, y Zvi HERCOWITZ. «The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization». Mimeo, Universidad de Tel Aviv, diciembre 2006.
- CARDONE, Clara, Reyes SAMANIEGO y Antonio TRUJILLO. «What do we know about banks' securitisation?: The Spanish experience». Documento de Trabajo n.º 093934, Madrid: Universidad Carlos III, Departamento de Economía de la Empresa, 2009.
- CENTRAL STATISTICS OFFICE IRELAND. *Consumer price index*. Dublín, estadística disponible en Internet en: <http://www.cso.ie/default.htm> [consulta: octubre del 2010].
- CLAESSENS, Stijn, y Luc LAEVEN. «Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth». *Journal of the European Economic Association* 3 (2005): 179-207.
- CLARIDA, Richard, Jordi GALÍ y Mark L. GERTLER. «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory». *Quarterly Journal of Economics* 115, n.º 1 (2000): 147-180.
- CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores). *Informe Anual sobre los Mercados de Valores y su Actuación, ejercicio de 2009*. Madrid, 2009. Disponible en Internet en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2009_Web.pdf.
- CORSETTI, Giancarlo, André MEIER y Gernot MÜLLER. «Fiscal Stimulus with spending reversals». CEPR Discussion Papers n.º 7302, Londres: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2009.
- COVAL, Joshma, Jakub JUREK y Erik STAFFORD. «The Economics of Structured Finance». *Journal of Economic Perspectives* 23, n.º 1 (2009): 3-25.
- DEALOGIC. *DCM Analytics*. Proveedor de datos interactivo, disponible en Internet en: <http://www.dealogic.com/en/contact.htm> [consulta: otoño del 2010].

- ESRI (The Economic and Social Research Institute). *Nominal house prices*. Dublín, estadística disponible en Internet en: <http://www.cso.ie/default.htm> [consulta: octubre del 2010].
- FITCH RATINGS LIMITED. *Global Credit Derivatives Survey: Surprises, Challenges and the Future*. Special Report, Nueva York 2010.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *Global Financial Stability Report*. Washington (DC), octubre 2009.
- . *Global Financial Stability Report*. Washington (DC), octubre 2010a.
- . *World Economic Outlook*. Washington (DC), octubre 2010b.
- GALÍ, Jordi, y Olivier BLANCHARD. «The macroeconomic effects of oil price shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?». Mimeo, Barcelona: Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI), agosto 2007. Disponible en Internet en: http://www.crei.cat/people/gali/pdf_files/bg0il07wp.pdf.
- GALÍ, Jordi, y Luca GAMBETTI. «On the Sources of the Great Moderation». *American Economic Journal: Macroeconomics* 1, n.º 1 (enero 2009): 26-57.
- GALÍ, Jordi, y Roberto PEROTTI. «Fiscal policy and monetary integration in Europe». *Rconomic Policy* 18, n.º 37 (octubre 2003): 533-572.
- GIROUARD, Natalie, Mike KENNEDY, Paul VAN DEN NOORD, y Christophe ANDRÉ. «Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals». Documento de Trabajo OECD Economics Department n.º 475, París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), enero 2006.
- GOODHART, Charles. «Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations». *Oxford Review of Economic Policy* 20, n.º 4 (2004): 591-615.
- GORTON, Gary B. «Questions and Answers about the Financial Crisis». Documento de Trabajo NBER n.º 15.787, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER), febrero 2010.
- INE (Instituto Nacional de Estadística). *Índice de precios al consumo*. Madrid, estadística disponible en Internet en: <http://www.ine.es/> [consulta: octubre del 2010].
- INSEE (Institut National de la Statistique et des Études Économiques). *Prix des logements*. París, estadística disponible en Internet en: <http://www.insee.fr/fr/default.asp> [consulta: octubre del 2010].
- JUSTINIANO, Alejandro, y Giorgio E. PRIMICERI. «The Time Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations». Documento de Trabajo NBER n.º 12.022, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER), febrero 2006.
- KIFF, John, Jennifer ELLIOTT, Elias KAZARIAN, Jodi SCARLATA y Carlyne SPACKMAN. «Credit derivatives: Systemic Risks and Policy Options». Documento de Trabajo IMF n.º WP/09/254, Washington (DC): Fondo Monetario Internacional (FMI), 2009.
- LEVINE, Ross. «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda». *Journal of Economic Literature* 35, n.º 2 (junio 1997): 688-726.
- LITAN, Robert E. *The derivatives dealers club and derivatives markets reforms: A guide for policy makers, citizens and other interested parties*. Initiative on Business and Public Policy at Brookings, Washington (DC): The Brookings Institution, abril 2010. Disponible en Internet en: http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2010/0407_derivatives_litan/0407_derivatives_litan.pdf.
- MAYORDOMO, Sergio, Juan Ignacio PEÑA y Eduardo S. SCHWARTZ. «Are all Credit Default Swap Databases Equal?». Documento de Trabajo n.º 44, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), 2010.

- McCONNELL, Margaret, y Gabriel PÉREZ QUIRÓS. «Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's?». *American Economic Review* 90, n.º 5 (diciembre 2000): 1464-1476.
- MINISTERIO DE FOMENTO. *Precios nominales de la vivienda*. Madrid, estadística disponible en Internet en: <http://www.mviv.es/es> [consulta: octubre del 2010].
- MINTON, Bernadette, Anthony B. SANDERS y Phillip E. STRAHAN. «Securitization by banks and finance companies: Efficient financial contracting or regulatory arbitrage?». Mimeo, Boston College, 2004.
- NATIONWIDE BUILDING SOCIETY. *Housing prices*. Londres, datos disponibles en Internet en: <http://www.nationwide.co.uk/hpi/historical.htm> [consulta: octubre del 2010].
- OBSTFELD, Maurice, y Kenneth ROGOFF «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes». CEPR Discussion Paper n.º 7606, Londres: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2009.
- PANETTA, Fabio, y Alberto Franco POZZOLO. «Why do banks transfer credit risk? Bank-level evidence from over one hundred countries». Mimeo, Roma: Banca d'Italia, 2009.
- REINHART, Carmen M. «This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises». Documento de Trabajo NBER n.º 15.815, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER), marzo 2010.
- RESTOY, Fernando. «The sub-prime crisis: Some lessons for financial supervisors». Monografía de la CNMV n.º 31, Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores, julio 2008. Disponible en Internet en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008_31_e.pdf.
- SERVÉN, Luis, y Ha NGUYEN. «Global Imbalances Before and After the Global Crisis». Policy Research Working Paper n.º 5354, Washington (DC): Banco Mundial, junio 2010.
- STULZ, René M. «Credit Default Swaps and the Credit Crisis». *Journal of Economic Perspectives* 24, n.º 1 (2010): 73-92.
- SUMMERS, Peter. «What caused the Great Moderation? Some Cross-Country Evidence». *Economic Review Third Quarter* (2005): 5-32.
- SY, Amadou N.R. «The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets». Documento de Trabajo IMF n.º WP/09/129, Washington (DC): Fondo Monetario Internacional (FMI), 2009.
- TARASHEV, Nikola, y Haibin ZHU. «Modelling and Calibration Errors in Measures of Portfolio Credit Risk». Documento de Trabajo n.º 230, Basilea: Bank of International Settlements, 2007.
- THOMSON REUTERS. *Datastream*. Proveedor de datos interactivo, disponible en Internet en: http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/a-z/datastream/ [consulta: otoño del 2010].

5. La crisis financiera mundial: lecciones y retos

José Manuel González-Páramo
Banco Central Europeo

5.1. Introducción

Después de casi tres años, desde el inicio de las turbulencias, el sistema financiero internacional continúa sometido a un periodo de ajuste severo. El funcionamiento de los mercados financieros internacionales, y en especial de los mercados monetarios, sigue desvalorizado. Más recientemente, también los mercados de valores han estado sometidos a tensiones en algunos países de la zona del euro, generando inquietud por el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de políticas monetarias. Como respuesta a estos acontecimientos, los bancos centrales y otras autoridades públicas internacionales han adoptado medidas rápidas y decisivas.

En el apartado 5.2 se describirán brevemente ciertas similitudes y diferencias entre las consecuencias macroeconómicas de la Gran Depresión y las de la crisis actual. Se señalará que una diferencia clave entre ambas etapas surge de las distintas medidas políticas aplicadas en cada caso. Mientras que la Gran Depresión se considera en general un episodio histórico en el que las autoridades encargadas de los objetivos de estabilización macroeconómica no estuvieron a la altura de las circunstancias, durante la crisis actual los responsables de las políticas de todo el mundo han llevado a cabo una serie de medidas fundamentales para proteger la estabilidad macroeconómica y financiera.

En el apartado 5.3 se describirán las medidas principales adoptadas por las autoridades públicas, desde el principio de las turbulencias del mercado financiero, y más concretamente la ac-

[N. del ed.]: Este capítulo ha sido traducido por Carmen Castillo Ventura.

tuación del Banco Central Europeo (BCE) destinada a contribuir al buen funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro y a paliar la escasez de fondos de los bancos de la zona del euro. En el apartado 5.4 se expondrán las lecciones fundamentales que los bancos centrales y los Gobiernos pueden extraer de la crisis. Finalmente, para concluir, en el apartado 5.5 se incidirá en algunos retos de cara al futuro.

5.2. Comparación entre la crisis actual y la Gran Depresión

5.2.1. El coste macroeconómico

Generalmente se acepta la idea de que la recesión experimentada durante la actual crisis financiera representa la etapa de contracción económica más severa desde la Gran Depresión. Así, algunos autores han intentado comparar la evolución de una serie de importantes indicadores macroeconómicos durante las dos etapas de crisis a fin de determinar la magnitud relativa de sus costes, en particular, en cuanto a pérdidas de producción y de empleo.

El artículo de Almunia et ál. (2010) proporciona un análisis comparativo especialmente interesante y exhaustivo de la evolución mundial de la producción industrial y el comercio en las dos épocas. Dicho análisis indica que la contracción de la producción en la crisis actual ha sido menos severa y menos duradera que la de la Gran Depresión. La caída de la producción industrial mundial, en relación con su máximo anterior, durante el primer año de la crisis, fue de magnitud similar en ambos periodos. No obstante, durante la actual crisis internacional la producción se ha recuperado mucho antes que en la Gran Depresión, ya que lo ha hecho al cabo de un año, a partir del punto máximo anterior, comparado con los tres años en la década de 1930.

Al mismo tiempo, en la crisis actual, el derrumbe inicial del comercio mundial a partir de su máximo fue más acusado y más sincronizado que durante la Gran Depresión. Se había producido un colapso comercial sin precedentes: un -29% en solo cuatro meses, desde septiembre del 2008 hasta enero del 2009. Además,

al parecer esto no se correspondió con el PIB mundial que solo se contrajo un 3% en el mismo periodo. Se han propuesto diversas explicaciones para el llamado *gran colapso comercial*. La creciente dependencia por parte de los sectores industriales de las complejas cadenas de valor y las restricciones de crédito a nivel internacional han tenido una cierta influencia. Sin embargo, va tomando fuerza la opinión según la cual el colapso comercial se debió principalmente a un *efecto composicional* (v. Baldwin 2009), en concreto al hecho de que la creciente incertidumbre, tras el colapso de Lehman Brothers, condujo a un desplome de la demanda de bienes de consumo duraderos que componen una parte muy sustancial del comercio mundial. De todas formas, el comercio mundial se ha recuperado desde la segunda mitad del 2009, lo cual indica que la caída del comercio en la crisis actual ha de ser menos prolongada que la de la década de los treinta.

Además, el análisis de la evolución de las tasas de desempleo indica que la destrucción de puestos de trabajo durante esta crisis ha sido menos acusada que en la Gran Depresión. Es más, tal como muestra el cuadro 5.1, los datos recogidos por Temin (1989), referidos a cuatro de las principales economías, muestran que el incremento del desempleo en la década de los treinta, comparándolo con la década anterior, fue considerable. Comparativamente, en el periodo posterior a la crisis actual, la variación del desempleo en relación con los valores registrados en la década anterior fue muy limitada y en el caso de Alemania incluso negativa.

En términos generales, las comparaciones históricas parecen indicar que el colapso de la actividad económica mundial duran-

CUADRO 5.1: Tasas de desempleo en las principales economías

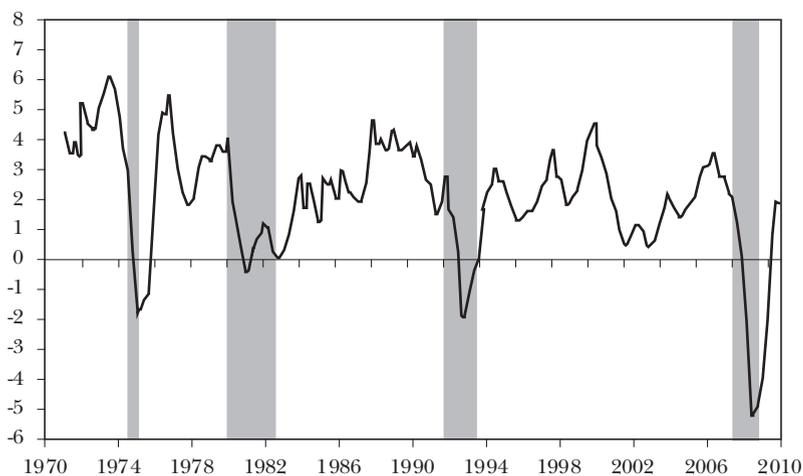
País	1921-1929	1930-1938	Diferencias entre los periodos	De enero de 1999 a agosto del 2008	De sept. del 2008 a marzo del 2010	Diferencias entre los periodos
Francia	3,8	10,2	+6,4	9,0	9,3	+0,3
Alemania	9,2	21,8	+12,6	8,8	7,4	-1,4
Reino Unido	12,0	15,4	+3,4	5,2	7,3	+2,1
Estados Unidos	7,9	26,1	+18,2	5,0	8,8	+3,8

Fuente: Temin (1989) y *Short-term statistics* (Eurostat, varios años).

te el primer año de la presente crisis fue tan severo como durante la Gran Depresión, o incluso más, pero que la recuperación se inició en una fase mucho más temprana. Al mismo tiempo, no hay duda de que la influencia macroeconómica de la crisis actual fue especialmente notable en cuanto a la velocidad y el alcance de la desaceleración de la actividad económica. Algunos factores contribuyeron a esta marcada contracción de la actividad mundial, entre los cuales cabe señalar una combinación de circunstancias macroeconómicas, la evolución de los mercados financieros y las deficiencias esenciales de las estructuras de regulación y supervisión con el trasfondo de los desequilibrios globales, que prepararon el terreno para la crisis financiera.

En cuanto a la zona del euro, en concreto, el gráfico 5.1 muestra que la contracción del PIB, observada durante la crisis actual, fue mayor que en las tres recesiones anteriores, según la interpretación del Centre for Economic Policy Research (CEPR). El alcance de la desaceleración fue notable. Después de crecer un 2,8% en el 2007, la economía de la zona del euro se desaceleró bruscamente hasta un 0,6% en el 2008 y se contrajo un 4,1% en el 2009.

GRÁFICO 5.1: PIB real en la zona del euro.
Tasas de variación interanual, 1970-2010



Nota: Las zonas sombreadas son recesiones según la interpretación del CEPR.

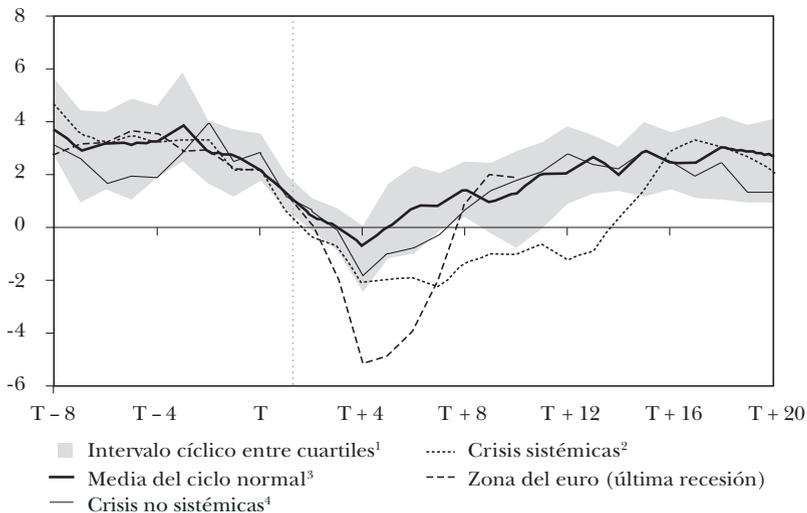
Fuente: Fagan, Henry y Mestre (2001), CEPR (varios años) y *ESA 95 National Accounts* (Eurostat varios años).

A mediados del 2009, el PIB real de la zona del euro llegó a estar un 5% por debajo de su máximo alcanzado a principios del 2008. Desde entonces la actividad económica ha iniciado una recuperación propiciada por el impulso del crecimiento mundial, por las medidas de apoyo de los Gobiernos y por ciertos factores nacionales transitorios. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento económico continúan ensombrecidas por una enorme incertidumbre y por las crecientes tensiones de los mercados financieros, y los riesgos todavía apuntan ligeramente a la baja. Según los datos más recientes difundidos por Eurostat, la tasa de crecimiento del PIB real anual en la zona del euro se situó en el 1,8% en el 2010.

Más concretamente, puede ser útil comparar la evolución de las variables macroeconómicas en el transcurso de las principales recesiones desde 1970, tanto en la zona del euro como en las economías de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) con el fin de encontrar similitudes y quizá identificar algunas constantes en las dinámicas macroeconómicas de las épocas de recesión. Debido al origen financiero de la última recesión, es especialmente interesante destacar la evolución en periodos de estrés financiero que puede proporcionar puntos de referencia históricos más significativos. Así, en el análisis que se muestra en los gráficos 5.2, 5.3 y 5.4 se distinguirá entre crisis financieras *sistémicas* y *no sistémicas*.

El gráfico 5.2 muestra la evolución del crecimiento del PIB real en la zona del euro respecto al punto temporal (T) en el que se alcanzó el nivel máximo del PIB previo a la Recesión. Para facilitar las comparaciones, el gráfico 5.2 también determina el crecimiento medio durante las cinco crisis financieras sistémicas sufridas por las economías de la OCDE desde 1970, en Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia, y durante otras crisis no sistémicas. El gráfico también muestra los indicadores de los desarrollos cíclicos en épocas de recesión *normal*, es decir, recesiones no relacionadas con crisis financieras e indica que la recesión actual es una de las más graves de la OCDE desde 1970. Los antecedentes históricos señalan que las crisis financieras tienden a prolongarse, pues la recuperación tarda mucho tiempo en experimentar una aceleración. Dado que la última contracción de la actividad real en la zona del euro está asociada a una crisis financiera mun-

GRÁFICO 5.2: Crecimiento del PIB real en la zona del euro comparado con recesiones anteriores en las economías de la OCDE.
Tasas de variación interanual



¹ El intervalo cíclico de las recesiones en la OCDE se calcula como el cuartil superior menos el cuartil inferior de todas las recesiones de la OCDE desde 1970.

² El crecimiento medio durante las cinco crisis severas de las economías de la OCDE, desde 1970, que se catalogan como sistémicas.

³ El crecimiento medio durante las recesiones de la OCDE que no se consideran crisis.

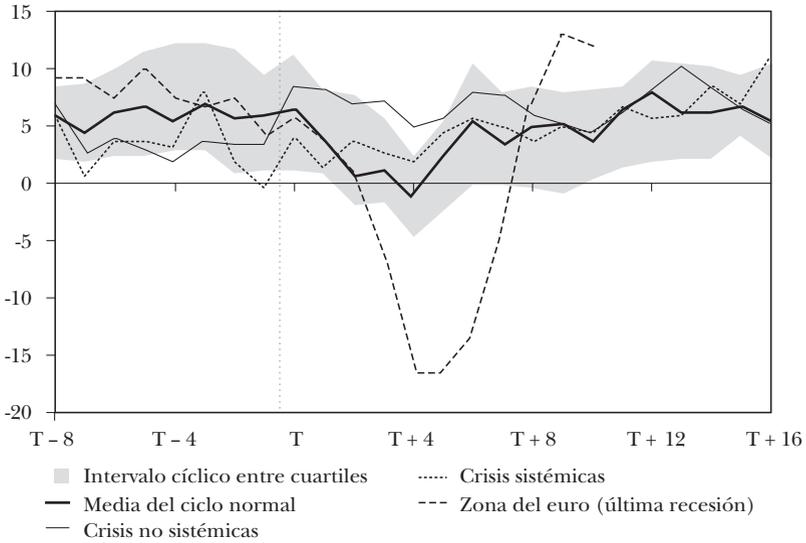
⁴ El crecimiento medio durante las otras crisis financieras de las economías de la OCDE desde 1970.
 Fuente: BCE (2009).

dial, es lógico suponer que la recuperación será, muy probablemente, gradual.

El gráfico 5.3 muestra los resultados de analizar el mismo ejercicio para las exportaciones de bienes y servicios. Como ya se ha mencionado, la crisis actual ha tenido un efecto sensible en el comercio internacional. Con esta observación se corresponde el gráfico que muestra una contracción muy notable de las exportaciones de la zona del euro durante el primer año de la crisis. Esta contracción fue mucho mayor de lo que cabía esperar al tomar como referencia recesiones anteriores, incluidas aquellas que estuvieron relacionadas con crisis sistémicas.

Por último, el gráfico 5.4 indica que el crecimiento del empleo ha sufrido un acusado descenso en consonancia con las pasadas crisis financieras. Sin embargo, mientras que en las crisis sistémicas anteriores el crecimiento del empleo había seguido muy

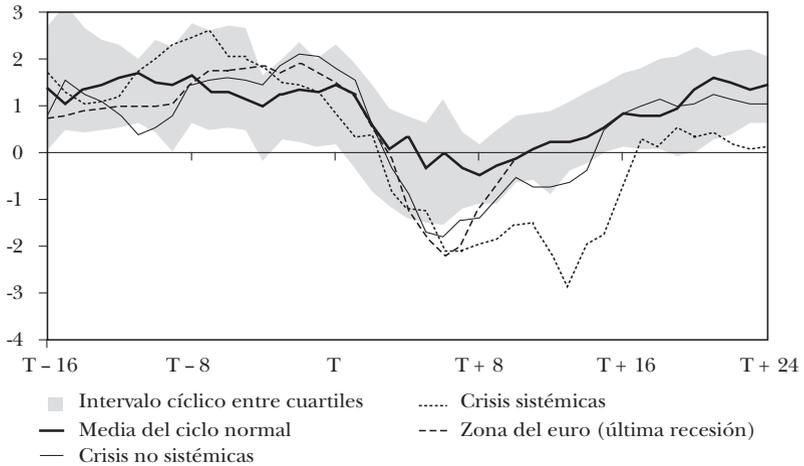
GRÁFICO 5.3: Exportaciones de bienes y servicios en la zona del euro comparadas con recesiones anteriores de las economías de la OCDE. Tasas de variación interanual



Nota: Véanse las notas del gráfico 5.2.

Fuente: BCE (2009).

GRÁFICO 5.4: El empleo en la zona del euro comparado con recesiones anteriores en las economías de OCDE. Tasas de variación interanual



Nota: Véanse las notas del gráfico 5.2.

Fuente: BCE (2009).

contenido, incluso mucho después de la bajada de la actividad económica, lo que conllevó una tasa de desocupación que posteriormente quedaba considerablemente por encima de los niveles anteriores a la crisis. En la última crisis el ajuste del empleo se ha visto atenuado por la reducción de las horas de trabajo por empleado, reflejando en parte las medidas adoptadas por los Estados.

5.2.2. Diferencias en las causas, las dinámicas y las medidas adoptadas

Además de comparar la evolución de los datos macroeconómicos en las dos épocas, algunos autores han analizado las similitudes y las diferencias entre la crisis actual y la Gran Depresión en cuanto a las causas y las medidas adoptadas. Si bien un análisis en profundidad de dichos estudios queda fuera del propósito de este análisis, sí que se quiere perfilar brevemente las principales similitudes y diferencias que se han planteado en ellos.

Una similitud bastante obvia es que una desestabilización de los mercados financieros y de los sectores bancarios desencadenó ambas etapas de crisis, aunque el primer signo de las dos crisis se dio en segmentos muy diferentes, como la bolsa en 1929 y el mercado de créditos hipotecarios de alto riesgo en el 2007. En ambos casos, los sistemas financieros internacionales y nacionales sufrieron graves desajustes, produciendo un colapso de la actividad económica e industrial mundial.

Simultáneamente, la crisis actual presenta algunas diferencias respecto a la Gran Depresión. En primer lugar, la naturaleza del colapso financiero parece ser mucho más compleja, debido a la creciente sofisticación y complejidad del sistema financiero. La aparición y desarrollo de la titulización y el modelo de actividad bancaria consistente en *originar para distribuir*, junto con la consiguiente dependencia de los bancos frente a los mercados mayoristas de financiación, son solo algunos de los factores que han funcionado como canales de transmisión y propagación de las perturbaciones iniciales durante la crisis actual. Además, el alto grado de integración financiera internacional y de globalización sirve para explicar por qué las perturbaciones financieras se han transmitido durante la crisis actual de manera más sincronizada, más rápida y más acusada que en el pasado.

Otra diferencia importante entre las dos crisis se refiere al régimen de tipos de cambio: el tipo de cambio del patrón oro en los años treinta frente a los tipos flexibles que predominan en la actualidad. Se aduce con frecuencia (Temin 1989) que la adopción del tipo de cambio del patrón oro por parte de las principales economías produjo la amplificación de la Gran Depresión y su extensión en el tiempo, facilitando a su vez la propagación de la crisis por todo el mundo. Otro factor estructural que sirve para distinguir las dos etapas es la existencia, en gran parte de las economías actuales, de estabilizadores automáticos que han contribuido notablemente a atenuar el impacto macroeconómico del colapso de la actividad económica. Un grado de cooperación internacional mucho más alto, en contraste con la oleada de proteccionismo de la década de los treinta, también ha tenido una influencia positiva en la crisis actual.

Existe consenso en cuanto a que las principales disimilitudes entre las dos crisis se deben a la diferente velocidad, alcance y envergadura de las medidas discrecionales adoptadas por las autoridades públicas. La Gran Depresión se ha definido en términos generales como un caso en el que las autoridades públicas fracasaron en la adopción de medidas para prevenir el colapso de la intermediación financiera y de los sistemas monetarios y crediticios. Es más, el clásico *Monetary History of the United States* de Friedman y Schwartz (1963) incide en el papel jugado por los *factores monetarios* durante la Gran Depresión y en una serie de medidas erróneas adoptadas por la Reserva Federal, como por ejemplo, la subida del tipo de interés en 1929 contra la especulación y en 1931 para defender la paridad oro-dólar, y asimismo la prematura suspensión del programa de adquisición de activos en 1932; a lo que habría que sumar la subestimación de los riesgos para la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, consecuencia de teorías erróneas, como la tesis liquidacionista. Un análisis complementario de Bernanke (1983) también señalaba las perturbaciones para la actividad económica causadas por la crisis bancaria a través del canal de crédito. Almunia et ál. (2010) puntualizan que, lejos de ser ineficientes, las medidas de estabilización macroeconómica fueron efectivas en aquellos países donde se probaron.

La siguiente afirmación ilustra hasta qué punto han interiorizado los teóricos y los responsables de las políticas las lecciones de la Gran Depresión, y en qué medida son conscientes de los riesgos de la inercia política en épocas de crisis financiera. La pronunció Bernanke en el 2002, cuando era miembro del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, con ocasión del noventa aniversario de Friedman: «Me gustaría decirles a Milton y Anna: en cuanto a la Gran Depresión. [...] Tenéis razón, lo hicimos. Lo sentimos mucho. Muchísimo. Pero gracias a vosotros, no lo repetiremos».

En el apartado 5.3, se describirá con detalle qué han hecho los bancos centrales y los Gobiernos, a lo largo de los tres últimos años, para evitar que la historia se repita y cumplir su cometido de proteger la estabilidad macroeconómica y financiera.

5.3. Intervenciones de las autoridades públicas

Las turbulencias de este último año y medio han urgido a los bancos centrales y a otras autoridades públicas a adoptar medidas que, en algunos casos, no tienen precedentes históricos, en cuanto a su cantidad y magnitud.¹ Se pueden distinguir tres líneas de protección que las autoridades públicas han aplicado contra la crisis:

- Primera, incrementar la provisión de liquidez y de intermediación financiera proporcionada por los bancos centrales, especialmente por el Eurosistema.
- Segunda, ajustar las políticas macroeconómicas, tanto la monetaria como la fiscal, para mitigar las consecuencias macroeconómicas de la crisis.
- Tercera, introducir un conjunto de medidas de respaldo del sector financiero para mantener y consolidar la estabilidad financiera.

En el subapartado 3.1 se enumeran las principales características de los distintos tipos de intervención.

¹ Para un estudio del tema véase González-Páramo (2009a, 2009b).

5.3.1. Las medidas de gestión de la liquidez del Eurosistema

Las turbulencias vividas durante los tres últimos años han urgido a los bancos centrales y a otras autoridades públicas a adoptar medidas que en algunos casos no tienen precedentes históricos, en cuanto a su cantidad y magnitud. Para entender dichas medidas de los bancos centrales y de otras autoridades públicas puede ser útil distinguir entre las fases principales de las turbulencias:

- 1) Desde su inicio en agosto del 2007 hasta el rescate de Bear Stearns en marzo del 2008.
- 2) Desde después del rescate de Bear Stearns hasta la bancarrota de Lehman Brothers, en septiembre del 2008.
- 3) El agravamiento de la crisis en el otoño del 2008, tras la bancarrota de Lehman Brothers.
- 4) La fase de mejora transitoria de la situación del mercado financiero entre el verano del 2009 y comienzos del 2010.
- 5) La fase que se inicia con la reanudación de las tensiones en la primavera del 2010.

Las medidas adoptadas han evolucionado a lo largo de las diferentes fases de las turbulencias para hacer frente a su naturaleza cambiante y a la magnitud de las dificultades.

Primera fase de las turbulencias del mercado financiero: agosto del 2007-marzo del 2008

Durante la primera fase de las turbulencias, el Eurosistema respondió a los retos, principalmente, con una combinación de medidas en el terreno de la gestión de la liquidez del euro y con un aumento de la comunicación con el público. En esta fase también se percibió el inicio de una notable cooperación internacional entre los bancos centrales para atenuar el déficit de los mercados monetarios mundiales.

En coherencia con su práctica acostumbrada y sus responsabilidades institucionales, los objetivos más importantes que se propuso acometer la gestión de la liquidez por parte del Eurosistema durante la primera fase fueron dos:

- 1) Regular los tipos de interés del mercado de los préstamos a un día ajustándolos tanto como fuera posible al tipo de

interés de los fondos oficiales: el tipo mínimo de puja en las principales operaciones de financiación.

- 2) Asegurar el buen funcionamiento del mercado monetario, también en los plazos de vencimiento, facilitando a las entidades de crédito solventes el acceso a la liquidez.

En concreto, al perseguir el segundo objetivo, el Eurosistema pretendía devolver la confianza a los participantes en los mercados y proteger la estabilidad financiera, dando respaldo asimismo al funcionamiento correcto del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

¿Qué medidas puso en práctica el Eurosistema? El Eurosistema emprendió una gestión más activa de la liquidez y adaptó sus modalidades de provisión de liquidez al sector bancario de la zona del euro, sin realizar cambios estructurales en su sistema operativo. En concreto, el Eurosistema llevó a cabo algunos ajustes de sus prácticas de provisión de liquidez sobre todo en dos direcciones:

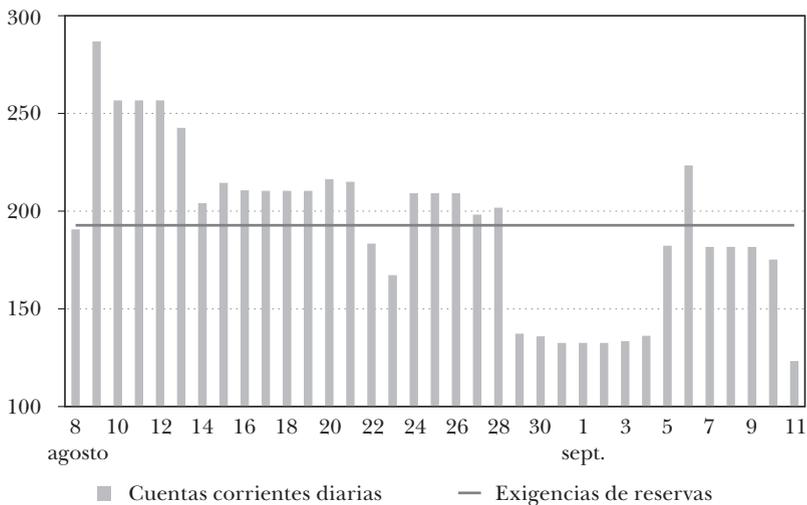
- 1) Según su política llamada de *distribución anticipada de liquidez*, modificó el horizonte temporal para la provisión de liquidez en euro a través de operaciones de refinanciamiento semanal, dentro del periodo de mantenimiento de reserva.
- 2) Realizó ajustes de las modalidades de distribución a través de ciertos mecanismos, en especial elevando el vencimiento de sus operaciones de refinanciamiento, aumentando la frecuencia de las operaciones de ajuste y aplicando, de vez en cuando, requisitos diferentes, más flexibles, para algunas operaciones.

Se introdujeron las medidas de distribución anticipada de liquidez para adaptarse a la fluctuación cronológica de la demanda de liquidez por parte del sector bancario *dentro* de cada periodo de mantenimiento de reserva. Es más, en circunstancias normales, el BCE reajusta su provisión de liquidez a fin de satisfacer el déficit de liquidez del sector bancario de la zona del euro, sobre la base de que los bancos prefieren cumplir con las exigencias de reservas suavemente, es decir, manteniendo en cifras agregadas el mismo nivel de saldos en cuentas corrientes con el banco central cada día del periodo de mantenimiento de reserva.

No obstante, desde el inicio de las turbulencias, por prudencia, los bancos prefieren cumplir con sus exigencias de reservas en una primera fase del periodo de mantenimiento. Con el objeto de ajustar esta mayor demanda preventiva de reservas de liquidez y evitar también la presión alcista de los tipos de interés al principio del periodo de mantenimiento de reserva, el Eurosistema aumentó la cantidad de liquidez suministrada en las operaciones llevadas a cabo al principio del periodo, mientras que posteriormente la redujo para mantener estable la media de la provisión de liquidez.

El gráfico 5.5 muestra la evolución de las cuentas corrientes diarias de los bancos con el Eurosistema durante el primer periodo de mantenimiento posterior al inicio de la crisis. La fuerte demanda de liquidez en una primera fase del periodo de mantenimiento produjo el crecimiento de las cuentas corrientes diarias muy por encima del nivel de las exigencias de reservas. El Eurosistema se adaptó a la demanda aumentando la provisión de liquidez. Sin embargo, la provisión se redujo en una fase posterior del periodo de

GRÁFICO 5.5: Cuentas corrientes diarias y exigencias de reservas durante un periodo de mantenimiento dado, agosto-septiembre 2007
(miles de millones de euros)



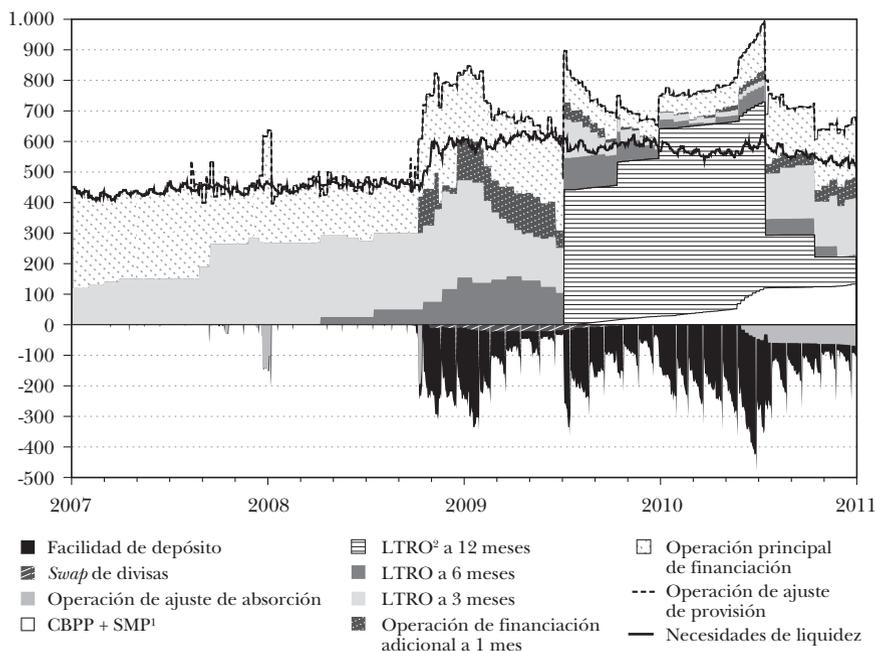
Fuente: González-Páramo (2009b).

mantenimiento, de manera que la provisión total a lo largo de todo el periodo de mantenimiento no experimentó cambios en relación con los niveles pautados antes del inicio de la crisis.

Al mismo tiempo, el BCE decidió aumentar la cantidad de financiación provista mediante operaciones de financiación a largo plazo con vistas a suavizar las condiciones en el mercado monetario. Esta decisión se acompañó de una reducción de las cantidades repartidas en las principales operaciones de financiación semanales, para mantener la cantidad total de la liquidez de saldo vivo constante a niveles cercanos a los que predominaban, justo antes de las turbulencias, que era de unos 450.000 millones de euros. El gráfico 5.6 ilustra los cambios relevantes en la com-

GRÁFICO 5.6: Provisión de liquidez y absorción por parte del Eurosistema, 2007-2010

(miles de millones de euros)



¹ Programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP) + Programa de mercado de valores (Securities Market Programme [SMP]).

² Long-term refinancing operation.

Fuente: BCE (varios años).

posición de los plazos de la provisión de liquidez del Eurosistema desde el inicio de la crisis.

La gestión más activa de las condiciones de liquidez por parte del BCE se logró llevando a cabo algunos cambios en la manera tradicional de usar los instrumentos y herramientas que ya formaban parte de sus recursos operativos desde el comienzo de las turbulencias. La capacidad de respuesta, con los instrumentos existentes, a los retos planteados por las turbulencias evidenció tres características esenciales del marco operativo del Eurosistema: 1) proporciona el acceso a la liquidez del banco central a una gran variedad de entidades de contrapartida; 2) acepta un espectro bastante amplio de activos de garantía públicos y privados en sus operaciones de financiación y facilidad marginal de crédito; y 3) lleva a cabo operaciones de mercado abierto, a relativa gran escala, reflejando en parte el nivel de exigencia de reservas.

Las intervenciones del BCE en la liquidez también se simultanearon con una intensificación de su política de comunicación. Un objetivo clave de la estrategia de comunicación fue el de tranquilizar a los participantes en los mercados y al público en general de la disposición del BCE a actuar en salvaguarda del funcionamiento ordenado de los mercados monetarios. Además, la naturaleza eminentemente técnica de los asuntos relacionados con las operaciones de gestión de la liquidez exigía que se intensificara la comunicación. En último lugar, también fue importante recordar constantemente al público que, según la organización institucional del Eurosistema, las decisiones que se toman en las operaciones de liquidez están separadas de las decisiones de política monetaria. Se trata del denominado *principio de separación*.

Además de las medidas operativas en el mercado del euro, el Eurosistema reforzó su colaboración con otros bancos centrales, mejorando primero el intercambio de información y el seguimiento colectivo de la evolución del mercado, y posteriormente procediendo de manera coordinada para proveer de liquidez a los bancos de la zona del euro en lo que fue, la primera iniciativa sistemática y multilateral de cooperación entre bancos centrales en el sector del mercado monetario.

Más en concreto, a fin de atenuar la inquietud de los bancos de la zona del euro respecto a la disponibilidad de sus fondos

denominados en dólares estadounidenses, en diciembre del 2007 el BCE suscribió con el Sistema de Reserva Federal un acuerdo monetario (línea *swap*) en relación con su *Term Auction Facility* (TAF)² de dólares estadounidenses. Las operaciones de provisión de dólares dieron muy buenos resultados, al satisfacer la gran demanda por parte de los participantes de los mercados y lograr paliar el déficit de liquidez de los mercados monetarios mundiales.

*Segunda fase de las turbulencias del mercado
financiero: marzo del 2008-septiembre del 2008*

El comienzo de la segunda fase de las turbulencias estuvo marcado por el rescate de Bear Stearns gracias a J.P. Morgan, con el respaldo de la Reserva Federal. Este caso ejemplificó con claridad el impacto potencial de la prolongada iliquidez del mercado en la capacidad de financiación y, en último término, en la solvencia de las instituciones financieras individuales que dependen de diferentes maneras de la viabilidad y de la solidez del modelo de actividad en la que se origina para distribuir. Por otra parte, existía una creciente preocupación por el hecho de que se hubiera ampliado el espectro de las instituciones sistémicamente importantes, de manera que no solo los grandes bancos tradicionales, sino también las entidades financieras no depositarias, pudieran jugar un papel sistémico en el mantenimiento de la liquidez del mercado, en una gama de mercados más amplia.

En la zona del euro, el Eurosistema reaccionó al deterioro de la situación del mercado monetario intensificando su provisión de liquidez en euros al sector bancario nacional y reforzando su cooperación con la Reserva Federal, para ampliar la provisión de liquidez de dólares estadounidenses a los bancos de la zona del euro. Durante esta fase, el Eurosistema centró sus objetivos en el respaldo a la liquidez del mercado como un instrumento para paliar los problemas de financiación y contribuir, en última instancia, a evitar que entidades solventes no pudieran operar.

Dentro de las medidas para mejorar la provisión de liquidez de euros, el Eurosistema continuó variando la estructura de ven-

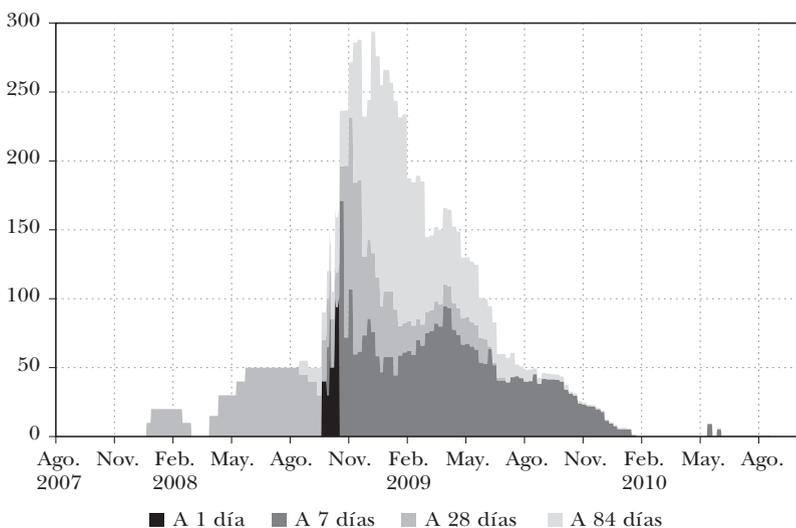
² Los créditos tipo *swap* consisten en un acuerdo de permuta de divisas en relación con los préstamos de la Reserva Federal (TAF) a los bancos para garantizar su liquidez.

cimiento de sus operaciones de financiación hacia vencimientos a más largo plazo, con el objetivo de proveer una fuente de liquidez estable a los bancos.

En el transcurso de esta fase, se amplió considerablemente la magnitud de la iniciativa conjunta entre la Reserva Federal y el BCE, junto con el Banco Nacional Suizo. Como consecuencia de dicha expansión, en el verano del 2008, la cooperación entre el BCE y la Reserva Federal en el contexto del TAF amplió de manera significativa la disponibilidad de financiación en dólares estadounidenses a los bancos de la zona del euro con regularidad, también en los vencimientos a plazo (véase el gráfico 5.7).

GRÁFICO 5.7: Provisión de liquidez de dólares estadounidenses por el Eurosistema, agosto 2007-agosto 2010

(miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal (varios años).

Tercera fase de las turbulencias del mercado financiero: de septiembre del 2008 hasta la fecha

En septiembre del 2008, las turbulencias del mercado financiero entraron en una fase más crítica tras el colapso de Lehman Brothers. La severidad de la contracción económica, con los consiguientes riesgos bajistas para la estabilidad de precios, urgíó al

BCE a presentar medidas extraordinarias que suavizaran las condiciones monetarias mucho más de lo que se hubiera logrado solo con el instrumento del tipo de interés. Así, el BCE adoptó el paquete de medidas extraordinarias en cuanto a liquidez, que en conjunto forman lo que se llama estrategia de *apoyo reforzado al crédito*.

El programa de apoyo reforzado al crédito se compone de cuatro tipos de medidas importantes, que se describen brevemente:

- 1) *Subastas de liquidez del banco central a tipo fijo, determinado por el tipo oficial, con adjudicación plena de las peticiones de los bancos privados, y operaciones de financiación adicionales a más largo plazo* (long-term refinancing operation [LTRO]). En concreto, y por primera vez, el Eurosistema llevó a cabo operaciones de financiación a seis y doce meses. Los saldos vivos de LTRO experimentaron un incremento de 150.000 millones de euros, en junio del 2007, a más de 600.000 millones de finales del 2008. A lo largo del mismo periodo la cantidad total de liquidez de saldos vivos casi se dobló, alcanzando su máximo de 850.000 millones el 2 de enero del 2009. La operación a 12 meses llevada a cabo en junio del 2009 fue, con 442.000 millones de euros, la mayor operación de financiación realizada nunca por un banco central. Atrajo una amplia participación por parte de 1.100 entidades de contrapartida.
- 2) *Provisión periódica de liquidez en divisas, en particular, de dólares estadounidenses*. Desde octubre del 2008, estas operaciones se han llevado a cabo con una asignación a tipo fijo y plena adjudicación. De nuevo se trata de una medida sin precedentes en la historia de los bancos centrales, y pone de manifiesto la estrecha coordinación y la cooperación efectiva entre los principales bancos centrales a lo largo de los dos últimos años.
- 3) *La ampliación de la lista de activos de garantía admitidos para ser usados en operaciones de crédito del Eurosistema*. En referencia a esto, el Eurosistema difirió notablemente de otros bancos centrales importantes, al entrar en las turbulencias financieras con una extensa lista de activos de garantía admisibles. Esto también explica por qué no se necesitó una

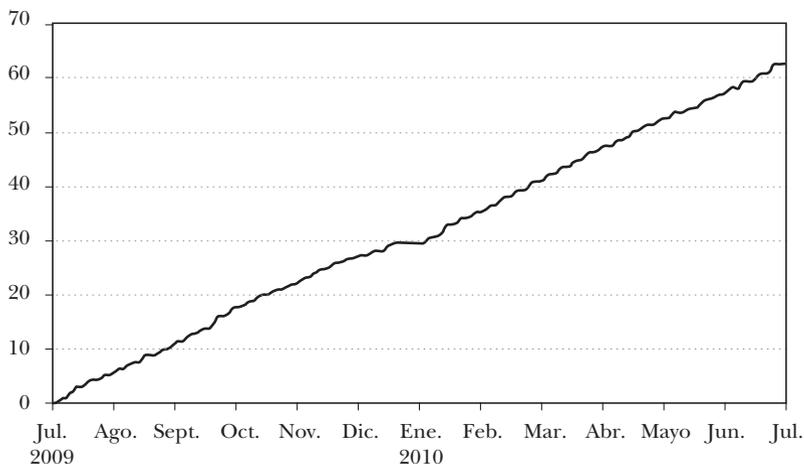
ampliación de la disponibilidad de activos de garantía hasta octubre del 2008, es decir, tras el colapso de Lehman Brothers. En una crisis financiera, la importancia de una amplia disponibilidad de activos de garantía admitidos por los bancos centrales difícilmente se puede sobrevalorar. En definitiva, las operaciones de financiación del banco central disponibles solo las pueden aprovechar las entidades de contrapartida en la medida en que posean activos de garantía.

- 4) *Adquisición directa de bonos bancarios colateralizados (cédulas y títulos similares)*. El mercado de bonos bancarios colateralizados, que ha sido tradicionalmente una fuente de financiación para los bancos en una gran parte de la zona del euro, había acusado mucho la crisis financiera. La suma total destinada al programa de adquisiciones, 60.000 millones de euros, que representa aproximadamente el 5% del saldo vivo de los bonos admisibles, puede parecer modesta comparada con el volumen de carteras de valores de las Administraciones Públicas y del sector privado acumulado por otros bancos centrales. No obstante, reflejó el propósito de BCE de respaldar el funcionamiento del mercado y de actuar como catalizador para dicho mercado más que como generador de mercado de última instancia. Tal como se admite generalmente, el objetivo de la reactivación del mercado se ha logrado y quizá con más rapidez de la esperada. Como muestra el gráfico 5.8, el Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered Bond Purchase Programme* [CBPP]) se puso en práctica durante un año, y las adquisiciones se distribuyeron de modo bastante uniforme a lo largo del tiempo.

Dichas medidas se proyectaron con el objetivo de respaldar al sector bancario: favoreciendo el funcionamiento del mercado monetario; relajando las condiciones de financiación para los bancos; e incrementando la liquidez en segmentos del mercado de renta fija privada, en especial, el mercado de bonos bancarios colateralizados, que representan una fuente importante de financiación para los bancos de la zona del euro. Por medio de estas medidas, el BCE se proponía atenuar el riesgo de iliquidez sisté-

GRÁFICO 5.8: Adquisiciones de bonos bancarios colateralizados acumuladas a través del CBPP, julio 2009-julio 2010

(miles de millones de euros)



Fuente: Beirne et ál. (2011).

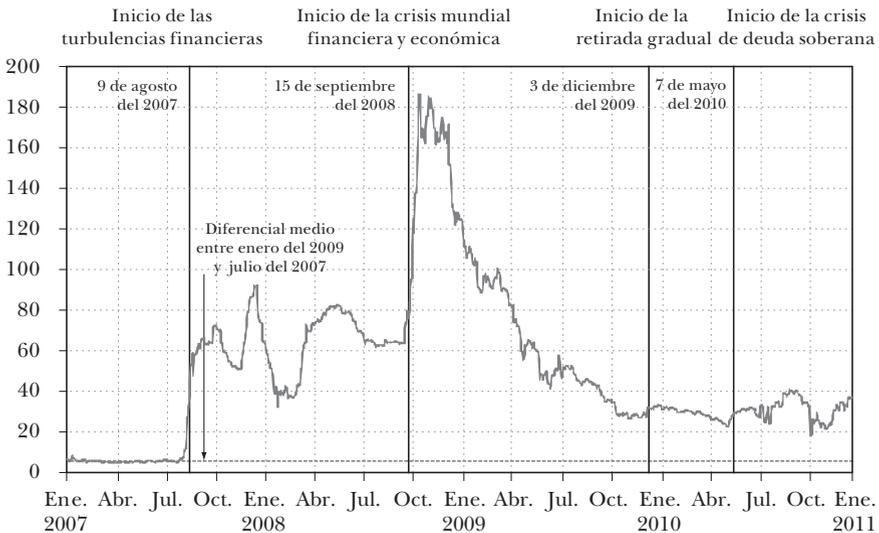
mica en el sector bancario del euro y garantizar un flujo estable de crédito a los hogares y a las empresas de la zona del euro.

Es importante señalar que, como consecuencia de este aumento de la provisión de liquidez en euros y en otras divisas, en especial dólares estadounidenses, el Eurosistema incrementó notablemente su participación en la intermediación financiera en la zona del euro. El hecho de jugar un papel decisivo de intermediación para garantizar el funcionamiento normal de la economía fue esencial tras el colapso de Lehman Brothers. Fue entonces cuando se alcanzó un grado de deterioro, sin precedentes en la historia, de la confianza del público en el sector bancario de los países más desarrollados y se hicieron necesarias medidas decididas y exhaustivas por parte de los bancos centrales y las Administraciones Públicas, también a través de iniciativas conjuntas. Sin embargo, en las economías de mercado, los bancos centrales no han de actuar de intermediarios de los flujos de liquidez entre bancos como parte de sus principios estructurales. Por ello el Eurosistema dejó claro que su deseo era la reactivación del préstamo interbancario y que los bancos reanudaran su tradicional actividad de intermediación en la zona del euro.

Cuarta fase de las turbulencias del mercado financiero: la mejora temporal de las condiciones del mercado a principios del 2010

El programa de refuerzo de apoyo al crédito dio buenos resultados al reducir el diferencial entre los tipos de interés de los mercados monetarios sin garantías y con garantías, y al trasladar las medidas de reducción de los tipos de interés de referencia a los préstamos bancarios para los hogares y empresas, en coherencia con sus patrones históricos. En concreto, el gráfico 5.9 muestra el diferencial entre el tipo interbancario sin garantías a tres meses y el correspondiente tipo de interés OIS,³ que se puede tomar como valor sustitutivo de liquidez y de las primas de riesgo. Como muestra el gráfico, a principios del 2010 el diferencial se situó en solo 25 puntos básicos, todavía superior a los niveles observados normalmente antes de la crisis, (v. la línea discontinua del gráfico 5.9), pero muy por debajo de los máximos observados en el transcurso de la misma.

GRÁFICO 5.9: Diferencial entre el Euribor a tres meses y los tipos de interés OIS, enero 2007-octubre 2010
(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg (2010).

³ *Overnight indexed swap* 'swaps sobre tipos a un día'.

En términos más generales, los efectos positivos de las medidas extraordinarias, junto con la política monetaria expansiva, fueron instrumentos que detuvieron la caída libre de la actividad económica real y la aparición del riesgo a la baja en la estabilidad de precios, hacia el final del 2008 y en la primavera del 2009.

Posteriormente, en el 2009 y a principios del 2010, los mercados financieros se recuperaron gradualmente e inauguraron una nueva fase de la crisis. Durante esta fase, la mejora de las condiciones del mercado financiero llevó al BCE a poner en marcha una retirada gradual de sus medidas de refuerzo de apoyo al crédito.

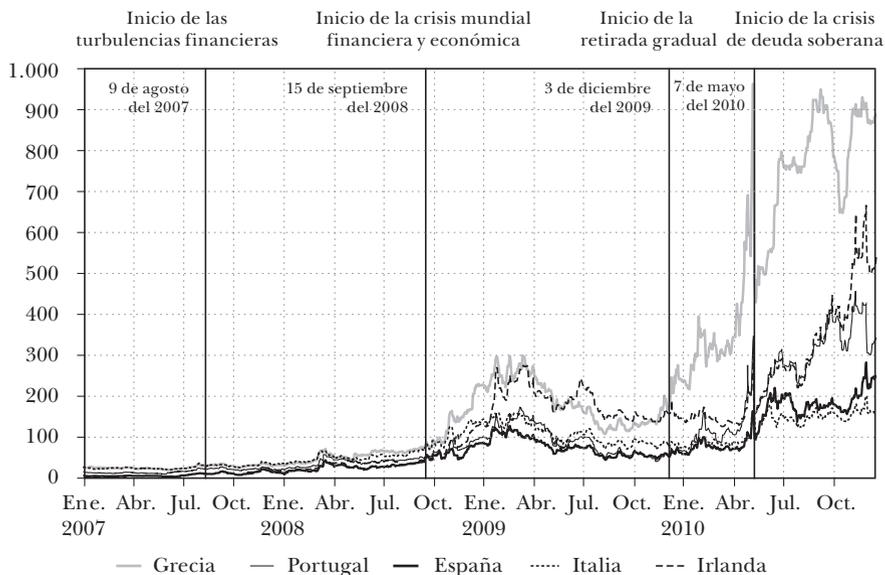
De hecho, el BCE siempre ha insistido en que si bien las medidas extraordinarias eran necesarias para contrarrestar la crisis, mantenerlas cuando ya no fuera necesario entrañaría el peligro de una considerable distorsión del comportamiento de los participantes en los mercados, en cuanto a la asunción de riesgos, e incluso podría obstaculizar la recuperación del mercado monetario. Además, el acceso ilimitado a la liquidez del banco central en condiciones muy favorables durante periodos demasiado prolongados puede debilitar los incentivos de los agentes económicos necesarios para el ajuste de los balances, y también puede tener efectos no deseados en cuanto a la asignación y la redistribución de los recursos económicos. A la larga, la creación de dinero del banco central puede suponer riesgos inflacionistas, si no se retira de manera oportuna y efectiva una vez normalizadas las condiciones económicas generales.

*Quinta fase de las turbulencias del mercado
financiero: reanudación de las tensiones*

A principios de mayo del 2010, el proceso de retirada de las medidas quedó interrumpido por la aparición de nuevas perturbaciones en el mercado financiero, especialmente en los mercados de deuda soberana. El diferencial de rendimientos de la deuda pública y privada en los países de la zona del euro se amplió bruscamente (v. el gráfico 5.10). En concreto, el diferencial cotizado aumentó notablemente el 6 y el 7 de mayo, y en algunos casos se duplicó, perjudicando las condiciones para una trasmisión eficaz de la política económica. Además, los mercados monetarios volvieron a verse afectados por una reanudación de las tensiones en el mercado.

GRÁFICO 5.10: Diferencial de los bonos a 10 años entre una selección de países de la zona del euro y Alemania, enero 2007-octubre 2010

(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg (2010).

El 10 de mayo del 2010, el BCE respondió a la reanudación de la inestabilidad financiera con el Programa para los Mercados de Valores (PMV), un programa temporal que se basaba en las intervenciones en los mercados de renta pública de la zona del euro, con la finalidad de hacer frente al mal funcionamiento de los mercados de valores y restaurar el mecanismo de transmisión monetaria.

Ciertamente, el buen funcionamiento de los mercados de valores, y en particular el de los mercados de deuda pública, es esencial para el mecanismo de transmisión monetaria. La deuda pública ha actuado tradicionalmente como referencia para la fijación de precios de otros contratos y valores financieros. Además, a lo largo de los últimos años, se han convertido en la fuente principal de activos de garantía para préstamos interbancarios.

En principio, la compra de renta pública como parte del PMV podía aumentar el saldo vivo del crédito proporcionado por el Eurosistema. Sin embargo, como su objetivo es favorecer el fun-

cionamiento normal de los mercados de valores y del mecanismo de transmisión monetaria, más que organizar reducciones adicionales de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, se llevan a cabo operaciones de absorción para neutralizar el efecto de liquidez del PMV.

Más concretamente, desde el principio del programa se realiza cada semana una operación de ajuste de absorción de liquidez, con un vencimiento semanal, para cantidades equivalentes al volumen acumulado de compras del PMV. De este modo se evita que la compra de valores realizada dentro del programa aumente la provisión de liquidez y, potencialmente, afecte la orientación de la política monetaria decidida por el Consejo de Gobierno.

Su *neutralidad* o *liquidez* es una de las características principales que distinguen el PMV de las denominadas *medidas cuantitativas de relajación*, aplicadas por otros bancos centrales con el objetivo fundamental de ampliar la base monetaria a través de compras de activos, aunque, hay que reconocer que las medidas cuantitativas de relajación también pueden mejorar el mecanismo de transmisión y las condiciones del mercado a través de la adquisición de activos. En comparación, las operaciones de absorción de liquidez garantizan que las adquisiciones del PMV no conduzcan a un aumento de la base monetaria.

También hay que tener en cuenta, y esta es una segunda diferencia fundamental con las políticas cuantitativas de relajación, que el volumen de las adquisiciones, en el marco del PMV, es relativamente pequeño. Por ejemplo, el volumen actual del PMV asciende a menos del 10% de billetes en circulación, mientras que en el caso del Banco de Inglaterra la adquisición de letras del Tesoro supone aproximadamente un 300% de los billetes en circulación.

Hasta ahora, los datos disponibles indican que el PMV ha obtenido buenos resultados en el respaldo al funcionamiento de los mercados de valores, objetivo del programa. No obstante, a largo plazo, el requisito esencial para un funcionamiento normal y eficiente de los mercados de renta pública es el control presupuestario. Los Gobiernos de la zona del euro se han comprometido a aplicar todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos fiscales y algunos de estos Gobiernos se han fijado obligaciones concretas adicionales para acelerar el saneamiento presupuesta-

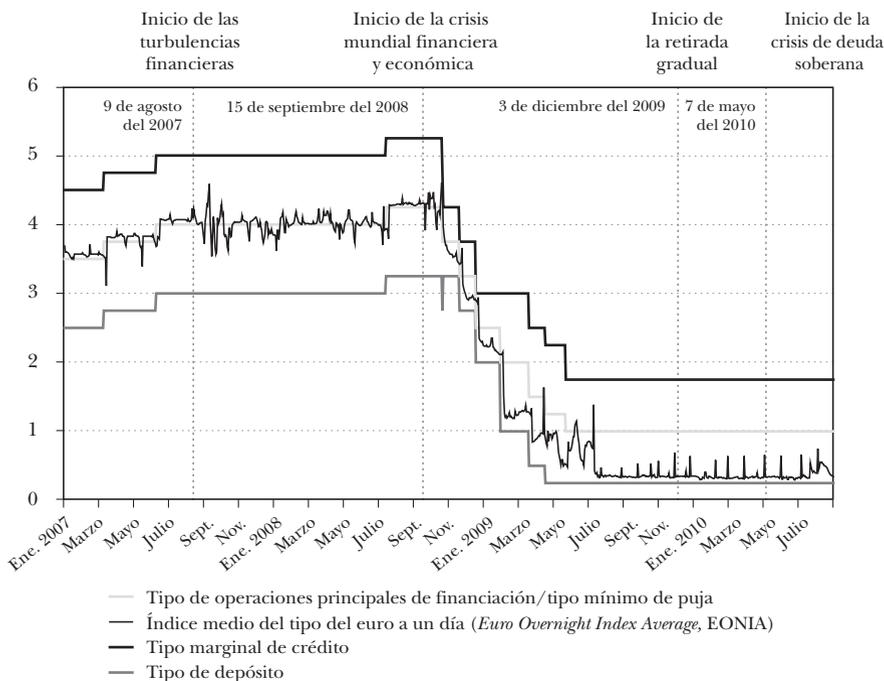
rio y para garantizar la viabilidad de sus finanzas públicas. Es crucial que los Gobiernos lleven a cabo las medidas necesarias para garantizar la viabilidad fiscal, con rigor y eficiencia.

5.3.2. Orientación de la política monetaria del Eurosistema

Además de las medidas de liquidez mencionadas, el BCE también ajustó su orientación de la política monetaria durante la crisis. En concreto, tras el agravamiento de la crisis en septiembre del 2008, se moderaron rápidamente las presiones inflacionistas, y esto animó al BCE a llevar a cabo una serie de reducciones drásticas de sus tipos de interés oficiales. Entre octubre del 2008 y mayo del 2009, el tipo de interés de referencia del BCE, que es el tipo de interés de las principales operaciones de financiación, se redujo en 325 puntos básicos (v. el gráfico 5.11). La rapidez y el alcance de la relajación monetaria experimentada a lo largo de

GRÁFICO 5.11: Política monetaria del BCE, enero 2007-julio 2010

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE (2009).

este periodo no tienen precedentes desde que el BCE asumió la responsabilidad de decidir la política económica de la zona del euro. Naturalmente, esto se ha producido en un periodo bastante breve, solo una década. Sin embargo, aunque se considere un periodo de actividad mucho más dilatado de los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema, como el banco central alemán, no es posible encontrar nada similar.

El 8 de octubre del 2008, el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos, hasta el 3,75%, de su tipo de interés de referencia, o sea el tipo de interés de la operación de financiación principal, en una acción coordinada con otros cinco bancos centrales: el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, la Reserva Federal, el Banco Central de Suecia y el Banco Nacional Suizo. Esta reducción de tipos de interés coordinada, sin precedentes en la historia, fue muy bien acogida como muestra de un decidido compromiso de la comunidad internacional de bancos centrales para hacer frente a las implicaciones macroeconómicas de las turbulencias del mercado financiero.

Se decidió aplicar reducciones adicionales de 50 puntos básicos, hasta el 3,25%, el 6 de noviembre del 2008, de 75 puntos básicos, hasta el 2,5%, el 4 de diciembre del 2008 y de 50 puntos básicos, hasta el 2%, el 15 de enero del 2009, en el contexto de un descenso de las presiones inflacionistas y una atenuación de los riesgos para la estabilidad de precios en los horizontes temporales relevantes para la política monetaria, especialmente como reflejo del deterioro de las perspectivas económicas.

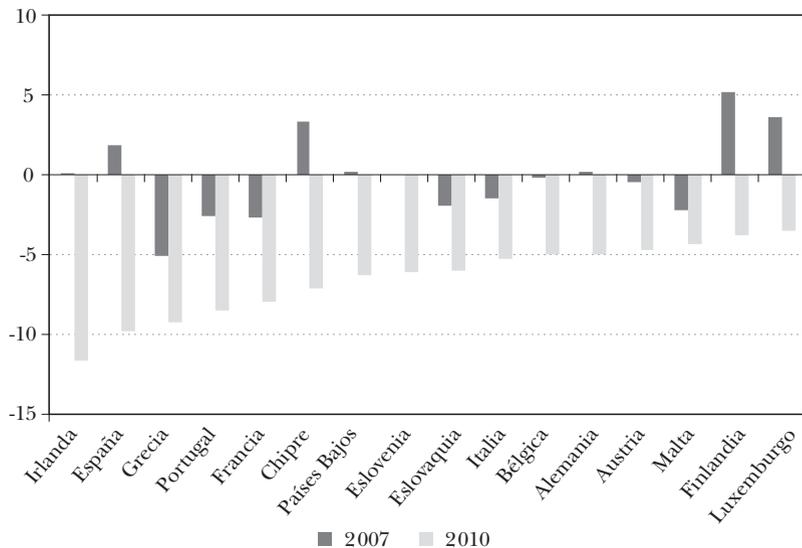
5.3.3. Política fiscal

Tras la crisis mundial económica y financiera de los años 2008 y 2009, los Gobiernos de muchos países pusieron en práctica políticas fiscales discrecionales a fin de estimular la demanda y mitigar las consecuencias macroeconómicas de la crisis. Para los países de la zona del euro, los paquetes de estímulo fiscal ascendieron aproximadamente a un 2% del PIB durante el periodo bianual 2009-2010, sin contar las medidas fuera de balance y el respaldo económico ofrecido por los estabilizadores fiscales automáticos. El marco general para estas políticas fiscales nacionales anticíclicas lo proporcionó el Plan Europeo de Recuperación Económica,

presentado por la Comisión Europea el 26 de noviembre del 2008 y aprobado por el Consejo Europeo los días 11 y 12 de diciembre del 2008. Además, los estabilizadores automáticos pudieron funcionar plenamente, es decir, la reducción de los ingresos fiscales, derivada del descenso de la actividad económica, coincidió con el aumento de transferencias, debido al aumento del desempleo.

Las medidas que las autoridades públicas adoptaron en respuesta a la crisis económica comportan considerables costes fiscales. Estas medidas, junto con una mayor contracción económica registrada durante la crisis, han propiciado un deterioro significativo de las finanzas públicas en unas cuantas economías, tanto en la zona del euro como fuera de ella (v. el gráfico 5.12 y el cuadro 5.2). Las previsiones de la Comisión Europea publicadas a principios de mayo del 2010 reflejaban que entre el 2008 y el 2010 el déficit de las Administraciones Públicas para la zona del euro experimentaría un incremento total del 2% al 6,6% del PIB. La práctica totalidad del incremento se produjo en el 2009. Se esperaba que en el 2010 disminuyera el déficit de las Administraciones

GRÁFICO 5.12: Balance presupuestario de las Administraciones Públicas
(porcentaje del PIB)



Nota: Los datos presentados son previsiones de la Comisión Europea de la primavera del 2010.
Fuente: Comisión Europea (2010).

CUADRO 5.2: Indicadores relevantes de las finanzas públicas en las principales zonas económicas
(porcentaje del PIB)

	Balance presupuestario		Deuda bruta	
	2008	2010	2008	2009
Estados Unidos	-6,4	-10,0	70,7	93,6
Japón	-2,0	-6,7	172,0	193,5
Reino Unido	-4,9	-12,0	52,0	79,1
Zona del euro	-2,0	-6,6	69,4	84,7

Nota: Los datos presentados son previsiones de la Comisión Europea de la primavera del 2010.

Fuente: Comisión Europea (2010).

Públicas, aunque en cualquier caso se mantendría ligeramente por encima del 6% del PIB.

Dadas las circunstancias económicas y financieras excepcionales afrontadas en ese periodo, se hizo necesaria una acción fiscal coordinada para hacer frente al impacto negativo de la crisis en la economía a corto plazo. No obstante, la dinámica de las finanzas públicas, y en especial los niveles de deuda en aumento, en la zona del euro y otras economías afectadas negativamente, conlleva riesgos importantes a medio plazo.

Para la zona del euro, las previsiones de la Comisión Europea pronosticaban una deuda de las Administraciones Públicas de casi el 85% del PIB en el 2010. Esto suponía, aproximadamente, 15 puntos porcentuales por encima de los niveles observados en el 2008. Y aunque se espera que los déficits anuales vayan descendiendo a partir del 2011, la ratio de deuda en relación con el PIB seguirá creciendo durante bastante tiempo. La preocupación creciente por la sostenibilidad fiscal en algunos países de la zona del euro tuvo una influencia notable en las turbulencias padecidas por algunos mercados de deuda pública de Europa, en la primavera del 2010.

5.3.4. Medidas de respaldo del sector financiero

En octubre del 2009, los Gobiernos de muchos países reaccionaron y adoptaron una serie de medidas extraordinarias y sin precedentes, que habrían sido impensables tan solo unos meses

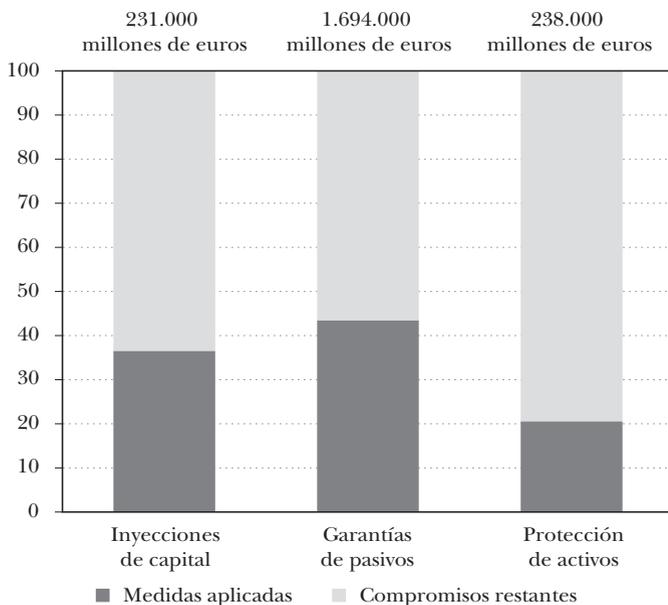
antes. Las medidas pretendían relajar las tensiones de los sistemas bancarios y así evitar el agravamiento de la crisis, que podía conducir en última instancia a un colapso del sistema financiero.

Se puso en práctica una amplia gama de medidas. Por ejemplo, muchos países incrementaron la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos y abandonaron el coaseguro. Los Gobiernos garantizaron las nuevas emisiones de bonos bancarios o anunciaron garantías generales para todos los pasivos bancarios. Se inyectó capital, hasta el punto de que en algunos casos los Estados se convirtieron en accionistas mayoritarios de los bancos. Los Gobiernos aseguraron, intercambiaron y transfirieron activos tóxicos, prorrogaron los créditos sin aval y sustituyeron a los inversores en los mercados de activos ilíquidos.

Los Estados aplicaron estas estrategias en parte a través de medidas para el caso, pero poniendo en práctica planes más explícitos, entre los cuales el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos de los Estados Unidos (*Troubled Asset Relief Program* [TARP]) es el más grande y el más destacado, ya que cuenta con 700.000 millones de dólares estadounidenses. En Europa, una cumbre de emergencia realizada en París tras el colapso de Lehman Brothers, en octubre del 2008, allanó el camino para un plan de acción europeo coordinado y conjunto. Los países de la zona del euro decidieron armonizar la provisión de garantías para los depósitos de particulares, emitir avales públicos para los bonos bancarios, facilitar la inyección de fondos para la recapitalización de las entidades y estipular medidas de protección de activos.

El gráfico 5.13 ofrece una perspectiva general de las medidas de respaldo adoptadas por los Gobiernos, desde octubre del 2008 en adelante. Las medidas de apoyo se clasifican de acuerdo a tres categorías principales: 1) garantías de pasivos bancarios; 2) medidas de recapitalización mediante inyecciones de capital; y 3) medidas de apoyo a los activos para proteger los balances de los bancos. El gráfico muestra el nivel de compromiso por parte de las autoridades y los porcentajes de los compromisos ya ejecutados por las instituciones financieras. Tal como revela el gráfico, el total asumido fue bastante limitado y todo indica que también varió notablemente de un país a otro. Además, los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron inyecciones de capital y apoyo fi-

GRÁFICO 5.13: Medidas de apoyo por parte de los Gobiernos en la zona del euro
(porcentaje del total de compromisos)



Fuente: Stolz y Wedow (2010).

nanciero a las entidades bancarias nacionales fuera de dichos planes, a través de medidas adecuadas, por una cantidad de 75.900 y 80.000 millones de euros, respectivamente.

El compromiso total de recursos, es decir, la suma de los importes comprometidos en los planes nacionales, más los importes efectivos gastados fuera de los planes nacionales asciende, en la zona del euro, a un total del 28% del PIB del 2008 de la zona del euro, según los cálculos de Stolz y Wedow (2010).

5.4. Lecciones de la crisis

Las autoridades, los reguladores y los bancos centrales pueden extraer una serie de lecciones de la crisis financiera. Es útil agruparlas en dos categorías generales: lecciones relativas a lo que ha resultado efectivo durante la crisis y habría que promover, y

lecciones relativas a lo que *no* ha funcionado bien y habría que reformar.

5.4.1. Lecciones que se pueden extraer de lo que ha resultado efectivo

Si bien la crisis puso de manifiesto ciertas vulnerabilidades de la estructura macroeconómica europea, algunos de sus aspectos han resultado ser valiosos y han confirmado que representan los principios fundamentales en los cuales tendría que basarse la economía de la zona del euro en el futuro. Cabe señalar algunas de ellas:

El sólido marco institucional de la Unión Monetaria Europea (UME)

Los objetivos de la UME de crecimiento no inflacionista a largo plazo y de creación de empleo continuada se sustentan sobre tres pilares:

- 1) La moneda única, basada en una política monetaria orientada de modo creíble a la protección de la estabilidad de precios a medio plazo, que garantiza el anclaje de las perspectivas de inflación en niveles, en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE.
- 2) El marco de política macroeconómica orientada a medio plazo: este marco se basa en el firme compromiso del BCE con la estabilidad de precios a medio plazo, en lo que respecta a la función monetaria de la UME (la ‘M’ de la UME), y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento que afianza la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo (una parte de la ‘E’ de la UME).
- 3) El compromiso europeo con la apertura al comercio y la competitividad, y también con el desarrollo de un contexto económico equilibrado y dinámico (el resto de la ‘E’ de la UME).

La crisis ha demostrado la solidez del modelo de marco institucional de la UME, aunque con algunas diferencias en cuanto a su funcionamiento a través de estos tres pilares. Así, mientras el pilar monetario ha resultado muy efectivo, la aplicación de las políticas fiscales y de las reformas estructurales, de acuerdo con las

exigencias de una unión monetaria, no ha sido suficientemente ambiciosa. Algunos países no parecen haber entendido del todo la necesidad de adaptar sus políticas para aprovechar al máximo los beneficios de la moneda única.

El marco operativo del Eurosistema

Además, la crisis también ha puesto de manifiesto la importancia de los marcos operativos de los bancos centrales en época de crisis. Un documento publicado por Borio y Disyatat (2009) plantea que las respuestas extraordinarias a la crisis por parte de los principales bancos centrales del mundo pueden dividirse en dos tipos de acciones conjuntas, que son las medidas referentes a los tipos de interés y las medidas referentes a sus balances.

El apoyo reforzado al crédito por parte del Eurosistema se considera un ejemplo excelente de lo que los autores denominan *políticas de balance*. En el BCE, el principal objetivo de las medidas que se introdujeron fue extender la intermediación del banco central para evitar un colapso del sector financiero y atenuar el impacto de las turbulencias financieras en la economía real. Al aumentar la provisión de los servicios de intermediación del banco central, el Eurosistema pudo reemplazar a las transacciones interbancarias que ya no podían producirse, debido al mal funcionamiento del mercado monetario privado. Además, respaldó los activos financieros que se habían vuelto ilíquidos.

Es interesante recordar que el aumento de los servicios de intermediación del banco central haya requerido solo algunas adaptaciones menores al marco operativo del Eurosistema, gracias a tres características distintivas que lo hacen especialmente adecuado en épocas de crisis: un amplio espectro de entidades de contrapartida; una amplia gama de activos de garantía en todas las clases de operaciones crediticias; y unas operaciones de mercado abierto a relativa gran escala.

La experiencia de los últimos tres años demuestra que, al permitir al banco central un papel de intermediación flexible, el marco operativo del Eurosistema ha actuado como un estabilizador automático en el contexto de la gestión de la crisis.

Cooperación internacional entre los bancos centrales

El alcance mundial de la crisis financiera ha puesto en evidencia la necesidad de la cooperación entre bancos centrales. Naturalmente este tema no es nuevo: los bancos centrales tienen una larga historia de cooperación mutua. Las intervenciones coordinadas en los mercados de divisas son quizá el ejemplo más notorio. No obstante, la crisis reciente ha intensificado, iniciado o reeditado otras formas de cooperación interbancaria, en particular el intercambio de información, detallado y frecuente, y los análisis de la evolución de los mercados y de las condiciones económicas y financieras.

Es más, precisamente por su carácter innovador, la creación y la introducción de medidas no convencionales durante la crisis se benefició de manera notable de un intercambio de experiencias y conocimientos entre los bancos centrales. Además, en la crisis actual, incluso se coordinaron las decisiones sobre el tipo de interés en una ocasión, a principios del mes de octubre del 2008. Esto se puede considerar como realmente excepcional y supone un reflejo de las necesidades especiales de la crisis, dado el régimen dominante del tipo de cambio flexible en las principales monedas internacionales.

También desempeñaron un papel dominante durante la crisis los acuerdos bilaterales de líneas *swap* en los que participaron, entre otros, el Sistema de Reserva Federal estadounidense, el Banco Nacional Suizo y el BCE para proveer de dólares y de euros a las entidades de contrapartida del BCE y a las entidades de contrapartida del Banco Nacional Suizo, respectivamente. Estas líneas fueron necesarias durante los periodos de mal funcionamiento del mercado de divisas, resultaron ser decisivas para facilitar el flujo de liquidez transfronteriza y contribuyeron también a suavizar las condiciones del mercado monetario nacional. Estas estrategias constituyen instrumentos importantes de los que se puede echar mano en épocas excepcionales.

**5.4.2. Lecciones que se pueden extraer de lo que
no ha funcionado bien y es necesario reformar**

Mecanismos de ajuste de los desequilibrios globales

Es una idea muy extendida que la causa de la crisis financiera es una combinación de factores macroeconómicos y microeco-

nómicos. En cuanto a los factores macroeconómicos, esta crisis hunde sus raíces en el pasado, a finales de los años noventa, cuando comenzaron a crecer los *desequilibrios globales* en las posiciones en cuenta corriente y en los flujos de capital entre las principales economías. Los desequilibrios globales hacen referencia a los desequilibrios entre el ahorro y la inversión, y entre ellos los desequilibrios externos, en un número de países sistémicamente relevantes, especialmente los Estados Unidos, que eran insostenibles en una perspectiva de medio a largo plazo. Los desequilibrios reflejaron una falta de orientación a medio plazo hacia la estabilidad y la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas en algunas economías muy importantes.

Algunos desencadenantes de los desequilibrios globales fueron de naturaleza estructural. Por ejemplo, la tendencia de los residentes a acumular ahorros preventivos, debido a la falta de prestaciones de asistencia social, y el relativo grado de subdesarrollo económico estuvieron entre los factores principales que propiciaron el surgimiento de un exceso de ahorro en países emergentes de Asia. Por otra parte, la innovación financiera, el progreso tecnológico y los cambios estructurales de la industria financiera fueron factores que condujeron a un endeudamiento a gran escala, frente a un aumento de la riqueza de los hogares por parte de los consumidores estadounidenses.

La crisis ha provocado una reducción parcial de los desequilibrios globales, pero esta corrección parece ser cíclica en gran medida. Algunos factores estructurales decisivos que provocaron desequilibrios insostenibles continúan invariables en gran parte. No se puede descartar el riesgo de que puedan reaparecer dichos desequilibrios globales en un futuro próximo. Para eliminar esta posibilidad sería necesario aplicar ajustes severos en las economías con posiciones de déficit y superávit sustanciales.

Con relación a esto, es fundamental la decisión del Grupo de los Veinte (G20)⁴ de crear un proceso de evaluación mutua de

⁴ Formado por los países del Grupo de los Ocho (G8): Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia; más once países emergentes: Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, México, Corea del Sur, Sudáfrica y Turquía; y también la Unión Europea, representada por el país que ostenta la presidencia de turno y el BCE.

las políticas macroeconómicas y estructurales de sus miembros. Para que tenga plena eficacia, este proceso requiere que la vigilancia se lleve a cabo con imparcialidad y sin autocomplacencia y que, en consecuencia, los países y economías afectados tengan la voluntad y la capacidad operativa para reformar sus políticas nacionales. Son las condiciones necesarias para propiciar un mejor funcionamiento de la economía mundial. La zona del euro puede participar en este proceso desde una posición favorable, dada su orientación a medio plazo en la definición de las políticas monetarias, fiscales y macroeconómicas.

Un avance insuficiente en la ejecución de las reformas estructurales

La zona del euro no contribuyó a la formación de los desequilibrios globales. Su saldo en cuenta corriente permaneció en equilibrio presupuestario durante años. Sin embargo, también se observaron algunos desequilibrios en la zona del euro. En concreto, los países miembros mostraron una cierta heterogeneidad persistente en áreas importantes del funcionamiento macroeconómico, como la inflación y los diferenciales de crecimiento y de saldo en cuenta corriente.

Esta diferencia entre países refleja, en gran medida, una falta de progreso suficiente en el campo de las *reformas estructurales* en los mercados de trabajo, bienes y servicios a lo largo de la última década. Además, la persistencia de los diferenciales de inflación indica la continuidad de fallos de políticas e instituciones a escala nacional.

Para poner la situación en perspectiva, habría que recordar que los datos empíricos aportados por Duval y Elmeskov (2006) indican que, de media, la intensidad de las reformas estructurales en el periodo de 1994-2004 fue mayor en los países de la zona del euro que en el resto de la OCDE. Sin embargo, la valoración no es del todo positiva. Los datos indican que no todos los países participaron en las reformas con el mismo grado de compromiso: los países pequeños de la UME figuraron entre los más reformistas, mientras que los países grandes de la UME fueron más moderados. Además, parece que, en general, el empeño reformista perdió fuerza tras la introducción del euro.

Estas fuentes de desequilibrio siguen planteando un reto y reflejan, en gran medida, la falta de políticas de ajuste en una serie de Estados miembros. Sigue siendo indispensable que los países afectados ajusten el control de los indicadores de competitividad de costes, las reformas estructurales y los esfuerzos por lograr el saneamiento presupuestario en consonancia con los principios y reglas que subyacen en el funcionamiento de la UME. Esto permitiría a las economías de la zona del euro un aprovechamiento pleno de los beneficios macroeconómicos de la UME.

*Reforzar las estructuras de vigilancia
presupuestaria y de competitividad*

La crisis ha demostrado la necesidad de reforzar las estructuras de vigilancia y de coordinación económica en la zona del euro. Es más, la evolución de la crisis ha puesto de manifiesto que es preciso un gran salto cuantitativo en el marco de la vigilancia y la reforma de las medidas fiscales, además de una ampliación de las políticas macroeconómicas referentes a la competitividad europea.

En cuanto a las políticas fiscales es esencial que se refuerce la vigilancia de las políticas presupuestarias, especialmente en la zona del euro. Tienen que existir instrumentos efectivos para evitar, y cuando sea necesario corregir, los niveles de déficit y de endeudamiento excesivos. La aplicación estricta de las normas y procedimientos es fundamental, entre otras cosas, para aumentar la automaticidad y la velocidad de las fases del proceso de ajuste.

De la misma forma, la vigilancia fiscal tiene que ser más directa y efectiva. Es imprescindible que se base también en mecanismos de supervisión y valoración, más independientes, y en diferentes métodos de supervisión dependiendo del comportamiento de cada país en cuanto a su política fiscal. Una supervisión presupuestaria efectiva requeriría también una mayor calidad de los datos aportados y un aumento de su conformidad con el marco estadístico de la Unión Europea.

En caso de incumplimiento, habrá que aplicar sanciones mucho antes y estas tendrán que ampliar su ámbito de actuación. No solo tienen que servir para hacer frente a los endeudamientos excesivos, sino también para imponerse cuando los países no realicen avances suficientes en el cumplimiento de sus objetivos

presupuestarios a medio plazo. Habría que considerar un espectro más amplio de sanciones económicas, junto con sanciones no económicas y de procedimiento, como por ejemplo endurecer las exigencias en el aporte de datos o incluso limitar o suspender el derecho de voto.

Una segunda área de reformas se refiere a la supervisión de las políticas necesarias para mantener la competitividad interior y exterior de Europa: medidas para incrementar la productividad, aumentar el nivel de formación de los trabajadores y mejorar la competitividad de las empresas. El eje de esta supervisión macroeconómica de amplio alcance tiene que ser una gestión responsable de salarios y costes, a fin de mantener una posición saneada para la economía en un contexto competitivo. La experiencia ha demostrado que la persistente divergencia respecto a este punto es perjudicial tanto para los Estados miembros como para la UME en su conjunto.

Al grupo de trabajo dirigido por el presidente del Consejo Europeo, Van Rompuy, se le encomendó la presentación de propuestas para crear una estructura de vigilancia fiscal y macroeconómica más efectiva. El informe del grupo de trabajo, publicado el 21 de octubre del 2010, supone una mejora del marco de supervisión actual en el ámbito de la Unión Europea y parece bastante apropiado para los países miembros que no participan en la UME. Sin embargo, se queda corto en el planteamiento de las medidas convenientes para reforzar el funcionamiento de la zona del euro. En este sentido, este paquete de medidas no parece ser suficientemente ambicioso. La crisis actual ha demostrado con claridad que la aplicación de reformas ambiciosas en el marco de supervisión es de gran interés para los países de la zona del euro.

Fracaso del marco de supervisión y regulación

Existe un consenso general respecto a que las deficiencias en la estructura del marco microprudencial de los bancos, en los procedimientos de gestión del riesgo por parte de los bancos privados y en los esquemas de incentivo y remuneración, formaron parte de los factores que favorecieron una serie de debilidades importantes que están en el origen de la crisis actual.

Los responsables de las políticas reaccionaron con bastante rapidez y contundencia a la crisis, lo cual dio como resultado un programa de reformas de amplio espectro. El G20 proporcionó el empuje político y estratégico para las reformas, con el Consejo de Estabilidad Financiera que juega un papel determinante en la coordinación de las medidas. Diferentes comités y grupos de trabajo, entre los que destaca el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se encargaron del análisis de los criterios internacionales específicos.

Si bien la lista de ámbitos de aplicación de las reformas es bastante larga y los programas muy ambiciosos, se deben destacar algunas áreas que centran las iniciativas de reforma del sistema financiero internacional:

- a) La adopción de estándares de capital de alta calidad y de liquidez para los bancos, a fin de reforzar su capacidad de resistir las perturbaciones y promover la estabilidad presupuestaria.
- b) La planificación e introducción de medidas para mitigar la naturaleza procíclica de los sistemas financieros provocada por los marcos de regulación y de contabilidad.
- c) La introducción de un marco regulador efectivo para las instituciones sistémicamente importantes.
- d) El desarrollo de prácticas de remuneración adecuadas que proporcionen estabilidad financiera.
- e) Aumentar la transparencia de las instituciones financieras, de los instrumentos y de los mercados que sean relevantes para la estabilidad sistémica.
- f) Hacer frente al sistema financiero fantasma para evitar un arbitraje regulador.
- g) Reducir la excesiva influencia de las agencias de calificación en los marcos de regulación.
- h) Mejorar el funcionamiento de los derivados negociados en mercados no organizados (*over the counter* [OTC]).

Se ha progresado notablemente en el ámbito de los foros internacionales en cuanto a perfilar las medidas correctoras necesarias. Evidentemente, perfilar las reformas es tan solo un primer

paso. También es necesario aplicarlas de modo adecuado. La puesta en práctica de estas medidas facilitará el regreso, para los bancos, a un modelo de negocio más sostenible y con perspectivas de futuro. Al complementar estas reformas con la supervisión desde una perspectiva macroprudencial que tenga en cuenta la interconexión de las instituciones financieras y el riesgo sistémico, se propiciará una disminución de la volatilidad del mercado y, en consecuencia, una mayor estabilidad económica.

Mayor atención a la supervisión macroprudencial

La crisis ha revelado la existencia de una laguna en relación con el riesgo sistémico. La creación de un marco de regulación y supervisión pretende llenar esa laguna.

Hasta finales de los noventa, la opinión dominante era que si las instituciones individuales eran económicamente sólidas, el sistema financiero en su conjunto sería estable. Por desgracia, esto no siempre ha sido así. A través de diferentes canales, las instituciones pueden estar interconectadas de modo que los problemas que surgen, en una o en varias de ellas, se pueden extender al resto del sector financiero y poner en marcha una dinámica negativa que les afecte a todas. Una perspectiva macroprudencial, que vea más allá de las condiciones de cada institución aisladamente, ha de ser útil para detectar y prevenir ese tipo de problemas que pueden afectar a todo el sistema.

Es más, el objetivo de la política macroprudencial es limitar el riesgo sistémico y asimismo minimizar los costes de que la inestabilidad financiera se pueda imponer a la economía en su conjunto. Esta política está dirigida: a contener el riesgo sistémico reforzando el sistema financiero contra las perturbaciones, para que siga funcionando de modo estable, sin medidas de respaldo de emergencia en épocas de tensión; y a hacer frente a las fuentes de riesgo y vulnerabilidad en cuanto se perciben como posible riesgo sistémico.

En septiembre del 2010, el Parlamento Europeo aprobó la legislación que crea el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), el organismo de la Unión Europea que tiene encomendada la tarea de dirigir la política macroprudencial en la Unión Europea. Se encargará de identificar y evaluar los riesgos para la

estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea y de emitir alertas si considera que los riesgos detectados parecen significativos. Cuando resulte apropiado, el CERS podrá complementar dichas alertas con recomendaciones sobre las medidas correctoras que convenga adoptar.

El BCE facilitará apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico al CERS. En particular, prestará asistencia al CERS en la recolección de datos y en la elaboración de las estadísticas, y contribuirá también a elaborar y mantener nuevas herramientas y metodologías analíticas para la identificación y la evaluación de los riesgos sistémicos y la emisión de alertas de riesgo. No hace falta decir que la creación del CERS no altera en modo alguno el reparto de atribuciones entre los responsables de las políticas, establecido en el Tratado de la Unión Europea, particularmente en lo referido al mantenimiento de la estabilidad de precios, como objetivo prioritario de la política monetaria del BCE. Al mismo tiempo, la asignación de tareas específicas al BCE, relacionadas con el funcionamiento del CERS, refuerza su capacidad para cumplir el cometido de contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera, tal como se prevé en el mismo tratado.

5.5. Comentarios finales

Las turbulencias financieras, que comenzaron en el verano del 2007, han evolucionado a lo largo del tiempo hasta convertirse en una de las crisis mundiales más graves en varias décadas. Por este motivo, desde el inicio de las turbulencias, las autoridades públicas han realizado intervenciones en ámbitos importantes, entre las cuales cabe señalar la gestión de la liquidez, la política monetaria y la política fiscal, sin precedentes por su cantidad y su magnitud. Además, se han emprendido muchas iniciativas para respaldar al sector financiero.

De cara al futuro, es probable que la presente crisis traiga importantes transformaciones para los sistemas económicos y financieros en los que vivimos. Dichas transformaciones incluyen: un cambio en el carácter de las relaciones y el grado de coordinación entre las diferentes políticas y autoridades públicas; modifi-

caciones en la esfera de la regulación y la supervisión; y además reformas de la arquitectura financiera internacional. Por tanto, es probable que se asista a una serie de reformas institucionales que propiciarán un nuevo contexto para las directivas en diversos ámbitos.

Para los bancos centrales, los mayores desafíos irán asociados a la definición y la aplicación de estrategias de salida, adecuadas a partir de políticas monetarias no convencionales, a fin de evitar la aparición de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo y a la creación de incentivos adecuados para todos los actores económicos relevantes.

En términos generales, los bancos centrales desarrollarán su actividad muy posiblemente en un nuevo contexto de política monetaria, en el cual tendrán que revisarse cuestiones largamente planteadas, como la función de los precios de los activos en las estrategias de política monetaria, en tanto que será necesario dar respuesta a otros interrogantes que surgirán, a partir de las nuevas responsabilidades macroprudenciales de los bancos centrales, de los cambios en los marcos operativos y de las reformas estructurales en el mecanismo de transmisión monetaria.

De igual forma, los Gobiernos tendrán que acometer cuestiones difíciles como la salida de las medidas expansionistas a gran escala, adoptadas durante la crisis para respaldar a la economía a corto plazo. A consecuencia del aumento de las medidas expansionistas y de la contracción de la producción, la situación fiscal se ha deteriorado en todos los países, en algunos casos de forma muy significativa. Por tanto, los mercados financieros han centrado su atención, cada vez más, en la cuestión de la solvencia de los Estados. El saneamiento presupuestario de las finanzas públicas es necesario para proteger la sostenibilidad a largo plazo y para garantizar que los crecientes niveles de endeudamiento público no pongan en peligro las perspectivas a largo plazo.

También es necesario recordar que las perspectivas de un crecimiento sostenible y fuerte, tanto de la economía como del empleo, dependen en gran medida de nuestra capacidad y determinación para emprender reformas estructurales. El BCE ha defendido tales reformas sistemáticamente. En los mercados de bienes y servicios son necesarias medidas de apoyo a la compe-

tencia y la innovación. En el mercado laboral son requisitos fundamentales la moderación salarial, los incentivos efectivos para la creación de empleo y una mayor flexibilidad. Tales reformas también facilitarán el necesario saneamiento presupuestario en los países de la zona del euro, contribuirán a hacer más resistentes nuestras economías y promoverán un aprovechamiento más eficiente del capital humano, físico y tecnológico.

Por último, la crisis financiera ha puesto al descubierto una serie de debilidades en cuanto al marco de regulación y supervisión microprudencial, que es preciso corregir para aumentar la capacidad de recuperación del sistema financiero internacional y su habilidad para resistir las perturbaciones. Esto ha motivado una revisión atenta de los objetivos fundamentales de las políticas y de los instrumentos de las políticas microprudenciales.

Se han realizado notables progresos en el contexto de los foros internacionales en lo que respecta a identificar las medidas correctoras necesarias. En concreto, es importante llevar a la práctica todo el paquete de las nuevas medidas de regulación, incluidas las normas sobre las exigencias de capital, definición de capital y apalancamiento, que se acordó el 12 de septiembre del 2010 en el marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Su introducción, tras un periodo de transición prudencial, contribuirá notablemente a mejorar la resistencia del sector bancario internacional y su capacidad para resistir las perturbaciones. La resistencia del sistema bancario se beneficiará también de la introducción de las medidas de aumento de liquidez. Será necesario definir y calibrar tales medidas de modo que refuercen los marcos de gestión del riesgo de liquidez de los bancos y su capacidad para resistir los problemas de liquidez.

Evidentemente, identificar las reformas adecuadas es tan solo el primer paso. Es crucial que los Gobiernos y las demás autoridades nacionales incrementen los esfuerzos para llevar a cabo las reformas estructurales, en especial las referentes al marco de regulación y supervisión, que son necesarias a fin de consolidar las bases de nuestros sistemas financieros y económicos.

Bibliografía

- ALMUNIA, Miguel, Agustín BÉNÉTRIX, Barry EICHENGREEN, Kevin O'ROURKE y Gisela RUA. «From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons». *Economic Policy* 62 (abril 2010): 219-265.
- BALDWIN, Richard, ed. *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Londres: Voxeu y Centre for Economic Policy Research, 2009.
- BCE (Banco Central Europeo). *Boletín Mensual*. Frankfurt, noviembre 2009.
- BEIRNE, John, Lars DALITZ, Jacob EJSING, Magdalena GROTHE, Simone MANGANELLI, Fernando MONAR, Benjamin SAHEL, Matjaz SUSEC, Jens TAPKING y Tana VONG. «The impact of the Euro system's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets». ECB Occasional Paper n.º 122. Frankfurt: Banco Central Europeo, enero de 2011.
- BERNANKE, Ben. «Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression». *American Economic Review* 73, n.º 3 (1983): 257-276.
- . «On Milton Friedman's Ninetieth Birthday». Conferencia en honor a Milton Friedman, Universidad de Chicago, Chicago (Illinois), 8 de noviembre de 2002.
- BLOOMBERG. Proveedor de datos interactivo, disponible en Internet en: <http://www.bloomberg.com/apps/feedback?site=sales> [consulta: diciembre del 2010].
- BORIO, Claudio, y Piti DISYATAT. «Unconventional monetary policies: an appraisal». BIS Documento de Trabajo n.º 292, Basilea: Bank for International Settlements, noviembre 2009.
- CEPR (Centre for Economic Policy Research). *Euro area Business Cycle Dating Committee*. London: CEPR, varios años.
- DUVAL, Romain, y Jorgen ELMESKOV. «The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets». Documento de Trabajo n.º 596, Frankfurt: Banco Central Europeo, 2006.
- EUROSTAT. *Short-term statistics*. Luxemburgo: Oficina Estadística de la Unión Europea, varios años.
- . *ESA 95 National Accounts*. Luxemburgo: Oficina Estadística de la Unión Europea, varios años.
- FAGAN, Gabriel, Jérôme HENRY y Ricardo MESTRE. «An area-wide model (AWM) for the euro area». Documento de Trabajo n.º 42, Frankfurt: Banco Central Europeo, enero 2001.
- FRIEDMAN, Milton, y Anna J. SCHWARTZ. *A Monetary History of the United States, 1863-1960*. Princeton (NJ): Princeton University Press, 1963.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel. «La dinámica de las tensiones financieras: causas y consecuencias». *Papeles de Economía Española* 122 (2009a): 2-11
- . «Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis». *Hacienda Pública Española. Revista de Economía Pública* 190, n.º 3 (2009b): 127-156.
- RESERVA FEDERAL. *Central bank liquidity swap data*. Washington (DC), varios años.
- STOLZ, Stephanie M., y Michael WEDOW. «Extraordinary measures in extraordinary times. Public measures in support of the financial sector in the EU and the United States». ECB Occasional Paper n.º 117, Frankfurt: Banco Central Europeo, 2010.
- TEMIN, Peter. *Lesson from the Great Depression*. Cambridge (MA): MIT Press, 1989.

6. Orígenes y alcance de la crisis financiera

Vincent R. Reinhart

The American Enterprise Institute

6.1. Introducción

A mediados del 2006, los precios nominales de la vivienda empezaron a descender por todos los Estados Unidos. Las disrupciones económicas que seguidamente se desataron adquirieron vastas proporciones y un alcance internacional, cogiendo por sorpresa a la mayoría de autoridades nacionales, agentes del mercado y analistas.

Para entender por qué en el 2009 la mitad de las economías del mundo registró descensos en la producción, es necesario revisar los acontecimientos que provocaron los excesos inmobiliarios y financieros en los Estados Unidos, medir sus consecuencias internacionales y valorar las medidas de política económica adoptadas. El examen minucioso de estos elementos muestra que algunos de los problemas del mercado inmobiliario estadounidense tenían un origen internacional. Asimismo, se evidencia que la complejidad de las prácticas de intermediación financiera y la opacidad de los valores titulizados aumentaron las pérdidas económicas asociadas al descalabro inmobiliario.

Cuatro elementos destacan a partir de este análisis. En primer lugar, que los excesos en el mercado inmobiliario estadounidense fueron alentados por la innovación financiera, los incentivos gubernamentales y el elevado ahorro a escala global. El alto grado de apertura de los mercados financieros provocó precisamente aquello que la teoría ha predicho desde Mundell (1968): los tipos de interés del mercado estuvieron determinados cada vez más por las condiciones mundiales, y no por aquellas específicas de

[N. del ed.]: Este capítulo ha sido traducido por José Vila-Belda.

país alguno. De ahí que la capacidad de la Reserva Federal para emprender acciones domésticas no coordinadas fuera limitada, como se ha examinado en Reinhart y Reinhart (2011). De hecho, muchas naciones sin independencia en política monetaria experimentaron también un *boom* inmobiliario, debido a que los inversores globales desviaron su atención hacia allí.

En segundo lugar, los vínculos comerciales y financieros fueron muy importantes a la hora de propagar la contracción. La simultaneidad de las recesiones condiciona el grado de eficacia de las políticas adoptadas. Por lo general, la política monetaria menos ortodoxa es una solución *infallible* para evitar la deflación en una economía abierta, pudiéndose generar demanda adicional mediante la depreciación del tipo de cambio. Esto encaja con las experiencias de los países nórdicos en la década de los noventa, o la de los países afectados por la crisis asiática en 1997 y 1998, donde una intervención rápida posibilitó la salida temprana de la crisis bancaria. Sin embargo, cuando el producto mundial decrece, tales medidas pueden no resultar efectivas. De nuevo, fue Mundell (1968) quien apuntó en esta dirección en su trabajo sobre el problema de la divisa N + 1: no todos los países del mundo pueden generar una demanda externa adicional mediante la depreciación de su moneda. En el punto álgido de la actual crisis, la divisa N + 1 era el dólar estadounidense, que se apreció pese a ser los Estados Unidos el epicentro de la crisis financiera.

En tercer lugar, los grandes intermediarios financieros se han convertido en entidades oscuras, cuyos balances no reflejan adecuadamente los riesgos asumidos. Los balances se tergiversan para satisfacer las regulaciones locales, los códigos tributarios y las normativas bancarias internacionales. Los valores que emiten suelen ser opacos y difíciles de entender. En un contexto de dificultades financieras, la complejidad de la red de intermediarios y la opacidad de sus valores crearon un círculo vicioso. Los inversores y acreedores no entendían los balances de los intermediarios ni sus títulos, generalizándose una mayor aversión al riesgo. La congelación de los mercados afectó a los valores de los activos, dañando aún más los balances de importantes instituciones. Los cuellos de botella en el sistema financiero se agudizaron hasta el punto de afectar al nivel de gasto agregado.

Finalmente, los problemas en los mercados financieros y la contracción paralela del gasto forzaron la actuación política. Se dieron respuestas políticas en todo el mundo. En los Estados Unidos, la Reserva Federal multiplicó por más de dos la magnitud de su balance y las autoridades fiscales diseñaron un gran paquete de estímulos. No obstante, con los activos problemáticos todavía presentes en los balances de grandes entidades financieras, la recuperación ha avanzado de manera intermitente y a un ritmo lento, como se ha descrito en Reinhart y Reinhart (2010), donde se revisa la experiencia poscrisis de quince crisis bancarias sistémicas del siglo xx.

Los tres apartados siguientes examinan, respectivamente, el origen, la escala y el alcance del problema. El apartado 6.5 aborda la contribución externa a los excesos de los Estados Unidos y el apartado 6.6 revisa las medidas políticas que se adoptaron. El apartado 6.7 ofrece unos breves comentarios, a modo de conclusión.

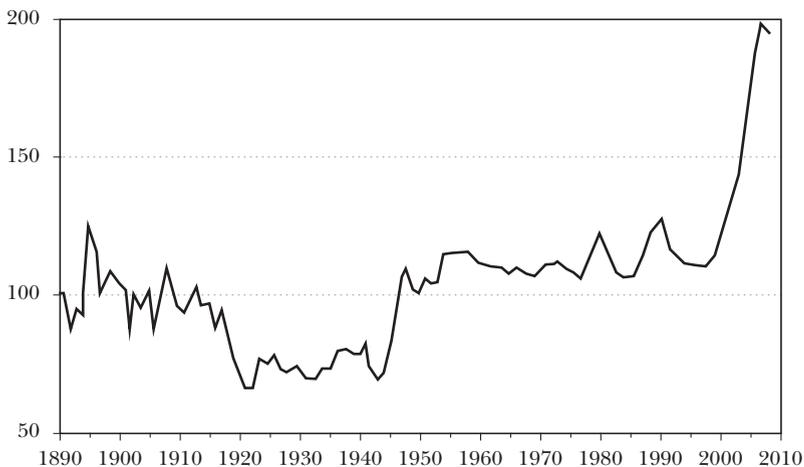
6.2. Los orígenes de la recesión

Durante buena parte de los noventa y principios del siglo xxi, la demanda residencial se apoyó en unos fundamentos sólidos. El crecimiento de la renta real disponible era robusto. Los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios eran bajos. La tendencia demográfica era favorable, ya que la generación del *baby boom* estaba envejeciendo, llevándole a poner en venta su *stock* inmobiliario y desear una segunda vivienda. Además, diez años antes, el país había recibido un gran flujo de inmigrantes, de modo que los residentes permanentes buscaban su primera vivienda.

Este estímulo a la demanda llevó los precios de la vivienda al alza. Las largas series sobre precios relativos, construidas por Robert Shiller a partir de 1890 y plasmadas en el gráfico 6.1, alcanzaron un nivel sin precedentes. Los incrementos en los precios de la vivienda se alimentaban a sí mismos, dado que, a la vista de la trayectoria pasada, las expectativas de rentabilidad impulsaban aún más la demanda residencial. Del mismo modo, esto hizo que las entidades hipotecarias fueran menos exigentes, al considerar

GRÁFICO 6.1: Índice Shiller de precios reales de la vivienda, 1890-2010

(1890 = 100)



Fuente: Shiller (2006).

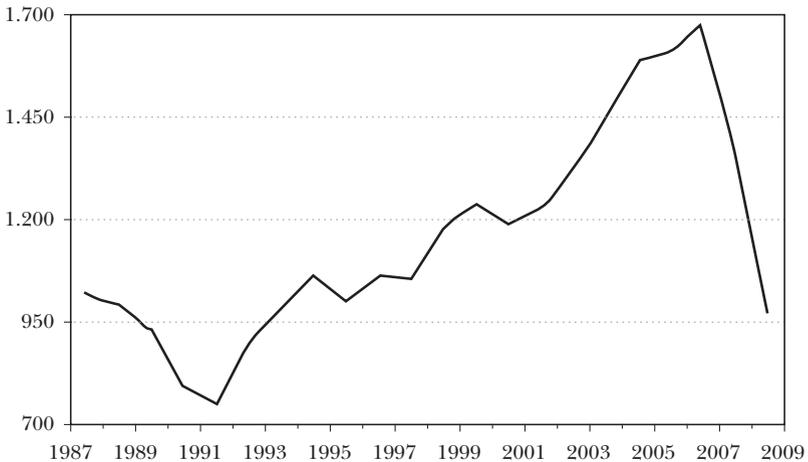
que el riesgo de conceder préstamos, usando como garantía activos cuyo valor se esperaba que subiera, era reducido.

El estímulo financiero a la compra de viviendas llevó a reorientar los recursos productivos con el objetivo de cubrir esta demanda creciente. Como se ilustra en el gráfico 6.2, los permisos para viviendas unifamiliares, un indicador bastante fiable de la actividad en ese sector del mercado, crecieron a tasas de dos dígitos entre el 2001 y el 2005. Por su parte, el empleo total en la construcción y las finanzas pasó de representar el 10,25% de la ocupación en 1992 al 11,75% en el 2006. Tal incremento supone un trasvase de recursos enorme, teniendo en cuenta que en la actualidad el denominador de este cálculo asciende a unos 137 millones de trabajadores. Este proceso pudo originar fuertes tensiones, ya que el ajuste de los recursos dedicados a la construcción de viviendas es muy lento y el del precio del producto final, como un activo más, puede darse mucho más rápidamente.

Las variables básicas del mercado inmobiliario se moderaron a partir del 2004, a medida que los precios del mercado quedaban fuera del alcance de un número creciente de compradores y la Reserva Federal empezaba a aumentar los tipos de interés a corto

GRÁFICO 6.2: Permisos para viviendas unifamiliares, 1987-2009

(miles de unidades)



Fuente: U. S. Census Bureau (2010).

plazo.¹ Mientras tanto, el crecimiento económico se ralentizó y el país empezó a recelar de la inmigración.

Tal y como dicta un sencillo análisis sobre la relación entre la oferta y la demanda, un desplazamiento contractivo de la curva de demanda hace que el precio efectivo de la vivienda disminuya. Sin embargo, el mercado inmobiliario no funciona de forma tan sencilla. El precio efectivo de la vivienda tiene dos componentes: el precio de venta del mercado y el coste de financiar la compra. En este sentido, los compradores de viviendas se preocupan tanto por el precio de venta como por los plazos y condiciones de la hipoteca. Hubo dos problemas que llevaron a que la mayor parte del ajuste inicial se diera sobre los costes de financiación, en lugar de darse a través del precio de venta.

En primer lugar, las relaciones entre quienes venden y quienes financian en el mercado inmobiliario se habían estrechado tanto que se consideraba que ambos componentes dependían básicamente del mismo agente: el constructor vinculado al agente in-

¹ Dada la prevalencia de la financiación con tipos ajustables, esto debió suponer una carga para el mercado inmobiliario, independientemente de que tuviera o no un efecto significativo en los tipos de interés a largo plazo.

mobiliario, a su vez vinculado al agente hipotecario. En segundo lugar, y en sentido contrario, se había debilitado el vínculo entre el agente bancario que originaba la hipoteca y el inversor en posesión del activo garantizado con esa misma hipoteca. El agente hipotecario que generaba el préstamo era retribuido por originar el préstamo, no por finalizar la operación, por lo que se daba el clásico problema del principal-agente.

Así, ante una contracción de la demanda, la reducción del coste de la financiación de la compra de viviendas ayudó a frenar el descenso del número de casas ofertadas. Esto implicó aprobar demasiadas hipotecas con una facilidad excesiva, rebajando los requisitos exigidos, llevando a los prestatarios a adquirir préstamos inadecuados y, en ocasiones, instigando al fraude puro. Entre los compradores potenciales se contaban víctimas inconscientes de estas agresivas prácticas, pero también cómplices bien dispuestos que creyeron que las elevadas ganancias resolverían todos sus problemas.

Los excesos en la financiación de nueva vivienda se alargaron tanto como se pudo, hasta que se hicieron evidentes. Una vez los precios de la vivienda dejaron de subir, la demanda de viviendas se paralizó. Sin embargo, los recursos que entran lentamente en un sector también suelen salir despacio. Pese a que los constructores ralentizaron bruscamente la construcción de vivienda nueva, no lo hicieron a un ritmo lo suficientemente rápido como para evitar la acumulación de existencias no vendidas. La contribución de la construcción residencial real al crecimiento del PIB, de 0,25 puntos porcentuales promedio entre 1996 y el 2005, pasó a ser negativa en el 2006. Desde entonces, la construcción de viviendas ha supuesto un lastre para la actividad económica.

6.3. Amplificación en los mercados financieros

Los altibajos en la construcción han sido un rasgo característico del ciclo económico estadounidense. Sin embargo, lo que ha hecho que esta crisis inmobiliaria sea histórica es que el mismo instrumento que posibilita la compra de una vivienda, la hipoteca, se ha convertido a su vez en la garantía fundamental de un

amplio abanico de valores. Cuando el mercado inmobiliario se tambaleó, también lo hizo el valor de las titulaciones, así como los intermediarios en posesión de estos activos. El hecho de que los activos titulizados fueran complejos instrumentos en manos de entidades con balances confusos y opacos contribuyó a empeorar las cosas.

La complejidad ha sido, de hecho, la pesadilla del sistema financiero estadounidense durante décadas. Existen diversos reguladores de ámbito federal y estatal. Las diferentes jurisdicciones ofrecen incentivos distintos en términos legales y fiscales. Y el código impositivo varía a lo ancho de las regiones y a lo largo del tiempo. Las empresas financieras hurgaron en todos los rincones. Ello requirió el esfuerzo de especialistas en leyes y expertos en contabilidad e ingeniería financiera. El resultado fue la diseminación de los balances de las grandes compañías a través de *sociedades instrumentales*² y la emisión de valores con el único propósito de extraer la máxima rentabilidad posible bajo el acuerdo Basilea II.

La complejidad del sistema financiero presenta tres problemas fundamentales para la supervisión. En primer lugar, los supervisores están en clara desventaja a la hora de valorar los riesgos asumidos y la legalidad de las actuaciones de una empresa determinada, al involucrar docenas de jurisdicciones, cientos de entidades y miles de contratos. El segundo coste de la complejidad financiera es que las exigencias de disciplina por parte de contrapartes y accionistas tienden a suavizarse. Los acreedores son proclives a basarse en la reputación de la empresa o en el sello de una agencia de calificación más que en las garantías implícitas que el contrato financiero proporciona. Los accionistas tienden a dejar todo en manos de la dirección, facilitando que se otorguen retribuciones abusivas e incentivando la búsqueda de beneficios a corto plazo. Finalmente, las dificultades para comprender el funcionamiento de estas empresas no radican solo en su complejidad externa. Una empresa sofisticada es, a su vez, una empresa difícil de gestionar. Los gerentes tendrán más dificultades para supervisar a sus empleados, especialmente si se trata de personal alta-

² *Special purpose vehicles* (SPV), cuyas actuaciones son conocidas como *operaciones fuera de balance*.

mente cualificado en finanzas, derecho o contabilidad. En estas circunstancias hay un mayor margen de maniobra para llevar a cabo prácticas abusivas a la hora de asignar los productos adecuados a cada inversor y, en general, para adoptar estrategias que van en contra de los intereses de la empresa a largo plazo.

De ahí que los mercados y entidades financieras acabaran amplificando el *shock* económico real que se inició a causa del ajuste en el sector inmobiliario. Los valores bursátiles cayeron, agudizando las pérdidas de patrimonio de muchos hogares que ya se habían visto afectados por la pérdida de valor de sus viviendas. Los diferenciales en los tipos de interés del crédito se ampliaron. El crédito comercial y otras formas de financiación a corto plazo desaparecieron.

Por su parte, las intervenciones de la Reserva Federal y del Tesoro público resultaron ambiguas en lo referido a la magnitud y el alcance de la protección ofrecida, agravando aún más los problemas, como se plantea en Reinhart (2011).³ Cuando en septiembre del 2008 se resolvió el destino de Washington Mutual y Wachovia, se llevaron a cabo recortes en la deuda no garantizada de la primera entidad, pero no en el caso de la segunda, a pesar de que ambas parecían tener problemas similares. El fin de semana en que fueron intervenidas las agencias hipotecarias Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (The Federal Home Loan Mortgage Corporation), patrocinadas por el Gobierno de los Estados Unidos, se decidió eliminar a los tenedores de participaciones preferentes. Aquello ocurría la misma semana en que Lehman Brothers estaba intentando obtener fondos mediante una emisión de participaciones preferentes. Aunque Lehman Brothers cayó poco tiempo después, al día siguiente el Gobierno dio un apoyo masivo al American International Group. Por aquella época, algunos altos cargos públicos hacían declaraciones acerca de la necesidad de aprobar el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program* [TARP]), justificando la intervención del American International Group, lo que añadió incertidumbre y erosionó aún más la confianza. En

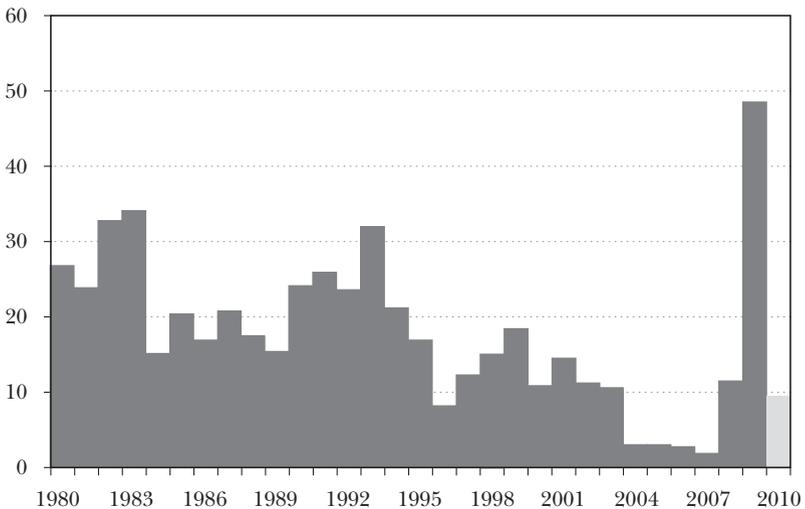
³ Puede encontrarse una cronología detallada de los acontecimientos en el sitio web del Federal Reserve Bank of St. Louis (2011).

conjunto, los altos cargos acabaron difuminando las fronteras de la intervención estatal, incentivando la especulación y aumentando las dudas sobre la salud de la economía en un contexto ya de por sí complicado.

6.4. El alcance de la crisis

El llamado Business Cycle Dating Committee del National Bureau of Economic Research (NBER) sitúa el pico del ciclo estadounidense a finales del 2007 y el punto más bajo en junio del 2009. Aunque no existe un formalismo de este tipo a nivel mundial, en muchos de los restantes países los indicadores iniciaron su descenso alrededor de un año y medio más tarde, en coherencia con la idea de que fue Estados Unidos quien arrastró a los demás países. El gráfico 6.3 muestra la proporción de los países que aparecen en el informe *Perspectivas de la economía mundial* (Fondo Monetario Internacional [FMI] 2010a) y que experimentaron un declive pronunciado del PIB real anual. En el 2009, cerca de la

GRÁFICO 6.3: Economías en recesión. Países del mundo, 1980-2010
(porcentaje)



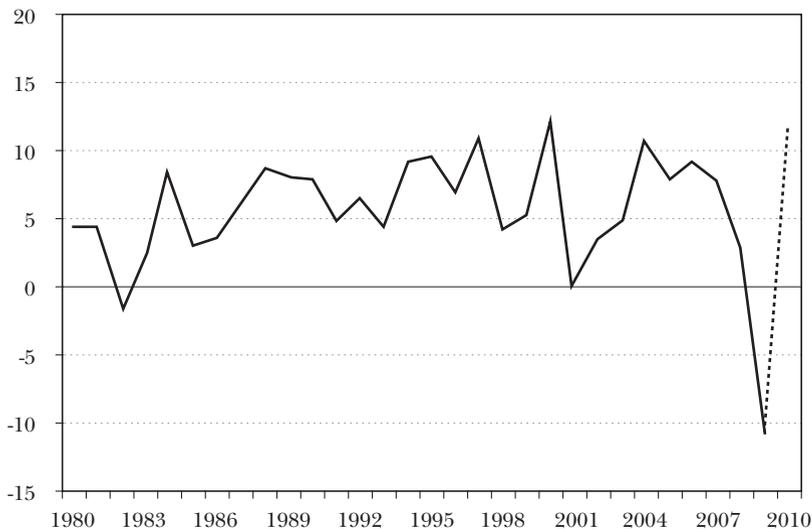
Fuente: FMI (2010a).

mitad de los 183 países estudiados por el personal del FMI registró descensos en la producción.

También puede apreciarse un claro impacto sobre el comercio. La caída de los ingresos en muchos países contrajo la demanda mundial de exportaciones, tal y como evidencia el descenso del volumen exportado (véase el gráfico 6.4). En las principales regiones del mundo (v. el cuadro 6.1) el nivel de exportaciones cayó en el 2009 en torno a un 10%. Y algunas regiones experimentaron una caída aún más pronunciada. Ninguna región salió indemne, y la idea de desvincularse de la economía líder quedó en una aspiración irrealizable.

Las predicciones del último informe *Perspectivas de la economía mundial* (FMI 2010a) también resumen adecuadamente los riesgos que amenazan a la economía mundial. Las barras del gráfico 6.5 representan, año a año, la proporción de países del informe que registraron tasas anuales de inflación del 1% o inferiores. El cálculo de índices de precios presenta dificultades ampliamente conocidas, como el hecho de que los hogares dejen de comprar

GRÁFICO 6.4: Exportaciones mundiales de bienes y servicios.
Crecimiento anual del valor en dólares, 1980-2010
(porcentaje)



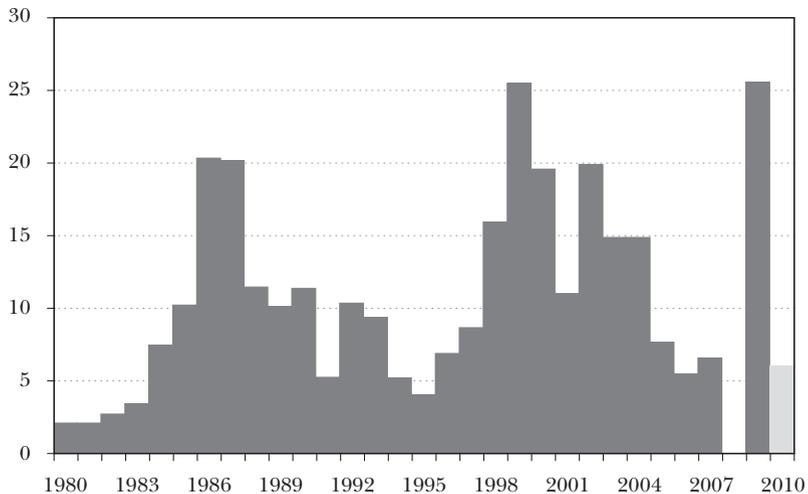
Fuente: FMI (2010a).

CUADRO 6.1: Tasa de variación de las exportaciones

	Media			
	2003-2007	2008	2009	2010
Mundo	8,1	2,7	-10,8	11,3
Economías avanzadas	6,8	1,9	-12,4	11,0
Economías asiáticas de reciente industrialización	12,1	3,9	-6,9	12,2
Economías emergentes y en desarrollo	11,4	4,6	-7,8	11,9
Países asiáticos en desarrollo	16,3	6,5	-8,1	18,8
América Latina y Caribe	7,3	3,4	-9,6	12,9
Oriente Medio y Norte de África	7,3	3,1	-3,0	1,0
África subsahariana	6,4	1,8	-3,0	2,1

Fuente: FMI (2010a).

GRÁFICO 6.5: Economías en deflación. Países del mundo, 1980-2010
(porcentaje)



Fuente: FMI (2010b).

productos cuyo precio está en ascenso y pasan a adquirir aquellos más baratos, un comportamiento que los estadísticos no pueden captar. Por tanto, una tasa de inflación del 1% o inferior probablemente signifique que los hogares están comprando bienes y servicios cuyo precio promedio está descendiendo. Un descenso

generalizado de los precios puede constituir una gran amenaza para la economía. Desde el punto de vista de los empresarios, los trabajadores con salarios nominales fijos se encarecen a medida que los precios de los bienes y servicios que producen bajan. Cualquiera que tenga que devolver un importe fijo de dinero debe cargar con un coste adicional, pues su deuda aumenta con la deflación. Los consumidores podrían retrasar sus compras ante la expectativa de disponer de productos más baratos en el futuro. El banco central tendrá serias dificultades para contrarrestar estas fuerzas que restringen el gasto agregado.

En el 2009, alrededor de un cuarto de las economías estudiadas por el FMI sufrieron deflación. A lo largo de los treinta años para los que el FMI ofrece datos, la proporción de países con deflación solo superó aquel porcentaje en una ocasión. Fue en 1998, cuando las crisis financieras de Rusia y Asia dañaron a muchas economías a lo ancho de la cuenca del Pacífico. En cierto sentido, no es ninguna novedad el hecho de que la deflación hiciera mella en el 2009, ya que la economía mundial andaba de capa caída. Sin embargo, el descenso generalizado de los niveles de precios no es solo el reflejo de males previos; también vaticina riesgos futuros. La deflación puede ocasionar perjuicios duraderos en los balances y las distorsiones en los precios relativos no desaparecen de la noche a la mañana.

6.5. La contribución internacional a los excesos de los Estados Unidos

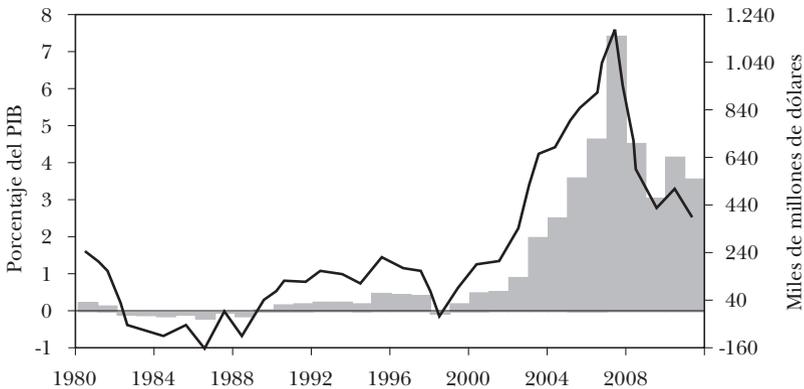
Los flujos internacionales de capital posibilitaron la financiación del *boom* inmobiliario. Numerosos observadores advirtieron que, desde finales de los noventa, el déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos seguía una trayectoria insostenible.⁴ En efecto, el saldo de la balanza por cuenta corriente llegó a situarse por debajo del -4% del PIB nominal a finales de la última década, antes de seguir empeorando. No obstante, y tal y como otros observa-

⁴ Como se discute, por ejemplo, en Obstfeld y Rogoff (2000).

dores afirmaron, el déficit por cuenta corriente estadounidense solo resultaría insostenible si los extranjeros se mostraran más reacios a seguir adquiriendo deuda de los Estados Unidos. Había quien dudaba de que este apetito fuera a saciarse.⁵ De hecho, la adquisición de reservas internacionales por parte de organismos oficiales extranjeros repuntó tras la crisis asiática de 1998, como puede observarse en el gráfico 6.6.⁶

Esta disposición a ofrecer financiación por parte de las autoridades extranjeras tuvo claras consecuencias sobre el alcance de la burbuja inmobiliaria. La demanda residencial está relacionada principalmente con los tipos de interés a largo plazo, no con los tipos de interés de intervención a corto plazo, controlados por la Reserva Federal.⁷ Durante dicho periodo, los ahorros mundiales mantuvieron los tipos de interés a largo plazo a niveles más bajos

GRÁFICO 6.6: Acumulación de reservas de economías emergentes y en desarrollo, 1980-2010



Fuente: FMI (2010a).

⁵ Este argumento se ha expresado de diversas formas, por ejemplo en la hipótesis del *global savings glut*, o 'exceso de ahorro global', como la llamó, el entonces Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke (2005).

⁶ Las compras oficiales se desviaron bruscamente hacia los títulos del Gobierno de los Estados Unidos. Según los datos del FMI, en la Composición Monetaria de las Reservas de los Bancos Centrales (*Currency Composition of Foreign Exchange Reserves* [COFER]), una media de dos terceras partes de las reservas internacionales estuvieron denominadas en dólares estadounidenses, a lo largo de los últimos doce años.

⁷ Reinhart y Reinhart (2011) ofrecen una exposición más completa de este punto.

de lo que habrían estado de no ser así. En efecto, tal y como muestra la línea discontinua del panel *a* del gráfico 6.7, el rendimiento del Tesoro a diez años se mantuvo en una franja estrecha durante al menos una década, incluso cuando los tipos de la Reserva Federal (v. la línea continua negra del mismo panel) descendieron, ascendieron y volvieron a descender.

El gráfico sugiere que el tipo de mercado de más largo plazo está desconectado del tipo oficial, la principal palanca de la Reserva Federal sobre la economía. El panel *b* del gráfico 6.7 muestra la correlación simple en medias móviles de cinco años entre el tipo de interés de la Reserva Federal, el tipo a diez años de los bonos del Tesoro y el tipo de interés de las hipotecas a 30 años. En los ochenta, los cambios en el tipo de interés de la Reserva Federal estaban claramente asociados con los de la rentabilidad de otros activos a más largo plazo, con una correlación del orden de 0,5. En la era del *boom* inmobiliario, por el contrario, desde 1996 hasta el 2006, la correlación es, como puede comprobarse, igual a cero.

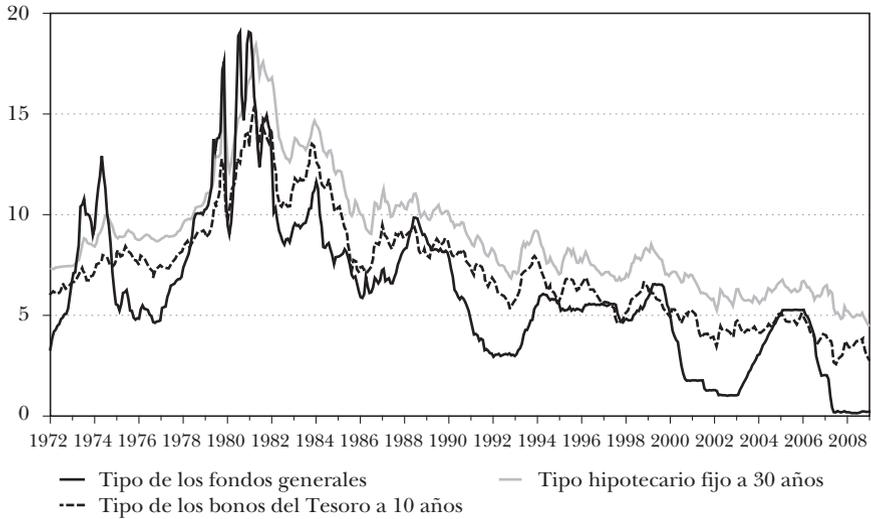
Tal y como se expone en Reinhart y Reinhart (2011), cualquier analista que considere, como John Taylor (2009), que la política de la Reserva Federal contribuyó al *boom* inmobiliario debe enfrentarse a la cuestión de cómo esta ejerció tal influencia. En cualquier caso, entre el 2002 y el 2006, la correlación simple entre el tipo de interés controlado por la Reserva Federal y el tipo de interés indicativo de la actividad inmobiliaria fue negativa y no significativa estadísticamente. Tal vez, este coeficiente represente una concatenación de efectos parciales en cuya estructura profunda sí cabe cierto margen de influencia por parte de la Reserva Federal. Pero tal vez no, o quizás no de un modo que arroje resultados predecibles.⁸

⁸ Dicho esto, la actividad inmobiliaria vinculada a tipos de interés a corto plazo y, en concreto, la financiación con tipos de interés ajustables, fue más sensible a la influencia de la Reserva Federal durante este periodo. En este sentido, tal vez la cuestión quede mejor formulada como un ajuste gradual del tipo de interés de intervención por parte de la Reserva Federal, que se inició en el 2004. El gradualismo creó oportunidades de rentabilidad intertemporal que favorecieron la financiación a corto plazo. Otro posible efecto del gradualismo es que alentara estrategias de financiación dependientes de bajos tipos de interés a corto plazo.

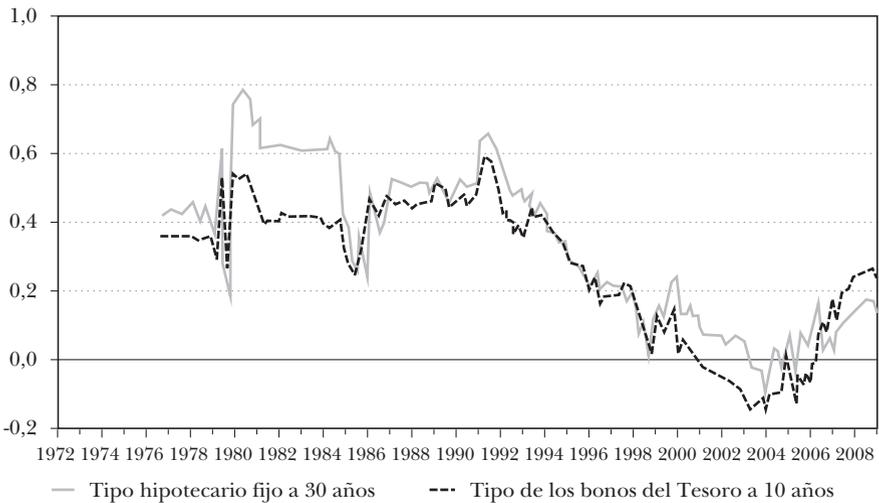
GRÁFICO 6.7: Tipos de interés seleccionados, 1972-2010

(porcentaje)

a) De febrero de 1972 a agosto del 2010



b) Correlación con la variación mensual del tipo de los fondos federales. Medias móviles de cinco años



Fuente: Reserva Federal (2010a) y elaboración propia.

6.6. Las medidas de política económica

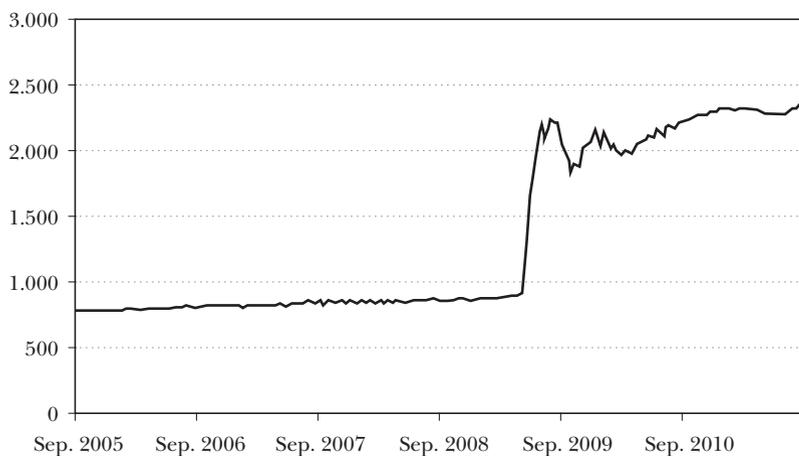
Si la política monetaria no fue especialmente importante en el desarrollo de la crisis, quizás tampoco pueda serlo en la recuperación. Ambas situaciones son consecuencia de la apertura de la economía mundial. En cualquier caso, no hay duda de que la Reserva Federal ha adoptado políticas agresivas, reduciendo el tipo de interés oficial e incrementando notablemente el tamaño de su balance.

Como puede observarse en el gráfico 6.8, la Reserva Federal casi ha triplicado la magnitud de su balance, otorgando muchas más reservas domésticas de las necesarias para mantener el tipo de interés nominal oficial en su límite inferior, del 0%. El hecho de que el tipo oficial se empujara hasta su mínimo valor posible no significa que la política monetaria no pudiera tener efectos mayores.

En concreto, la política de *quantitative easing* (ajuste cuantitativo) se basa en la idea de que el volumen y la composición del balance del banco central pueden influir en los mercados financieros y en la economía más allá de los límites que establece la política monetaria basada en la alteración de los tipos nominales.

GRÁFICO 6.8: Activos de la Reserva Federal, 2005-2010

(miles de millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Reserva Federal (2010b).

Una consecuencia de esta definición es que el margen de acción de la política monetaria no se agota cuando la tasa de interés alcanza su límite inferior. Es decir, que el banco central puede seguir manipulando su balance incluso cuando el tipo oficial se sitúa en el 0%. Para ello, el banco central ofrece un nivel de reservas superior al requerido para llevar la tasa de interés nominal al 0%, empujando la oferta a lo largo de la sección plana de la curva de demanda de reservas, en la que esta última es completamente elástica. Sin embargo, la política de *quantitative easing* no es solo una cuestión de nivel de reservas. El nivel de reservas es una parte del balance de los bancos centrales, pero otros pasivos, así como el tamaño y la composición de sus activos, también pueden tener efectos macroeconómicos. Además, esta definición implica que la política de *quantitative easing* puede llevarse a cabo con un tipo de interés oficial distinto de cero.

Esta política actúa a ambos lados del balance del banco central, tal y como describen Bernanke y Reinhart (2004):

- 1) La gran provisión de reservas podría inducir a los bancos a hacer uso de los recursos ociosos en su balance, generando el clásico *efecto multiplicador del dinero*. Incluso habiéndose empujado el tipo oficial hasta cero, es posible ampliar masivamente las reservas, facilitando a los bancos los recursos necesarios para crear depósitos, si así lo desean.
- 2) La provisión de reservas en exceso también puede ayudar a convencer a los participantes del mercado de que el tipo de interés oficial permanecerá bajo durante bastante tiempo. Esto es conocido como el *efecto duración* de la política económica. Este simplemente observa que cuanto más grande sea el balance más tardará en reducirse.
- 3) En lo que respecta a los activos, la acumulación de valores en cartera podría influir sobre los diferenciales y sobre el funcionamiento de los mercados, produciendo un *efecto de sustitución de activos*.
- 4) Un banco central que cuente con más activos, sobre todo si estos tienen una rentabilidad superior a la normal y por encima de la remuneración de los depósitos, debería generar ingresos adicionales. Tales beneficios del banco central po-

drían animar al Gobierno a gastar más o a reducir los impuestos, lo que se conoce como *crear espacio fiscal*, aspecto este que se destaca en el posterior análisis de la política fiscal.

Dados sus diversos canales de influencia, cuantificar los efectos de la política de *quantitative easing* es inherentemente difícil. La teoría económica sugiere que esta opera proporcionando un estímulo a los mercados financieros y a la economía en general. Lo problemático es que se hace a costa de generar expectativas de inflación, por lo que cualquier banco central encuentra esta política incómoda y difícil de implementar. El tipo de cambio del dólar podría apreciarse y los precios de las materias primas podrían aumentar, poniéndose en cuestión la política de la Reserva Federal. En tal caso, sus objetivos irían en direcciones opuestas, con un elevado desempleo y la inflación por encima del objetivo de largo plazo. Por ello, la Reserva Federal está tratando de contener el riesgo de un aumento descontrolado de las expectativas de inflación, explicando que se dispone de las herramientas necesarias para salir de la política de *quantitative easing* cuando sea necesario.

Salir de esta política requiere volver a situar el tipo de interés de los fondos federales en valores positivos. Para ello se dispone de tres tipos de políticas distintas. En primer lugar, la Reserva Federal puede reducir las reservas, lo que implica vender activos directamente o esperar a su vencimiento. En segundo lugar, puede sustituir reservas por otros pasivos, ya sea acumulando depósitos del Tesoro o emitiendo deuda propia. En cuanto a la primera opción, el Tesoro debería estar dispuesto a emitir más deuda para acrecentar su cuenta en la Reserva Federal. En cuanto a la segunda opción, de momento esta no tiene autoridad legislativa para emitir su propia deuda, y es improbable que se le otorgue tal competencia. Por último, la Reserva Federal puede aumentar el tipo de interés que paga por las reservas. Esto haría subir los tipos en el mercado monetario aunque los bancos dispongan de amplias reservas.

Poner en venta activos del balance podría generar pérdidas de capital, en perjuicio de la rentabilidad y de su propia reputación. Esperar a que aquellos activos venzan podría llevar mucho tiem-

po. Y es poco probable que el Tesoro esté dispuesto a agravar sus problemas de acumulación de deuda para resolverle el problema a la Reserva Federal. Por tanto, y por descarte, seguramente la opción más atractiva para esta sea la tercera. Cuando llegue el momento, es probable que la Reserva Federal empiece a endurecer su política monetaria, incrementando el tipo de interés que paga por las reservas y manteniendo un balance voluminoso.

La incertidumbre en torno a la política monetaria refuerza claramente el argumento a favor de un impulso fiscal sostenido. En el pasado, los paquetes de estímulo fiscal de diversa forma y magnitud encontraron buena acogida tanto en economías avanzadas como en economías emergentes. Prasad y Sorkin (2009) ofrecen una recopilación muy útil de los esfuerzos fiscales de veinte países, algunos de los cuales se recogen en el cuadro 6.2. El tamaño total del estímulo (v. la séptima columna del cuadro 6.2) varía desde un modesto 0,5% del PIB nominal, en varios países europeos e India, hasta casi el 10%, en Arabia Saudí. Una característica destacable de estas iniciativas es que el impulso se extiende a lo largo del tiempo, como se puede comprobar al comparar la cuarta y séptima columna del cuadro 6.2. Concretamente en los Estados Unidos, en el 2009 solo se registró un tercio del impacto sobre el déficit. En otros países esta proporción varía entre 0,5 y 1.

La evaluación de los efectos de estas medidas es, como poco, polémica. En este sentido, es particularmente oportuno el estudio de Ilzetzki, Mendoza y Vegh (2009), quienes calculan los multiplicadores para economías avanzadas de altos ingresos, mercados emergentes con ingresos medios y países en desarrollo con ingresos bajos, utilizando datos trimestrales. Su análisis sugiere que: 1) el multiplicador del gasto público a corto plazo es mayor en los países en desarrollo y las economías emergentes que en los países avanzados; 2) si se observan los valores más altos alcanzados por el multiplicador, sucede lo contrario; y 3) los multiplicadores acumulados en el largo plazo son notablemente menores en los mercados emergentes que en las economías avanzadas, pues en las primeras el impacto positivo del gasto fiscal sobre el PIB desaparece bastante rápido.

Con todo, en la reacción oficial de los Estados Unidos ha estado ausente la cuestión de qué hacer con los préstamos proble-

CUADRO 6.2: Planes de impulso fiscal anunciados en una selección de países, 2008-2009

	Condiciones iniciales		Gasto en el 2009			Volumen total del estímulo		
	Deuda pública bruta (porcentaje del PIB del 2008)	Saldo fiscal (porcentaje del PIB del 2008)	Dólar estadounidense (miles de millones)	Porcentaje del PIB del 2008	Proporción del recorte de impuestos	Dólar estadounidense (miles de millones)	Porcentaje del PIB del 2008	Proporción del recorte de impuestos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Alemania	62,60	0,90	55,8	1,50	68,00	130,4	3,40	68,00
Arabia Saudí	17,70	11,20	17,6	3,30	0,00	49,6	9,40	0,00
Argentina	51,00	1,70	4,4	1,30	0,00	4,4	1,30	0,00
Australia	15,40	0,30	8,5	0,80	47,90	19,3	1,80	41,20
Brasil	40,70	n. d.	5,1	0,30	100,00	8,6	0,50	100,00
Canadá	62,30	0,10	23,2	1,50	40,40	43,6	2,80	45,40
China	15,70	0,40	90,1	2,10	0,00	204,3	4,80	0,00
Corea del Sur	27,20	0,90	13,7	1,40	17,00	26,1	2,70	17,00
España	38,50	-2,40	18,2	1,10	36,70	75,3	4,50	36,70
Estados Unidos	60,80	-3,20	268	1,90	44,00	841,2	5,90	34,80
Francia	64,40	-2,90	20,5	0,70	6,50	20,5	0,70	6,50
India	59,00	-4,20	6,5	0,50	0,00	6,5	0,50	0,00
Indonesia	30,10	-1,30	6,7	1,30	79,00	12,5	2,50	79,00
Italia	103,70	-2,70	4,7	0,20	0,00	7,0	0,30	0,00
Japón	170,40	-3,10	66,1	1,40	30,00	104,4	2,20	30,00
México	20,30	0,00	11,4	1,00	0,00	11,4	1,00	0,00
Reino Unido	47,20	-4,80	37,9	1,40	73,00	40,8	1,50	73,00
Rusia	6,80	6,20	30,0	1,70	100,00	30,0	1,70	100,00
Sudáfrica	29,90	0,20	4,0	1,30	0,00	7,9	2,60	0,00
Turquía	37,10	-1,50	0,0	0,00	n. d.	0,0	0,00	n. d.

Fuente: Prasad y Sorkin (2009).

máticos concedidos cuando la burbuja inmobiliaria estaba en gestación. Las perspectivas para esas hipotecas y los títulos que las usaban como garantía ya eran inciertas en el momento de su creación, y desde entonces no han hecho sino empeorar. Después de todo, desde el estallido de la burbuja los precios de la vivienda han caído un 35% de media y la tasa de desempleo ha rondado el 10%. El legado que han dejado estos activos, aún no resueltos, está llevándose por delante los ánimos de las familias, obstruyendo los balances de los intermediarios e impidiendo una verdadera limpieza del mercado inmobiliario. El sector privado seguirá sin pedir préstamos y los bancos seguirán sin prestar.

Sin duda, acabar con la contraproducente política de negación aumentará el ya abultado déficit fiscal, debido a la combinación de elevados costes de resolución de la crisis y mayores inyecciones de capital. Sin embargo, rendirse a lo inevitable no es una opción, y solo hay margen para la discreción en lo relativo al ritmo de actuación. Una pauta común es que cuanto más tarde se reconozcan las pérdidas financieras, mayores serán estas, tal y como ocurrió en la debacle de los ahorros y los préstamos de los ochenta o, actualmente, en Japón. Los gestores de las entidades financieras pospondrán esta confesión tanto como puedan. En la actual coyuntura, sus propios supervisores les han animado a hacerlo, promulgando pruebas de resistencia (*stress tests*) en las que deliberadamente se evitaba hacer mención del exceso de pérdidas heredadas, con el objetivo de favorecer unas perspectivas de beneficios más alentadoras. Y de hecho, la financiación de dichas pérdidas aún puede hacerse a un bajo coste, gracias a una política acomodaticia.

6.7. Conclusión

La economía mundial acaba de atravesar su fase contractiva más honda desde la Gran Depresión de los años treinta.⁹ En ambos casos, el mercado inmobiliario de los Estados Unidos y la am-

⁹ Eichengreen y O'Rourke (2009) proporcionan comparaciones instructivas de los dos episodios.

plificación de los excesos en los mercados financieros han sido elementos centrales. En el episodio más reciente, el carácter mundial del mercado de capitales y el alcance global de los intermediarios financieros son cruciales para explicar el origen, escala y alcance de las disrupciones económicas. Las respuestas políticas no han sido siempre las acertadas. Los primeros pasos en falso de los altos cargos de las finanzas estadounidenses generaron mayor incertidumbre y, probablemente, agravaron la crisis. Sus sucesores siguen sin querer forzar a las entidades financieras a reconocer en su plenitud el alcance de las pérdidas causadas por las hipotecas y los activos vinculados a estas. Por su parte, las políticas monetaria y fiscal fueron más oportunas, si bien no siempre se diseñaron adecuadamente.

Aunque sea imposible alcanzar un sistema financiero libre de crisis, es importante extraer lecciones de esta experiencia. Reinhart y Rogoff (2009) describieron las crisis económicas de los últimos ocho siglos y mostraron que, aunque las crisis difieren notablemente de un caso a otro, ningún país ha logrado evitar las crisis financieras. Esta observación sugiere que las crisis financieras volverán, pese a las promesas de la legislación. Por ello, no se debería contribuir a ellas repitiendo los errores que se han cometido en la gestión de la crisis presente.

Bibliografía

- BERNANKE, Ben S. «The global saving glut and the US current account deficit». Sandridge Lecture: Virginia Association of Economics, 2005.
- BERNANKE, Ben S., y Vincent R. REINHART. «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates». *American Economic Review* 94 (2004): 85-90.
- EICHENGREEN, Barry, y Kevin O'ROURKE. «A Tale of Two Depressions» VoxEU: junio 2009. Disponible en Internet en: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.
- FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. The financial crisis. *A timeline of events and policy actions*. St. Louis. Disponible en Internet: <http://timeline.stlouisfed.org/index.cfm?p=home> [consulta: enero del 2011].
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *Perspectivas de la economía mundial. Estudios monetarios y financieros*. Washington (DC), octubre 2010a. Disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/texts.pdf>.
- . *World Economic Outlook Database. October 2010*. Washington (DC), base de datos disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weo-data/index.aspx> [consulta: 20 de noviembre de 2010b].

- . *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. Washington (DC), base de datos disponible en Internet en: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> [consulta: 20 de noviembre de 2010c].
- ILZETZKI, Ethan, Enrique MENDOZA y Carlos VEGH. «How big (small) are fiscal multipliers?». Mimeo. Universidad de Maryland, College Park, 2009.
- MUNDELL, Robert A. *International Economics*. Nueva York: Macmillan, 1968. Disponible en Internet en: <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ietoc.html>.
- OBSTFELD, Maurice, y Kenneth ROGOFF. «Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment». En *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City (2000): 169-208.
- PRASAD, Eswar, e Isaac SORKIN. «Assessing the G20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look». Mimeo. Washington (DC): Brookings Institution, marzo 2009. Disponible en Internet en: http://www.brookings.edu/articles/2009/~media/Files/rc/articles/2009/03_g20_stimulus_prasad/03_g20_stimulus_prasad.pdf.
- REINHART, Vincent R. «The Year of Living Dangerously: The Management of the Financial Crisis in 2009». *Journal of Economic Perspectives*, en prensa, 2011.
- REINHART, Carmen M., y Vincent R. REINHART. «After the Fall». Documento de Trabajo n.º 16334, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research (NBER), septiembre 2010.
- . «Pride Goes Before the Fall». *Cato Journal*, en prensa, 2011.
- REINHART, Carmen M., y Kenneth S. ROGOFF. *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton (NJ): Princeton University Press, 2009.
- RESERVA FEDERAL. *Selected interest rates. Historical data*. Publicaciones estadísticas de la Reserva Federal H.15, Washington (DC). Disponible en el sitio web <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> [consulta: diciembre del 2010a].
- . *Factors affecting reserve balances*. Publicación estadística de la Reserva Federal H.4.1, Washington (DC). Disponible en Internet en: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/> [consulta: diciembre del 2010b].
- SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance*. 2.ª ed., Crown Business Books, 2006. Disponible en el sitio web: véase <http://www.irrationalexuberance.com/index.htm>.
- TAYLOR, John B. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford (CA): Hoover Institution Press Publication, 2009.
- U. S. CENSUS BUREAU. *New privately owned housing units authorized by building permits in permit-issuing places*. Washington (DC): Manufacturing and Construction Division, U.S. Census Bureau, disponible en Internet: <http://www.census.gov/const/bpann.pdf> [consulta: 20 de noviembre de 2010].

7. Volatilidad y crisis: tres lecciones para países en desarrollo

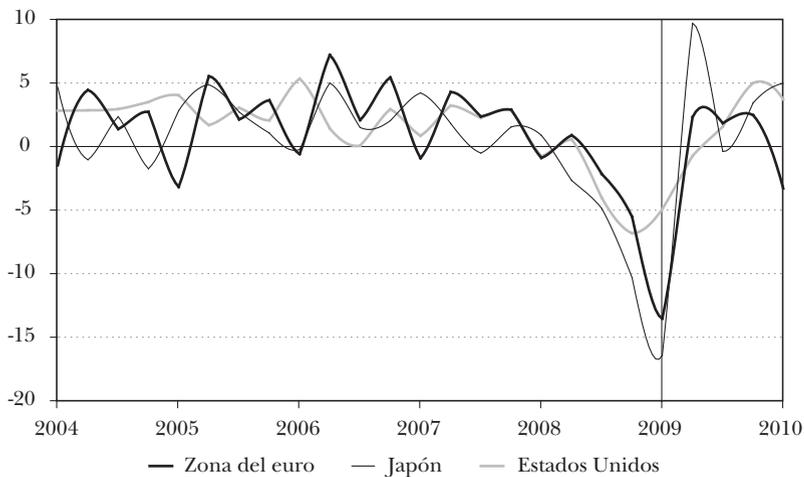
Norman Loayza
Banco Mundial

HACE poco más de un año la economía mundial parecía estar al borde del colapso. Los países en desarrollo, que tan bien se habían desenvuelto en los últimos años, veían cómo la crisis internacional los envolvía y amenazaba desde todos los frentes. A diferencia de la mayoría de las crisis anteriores, esta tenía sus orígenes en los países avanzados, principalmente en los Estados Unidos y en Europa. Pero su onda expansiva, de intensidad creciente, parecía no conocer ningún límite.

La mayoría de los indicadores de la economía internacional relevantes para los países en desarrollo declinaron considerablemente durante el 2008 y comienzos del 2009. El crecimiento del producto interior bruto (PIB) en los países avanzados, después de haber fluctuado alrededor de una tasa entre el 2% y el 3% anual, en la presente década, comenzó una caída vertiginosa en el 2008 que lo llevó a -5% en los Estados Unidos, -13% en la zona del euro y -15% en Japón al inicio del 2009 (véase el gráfico 7.1).

Con una contracción tan severa en los países avanzados, era de esperar que las exportaciones de las economías en desarrollo cayesen considerablemente, lo que en efecto sucedió. Desde el 2002, el crecimiento del valor de las exportaciones de los países en desarrollo no solo había sido positivo sino que había ascendido hasta alcanzar un promedio del 25% anual en los últimos años (v. el gráfico 7.2). Esta tendencia pareció terminar en el 2008, y en los primeros trimestres del 2009 la tasa de crecimiento del valor de las exportaciones se ubicó en un alarmante -30%.

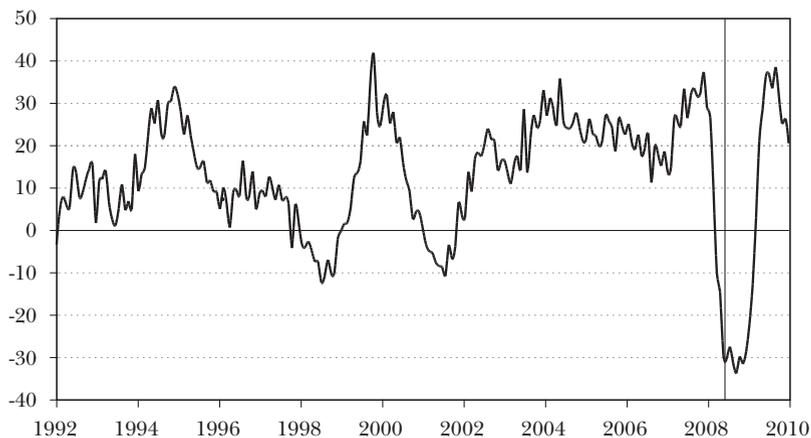
GRÁFICO 7.1: El colapso de la demanda mundial y su recuperación. Crecimiento anualizado del PIB en países avanzados, 2004-2010
(porcentaje)



Nota: Datos correspondientes al primer trimestre de cada año.

Fuente: Banco Mundial (2010) y elaboración propia.

GRÁFICO 7.2: El colapso de las exportaciones de los países en desarrollo y su recuperación. Crecimiento del valor de las exportaciones, 1992-2010
(porcentaje)

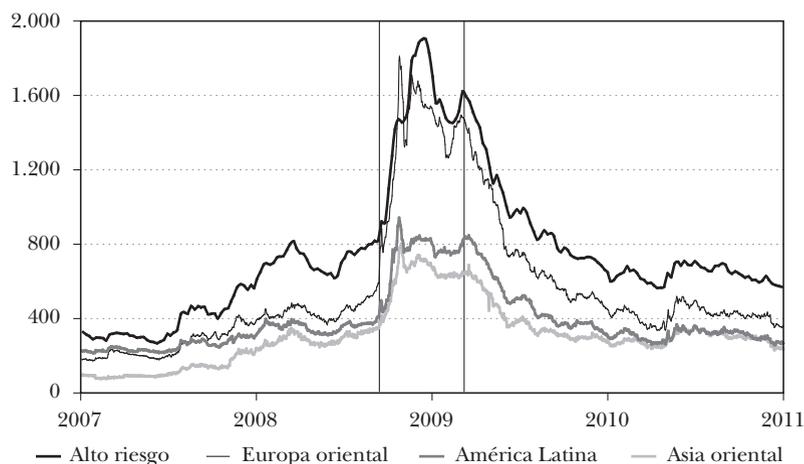


Fuente: Banco Mundial (2010) y elaboración propia.

Ante un panorama tan deprimente, la confianza de los inversores en el comportamiento futuro de las economías emergentes también declinó sustancialmente hacia fines del 2008 y comienzos del 2009. La tasa de interés, como indicador de riesgo, del *emerging markets bond index* (EMBI) corporativo en Europa oriental se multiplicó de tres a cuatro veces en apenas unos meses (v. el gráfico 7.3). Las tasas correspondientes a América Latina y Asia oriental dieron también un salto considerable, duplicándose a comienzos del 2009. El patrón de incremento del riesgo percibido para los países emergentes seguía de manera cercana el riesgo implícito en los bonos de alto interés de Estados Unidos y otras economías avanzadas. La integración internacional, que había traído tantos frutos hacia comienzos de la década, presentaba en el 2009 su otra cara, la de una crisis que podía expandirse globalmente.

Pero, así como la caída económica relacionada con la crisis internacional fue drástica, la recuperación desde mediados del 2009 ha sido notable. La recuperación ha mostrado una aceleración casi tan marcada como la del desplome y ha cubierto casi todas las dimensio-

GRÁFICO 7.3: El colapso de la confianza de los inversores y su recuperación. EMBI corporativo en tres regiones y bono de alto riesgo en los Estados Unidos, 2007-2011
(puntos básicos)



Nota: Datos correspondientes al primer día del mes de enero de cada año.

Fuente: Bloomberg (2011) y elaboración propia.

nes afectadas por la crisis, desde el comercio internacional hasta el flujo de capitales externos, redundando, por tanto en el crecimiento general de la economía y otros indicadores de bienestar social. Es tema de debate qué motivo propició la efectiva recuperación de los países en desarrollo; si fueron las políticas contracíclicas realizadas en los países ricos o la potencia del crecimiento de los grandes países emergentes, como China, India y Brasil. Pero lo que no se discute es que la capacidad de resistencia y recuperación de los países en desarrollo, esta vez, fue considerablemente mayor que en ocasiones anteriores.

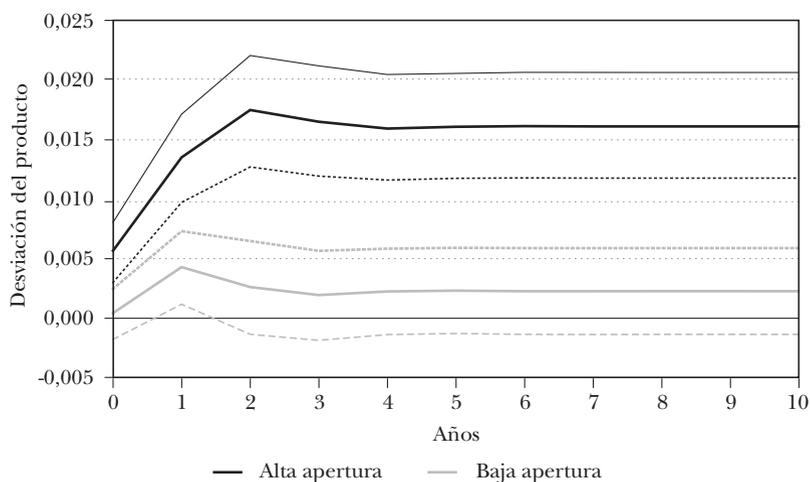
Contrasta esta realidad con las opiniones que muchos expertos y también amplios sectores de la opinión pública tenían al comenzar la crisis. No solo pensaban que la crisis tendría repercusiones inusualmente severas, comparándola con la Gran Depresión de los años treinta, sino que su dimensión y características la hacían tan especial que las teorías actuales y la evidencia histórica no podrían explicarla. Felizmente, la crisis del 2008 y el 2009 no fue tan severa como se temía ni tampoco fue tan singular como para invalidar nuestro conocimiento previo. Cabe afirmar, por el contrario, que esta crisis ha servido para confirmar las lecciones obtenidas durante muchos años de análisis, experiencia e investigación económica, especialmente sobre los orígenes de la volatilidad macroeconómica y la vulnerabilidad a impactos internos y externos. Las siguientes son tres lecciones tradicionales, confirmadas por la crisis económica internacional reciente.

7.1. Las crisis autoinfligidas son las peores (o habría que dejar de culpar a la globalización)

En el contexto actual de alta integración económica internacional cabe preguntarse si la apertura conlleva una mayor volatilidad a impactos externos. La respuesta es un rotundo sí. La crisis del 2008 y el 2009 tuvo un efecto mayor en los países que comerciaban más con el extranjero (Lane y Milesi-Ferreti 2010; Calderón y Didier 2009). Este resultado no hace sino confirmar la conclusión obtenida de varios estudios anteriores a la crisis. En uno de ellos, Loayza y Raddatz (2007) usan datos comparativos, internacionalmente, para determi-

nar si los países más abiertos al comercio con el exterior son más vulnerables a fluctuaciones en los términos de intercambio. En efecto, encuentran que en los países considerados de alta apertura un choque en los términos de intercambio produce una desviación del PIB significativamente mayor que la que origina el mismo tamaño de choque en países de baja apertura (v. el gráfico 7.4).

GRÁFICO 7.4: Vulnerabilidad y apertura comercial. El efecto de una confrontación de términos de intercambio. Desviación estándar de la distribución mundial



Fuente: Loayza y Raddatz (2007).

Aunque es innegable que la apertura conlleva una mayor vulnerabilidad a las condiciones externas, esto no significa que sea mejor reducirla y cerrar la economía. Hay una enorme y variada evidencia que indica que los países con economías más abiertas al exterior, a la larga, son más prósperos y capaces de ofrecer mejores y más equitativas oportunidades a sus ciudadanos (Lucas 2004; Rosenzweig 2008; Chang, Kaltani y Loayza 2009). La integración internacional se impulsa con la apertura económica, pero no basta con ella sino que incluye un amplio proceso de integración política, intelectual, y científica. Junto a los productos del comercio internacional y a los flujos de capitales externos, se da un tránsito cada vez más activo de nuevas ideas, nuevas tecnologías y nuevas políticas originadas en

el resto de los países del mundo. Solo los países abiertos al mundo exterior pueden beneficiarse de esta interacción y sus resultados de eficiencia e innovación.

Vista desde esta perspectiva, la vulnerabilidad a los impactos externos que conlleva la apertura es el «coste de hacer negocios» en el mundo moderno. Es una situación y un riesgo que se tienen que afrontar y manejar a fin de obtener las ventajas de la integración internacional. La vulnerabilidad de la economía a impactos externos es como la vulnerabilidad personal a crímenes comunes. La investigación sobre victimización ha encontrado que la probabilidad de ser víctima de un crimen personal aumenta con varias situaciones, entre ellas la de salir a trabajar. Las personas que salen de sus casas con dirección al trabajo se exponen a los riesgos de la calle, y uno de ellos es el de ser víctima de un robo, asalto o agresión. ¿Se habría de concluir por ello que la gente no debería salir a trabajar? Por supuesto que no. La recomendación más razonable para contrarrestar la inseguridad se aplica tanto al ámbito personal como al de la economía en general: hay que reconocer el riesgo y afrontarlo, sin dejar de ocuparse de las tareas que dan sustento y crecimiento, trabajar, a nivel personal, y comerciar e invertir, a nivel de la economía.

Afortunadamente, la literatura económica, tanto de precrisis como de poscrisis, ha identificado una serie de condiciones que pueden mitigar los efectos negativos de los impactos externos. La primera de las cuales es una política macroeconómica prudente, que conduzca a una baja inflación, un tipo de cambio equilibrado, y balances fiscales contracíclicos (Blanchard, Faruquee y Das 2010; Calderón y Didier 2009). De similar importancia es una estabilidad política que garantice el respeto a las instituciones y a las leyes, aun en medio de las peores crisis económicas (Malik y Temple 2009; Loayza et ál. 2007). Esta fortaleza político-institucional hace que los agentes económicos reaccionen con menos precipitación y miedo, y que mantengan una perspectiva positiva a largo plazo, aun frente a los peores impactos externos.

La vulnerabilidad externa se puede en efecto controlar con políticas domésticas apropiadas. Pero, en realidad, la importancia de las políticas internas va más allá de la mitigación de impactos originados en el exterior. Ellas y sus consecuencias pueden determinar la dimensión y la naturaleza misma de la volatilidad que afronta la

economía del país. En un estudio tan riguroso como iconoclasta, Raddatz (2007) estudia las fuentes de la volatilidad en los países en desarrollo. Su objetivo es cuantificar qué fracción de la volatilidad macroeconómica, medida como la varianza del PIB per cápita, es causada por condiciones o impactos exógenos y qué fracción lo es por condiciones o impactos endógenos.

Los principales impactos exógenos que considera el estudio de Raddatz son los cambios de precio de materias primas, la volatilidad de los países ricos, los cambios bruscos de tasas de interés internacional, las variaciones de la ayuda internacional, los desastres climáticos y las hambrunas y epidemias. Las condiciones endógenas, es decir, que se pueden atribuir a alguna política interna, son la inflación de precios, la sobrevaluación cambiaria, los altos déficits fiscales, la inestabilidad política y los conflictos violentos.

Dado todo el énfasis que se ha dado recientemente a los impactos externos o exógenos, se podría pensar que este tipo de condicionantes es el determinante primario de la volatilidad de los países en desarrollo. Raddatz encuentra lo contrario (v. el cuadro 7.1). Apenas el 11% de la volatilidad macroeconómica puede atribuirse a impactos exógenos. La gran mayoría, el 89% restante, se debe a condiciones endógenas o internas, imputables a errores de política económica o fallos institucionales domésticos. Las grandes crisis económicas de los países en desarrollo datan de antes del proceso de globalización

CUADRO 7.1: Las verdaderas fuentes de la volatilidad en países con ingresos bajos. Varianza del PIB per cápita

Impactos exógenos	Impactos endógenos
Cambios del precio de las materias primas	Inflación
Volatilidad de los países ricos	Sobrevaluación cambiaria
Impactos de las tasas de interés	Altos déficits públicos
Variaciones de la ayuda internacional	Inestabilidad política
Desastres climáticos	Conflictos violentos
Hambrunas y epidemias	
11%	89%

Fuente: Raddatz (2007).

económica, como atestiguan los episodios de hiperinflación y recesión de los años ochenta. La evidencia del estudio de Raddatz confirma la lección de que las peores crisis no están relacionadas con la integración internacional, sino que provienen del interior de la economía y a menudo de los propios gobiernos y sus políticas fallidas.

7.2. Los seguros gratuitos a actividades de riesgo son rara vez sostenibles, siempre distorsionantes y usualmente catastróficos (o no hay que prometer lo que no se puede cumplir)

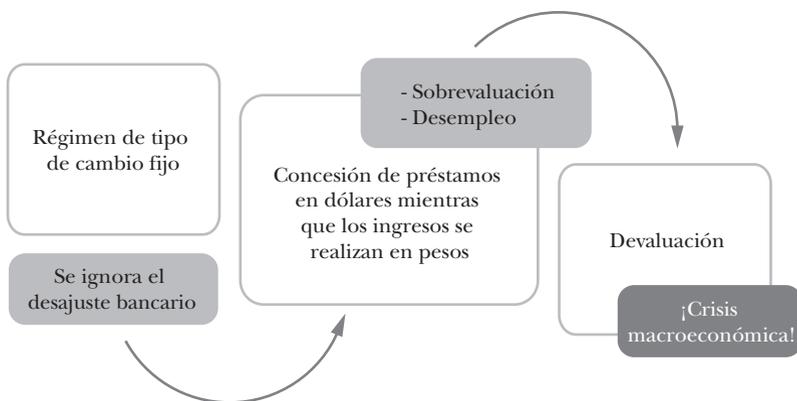
A menudo la historia de una crisis económica se puede contar como la *crónica de una muerte anunciada*. Las crisis no aparecen de la nada; al contrario, cuando se dan ciertas condiciones, es hasta natural predecir que una crisis ocurrirá, aunque su inicio y evolución precisos sigan siendo un misterio. Una de esas condiciones es el otorgamiento por parte del Estado de un seguro gratuito, a menudo implícito y no intencionado, a alguna actividad de riesgo. Cabe poner énfasis en las consecuencias negativas de los seguros gratuitos porque carecen de una asignación de costes que internalice el riesgo que suponen.

La crónica de las crisis sigue una secuencia que se puede resumir de la siguiente manera. Primero, el Gobierno implementa una política que, queriéndolo o no, ofrece en la práctica un seguro gratuito a alguna actividad económica o financiera con riesgos inherentes. Esta política produce un conjunto de incentivos distintos a los que se generan naturalmente. Segundo, los agentes económicos responden a los nuevos incentivos con una conducta que, distorsionada e indebidamente, favorece a ciertas actividades que acarrear un gran riesgo. Lo hacen porque saben que de fracasar, serán rescatados por el Gobierno —tal es la naturaleza del seguro gratuito—, mientras que de ganar, recibirán todos los beneficios. Tercero, la conducta distorsionada de los agentes económicos produce, tarde o temprano, un gran coste social que hace insostenible la política que proveía el seguro gratuito. La política se colapsa, y también las actividades que se habían fundado en ella, y da lugar a una crisis económica.

Esta explicación puede parecer demasiado abstracta. Afortunada o desafortunadamente, la historia económica reciente ha legado mu-

chos ejemplos concretos de crisis causadas por seguros gratuitos. Se deben considerar dos de ellos. El primero se refiere a la caja de convertibilidad que estuvo en vigencia en Argentina en los años noventa (v. el esquema 7.1). Con el propósito de frenar la inflación de finales de los años ochenta, el Gobierno argentino decidió que la oferta de dinero dependiese exclusivamente de su demanda a un precio fijo del peso por el dólar. El objetivo era bueno y el mecanismo razonable: la política monetaria se desligaría así de cualquier presión por financiar el déficit fiscal. Sin embargo, el régimen de tipo de cambio fijo no solo ancló la política monetaria sino que generó una serie de incentivos indeseados. Tener fijo el tipo de cambio representaba un seguro gratuito para operaciones financieras con moneda extranjera que llevaba a los agentes económicos a ignorar posibles desajustes cambiarios.

ESQUEMA 7.1: Una muerte anunciada.
La caja de convertibilidad de Argentina, 1990-2000



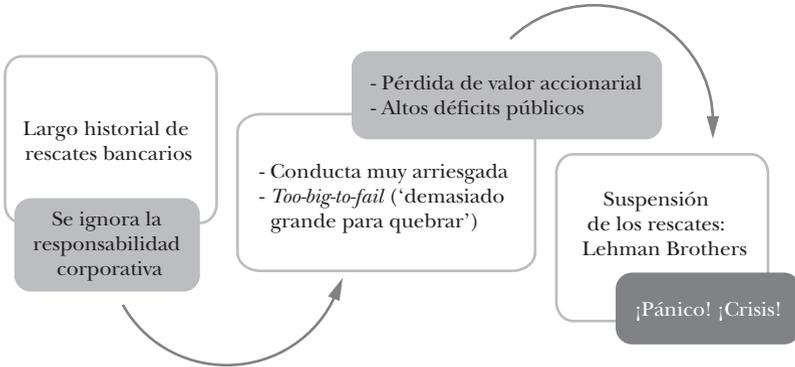
Fuente: Elaboración propia.

Como el mercado financiero en dólares era más profundo y fluido que el de pesos, los agentes económicos comenzaron a comercializar y, en particular, endeudarse en dólares, aun a sabiendas de que su ingreso estaba dado en pesos. El tipo de cambio fijo les daba la ilusión de que las dos monedas eran equivalentes. Como era de esperar, la mayor demanda de dólares causó una creciente sobrevaluación del peso, y el coste social de tal desajuste cambiario fue una

caída de la competitividad del país y un aumento del desempleo. La caja de convertibilidad finalmente se colapsó en el año 2000, devaluándose el peso argentino inmediata y radicalmente. El desbalance financiero, que la devaluación produjo, hizo que muchas compañías y personas quebraran y el PIB cayese un 25%, desatándose así una de las mayores crisis económicas vividas por Argentina.

El segundo ejemplo es la crisis cuyo debate dio comienzo a este análisis, la crisis financiera de Estados Unidos del 2008 y el 2009 (v. el esquema 7.2). En los Estados Unidos ha habido una larga historia de rescates bancarios. En las últimas décadas, el más notable fue el rescate durante la crisis *Savings and Loan* en 1989, que implicó un gasto fiscal de alrededor de 125.000 millones de dólares. Este precedente ha ayudado a los bancos a ignorar su responsabilidad corporativa e involucrarse en operaciones crediticias de alto riesgo.

ESQUEMA 7.2: Otra muerte anunciada. La actual crisis financiera en Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia.

Muchos de los bancos más importantes de los Estados Unidos aprovecharon la política monetaria de bajos intereses en la presente década para financiar créditos de alto riesgo, particularmente en el mercado hipotecario. Los créditos *subprime* resultaron, como era natural, buenos solamente por un tiempo limitado. Cuando la burbuja hipotecaria reventó en el 2007, los bancos se encontraron en una situación gravísima, ya que sufrieron una gran pérdida en el valor de sus acciones. Amparados por el argumento de que «eran

demasiado grandes para quebrar», no tardaron en pedir el rescate del Gobierno estadounidense, el cual en efecto, en el curso de un año, socorrió a Bear Stearns, a Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (The Federal Home Loan Mortgage Corporation), y al American International Group (AIG). El alto coste fiscal que estos rescates implicaban hacía imposible satisfacer las crecientes demandas de los bancos afectados, y el Gobierno decidió suspender los rescates. Lehman Brothers tuvo que declararse en bancarrota y, como parecía que el Gobierno estadounidense permitiría que lo mismo sucediese con los demás bancos, el pánico y la crisis financiera se desataron en septiembre del 2008.

La conclusión de esta política salta a la vista: para evitar crisis futuras es imperativo abandonar los seguros gratuitos o subsidiados al riesgo y, consecuentemente, parar los rescates al sector bancario o a quien sea que no asuma la responsabilidad de sus inversiones. Considerando las presiones que ejercen los grupos de interés sobre el Estado, se podría concluir que detener los rescates es utópico. Sin embargo, hay precedentes importantes de reforma de la política económica en este sentido. Quizás el ejemplo más importante sea el de las inflaciones e hiperinflaciones, y cómo se eliminaron. Las grandes inflaciones, como las de los años ochenta en varios países en desarrollo, se dieron cuando los bancos centrales rescataron a sus Gobiernos que, carentes de recursos para financiar su programa de gastos, recurrían a la *maquinista* de imprimir dinero. Los procesos inflacionarios fueron eliminados cuando se dieron reglas institucionales que dotaron a los bancos centrales de autonomía y evitaron el predominio fiscal sobre la política monetaria. El esquema de política monetaria basado en metas de inflación, o *inflation targeting*, apareció en los años noventa como una manera de instrumentar el nuevo mandato institucional de los bancos centrales y se usa con éxito actualmente en más de treinta países, varios de los cuales sufrían antes de crónica y aguda inflación (Mishkin y Schmidt-Hebbel 2007).

¿Podrá la política fiscal y en general la política económica desarrollar instituciones y reglas que eviten los seguros gratuitos e insostenibles y paren los rescates? El desafío está planteado y debe ser debatido y abordado. De otro modo, las crisis financieras y económicas se sucederán con mayor frecuencia y, quién sabe, si con peor intensidad. Las palabras de John Cochrane (2010), uno de los ana-

listas económicos más perspicaces de la actualidad, debieran servir como una admonición al cambio:

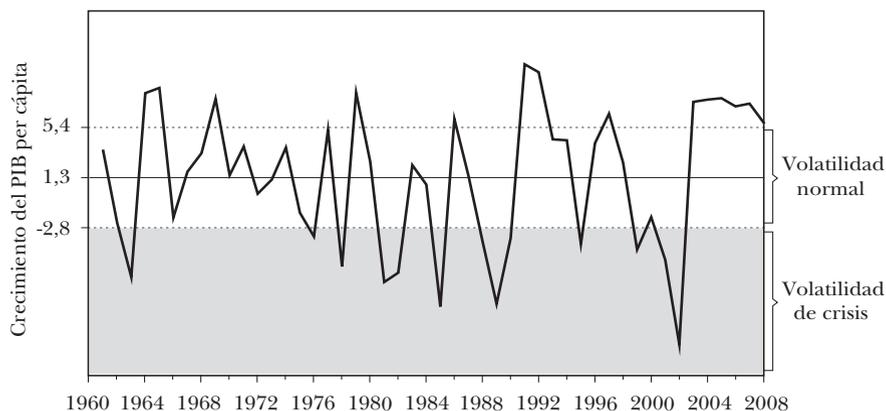
Estamos en un ciclo creciente de conducta excesivamente arriesgada y de rescates a los que son demasiado grandes para quebrar [...] La siguiente crisis será aun más grande. ¿De dónde provendrá? ¿Del incumplimiento de los Gobiernos estatales y locales? ¿De los fondos de pensiones? ¿De una nueva *burbuja asiática*? ¿Del incumplimiento de Grecia, Italia o Irlanda? ¿Quién sabe?

7.3. Son las fluctuaciones grandes, no la volatilidad normal, lo que daña la economía (o es mejor soportar temblores frecuentes que un gran terremoto)

En uno de los primeros estudios que ligaron la literatura de ciclos de negocios con la de crecimiento económico, Ramey y Ramey (1995) encontraron que la volatilidad macroeconómica no solo guarda relación con las variaciones cíclicas del consumo y el ahorro sino que además ejerce un efecto negativo sobre el crecimiento a largo plazo. Pero, ¿es la volatilidad macroeconómica siempre mala? O, desde otra perspectiva, ¿son todos los tipos de volatilidad igualmente perjudiciales? Hnatkovska y Loayza (2005) intentaron responder estas preguntas descomponiendo las medidas estándares de volatilidad macroeconómica en dos tipos: una volatilidad que podría considerarse *normal* y otra, *volatilidad de crisis*.

En su estudio, Hnatkovska y Loayza ilustraron esta descomposición refiriéndose al ejemplo de Argentina, que se reproduce en el gráfico 7.5. En él se presenta la tasa de crecimiento anual del PIB per cápita de Argentina para el periodo 1960-2008. Mediante ciertas comparaciones internacionales, los autores establecen unos parámetros para lo que podría considerarse como fluctuaciones propias de una volatilidad normal, lo que en el gráfico correspondería a las variaciones del crecimiento anual entre las líneas horizontales punteadas. Las caídas del crecimiento anual por debajo del límite inferior serían consideradas como fluctuaciones propias de una volatilidad

GRÁFICO 7.5: Volatilidad normal y de crisis. Argentina, 1960-2008



Fuente: Hnatkovska y Loayza (2005).

de crisis. En tiempos recientes, Argentina habría vivido volatilidad de crisis a comienzos de los años 2000 y a finales de los años ochenta, por ejemplo.

Hnatkovska y Loayza encuentran que el efecto negativo de la volatilidad sobre el crecimiento económico se puede atribuir casi exclusivamente a la volatilidad de crisis. En términos cuantitativos, el efecto de la volatilidad de crisis es cuatro veces más grande que el efecto que corresponde a la volatilidad normal. Estrictamente hablando, este último ni siquiera es estadísticamente negativo.

Yendo más lejos, cabría la pregunta de si existe algo que pueda considerarse como una *buena volatilidad*. Con base a la evidencia que se presenta a continuación, cabe responder que sí: pequeñas dosis de ciertos tipos de volatilidad pueden servir como vacuna contra grandes recesiones. En términos generales, la volatilidad puede ser buena cuando refleja una flexibilidad en la asignación de recursos y en la transmisión de información. Así, es positiva la volatilidad que resulta de ciertos cambios en precios relativos, como, por ejemplo, una disminución de salarios reales para reducir el desempleo o una depreciación del tipo de cambio para mermar el déficit comercial. Aunque parezca contraproducente, también puede ser positiva la volatilidad que resulta del cambio en los valores de los activos financieros, como cuando baja el valor de las acciones de las empresas que arrojan resultados de producción y ventas deficientes. Estos cambios

de precios y valores permiten un ajuste real que, aunque doloroso a corto plazo, equilibra mercados y disminuye tensiones que puedan producir crisis a largo plazo.

Es ilustrativo el contraste entre los efectos de la crisis de las ciberempresas de comienzos de los 2000 y la reciente crisis de hipotecas *subprime*. La crisis de las ciberempresas ocasionó pérdidas del orden de cinco billones de dólares en el mercado accionario estadounidense, desde marzo del 2000 a octubre del 2002. A pesar de una pérdida tan cuantiosa, no acabó en una crisis financiera sistémica ya que solo produjo una recesión moderada en los Estados Unidos. En contraste, la crisis de hipotecas *subprime* condujo a pérdidas accionariales directas mucho menores, de alrededor de 400.000 millones de dólares; y, sin embargo, acarreó una enorme crisis financiera sistémica y una gran recesión. ¿Qué explica la diferencia? Según Cochrane (2010), la diferencia radica en que en la primera crisis el mecanismo de precios se mantuvo activo, permitiendo un ajuste rápido que, aunque duro, eliminó la incertidumbre y reordenó los valores de inversión. En la crisis *subprime*, la confusión sobre el verdadero valor de los activos financieros basados en hipotecas, o *mortgage-backed securities*, era tal que las transacciones se congelaron y el mecanismo de precios resultó inoperante. Y sin ajuste de precios, el mercado simplemente se colapsa.

Otro ejemplo interesante sobre los beneficios de los ajustes tempranos y la volatilidad resultante es citado por Blanchard, Faruquee y Das (2010) en su estudio sobre el impacto de la reciente crisis financiera en las economías emergentes. Ellos comparan las reacciones distintas de Chile y Rusia a la crisis internacional. Ambos países son grandes productores de materias primas y los dos recibieron un choque comercial cuantioso. Ambos están conectados financieramente con el resto del mundo pero, al comienzo de la crisis, Rusia tenía cierta ventaja sobre Chile, pues contaba con más reservas externas en relación con la deuda a corto plazo. Entonces cabría esperar que Rusia saliera mejor parada de la crisis internacional, sin embargo, no fue así. A Chile le fue mejor por dos razones básicas. La primera es que contaba con un mecanismo de estabilización fiscal más efectivo. La segunda es que tenía, y mantuvo en medio de la tormenta, un régimen de tipo de cambio más flexible: la depreciación temprana del peso chileno previno flujos de capital especulativos y así limitó el

daño de la crisis. Nuevamente, un ajuste a tiempo se muestra como una vacuna contra grandes reveses.

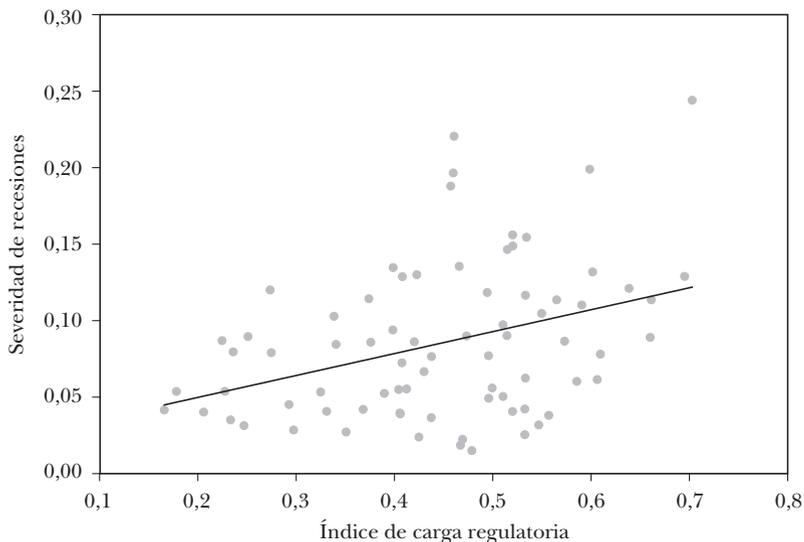
Shock absorbers, escape valves, safety switches... son términos que la literatura económica pareciera haber adoptado de la ingeniería para ilustrar vívidamente los mecanismos de protección contra impactos económicos. Todos ellos connotan la importancia de la flexibilidad y el ajuste temprano y moderado. La flexibilidad en la economía es tan valiosa como la flexibilidad en las construcciones físicas para resistir el embate de los terremotos. A comienzos del 2010 hubo dos seísmos enormes, uno en Haití y otro en Chile. El terremoto de Chile fue quinientas veces más fuerte que el de Haití y, sin embargo, por el de Haití murieron 220.000 personas frente a menos de 1.000 por el de Chile. De acuerdo con los especialistas, gran parte de este contraste en los daños humanos y materiales se debió a la diferencia en las construcciones de edificios, puentes y carreteras entre los dos países. En Chile, estas estructuras son construidas con armazones de acero que oscilan conforme a las ondas sísmicas, en vez de resistirlas. La volatilidad normal de ajuste macroeconómico equivaldría a la oscilación de los edificios, o sea, que previene las crisis y descalabros mayores. Es quizás una paradoja, pero es cierto que a fin de evitar fluctuaciones abruptas, la economía necesita movimiento y ajustes constantes.

¿Qué mecanismos pueden ayudar a la economía a ajustarse continua pero moderadamente? Algunos de ellos han sido debatidos durante décadas y son suficientemente bien conocidos. Tal es el caso de las medidas macroeconómicas de estabilización y de las políticas fiscales contracíclicas, y las políticas monetarias y cambiarias que facilitan el ajuste de precios relativos. Otros mecanismos son de discusión más reciente y, según algunos estudios, pueden tener un efecto no menos importante en la protección contra las crisis (Collier y Goderis 2009). Se ha de mencionar, en particular, la flexibilidad microeconómica, es decir, la capacidad de las empresas de reaccionar y ajustarse frente a las cambiantes condiciones del mercado. Esta capacidad se deriva tanto de la flexibilidad de los mercados laborales como de la facilidad en la entrada y crecimiento de firmas innovadoras y en la salida de las menos eficientes.

En gran medida esta flexibilidad microeconómica está relacionada con la libertad de mercado originada en un adecuado marco

GRÁFICO 7.6: Severidad de recesiones y carga regulatoria

(correlación = 0,36)



Nota: Validez estadística al 5% de nivel de significatividad.

Fuente: Bergoing, Loayza y Repetto (2004).

regulatorio. En algunos casos, el sistema regulatorio debe ser suficientemente exigente como para motivar la prudencia y transparencia de quienes administran recursos públicos. Tal es el caso de las sociedades anónimas, los bancos, las bolsas de valores y el sistema financiero en general, aunque si los incentivos están dados para favorecer el riesgo excesivo, tal como se ha expuesto en este apartado, ninguna cantidad de regulación podrá frenar la conducta irresponsable de los agentes financieros. En la mayoría de casos, sin embargo, el sistema regulatorio debe ser ligero y flexible, adecuado a la realidad de la economía, como por ejemplo a la productividad de sus trabajadores, y a la capacidad del Estado, que en países en desarrollo es limitada, de hacer cumplir este sistema regulatorio.

La evidencia empírica muestra que los mejores esquemas regulatorios para acelerar el crecimiento y prevenir las crisis económicas son los que fomentan la transparencia y el autocontrol y favorecen los mecanismos de mercado y competencia, y no los que multiplican leyes, normas y requisitos burocráticos (Loayza y Servén 2010). La carga regulatoria puede, en efecto, ser contraproducente. Lejos

de proveer una protección efectiva para consumidores, accionistas o trabajadores, una carga regulatoria excesiva puede limitar la capacidad de ajuste de las empresas y así exacerbar la volatilidad de la economía y la severidad de las recesiones, dañando a todos los agentes económicos (v. el gráfico 7.6).

7.4. Conclusiones

La crisis internacional reciente no ha invalidado el conocimiento que se ha adquirido sobre los orígenes y las soluciones a las crisis económicas. Más bien, lo ha confirmado. La lectura de la evidencia permite derivar tres lecciones:

- Las políticas e instituciones domésticas, y no la globalización, continúan siendo los principales determinantes de la volatilidad excesiva y las crisis económicas.
- Los seguros gratuitos al riesgo y la práctica de rescates a bancos y empresas deficientes están siempre en el origen de las peores crisis.
- La flexibilidad para ajustarse a nuevas condiciones, alentada por un marco regulatorio ligero y eficiente, es el mejor antídoto contra los descalabros macroeconómicos.

Agradecimientos

El autor agradece a Tomoko Wada su asistencia en la investigación, y a Francisco Pérez García, Pablo Martín-Aceña, Marco Arena, Ximena del Carpio, Juan Miguel Cayo, Roberto Chang, Constantino Hevia, Miguel Ángel Ostos, Carlos Prieto y José Loayza sus valiosos comentarios. Así mismo, aprovechando la publicación del texto, agradece el interés mostrado por la audiencia en las conferencias impartidas en el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, el Fondo Monetario Internacional y el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú.

Bibliografía

- BANCO MUNDIAL. *World Development Indicators*. Washington (DC), 2010.
- BERGOEING, Raphael, Norman LOAYZA y Andrea REPETTO. «Slow Recoveries». *Journal of Development Economics* 75 (2004): 403-506.
- BLANCHARD, Olivier, Hamid FARUQEE y Mitali DAS. «The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries». *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2010.
- BLOOMBERG LP. «Datos sobre JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Index y Credit Suisse High Yield Index II. 1 de enero de 2007-14 de enero de 2011». [consulta: 19 de enero del 2011].
- CALDERÓN, Cesar, y Tatiana DIDIER. «Severity of the Crisis and its Transmission Channels». *LCR Crisis Briefs Series*. Washington (DC): Banco Mundial, 2009.
- CHANG, Roberto, Linda KALTANI y Norman LOAYZA. «Openness is Good for Growth: The Role of Policy Complementarities». *Journal of Development Economics* 90 (2009): 33-49.
- COCHRANE, John H. «Lessons from the Financial Crisis». *Regulation* 32, n.º 4 (2010): 34-37.
- COLLIER, Paul, y Benedikt GODERIS. «Structural policies for shock-prone developing countries». *Oxford Economic Papers* 61, n.º 4 (2009): 703-726.
- HNATKOVSKA, Viktoria, y Norman LOAYZA. «Volatility and Growth». En J. Aizenman y B. Pinto, eds. *Managing Economic Volatility and Crises*. Nueva York: Cambridge University Press (2005): 65-100.
- LANE, Philip, y Gian Maria MILESI-FERRETI. «The Cross-Country Incidence of the Global Crisis». IMF Documento de Trabajo n.º WP/10/171, Washington (DC): Fondo Monetario Internacional, 2010.
- LOAYZA, Norman, y Claudio RADDATZ. «The Structural Determinants of External Vulnerability». *World Bank Economic Review* 21, n.º 3 (2007): 359-387.
- LOAYZA, Norman, Romain RANCIÈRE, Luis SERVÉN y Jaume VENTURA. «Macroeconomic Volatility and Welfare in Developing Countries: An Introduction». *World Bank Economic Review* 21, n.º 3 (2007): 343-357.
- LOAYZA, Norman, y Luis SERVÉN. *Business Regulation and Economic Performance*. Washington (DC): Banco Mundial, 2010.
- LUCAS, Robert. *Lectures on Economic Growth*. Cambridge (MA): Harvard University Press, 2004.
- MALIK, Adeel, y Jonathan TEMPLE. «The geography of output volatility». *Journal of Development Economics* 90, n.º 2 (2009): 163-178.
- MISHKIN, Frederic, y Klaus SCHMIDT-HEBBEL. *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile, 2007.
- RADDATZ, Claudio. «Are external shocks responsible for the instability of output in low-income countries?». *Journal of Development Economics* 84, n.º 1 (2007): 155-187.
- RAMEY, Garey, y Valerie RAMEY. «Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth». *American Economic Review* 85, n.º 5 (1995): 1138-1151.
- ROSENZWEIG, Mark. «Openness and Poverty Reduction in the Short and Long Run». En E. Zedillo, ed., *The Future of Globalization: Explorations in Light of Recent Turbulence*. Nueva York: Routledge, 2008.

8. La crisis en España: la herencia de un crecimiento desequilibrado

Francisco Pérez García
Universidad de Valencia e Ivie

LA economía española ha sufrido un fuerte impacto de la actual crisis económica y muestra mayores dificultades de recuperación, ya que permanece en recesión mientras otros países desarrollados ya han logrado tasas de crecimiento positivas en los últimos trimestres. En España, la variable en la que el impacto negativo ha resultado más espectacular ha sido el empleo, al producirse una alta destrucción de puestos de trabajo y, sobre todo, un crecimiento vertiginoso del desempleo y de la tasa de paro, que ha vuelto a situarse por encima del 20%, como hace quince años, convirtiéndose de nuevo en el principal problema del país.

Este estudio se centra en explicar la combinación de circunstancias internas y externas que confluyen en la situación actual de la economía española y en sus perspectivas de recuperación. Por una parte, la Gran Recesión de la economía mundial, en especial de las economías más desarrolladas, que se inicia en el 2008. Por otra, los desequilibrios acumulados durante el periodo que va de 1995 al 2007, en el que, pese a la imagen de prosperidad que ofrecía España en ese momento, colocaban a nuestra economía en una posición financiera y económica muy vulnerable. Estos aspectos internos han sido negados por las autoridades durante casi dos años, en los que se ha retrasado la adopción de ciertas medidas importantes para hacer viable la recuperación. Y aunque en la actualidad se reconoce que buena parte de los rasgos diferenciales de la crisis en España se derivan de las características de su economía, los diagnósticos resultan todavía incompletos, en lo que se refieren al patrón de crecimiento, durante la fase de expansión precedente y, por ello, las *terapias* corren el riesgo de no atender a todos los aspectos relevantes.

Buena parte de los desequilibrios que hacen más difícil la recuperación tienen su origen en algunas piezas del patrón de crecimiento español durante el ciclo expansivo, en particular, en las facilidades de financiación que impulsaron una expansión de la capacidad productiva muy rápida, a un ritmo superior al que crecía la demanda. Como se verá a lo largo del capítulo, tras esos mecanismos se encuentran factores internos e internacionales que han operado, a la vez, como fuentes del crecimiento y como causas de la inestabilidad acumulada.

La combinación de expansión e inestabilidad es frecuente en la trayectoria cíclica de las economías contemporáneas, en las que las fases fuertemente expansivas preceden, y explican, posteriores episodios recesivos. Pero los rasgos singulares de cada una de las experiencias hacen más difícil la percepción anticipada de los riesgos que se van acumulando y, consiguientemente, la adopción de medidas para evitarlos. Esa parece haber sido la experiencia española reciente y, por tanto, solo cabe intentar ahora analizarla a posteriori para, al menos, comprender mejor nuestra trayectoria más inmediata y evitar en lo posible que se repita de manera igualmente dramática en el futuro.

El capítulo se estructura como sigue. En el apartado 8.1 se presentan los rasgos generales del crecimiento y la crisis en España. En el apartado 8.2 se analiza el problema de la productividad y sus causas. En el 8.3 se consideran otros desequilibrios acumulados durante el crecimiento y en el 8.4 las dificultades más relevantes durante la crisis. En el apartado 8.5 y último se consideran las perspectivas y palancas que pueden ser utilizadas para impulsar la recuperación.

8.1. Crecimiento y crisis: rasgos generales

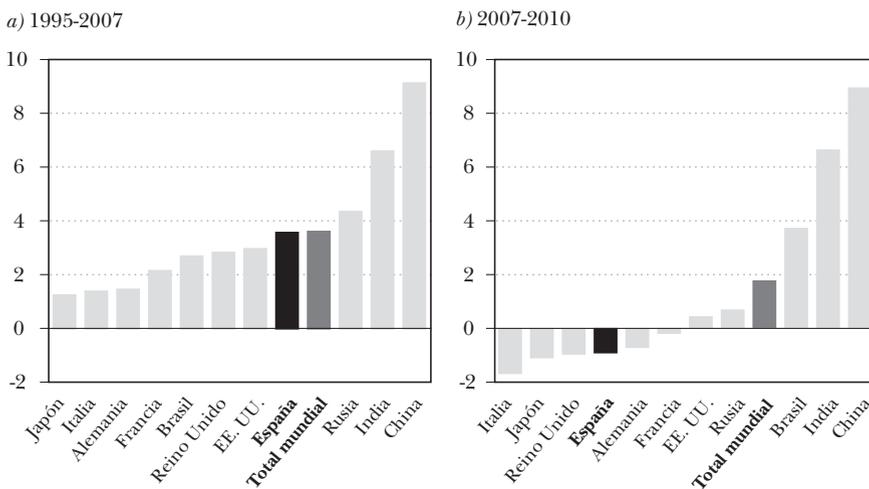
Desde mediados de la última década del siglo xx, la economía española creció con fuerza en un contexto de fuerte expansión de la economía mundial. España creció a un ritmo superior al de la mayoría de las grandes economías desarrolladas, pero inferior al de los países emergentes, los grandes protagonistas de la expansión de los mercados internacionales desde 1990. Los nuevos paí-

ses manufactureros representaron una fuerte competencia para buena parte de los productos industriales españoles, tanto en los mercados exteriores como en el mercado interno. Pero, pese al deterioro de la competitividad exterior y el crecimiento del déficit comercial, desde 1995 la demanda interna comenzó a crecer en España con fuerza, impulsada especialmente por las actividades ligadas a la construcción y por los servicios personales y domésticos.

Con la llegada de la primera gran crisis del siglo XXI, el crecimiento del mundo se resiente y las economías más avanzadas entran en recesión, entre ellas la española. En cambio, los países en desarrollo, aunque acusan la caída de la demanda de muchos de sus mercados exteriores, mantienen por lo general tasas de crecimiento del PIB netamente positivas y, en algunos casos, elevadas.

El gráfico 8.1 muestra que la producción en España creció más durante la expansión y retrocedió menos durante la crisis que el resto de las grandes economías desarrolladas. Pero su trayectoria reciente está resultando preocupante debido a su dificultad de recuperación y porque pone de manifiesto un conjunto de desequilibrios que alimentan el temor de que atraviese durante los

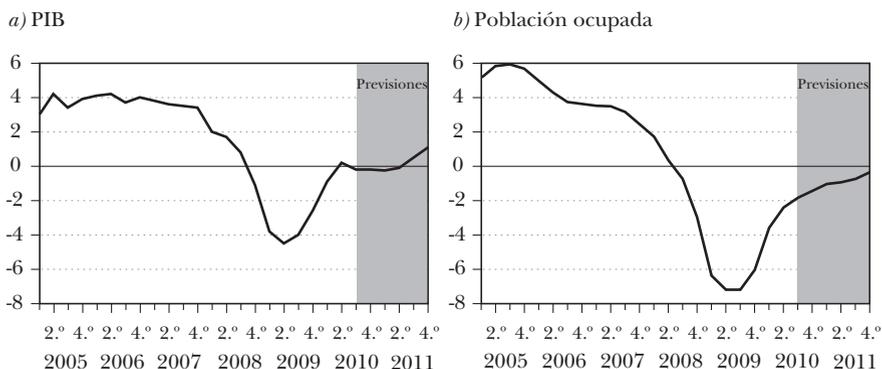
GRÁFICO 8.1: Tasa de crecimiento anual acumulativa del PIB. Comparación internacional
(porcentaje)



Fuente: Banco Mundial (2010), Fondo Monetario Interacional (FMI 2010) y elaboración propia.

próximos años un periodo largo de crecimiento lento. El primer síntoma de esa posibilidad es que, tras el ajuste del 2009 y el crecimiento prácticamente nulo del 2010, en el 2011 se esperan unas tasas algo mejores, pero todavía insuficientes para crear empleo neto (véase el gráfico 8.2).

GRÁFICO 8.2: Tasas de variación interanual del PIB y la población ocupada. España, 1.º trimestre 2005-4.º trimestre 2011
(porcentaje)

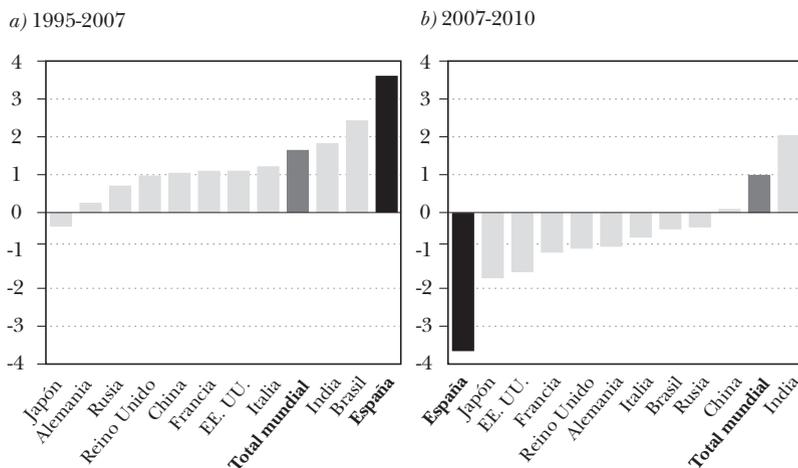


Fuente: Encuesta de Población Activa (INE, varios años), INE (2010a, 2010b) y FUNCAS (2010).

La evolución del empleo es, precisamente, el rasgo de la trayectoria española que contrasta más con el resto de países, tanto durante el crecimiento como durante la crisis. Hasta el 2007, España se diferencia por la intensidad con la que crea nuevos puestos de trabajo y, desde el 2008, por la velocidad con la que los destruye. De hecho, en el resto de economías desarrolladas el ajuste de la producción supera al del empleo y aquí sucede lo contrario, un hecho que merece una explicación posterior.

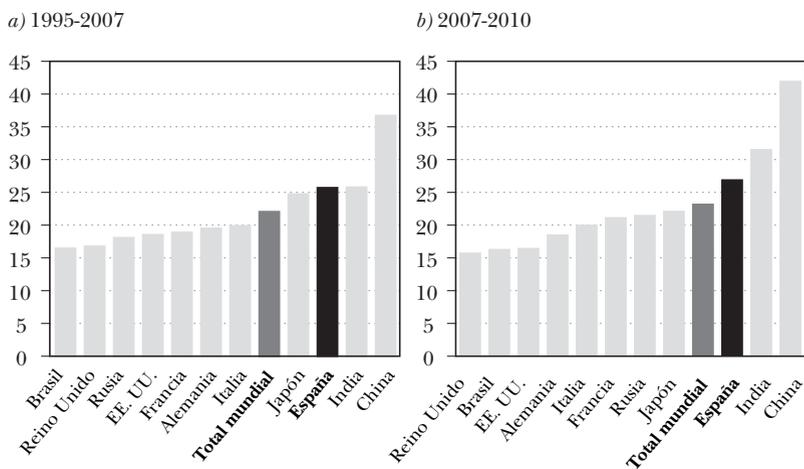
El segundo rasgo diferencial de la economía española que ha de ser destacado es la mayor intensidad del esfuerzo inversor, muy superior al del resto de economías desarrolladas y situado en un nivel que solo alcanzan las economías asiáticas. En este caso, a diferencia de lo que sucede con el empleo, España no solo invierte más durante la expansión sino que mantiene un esfuerzo inversor superior al de las economías avanzadas durante la crisis, otro hecho sobre cuyo significado se habrá de volver más adelante.

GRÁFICO 8.3: Tasas de variación del empleo. Comparación internacional
(porcentaje)



Fuente: Banco Mundial (2010), TCB (2010) y elaboración propia.

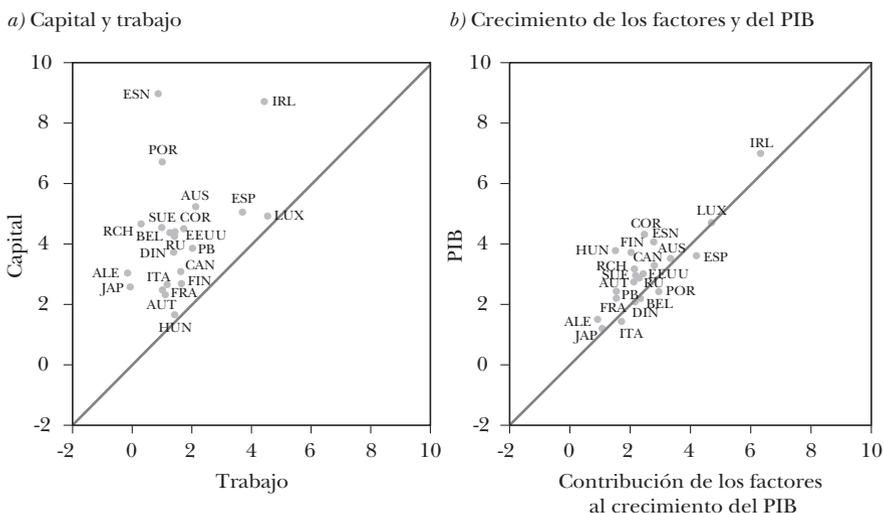
GRÁFICO 8.4: Tasas de variación del esfuerzo inversor (FBCF/PIB). Comparación internacional
(porcentaje)



Fuente: Banco Mundial (2010), EU KLEMS (2009), FMI (2010) y elaboración propia.

Si se contemplan conjuntamente los ritmos de creación de empleo y de acumulación de capital que se deriva del esfuerzo inversor, España sobresale frente a otros países, durante el último ciclo expansivo, por la intensidad con la que crecen ambos factores en esos años (v. el gráfico 8.5).

GRÁFICO 8.5: Tasas de crecimiento del capital y del trabajo y sus contribuciones al crecimiento del PIB, 1995-2007
(porcentaje)



Nota: Alemania: ALE; Australia: AUS; Austria: AUT; Bélgica: BEL; Canadá: CAN; Corea del Sur: COR; Dinamarca: DIN; EE. UU.: EEUU; Eslovenia: ESN; España: ESP; Finlandia: FIN; Francia: FRA; Hungría: HUN; Irlanda: IRL; Italia: ITA; Japón: JAP; Luxemburgo: LUX; Países Bajos: PB; Portugal: POR; Reino Unido: RU; Rep. Checa: RCH; Suecia: SUE. Para Bélgica y Japón el periodo es 1995-2006, para Luxemburgo y Portugal 1995-2005, y para Canadá 1995-2004.

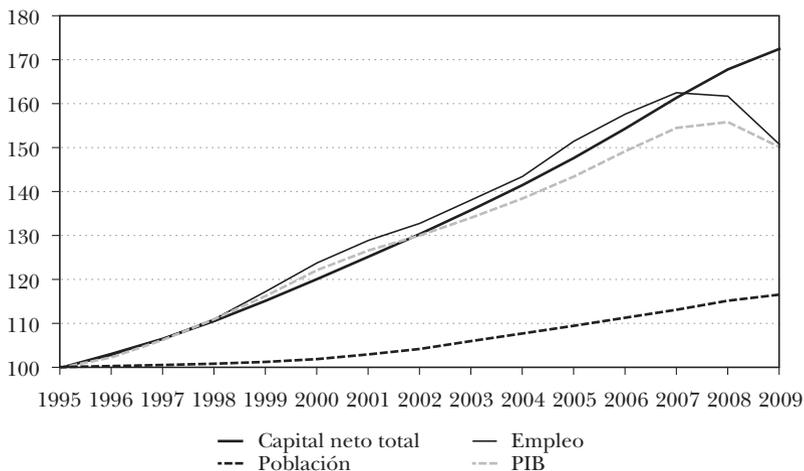
Fuente: Comisión Europea (2010), EU KLEMS (2009), OCDE (2010) y elaboración propia.

Se trata de un periodo en el que la intensidad con la que se usa el capital por unidad de trabajo aumenta en todos los países, por eso las observaciones del panel *a* del gráfico 8.5 se sitúan en el gráfico por encima de la diagonal, como es habitual desde que comenzara lo que se conoce como *desarrollo capitalista*. Pero no es habitual que la tasa a la que se acumulan conjuntamente capital y trabajo, la suma de lo que se suele denominar la *contribución de los factores al crecimiento*, supere al crecimiento del PIB. Sin embargo, así sucede en España en estos años, y en algún otro país que se

sitúa por debajo de la diagonal del panel *b* del gráfico 8.5. Esto significa que los factores primarios crecen más que el valor añadido y, por tanto, que la eficiencia productiva retrocede. Episodios como estos no son imposibles,¹ pero son escasos, y en periodos largos de tiempo improbables, pues la lógica de las decisiones de inversión, guiadas por la racionalidad, hace que la rentabilidad de las mismas se apoye en las mejoras de la productividad.

La trayectoria de la economía española es contemplada con más detalle a continuación. En el gráfico 8.6 se observa que, desde 1995 al 2007, la economía expande el volumen del PIB algo más de un 50%, pero en esos mismos años tanto el capital acumulado como el empleo crecen más del 60%, a una tasa anual que supera en ambos casos la del valor añadido en casi un punto porcentual. Durante la crisis, el PIB y el empleo retroceden, situándose el valor añadido en el 2009 en un nivel similar al del 2006, y el de la ocupación al nivel del 2004. Sin embargo, en la trayectoria del

GRÁFICO 8.6: Capital, población, empleo y PIB. España, 1995-2009
(1995 = 100)



Fuente: Fundación BBVA-Ivie (2011) e INE (2005, 2010a, 2010b, 2010c).

¹ Jorgenson y Vu (2010) ofrecen datos que confirman la existencia de episodios de este tipo en distintos países del mundo. La evidencia sobre estas situaciones es limitada, a consecuencia de la escasez de datos sobre el *stock* de capital en la mayoría de economías.

capital solo se produce una desaceleración de su avance, pues, aunque el flujo de acumulación retrocede con fuerza, porque la inversión cae un 30% entre el 2007 y el 2009, el volumen del *stock* de capital no deja de crecer.

Estos rasgos generales de la trayectoria de la economía española permiten establecer el punto de partida de la tesis que cabe desarrollar: el crecimiento español durante el ciclo expansivo ha sido singular, porque la capacidad productiva, derivada del creciente uso de factores de la economía, avanzaba más rápidamente que la generación de valor añadido. En consecuencia, cuando llegó la crisis ya se padecía un exceso de capacidad que el retroceso de la demanda ha acentuado y que dificulta la recuperación.

En el resto del capítulo se debe explicar en primer lugar, por qué se acumulan excesos de capacidad si se supone que las decisiones de inversión son racionales; y en segundo lugar, qué implicaciones tiene ese patrón de crecimiento sobre la incidencia de la crisis en España y las vías de recuperación.

8.2. El enigma de la productividad

Un crecimiento de los factores más rápido que el del valor añadido, como el que se ha dado en España en la mayoría de los últimos veinte años, equivale a caídas en la productividad total de los factores (PTF). Este hecho, y también el lento avance de la productividad del trabajo, ha sido señalado insistentemente como un síntoma de que la economía española padecía alguna enfermedad que debía ser atendida (v., entre otros, Banco de España, varios años; Pérez García 2004, 2007; y Pérez García et ál. 2006). Muchos diagnósticos se orientan a señalar que el problema se deriva de que el valor añadido no crece lo suficiente, porque los factores no son tan productivos como se esperaba. Esa hipótesis subyace a una de las explicaciones más escuchadas: la que considera que el problema es que el capital humano incorporado no es aprovechado productivamente, debido a carencias del mismo que provienen del sistema educativo. Sin negar fundamento a la tesis de que el sistema educativo es ineficiente, que esa sea la explicación principal de nuestros problemas de productividad parece

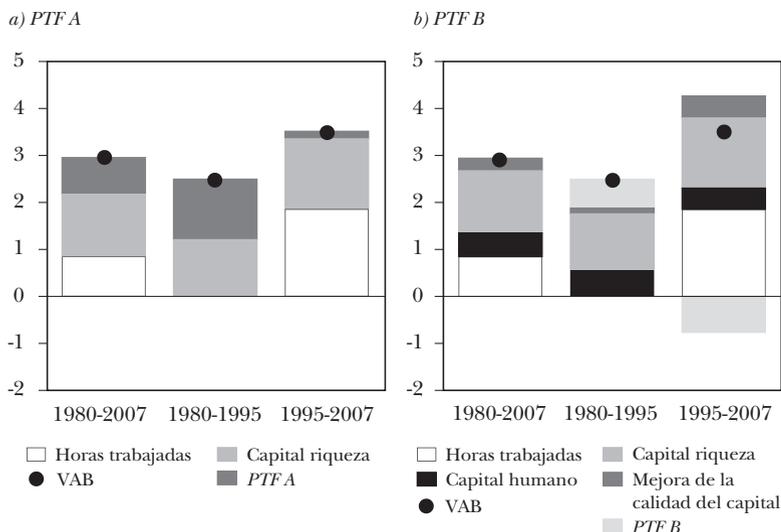
discutible. En primer lugar, porque la PTF se calcula como un residuo, de modo que la importancia de sus retrocesos depende de la valoración que se haga del crecimiento de los factores. Por tanto, si el capital humano es poco productivo, su contribución al crecimiento del valor añadido será menor, pero también crecerá menos el valor de ese *input*, de modo que, si el factor se mide adecuadamente, el efecto de las características del capital humano sobre la PTF debería neutralizarse.²

Las importantes mejoras metodológicas y estadísticas de los últimos años permiten estimar las aportaciones al crecimiento del capital y el trabajo en España, computando tanto los incrementos debidos a la cantidad empleada de los factores como a los cambios en su composición que significan mejoras de calidad. En el caso del capital, los cambios en la calidad se derivan de que los activos más productivos, como maquinaria y equipo, en particular las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), han ganado peso en el *stock* de capital neto, haciendo crecer más los servicios del capital productivo (v. Mas, Pérez García y Uriel 2010; y Mas y Robledo 2010). En el caso del trabajo, los cambios de calidad se derivan de la intensa incorporación a la ocupación, a partir de 1995, de jóvenes cualificados, un capital humano que es valorado en función de la productividad que reflejan los salarios que resultan de sus niveles educativos y su experiencia (v. Serrano 2010; Raymond y Roig 2007a; Felgueroso, Hidalgo y Jiménez 2010).

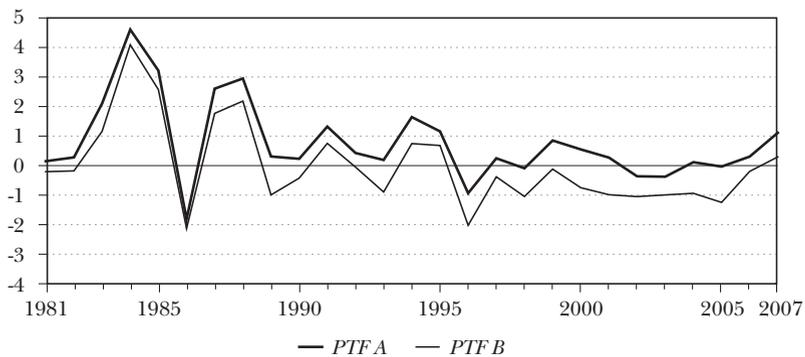
En el gráfico 8.7 se comprueba que el retroceso de la PTF no se manifiesta cuando el crecimiento de los factores se computa sin tener en cuenta las mejoras de calidad incorporadas a los mismos (*PTF A*), y sí cuando estas se tienen en cuenta (*PTF B*). En el panel *b* del gráfico 8.7 se puede advertir que las aportaciones del capital humano comienzan antes de 1995, pero entonces no iban

² Esta cuestión no está exenta de complicaciones metodológicas y empíricas, de las que destacan dos. La primera, que la medida de la contribución de los factores al crecimiento depende de la capacidad de computar los cambios en la calidad de los mismos, pues esos cambios afectan a su capacidad de generar servicios productivos, que es lo que interesa calcular. La segunda es que la contribución efectiva de los factores depende de la utilización de la capacidad instalada, que la medición del grado de utilización no es sencilla y que la disponibilidad de información sobre esta variable es muy escasa. Véase OCDE (2009); y Mas, Pérez García y Uriel (2007) para el caso español.

GRÁFICO 8.7: Contabilidad del crecimiento.
Valor añadido bruto (VAB), 1980-2007
 (porcentaje)



c) PTFA y PTFB, 1981-2007



Fuente: EU KLEMS (2008), Fundación BBVA-Ivie (2011), INE (2010a, 2010b) y elaboración propia.

acompañadas de creación de empleo neto ni de mejoras significativas en la calidad productiva de los capitales. En cambio, durante el ciclo expansivo posterior, a las mejoras del capital humano se suman las aportaciones de los cambios en la composición del capital así como una fuerte creación de empleo que, sumadas, hacen negativo el residuo.

Las mejoras de la calidad de los factores equivalen a incorporar progreso técnico al proceso productivo, a través del capital y el trabajo. Dado que se observa que van acompañadas de retrocesos de la PTF, se puede decir que no existen externalidades que mejoren la productividad conjunta de los factores en estos años. Al contrario, el mayor potencial productivo de los factores no llega a aprovecharse por completo, puesto que el valor añadido generado crece menos que los recursos empleados. Así pues, se puede decir que la evolución de la PTF pone de relieve un problema de exceso de capacidad en la economía, difícil de evaluar por falta de información adecuada, pero que se agrava a lo largo de todo el periodo en el que la PTF presenta variaciones sistemáticamente negativas.

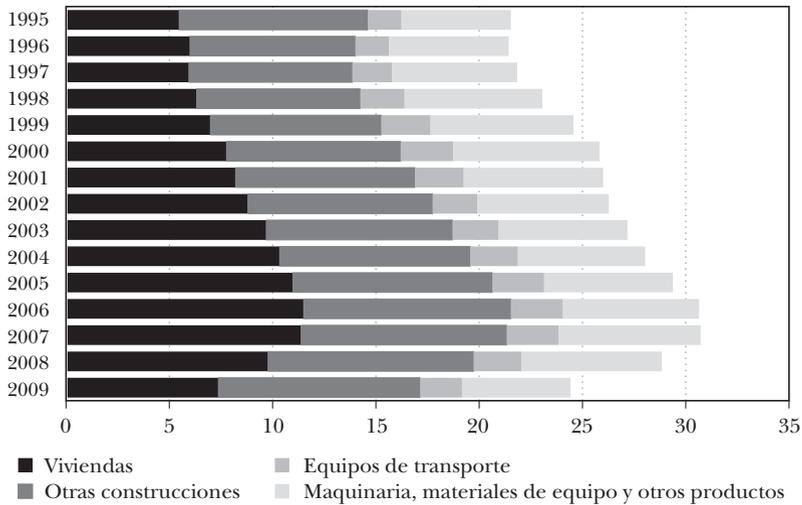
La acumulación de exceso de capacidad, durante bastantes años, (v. el panel *c* del gráfico 8.7) parece ir contra la lógica de la optimización, pero esa contradicción depende del horizonte que manejen los inversores en sus decisiones y de sus expectativas sobre las variables de las que depende la rentabilidad (Schreyer 2009). En el caso español hay razones para pensar que, durante buena parte del último ciclo expansivo, el retroceso de la productividad no implicaba, a los ojos de los inversores, una amenaza para la rentabilidad de sus proyectos de inversión; por eso los desarrollaban, aunque parte de la capacidad productiva de los mismos quedara sin utilizar a corto plazo.

Los riesgos percibidos en esas estrategias de expansión de la capacidad fueron bajos, por varias razones. En primer lugar, porque una parte muy importante del esfuerzo inversor se dirigió hacia los activos inmobiliarios, tanto residenciales como no residenciales (v. el panel *a* del gráfico 8.8), de larga vida útil y, por tanto, susceptibles de ser utilizados dentro de bastantes años aunque inicialmente no lo fueran por completo. Estos activos tienen un peso elevado en la FBCF de cualquier economía, no solo en lo que se refiere al capital residencial sino en las inversiones en naves, locales e instalaciones de la mayoría de los sectores, pero en la española ese peso es superior (v. el panel *b* del gráfico 8.8), lo que aumenta la probabilidad de que en muchas de las actividades la productividad observada se desvincule de la rentabilidad esperada a largo plazo.

GRÁFICO 8.8: Esfuerzo inversor

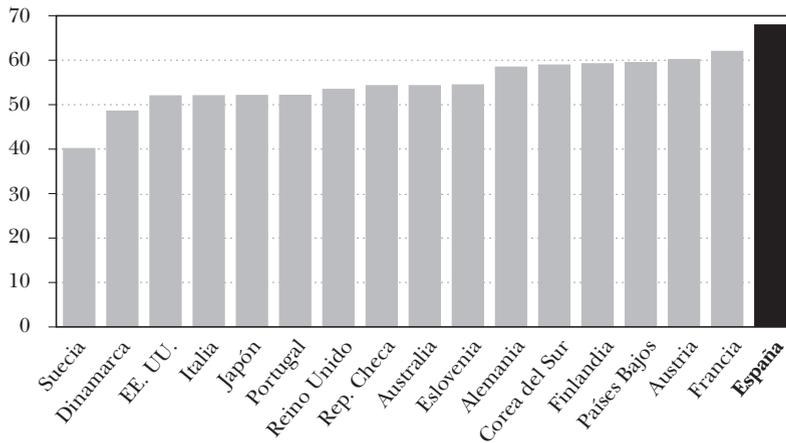
(porcentaje)

a) Esfuerzo inversor (FBCF/PIB) por componentes. España, 1995-2009



b) Peso de los activos de la construcción en el total de la FBCF.

Comparación internacional, 1995-2008

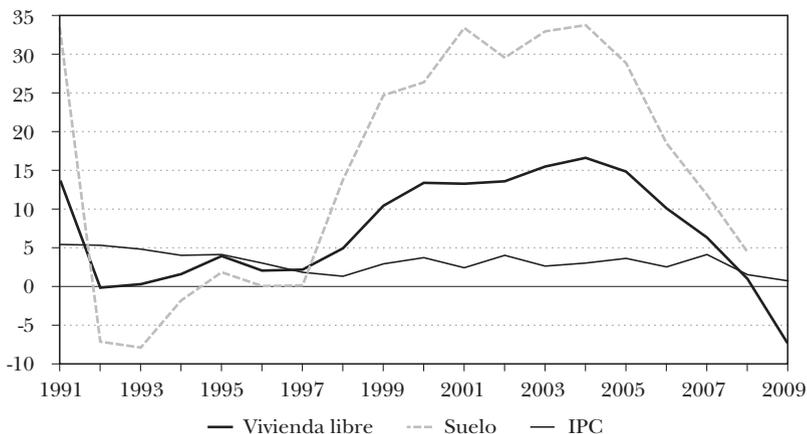


Fuente: EU KLEMS (2009), Comisión Europea (2010), Fundación BBVA-Ivie (2011) e INE (2010a, 2010b).

Esa desconexión es mucho más probable si se produce una burbuja inmobiliaria, pues en ese caso la rentabilidad esperada de las inversiones puede depender más de las revalorizaciones esperadas de los activos que de su productividad.³ Esa situación se dio en España entre 1997 y el 2007, una década en la que los precios de los activos de la construcción crecieron muy por encima del índice de precios de consumo (IPC), y el valor del suelo edificable aumentó a una tasa media anual del 25,2%, con picos durante cinco años superiores al 30% (Uriel et ál. 2009), como se puede observar en el gráfico 8.9. La consolidación de unas expectativas fuertemente alcistas de los precios de esos activos, de largas vidas útiles, actuó como un impulso duradero y poderoso de la acumulación de capital, relativamente independiente de su utilización productiva a corto plazo y su productividad.

El surgimiento y la posterior consolidación de la burbuja inmobiliaria fueron impulsados, a su vez, por los cambios que tu-

GRÁFICO 8.9: Evolución de los precios. Tasa de variación anual.
España, 1990-2009
 (porcentaje)



Fuente: Fundación BBVA-Ivie (2011) e Índice de Precios al Consumo (INE, varios años).

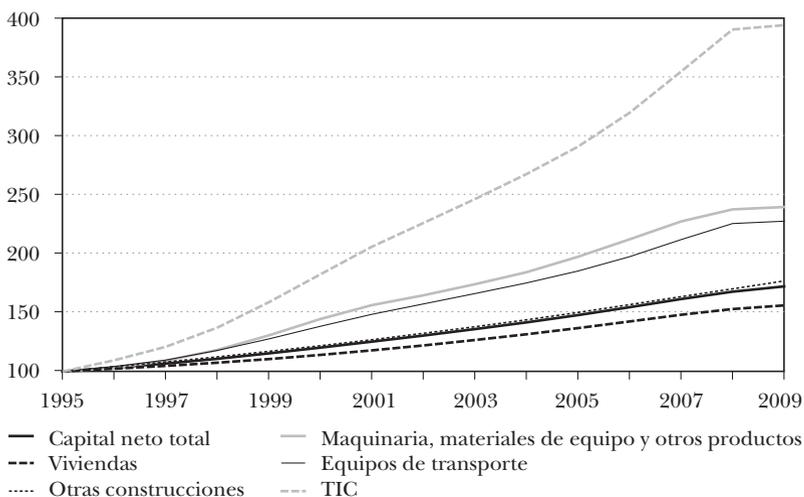
³ Pérez García y Robledo (2010) ofrecen una explicación detallada de este mecanismo y estiman que en España el *coste de uso del capital* fue negativo durante una década, lo que implicaba que pudieran esperarse rentabilidades positivas con productividades marginales del capital negativas.

vieron lugar en esos años en los mercados financieros y, en el caso español, por la entrada en la Unión Monetaria Europea. Como consecuencia de ello se produjo un fuerte descenso de los tipos de interés y un aumento de las facilidades de acceso a la financiación para las entidades de crédito españolas, que estas transmitieron a sus clientes (v. el capítulo 9 de esta obra). El rápido crecimiento del crédito, asociado fundamentalmente a operaciones de financiación inmobiliarias, refleja que los bancos y cajas compartían con sus clientes una valoración positiva de la rentabilidad esperada de sus inversiones y una apreciación baja del riesgo. A pesar de las dudas que ofrecía la trayectoria de la productividad en muchas empresas y sectores, o lo que es lo mismo, de la insuficiente capacidad de generar valor de muchos proyectos, las entidades de crédito apostaron decididamente por las inversiones inmobiliarias.

Además de la lógica especulativa que subyace a esta acumulación de capital inmobiliario, es necesario explicar por qué crecen todavía a más velocidad los demás activos: equipos de transporte, maquinaria y resto de equipos, en especial los relacionados con las TIC. Como muestra el gráfico 8.10, la acumulación en todos

GRÁFICO 8.10: Capital neto por activos. España, 1995-2009

(1995 = 100)



Fuente: Fundación BBVA-Ivie (2011) e INE (2010a, 2010b).

ellos fue más rápida, durante la expansión, que la de los activos inmobiliarios y, en su caso, no se puede decir que operaban los mismos mecanismos, puesto que los precios de la maquinaria y los equipos crecían poco o eran decrecientes, y sus vidas útiles son cortas. Pero una parte de esas inversiones fueron inducidas por las propias inversiones inmobiliarias, a las que acompañan como equipamientos en proporciones relativamente fijas. En ese caso, la rentabilidad esperada de los proyectos era igualmente dependiente de la revalorización de los activos inmobiliarios, que representaban la mayor parte de la inversión total.

Otra posible causa por la que una parte de las inversiones en TIC han sido realizadas, pero se han mantenido improductivas, es que su utilización ha estado limitada por las dificultades de lograr un aprovechamiento pleno de su potencial. Así, en muchos casos, la adquisición y renovación de *hardware* y *software* ha sido considerada imprescindible para la modernización de las actividades, pero ha ido por delante de la capacidad real de usarlos adecuadamente, lo que equivale a aprovechar solo parcialmente el potencial de generación de servicios productivos de estos capitales.

Tras el insuficiente aprovechamiento de las TIC adquiridas se encuentra la dificultad de las empresas de abordar los cambios organizativos y las limitaciones de los trabajadores en el manejo eficaz de estas tecnologías, tanto en la industria como en los servicios. Las TIC solo resultan plenamente productivas tras realizar muchos ajustes en las empresas, que no son inmediatos ni fáciles y requieren líderes capacitados para ello. En este sentido, distintos estudios señalan que en España se hace un uso de las TIC por debajo de las dotaciones de las mismas, apuntando la existencia de problemas de exceso de capacidad instalada, tanto en los hogares como en las empresas (v. Mas y Quesada 2005; Felgueroso y Jiménez 2009; y Mas y Robledo 2010).

Así pues, los activos inmobiliarios y el capital productivo han crecido con intensidad, pero por causas distintas no han sido utilizados por completo, si bien no se dispone de información adecuada para evaluar con precisión el grado de utilización de esa capacidad. Una de las razones por las que esa valoración es difícil de precisar es que muchas empresas adquieren los capitales, no

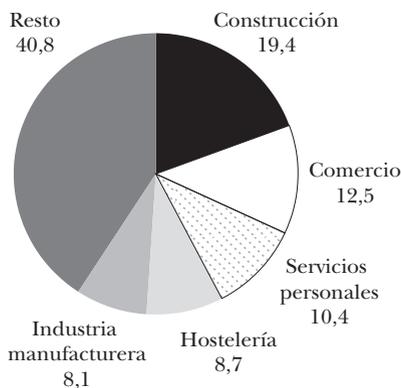
los alquilan, y ajustan, por ello, con más dificultad su capacidad a las fluctuaciones en la demanda de sus productos. Algo parecido sucede con el trabajo, pues, aunque los servicios de los trabajadores se alquilan, una parte sustancial de los contratos son fijos y solo el empleo de los trabajadores temporales se ajusta de manera casi instantánea a las caídas de la demanda.

El crecimiento del factor trabajo en España durante la expansión fue rápido, como se observó anteriormente, y son varias las circunstancias que explican esa trayectoria, por el lado de la oferta y por el de la demanda. En el punto de partida, a mediados de los años noventa del siglo xx, existía una tasa de paro muy elevada, en especial entre mujeres y jóvenes más cualificados que los de las generaciones anteriores. Con la intención de facilitar su entrada a un mercado de trabajo muy rígido, se realizó una reforma laboral que consagró la dualización de las condiciones de trabajo, reduciendo sustancialmente el coste y el riesgo para el empleador de los nuevos contratos temporales, al mismo tiempo que se mantenían las condiciones de los trabajadores fijos. La abundante oferta de trabajo interna fue reforzada por la llegada masiva de inmigrantes, muchos de ellos no cualificados y otros cualificados en sus países de origen, pero sin los requisitos para competir de inmediato por esos mismos puestos con los cualificados en España.

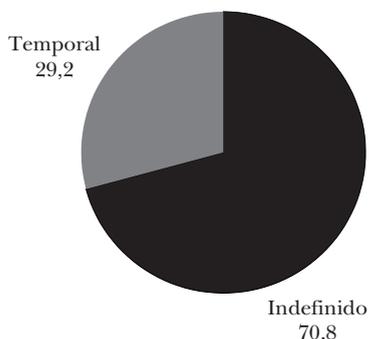
Sobre esa oferta de trabajo abundante, canalizada a través de un mercado de trabajo dual, operaron varios impulsos de la demanda. En primer lugar, como sucedió antes en otros países desarrollados, la incorporación de la mujer al mercado de trabajo y el envejecimiento de la población generaron *yacimientos de empleo* en los servicios personales y domésticos y en la hostelería, al sustituirse parte de la producción doméstica por servicios de mercado. En segundo lugar, actuó el impulso del relanzamiento de la construcción y las actividades inmobiliarias, por las razones ya señaladas. El conjunto de las actividades mencionadas representa cerca del 40% del empleo creado entre 1995 y el 2007, y en todas ellas se aprovecharon masivamente las facilidades de la contratación temporal: el 46,2% del aumento de los trabajadores temporales se concentró en esos sectores. Se trata, además, de actividades con otras tres características: amplia presencia de in-

GRÁFICO 8.11: Estructura porcentual del crecimiento del empleo. España, 1994-2007

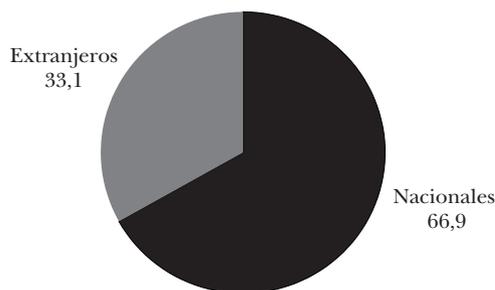
a) Por sectores productivos



b) Asalariados por tipo de contrato



c) Por nacionalidad



Fuente: Encuesta de Población Activa (INE, varios años).

migrantes, baja productividad del trabajo y escaso nivel medio de cualificación de los trabajadores.

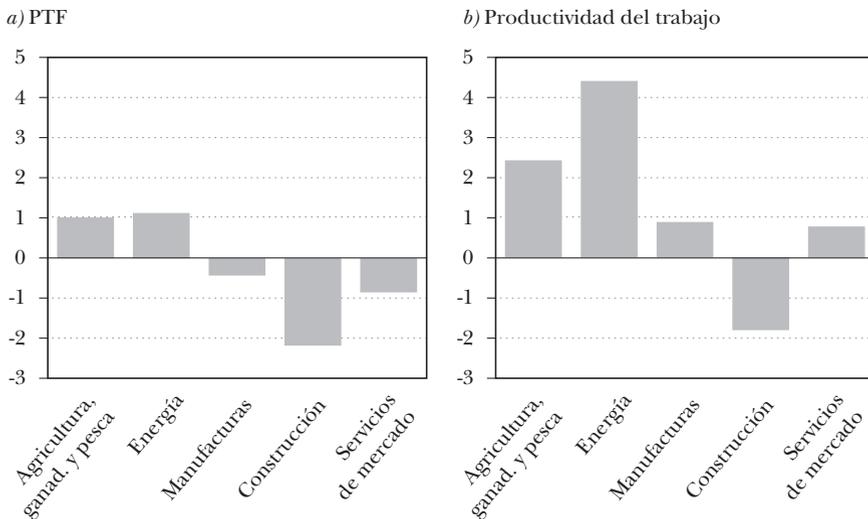
Junto al empleo que se acaba de comentar, el crecimiento general de la economía generó muchos puestos de trabajo con características diferentes: en otros sectores de servicios, con contratos fijos, y ocupados en una mayor proporción por trabajadores nacionales cualificados.

Cuando se compara la contribución de la construcción, el comercio, los servicios personales y la hostelería a la creación de empleo y al crecimiento del PIB se advierte que es sustancial. Por tanto, esos sectores intensifican el uso del trabajo durante esos años y contribuyen al creciente empleo de factores productivos y

al retroceso de la PTF, produciéndose en el caso de la construcción caídas incluso en la productividad del trabajo (v. el gráfico 8.12).⁴ Además, al utilizar mucho los contratos temporales y hacerlo con trabajadores no cualificados, impulsan un tipo de capacidad productiva que las empresas pueden ajustar con menos costes, cuando cae la demanda, como efectivamente ha sucedido durante la crisis.

GRÁFICO 8.12: PTF y productividad del trabajo por sectores. España, 1995-2007

(porcentaje)



Fuente: EU KLEMS (2009) y elaboración propia.

En suma, durante el periodo de crecimiento de la economía española que transcurre entre 1995 y el 2005, diversas fuerzas impulsaron el empleo intenso del capital y el trabajo, respondiendo a expectativas de rentabilidad y riesgo que no siempre exigían un pleno aprovechamiento de la capacidad productiva de los factores a corto plazo, ni una mejora de la productividad. El reflejo indirecto de la limitada utilización de la capacidad instalada durante

⁴ Las caídas de productividad en el sector de la construcción se producen también en otras economías y están suscitando de nuevo reflexiones sobre sus causas. Véase Schreyer (2009) y Huang, Chapman y Butry (2009).

la expansión era la trayectoria negativa de la PTF. Interpretada casi siempre como una manifestación de ineficiencias de las instituciones, como las educativas, las laborales y el marco regulador, que impedían a las empresas generar el suficiente valor añadido, la trayectoria de la PTF anunciaba también un exceso de capacidad, típico de las economías en las que la formación bruta de capital se convierte en un factor decisivo para el dinamismo de la demanda. En ellas el intenso esfuerzo inversor beneficia el empleo y la actividad del país a corto plazo, pero amenaza la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, debido al desequilibrio entre la oferta potencial y la demanda efectiva que, más pronto o más tarde, habrán de reajustarse. Ese desequilibrio es potencialmente mayor en los sectores en los que la inversión está más concentrada en los activos inmobiliarios y el empleo creado está más basado en contratos temporales (Pérez García y Robledo 2010).

8.3. Otros desequilibrios gestados durante el crecimiento

Las circunstancias que facilitaron la acumulación de exceso de capacidad y, muy especialmente las que acompañaron al desarrollo de la burbuja inmobiliaria, fecundaron también la gestación de otros desequilibrios que complican la trayectoria de la economía española durante la crisis posterior: un fuerte endeudamiento privado, un elevado déficit exterior, comercial y por cuenta corriente, y un importante déficit estructural del sector público.

En cuanto al primer desequilibrio, el endeudamiento privado duplica su ratio respecto al PIB, desde 1995, hasta situarse en la actualidad entre los más elevados de los países desarrollados. Su expansión se produce en empresas y familias con una intensidad similar, y se asocia a la financiación del esfuerzo inversor que, como ya se ha comentado, se concentra mucho en los activos inmobiliarios.

Paralelamente a esa trayectoria del endeudamiento del sector privado no financiero, el crédito a *otros sectores residentes* del sector bancario español se multiplica por 2,5, creciendo durante más de una década a tasas superiores al 15% y en los años finales de la ex-

pansión por encima del 25%. Teniendo en cuenta las intensas alzas de precios que se produjeron durante la burbuja inmobiliaria, esos rápidos crecimientos del crédito, cuando la burbuja llevaba muchos años hinchándose, implicaban que bancos y cajas compartían con sus clientes niveles de riesgos cada vez mayores, al hacerse más probable la quiebra de las expectativas alcistas. Sin embargo, esos riesgos crecientes no tenían reflejo en los tipos de interés.

La financiación, por parte de los intermediarios financieros bancarios, de sus inversiones crediticias se hizo en condiciones de escasez de ahorro interno y abundancia de ahorro externo. La escasez del ahorro financiero neto interior era consecuencia natural del crecimiento del consumo y el elevado esfuerzo inversor. Pero la entrada en el euro aumentó sustancialmente el acceso a la financiación internacional en condiciones muy favorables, en un periodo en el que, en general, la liquidez era abundante en el mundo y la valoración del riesgo baja (v. Malo de Molina 2010; y de este mismo autor, el capítulo 10 de esta obra). Así pues, los bancos y cajas españoles compensaron, sin problemas, el lento crecimiento de los depósitos con emisiones y empréstitos internacionales que cubrían, a bajo coste, buena parte del déficit por cuenta corriente. El resto fue también cubierto sin mayores dificultades por la entrada de capitales, que llegaban atraídos por las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios y la trayectoria alcista de otros activos financieros. De todo ello se derivó que, al final de la expansión, el endeudamiento neto de la economía española con el exterior era del 85% del PIB, en el 2007, y la dependencia de los mercados financieros internacionales extraordinaria.

En lo que se refiere al desequilibrio comercial, el fuerte ritmo de crecimiento de la economía impulsó las importaciones, que también aumentaron debido a la capacidad de competir en el mercado interior de los nuevos países manufactureros y por la escasa producción nacional de productos de alto contenido tecnológico, de creciente demanda. Aunque las exportaciones españolas defendieron bastante bien su cuota de mercado en el mundo, gracias a la competitividad de parte de las empresas (Pérez García 2006; FMI 2008), en conjunto, el déficit comercial creció con fuerza y el sector exterior realizó contribuciones negativas al crecimiento del PIB durante toda la fase expansiva, por lo que se limitó el aprove-

chamiento de la creciente capacidad instalada en las aportaciones derivadas del crecimiento de la demanda interna.

Por otra parte, el tipo de cambio no era ya una variable de política económica utilizable para recuperar la competitividad, y el resto de componentes de la balanza por cuenta corriente, como servicios y transferencias, no servían para financiar el déficit comercial sino que reforzaban su saldo negativo. En esas condiciones, la sostenibilidad de las compras exteriores dependía decisivamente del mantenimiento de las circunstancias favorables en los mercados financieros exteriores, tanto bancarios como de capitales.

Por lo que se refiere al sector público, la continuada reducción del déficit fue facilitada por el rápido crecimiento de los ingresos fiscales, derivado del crecimiento del empleo y del *boom* inmobiliario, acompañado de importantes transferencias de fondos europeos y de la reducción de los gastos en prestaciones por desempleo. Esas circunstancias, tan favorables para las cuentas públicas de todos los niveles de gobierno, impulsaron nuevos compromisos de gasto, como inversiones, dependencia e investigación, y reducciones fiscales diversas, sin que el déficit corriente aumentara, pero el déficit estructural permaneció oculto. La reducción de las ratios de deuda pública en relación con el PIB fue intensa y el coste financiero de la deuda se redujo, además, gracias a los bajos niveles de los tipos de interés.

La satisfacción por la situación financiera del sector público se basaba en una infravaloración de los riesgos que podían derivarse de los cambios en las condiciones financieras y en el nivel de actividad. Como los agentes privados, los Gobiernos fueron demasiado optimistas a la hora de valorar el déficit estructural que subyacía a los superávits corrientes y no abordaron durante la expansión las reformas necesarias para la corrección del mismo.

Los datos que justifican lo señalado sobre estos tres desequilibrios son conocidos (Banco de España, varios años). Así pues, se destacará su relevancia para hacer efectivos los problemas que pueden derivarse del desequilibrio que está presente en el centro de la escena: el exceso de capacidad.

En primer lugar, con un elevado endeudamiento, el mantenimiento de la demanda depende de que los mercados financieros

sigan ofreciendo financiación y lo hagan en condiciones que los deudores puedan soportar. Por eso, cuando la crisis financiera interrumpió el flujo de financiación que sostenía la demanda en España, los problemas de exceso de capacidad se agravaron de inmediato.

En segundo lugar, un fuerte déficit comercial y por cuenta corriente solo es sostenible, si se cuenta con capacidad de atraer capitales del exterior. Por eso, la dificultad de conseguirlos, a partir del momento en el que se desencadenó la crisis, ha obligado a ajustar el gasto, tanto interno como externo, reduciendo el consumo, la inversión y las importaciones, y ha relanzado el ahorro bruto de empresas y familias, con las mismas implicaciones negativas sobre el exceso de capacidad señaladas en el párrafo anterior.

Y tercero, la caída del nivel de actividad ha deteriorado rápidamente las cuentas públicas, poniendo al descubierto el déficit estructural que permanecía oculto. Este desequilibrio ha limitado la capacidad de maniobra de la política fiscal antes de lo previsto, obligando al Gobierno a realizar ajustes en los gastos e ingresos públicos que tienen efectos contractivos sobre la demanda y, de nuevo, dificultan el uso de la capacidad productiva instalada (Ministerio de Economía y Hacienda 2010).

8.4. Las dificultades durante la crisis

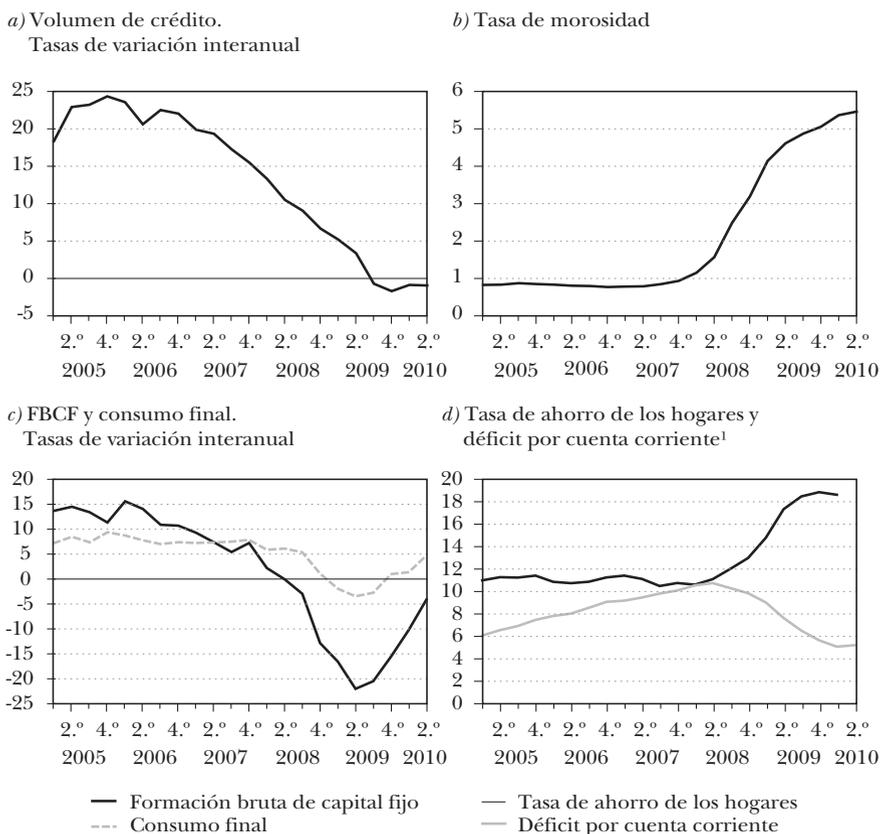
La crisis internacional impactó sobre la economía española y puso de manifiesto de manera abrupta las debilidades que representaban los distintos desequilibrios acumulados durante la etapa precedente.

En primer lugar, la crisis financiera cerró los mercados de capitales y el interbancario y colocó a las entidades españolas frente a la evidencia de la vulnerabilidad que representaban sus necesidades de financiación a corto plazo y de refinanciación a medio plazo. Aunque las medidas adoptadas por las autoridades monetarias, para suministrar base monetaria y elevar sustancialmente la garantía de los depósitos, paliaron los problemas más inmediatos, la justificada preocupación de los bancos y cajas por su liquidez y solvencia congeló el crédito al sector privado y puso

de manifiesto la debilidad que representaban los altos niveles de endeudamiento de empresas y familias.

La contracción crediticia (v. el panel *a* del gráfico 8.13) recayó, especialmente, sobre las operaciones nuevas y las que necesitaban renovación, preservando en cambio a aquellas cuya interrupción podía significar para las entidades financieras pérdidas en sus balances, relacionadas con la financiación inmobiliaria. Pese a ello, muchas empresas de la construcción e inmobiliarias, fuertemen-

GRÁFICO 8.13: El impacto de la crisis. Algunos indicadores a partir de tasas de variación interanual. España, 1.º trimestre 2005-2.º trimestre 2010
(porcentaje)



¹ La tasa de ahorro de los hogares se expresa como porcentaje de la renta disponible y el déficit por cuenta corriente como porcentajes del PIB. El cálculo de estas variables se realiza mediante periodos móviles de cuatro trimestres.

Fuente: Banco de España (varios años) e INE (2010a, 2010b).

te apalancadas y con estructuras financieras y organizativas débiles (Gill de Albornoz et ál. 2010), se enfrentaron al desplome de las expectativas de revalorización de sus activos y al consiguiente colapso de sus ventas. Inmediatamente comenzaron a padecer graves problemas de liquidez y con frecuencia de insolvencia, cuyas consecuencias fueron el despido de trabajadores, el aumento de la morosidad (v. el panel *b* del gráfico 8.13), los concursos de acreedores y, en muchos casos, los cierres empresariales. De este modo, la crisis financiera internacional pasó a ser también en España una crisis de crédito e inmobiliaria, con consecuencias sobre la economía real (Reinhart y Rogoff 2009).

Además de un endurecimiento de las condiciones de financiación, también se produjo un retroceso de la demanda de crédito al elevarse entre los inversores la percepción del riesgo (Banco de España, varios años) y las dificultades de soportar los altos niveles de endeudamiento acumulados. La consecuencia fue un rápido repunte del ahorro bruto y un fuerte retroceso de la FBCF y del consumo (v. los paneles *c* y *d* del gráfico 8.13). Así, la caída de la demanda interna comenzó a difundir al resto de sectores de la economía las consecuencias del frenazo que se había producido en los sectores bancario, inmobiliario y de la construcción.

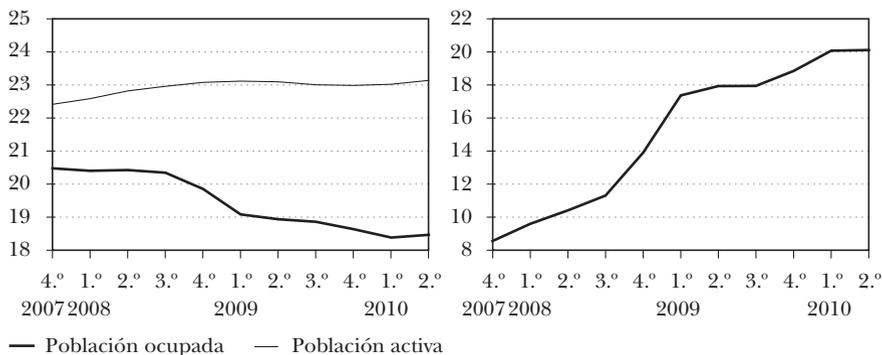
La variable más visiblemente afectada por esa contracción de la demanda fue la ocupación, que se redujo más de un 10% en tres años, perdiéndose más de dos millones de puestos de trabajo (v. el gráfico 8.14). El ajuste se concentró de manera espectacular, hasta alcanzar un 69,8% entre los trabajadores temporales, la mayoría de los cuales eran no cualificados, ya que más del 60% solo poseían, como máximo, estudios obligatorios.

Mientras tanto, la población activa seguía creciendo, en parte porque su dinámica responde a tendencias demográficas y pautas socioculturales independientes de la coyuntura y, en parte también, porque la crisis generó en algunas familias, gravemente amenazadas por el paro, nuevas demandas de empleo. El resultado fue el espectacular repunte de la tasa de desempleo, sobradamente conocido, y que constituye otro indicador de exceso de capacidad productiva de nuestra economía, en este caso situado en los hogares y no en las empresas.

GRÁFICO 8.14: Impacto de la crisis sobre el empleo.
España, 4.º trimestre 2007-2º trimestre 2010

a) Población activa y ocupada
 (millones de personas)

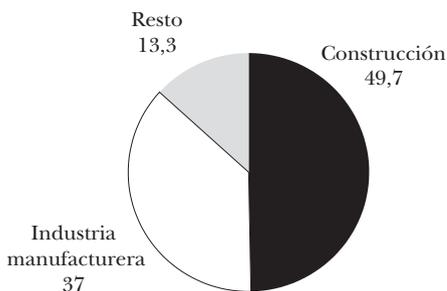
b) Tasa de paro (porcentaje)



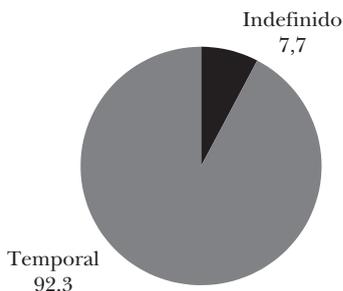
— Población ocupada — Población activa

c) Destrucción de empleo (porcentaje)

c.1) Por sectores productivos



c.2) Asalariados por tipo de contrato



c.3) Por nivel de cualificación



Fuente: Encuesta de Población Activa (INE, varios años).

Pero las empresas también han visto agravados, con toda seguridad, los problemas de exceso de capacidad que ya padecían durante la fase expansiva, a consecuencia de la caída de la demanda de consumo y de inversión que ha tenido lugar por efecto de la crisis en la mayoría de los sectores. Dado que los capitales son en buena medida propiedad de las empresas y no alquilados, el cálculo del exceso de capacidad es difícil. Pero si se utilizan las caídas de la PTF como base de una aproximación a ese cálculo,⁵ el nivel de utilización de la capacidad productiva de las empresas habría caído, como mínimo, desde 1995 al 2007 un 8,9%, y del 2007 al 2009 un 1,7% adicional, de modo que el efecto total acumulado sería del 10,6%, solo por este motivo y si se aprovechan las mejoras potenciales de la PTF el porcentaje se elevaría al 17%.⁶

La cadena de efectos de la crisis que se ha descrito se ve influida, por tanto, por los desequilibrios que la economía española arrastraba. Algunos de ellos se corrigen parcialmente con la llegada de la recesión; por ejemplo, el desequilibrio exterior, al frenarse la demanda de importaciones y el elevado endeudamiento, por efecto del incremento de la tasa de ahorro interna. Pero otros se acentúan, como el exceso de oferta de trabajo y de capacidad instalada, o emergen con una nitidez y velocidad no anticipadas, como el déficit estructural.

El desequilibrio en las cuentas públicas a partir del 2008 responde tanto a los efectos de estabilizadores automáticos sobre ingresos y gastos públicos como a medidas de política fiscal discrecionales, adoptadas como respuesta a la crisis. La infravaloración de la capacidad de generar déficit de los estabilizadores fue

⁵ Suponemos que si los factores fueran utilizados con la misma intensidad en t que en $t - 1$, el crecimiento de la capacidad debería ser igual al crecimiento del PIB, en ausencia de progreso técnico no incorporado. Bajo este último supuesto, las tasas de variación negativas de la PTF equivalen a caídas en el grado de utilización de la capacidad.

⁶ Advértase que esta aproximación solo permite estimar la variación en el grado de utilización respecto de un año base o de referencia, en este caso 1995, en el que no podemos afirmar cuál era el nivel de utilización de la capacidad alcanzado. Si este era inferior al máximo, para calcular la situación actual esa diferencia se sumaría a la caída computada. Pero, además, el cálculo se hace suponiendo que la PTF no mejora, mientras que en muchas economías, y en la española en otros periodos, suele hacerlo, incrementando el PIB en, aproximadamente, medio punto porcentual. Esto significaría añadir otro 6,5% de exceso de capacidad.

consecuencia de una escasa anticipación sobre las posibles consecuencias de la crisis en el diseño de los presupuestos del 2008 y el 2009. También fue perjudicial el tardío reconocimiento del impacto de la crisis sobre la economía española por parte del Gobierno. Desde esa perspectiva inadecuada se adoptaron respuestas de política fiscal consistentes en la reducción y aplazamiento de impuestos, el incremento del gasto público, con la aplicación del Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo, conocido como *Plan E*, y el adelantamiento de devoluciones del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Unas y otras, al actuar cuando ya los ingresos fiscales comenzaban a caer y el paro a subir, provocaron un verdadero desplome de la recaudación y un crecimiento vertiginoso del déficit, como puede comprobarse en el gráfico 8.15.

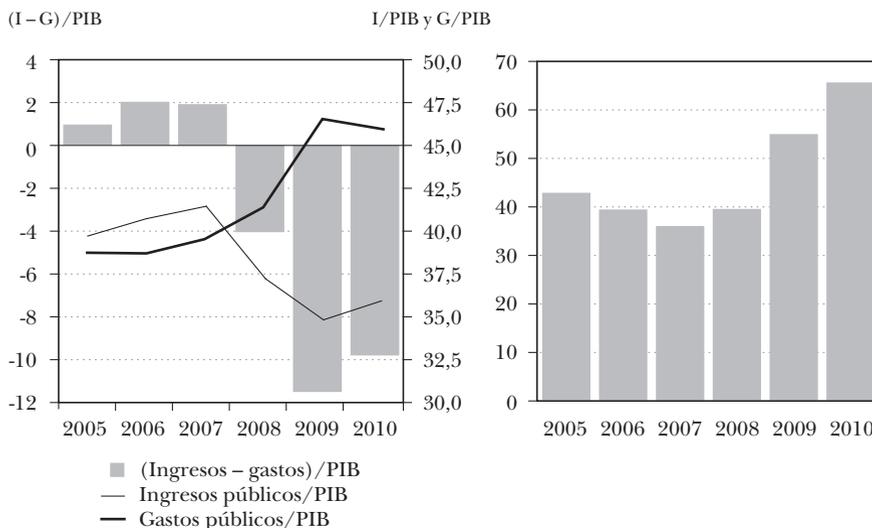
A pesar de que en España el punto de partida del nivel de endeudamiento público era bajo con relación al PIB, muy inferior al de la mayoría de países desarrollados, su rápido crecimiento

GRÁFICO 8.15: Déficit y deuda pública. España, 2005-2010

(porcentaje)

a) Ingresos, gastos y déficit público respecto al PIB

b) Deuda pública respecto al PIB



Fuente: INE (2010a, 2010b) y Ministerio de Economía y Hacienda (2010).

fue valorado por los mercados como una señal inequívoca de que el sector público se había adentrado por un camino insostenible. La tendencia de las agencias de calificación y de los inversores a valorar al alza los riesgos en las circunstancias actuales confluyó con el diagnóstico de las autoridades de algunos de los principales socios de la Unión Europea, en especial Alemania, sobre la necesidad de abordar programas de consolidación fiscal.

En el caso español, unos y otros valoraron que el riesgo que representa el desequilibrio fiscal es muy dependiente de los otros desequilibrios: elevado endeudamiento privado, riesgo acumulado por el sector bancario en activos inmobiliarios, importante exceso de capacidad y elevada tasa de desempleo. Todas esas circunstancias representan dificultades que podrían mantener a la economía española relativamente estancada y dificultar la reducción del déficit. La resistencia inicial del Gobierno español a dar un giro en su política fue rota por la subida de la prima de riesgo en los mercados de deuda y la dificultad de colocación de las emisiones públicas y privadas, lo que le obligó a un cambio de rumbo de la política fiscal, convirtiéndola en contractiva a principios del 2010 a pesar de que la economía seguía necesitada de estímulos.

8.5. Perspectivas y palancas de recuperación

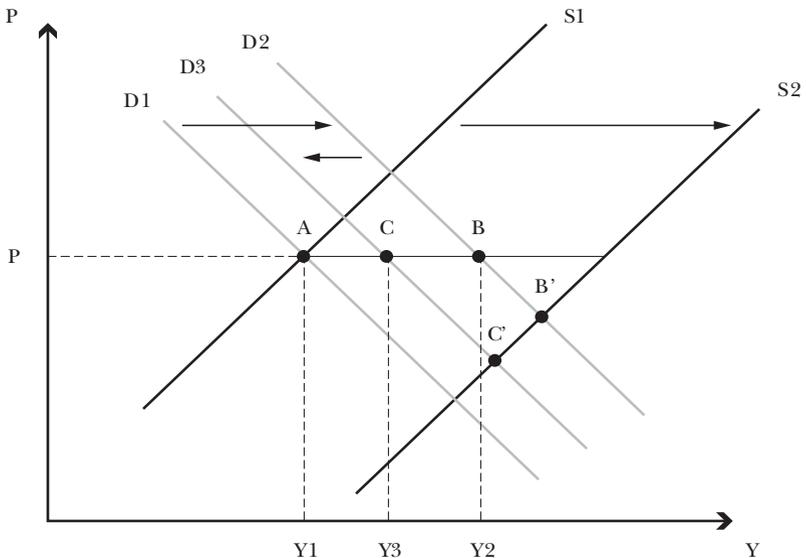
En el momento de escribir estas líneas la economía española permanece estancada, tras tres años de crisis: ha detenido su caída, pero no muestra síntomas claros de recuperación, ni de la actividad ni del empleo. La principal preocupación es cuánto puede tardar en conseguir de nuevo un crecimiento vigoroso; las dudas al respecto son abundantes y se deben a los importantes ajustes que habrán de realizarse para que la expansión sea viable. Muchos de esos ajustes son necesarios para corregir, al menos parcialmente, los desequilibrios comentados. Y se puede decir que la magnitud de esos desequilibrios, acumulados mayoritariamente durante la expansión, como consecuencia de ciertos rasgos del patrón de crecimiento, es lo que impide una recuperación más rápida y sencilla.

La tesis de este análisis es que el núcleo de los problemas actuales es el exceso de capacidad generado en el desarrollo de un

proceso de acumulación acelerado, impulsado por la especulación inmobiliaria y por las facilidades para asumir riesgos derivados de la abundancia de financiación y de la flexibilidad de la contratación temporal. La dificultad de corregir ese desequilibrio es mayor porque, tanto durante la expansión como durante la recesión, en buena parte de los mercados españoles los precios son rígidos a la baja y los excesos de oferta se corrigen, fundamentalmente, ajustando las cantidades intercambiadas.

El gráfico 8.16 ilustra las consecuencias de ese comportamiento. Se parte de un equilibrio inicial entre oferta (S_1) y demanda (D_1), agregadas, o de un mercado particular, como el del punto A. Y se supone que durante la expansión la oferta crece hasta S_2 y la demanda dirigida a la producción nacional también lo hace hasta D_2 , pero en menor cuantía, debido a que otros competidores exteriores captan parte de la demanda interna. En esas circunstancias, para que la mayor capacidad productiva sea absorbida mejor, sería necesario que los precios cayeran hasta el nivel correspondiente al equilibrio que representa el punto B'. Si los precios no son flexibles, el nuevo equilibrio se sitúa en B y

GRÁFICO 8.16: El impacto de la crisis. España. Dos causas superpuestas



Fuente: Elaboración propia.

la economía padece exceso de capacidad, aunque crezca y cree empleo.

El impacto de la crisis representa un retroceso de la demanda agregada, desde D2 a D3. Pero la capacidad productiva se reduce mucho menos, por eso, para ilustrar el argumento no se debe desplazar de nuevo la curva de oferta.⁷ Ahora la inflexibilidad de precios amplía la caída de la producción requerida para ajustar la oferta a la demanda y el exceso de capacidad se hace mayor, situándose el equilibrio en C, mientras que con flexibilidad podría situarse en C'.

El agravamiento de los excesos de oferta por la inflexibilidad de los precios es debido, en buena medida, a los comportamientos de los mercados de factores, pero también se produce en algunos sectores protegidos de la competencia. En el mercado de trabajo, la inflexibilidad de los salarios a la baja concentra el ajuste en el empleo. Y en los mercados inmobiliarios, el lento ajuste de los precios, que se deriva de la resistencia a reconocer las pérdidas de riqueza que se han producido con la crisis, mantiene durante más tiempo inactivos dichos capitales, bien en empresas que no pueden utilizarlos por su bajo nivel de actividad bien en los balances de las entidades de crédito (Pérez García 2010).

La consecuencia más grave de los excesos de capacidad es que frenan la inversión y, con ello, dificultan la recuperación de ese componente de la demanda. La inversión podría crecer poco durante algunos años por esta razón, incluso cuando repunten otros componentes de la demanda, pues en muchas actividades no sería necesario ampliar la capacidad para producir más. Pero las perspectivas tampoco son favorables para otros agregados porque el paro y el endeudamiento de las familias frenan la recuperación del consumo y el ajuste ha invertido el signo de los estímulos fiscales, que serán negativos durante los próximos años. Por si fuera poco, los ajustes que están realizando los Gobiernos de los restantes países europeos, nuestros principales clientes,

⁷ La capacidad contratada por las empresas se ha reducido debido a que el empleo se ha reducido y a que el *stock* de capital, aunque ha seguido creciendo, lo ha hecho más lentamente. Junto a esa capacidad reducida de las empresas se podría considerar la que permanece sin utilizar en los hogares, formada por un creciente número de desempleados.

amenazan el estímulo que pudiera llegar de la demanda externa, un terreno en el que además, hay mucha competencia.

Puesto que las perspectivas para el crecimiento son poco optimistas en cuanto a los estímulos que pueden esperarse de una recuperación del nivel general de actividad, es más importante explorar otras posibilidades y políticas, distintas de las macroeconómicas, que podrían evitar que la lenta corrección de todos los desequilibrios existentes mantenga a la economía española postzada durante bastantes años. Esa es la razón por la que son más urgentes varias reformas estructurales, reclamadas desde hace tiempo, pero no abordadas hasta ahora, que deberían mejorar la capacidad de competir por dos vías: los precios y la adaptación de la oferta a las características que más valora la demanda.

Mejorar la competitividad en precios nos devuelve a la cuestión de lograr que los mercados sean más flexibles. Eso exige cambios en los mercados de trabajo e inmobiliario, cuyas rigideces inciden directamente en los precios de los bienes y servicios, concentrando los ajustes en el empleo y en el exceso de capacidad instalada. Con salarios y precios de los activos inmobiliarios más flexibles, habría más proyectos viables, más capacidad de competir en las empresas por captar la demanda existente y mayores posibilidades de recuperar el nivel de actividad.

La flexibilidad salarial que se necesita consiste en vincular más estrechamente los salarios con la productividad y la rentabilidad de las empresas. En este sentido, la reforma laboral aprobada en septiembre del 2010 mantiene una asimetría peligrosa, al abordar el coste de los ajustes en cantidades (despidos) pero aplazar los cambios que faciliten los ajustes en precios (negociación salarial).

La flexibilidad de precios de los inmuebles se ve frenada por la resistencia a reconocer las pérdidas de capital en los balances y sus consecuencias en las cuentas de resultados de las empresas, no financieras y financieras. Esta valoración no es sencilla en periodos como los actuales, en los que los mercados inmobiliarios funcionan escasamente y por tratarse de activos duraderos en los que el momento de venta de los mismos puede cambiar sustancialmente su valoración. Pero mantener los precios impide aprovechar los activos en otras actividades. Ese riesgo se está corriendo en el caso español por dos causas distintas. La primera,

la opinión de que en nuestro país los inmuebles son un depósito de valor seguro, además de rentable, que no baja de precio; esto ha sido cierto en el pasado en términos nominales, pero no reales, pues las crisis inmobiliarias se produjeron en periodos de elevada inflación. Pero la erosión en términos reales de su valor durante las crisis de los setenta, ochenta y de principios de los noventa fue sustancial (García Montalvo 2006, 2007; FMI 2009). La segunda es que la necesidad de vender a precios más bajos se ve frenada si los inmuebles pasan a los bancos y cajas y si estos tienen capacidad de maniobra financiera para evitar su venta. En este sentido, la política de dotaciones del supervisor financiero ha permitido a las entidades ralentizar el proceso hasta bien entrado el 2010. El cambio de criterio combinado con la puesta en marcha de los procesos de fusiones y recapitalización de las entidades, debería servir para que las entidades de crédito vayan poniendo en el mercado sus inmuebles a precios que permitan su aprovechamiento productivo (Carbó y Maudos 2010).

Otra gran dirección en la que se necesitan reformas es la mejora de la capacidad competitiva de las empresas, para captar demanda gracias a las características de sus productos y la orientación de sus canales de comercialización. Esos cambios requieren reorientar la especialización de las empresas hacia actividades que generan más valor añadido y reforzar su internacionalización desde una perspectiva que contemple los mercados más dinámicos y no solo los europeos.

El desarrollo de esas nuevas estrategias competitivas requiere un empleo creciente del conocimiento y, en particular, del capital humano y tecnológico, porque es el medio para mejorar la productividad de las empresas generando valor y para gestionar la complejidad y los desafíos de la economía globalizada. Por eso es muy importante que el sistema educativo y las actividades de I+D+i funcionen adecuadamente y ofrezcan los *inputs* de conocimiento que las empresas y la sociedad necesitan. Por la misma razón, es relevante que el esfuerzo inversor en los activos intensivos en conocimiento, tangibles como los capitales TIC o intangibles como el capital humano y organizativo, sea bien aprovechado.

Así pues, se requieren reformas educativas que mejoren las dotaciones de capital humano y las posibilidades de aprovecha-

miento de esos recursos intensivos en conocimiento. Pero eso pasa decisivamente porque los individuos mejor formados, los universitarios, sean primero contratados y tengan después la capacidad de ir transformando las empresas para hacerlas más competitivas. Para ello se requiere, en primer lugar, que prosiga el espectacular proceso de penetración de universitarios en las empresas que se ha desarrollado desde 1995 y que, por fortuna, apenas ha retrocedido con la crisis, a la vista del mantenimiento del empleo de los titulados superiores, tanto en los puestos de trabajo asalariados como de directivos.⁸ Pero, además, se necesita que los titulados, muchos de ellos todavía jóvenes, completen su formación en el puesto de trabajo, adquiriendo la experiencia y asumiendo la responsabilidad de ir reorientando las organizaciones en la dirección que les haga ganar en capacidad de competir y generar valor.

Si no se pregunta sobre qué lado del mercado actúan estas reformas, se podría decir que tienen que ver con la mejora de la oferta de factores de la economía de mañana, pero que su importancia depende de la capacidad que tengan de contribuir a generar demanda pasado mañana. Así pues, se necesitan reformas que tengan que ver con las características de la oferta y de la demanda, más que un incremento de capacidad productiva de cualquier tipo. De hecho, parte del problema es que hay capitales y fuerza de trabajo subutilizados, de modo que no interesa acumular más recursos si no son productivos. Lo que más se necesita es mejorar la capacidad de la oferta de captar demanda, es decir, disponer de mayores cantidades de factores capaces de identificar los productos que la demanda puede absorber a precios que soporten los costes que acompañan a nuestro nivel de desarrollo. Para producir esos bienes y servicios, probablemente de contenido tecnológico y calidades medias y altas, en condiciones competitivas, se necesitan emprendedores, es decir, empresarios, directivos y trabajadores bien formados y capaces de generar más valor añadido por unidad de factor empleado que en el pasado.

⁸ De los 7 millones de puestos de trabajo creados entre 1995 y el 2007, 3 millones fueron ocupados por universitarios. Además se ha doblado el porcentaje de directivos con título universitario, hasta superar el 60%.

Bibliografía

- BANCO DE ESPAÑA. *Informe anual*. Madrid, varios años.
- . «Encuestas sobre préstamos bancarios en España». *Boletín Económico*. Madrid, varios años.
- BANCO MUNDIAL. *World Development Indicators (WDI)*. Washington. Base de datos disponible en Internet en: <http://data.worldbank.org/data-catalog/worlddevelopment-indicators> [consulta: 8 de noviembre del 2010].
- CARBÓ, Santiago, y Joaquín MAUDOS. «Diez interrogantes del sector bancario español». *Cuadernos de Información Económica* 215, marzo-abril (2010): 89-105.
- COMISIÓN EUROPEA. *Annual macro-economic database (AMECO Database)*. Bruselas. Disponible en Internet en: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.html [consulta: 8 de noviembre del 2010].
- EU KLEMS. *EU KLEMS Growth and Productivity Accounts. Noviembre de 2009*. Base de datos disponible en el sitio web del proyecto EU KLEMS: <http://www.euklems.net>.
- FELGUEROSO, Florentino, y Sergi JIMÉNEZ MARTÍN. «The new growth model. How and with whom». Documento de Trabajo n.º 39, Madrid: Fundación de Estudios de Economía Aplicada, 2009.
- FELGUEROSO, Florentino, Manuel HIDALGO Y Sergi JIMÉNEZ MARTÍN. «Explaining the fall of the skill wage premium in Spain». Documento de Trabajo n.º 19, Madrid: Fundación de Estudios de Economía Aplicada, 2010.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *France, Greece, Italy, Portugal and Spain, competitiveness in the Southern euro area*. IMF Country Report n.º 08/145, Washington, 2008.
- . *Spain: selected issues*. IMF Country Report n.º 09/129, Washington, 2009.
- . *World Economic Outlook. April 2010. Rebalancing growth*. Washington (DC): World Economic and Financial Surveys, 2010.
- FUNCAS (Fundación de las Cajas de Ahorros). *Previsiones económicas para España 2010-2011*. Madrid, 2010. Disponible en Internet en: http://www.funcas.es/indicadores/coyuntura_nacional_internacional.asp [consulta: 8 de noviembre del 2010].
- FUNDACIÓN BBVA-Ivie (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas). *El stock y los servicios del capital en España y su distribución territorial 1964-2009*. Base de datos, marzo 2011. Disponible en Internet en: http://www.fbbva.es/TLFU/microsites/stock09/fbbva_stock08_index.html.
- GARCÍA MONTALVO, José. «Deconstruyendo la burbuja: expectativas de revalorización y precio de la vivienda en España». *Papeles de Economía Española* 109 (2006): 44-75.
- . «Algunas consideraciones sobre el precio de la vivienda en España». *Papeles de Economía Española* 13 (2007): 138-155.
- GILL DE ALBORNOZ, Belén, dir., Juan FERNÁNDEZ DE GUEVARA, Begoña GINER y Luis MARTÍNEZ ISACH. *Las empresas del sector de la construcción e inmobiliario en España: del boom a la recesión económica*. Estudios de la Fundación Serie de Economía y Sociedad, Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorros, 2010.
- HUANG, Allison L, Robert E. CHAPMAN y David T. BUTRY. *Metrics and tools for measuring construction productivity: Technical and empirical considerations*. Gaithersburg (Maryland): National Institute of Standards and Technology (NIST), Departamento de Comercio de los Estados Unidos, 2009.

- INE (Instituto Nacional de Estadística). *Estimaciones intercensales de población entre los Censos de 1991 y 2001*. Madrid, 2005.
- . *Estimaciones de la Población Actual de España, a 1 de julio de 2009*. Madrid, 2009.
- . *Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.ine.es> [consulta: 8 de noviembre del 2010a].
- . *Contabilidad Nacional de España. Base 2000. Serie Contable 1995-2009*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.ine.es> [consulta: 8 de noviembre del 2010b].
- . *Índice de precios de consumo*. Madrid, varios años.
- . *Encuesta de Población Activa. Trimestral*. Madrid, varios años.
- JORGENSEN, Dale W., y Khuong VU. «América Latina y la economía mundial». En A. Coremberg y F. Pérez García, eds. *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Capítulo 1, Bilbao: Fundación BBVA (2010): 23-61.
- MALO DE MOLINA, José Luis. «Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional». *Revista de Ciencias y Humanidades de la Fundación Ramón Areces*, abril (2010): 45-59.
- MAS, Matilde, y Javier QUESADA. *Las nuevas tecnologías y el crecimiento económico en España*. Bilbao: Fundación BBVA, 2005.
- MAS, Matilde, y Juan Carlos ROBLEDO. *Productividad. Una perspectiva internacional y sectorial*. Bilbao: Fundación BBVA, 2010.
- MAS, Matilde, Francisco PÉREZ GARCÍA y Ezequiel URIEL, dirs. *El stock y los servicios del capital en España y su distribución territorial (1964-2005)*. Nueva Metodología. Bilbao: Fundación BBVA, 2007.
- . *El stock y los servicios del capital en España y su distribución territorial (1964-2008)*. Informe elaborado para la Fundación BBVA, Bilbao, 2010.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA. *Actualización del programa de estabilidad 2009-2013*. Madrid, 2010.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). *Measuring capital, OECD Manual*. París, 2009.
- . *SStructural ANalysis Database (STAN)*. París: OCDE, StatExtracts. Disponible en Internet en: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=STAN> [consulta: 8 de noviembre del 2010].
- PÉREZ GARCÍA, Francisco, dir. *La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización*. Barcelona: Servicio de Estudios, La Caixa, 2004.
- . *Las claves del desarrollo a largo plazo de la economía española*. Bilbao: Fundación BBVA, 2007.
- . «España ante la crisis: condicionantes internos y externos». En A. Costas, coord. *La crisis de 2008: de la economía a la política y más allá*. Mediterráneo Económico n.º 18, Colección Estudios Económicos, Almería: Fundación Cajamar (2010): 365-383.
- PÉREZ GARCÍA, Francisco, dir., Joaquín MAUDOS, José Manuel PASTOR y Lorenzo SERRANO. *Productividad e internacionalización. El crecimiento español ante los nuevos cambios estructurales*. Bilbao: Fundación BBVA, 2006.
- PÉREZ GARCÍA, Francisco, y Juan Carlos ROBLEDO. «Cambios en el patrón de crecimiento de la economía española: 1970-2007». En A. Coremberg y F. Pérez García, eds. *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Capítulo 8, Bilbao: Fundación BBVA (2010): 293-346.
- RAYMOND, José Luis, y José Luis ROIG. «El rendimiento del capital humano en España». En J. M. Pastor et ál. *El rendimiento del capital humano en España*. Capítulo 3, Valencia: Fundación Bancaja-Ivie (2007a): 101-138.

- . «Capital humano y ciclo vital». En J. M. Pastor et ál. *El rendimiento del capital humano en España*. Capítulo 4, Valencia: Fundación Bancaja-Ivie (2007b): 139-168.
- . «Algunos determinantes del rendimiento educativo». En J. M. Pastor et ál. *El rendimiento del capital humano en España*. Capítulo 5, Valencia: Fundación Bancaja-Ivie (2007c): 169-204.
- REINHART, Carmen M., y Kenneth S. ROGOFF. *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- SERRANO, Lorenzo. «Capital humano y productividad: el caso de España». En A. Coremberg y F. Pérez García, eds. *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Capítulo 8, Bilbao: Fundación BBVA (2010): 347-375.
- SCHREYER, Paul. «User costs and bubbles in land markets». *Journal of Housing Economics* 18 (2009): 267-272.
- TCB (The Conference Board). *Total Economy Database*. Nueva York. Base de datos disponible en Internet en: <http://www.conferenceboard.org/economics/database.cfm> [consulta: 8 de noviembre del 2010].
- URIEL, Ezequiel, dir., Carlos ALBERT, Eva BENAGES y Vicent CUCARELLA. *El stock de capital en viviendas en España y su distribución territorial (1990-2007)*. Bilbao: Fundación BBVA, 2009.

9. La banca española entre la financiación del crecimiento y la crisis financiera internacional

Joaquín Maudos Villarroya
Universidad de Valencia e Ivie

9.1. Introducción

Desde el estallido de la ampliamente conocida crisis de las *subprimes* del mercado estadounidense del verano del 2007, el sistema financiero y la economía real están viviendo ya tres años de crisis que han pasado factura en forma de caídas del valor del producto interior bruto (PIB), pérdidas de millones de puestos de trabajo y recapitalización de un elevado número de bancos a lo largo de todo el mundo. Si bien el inicio de la crisis se localiza originariamente en el sector bancario, en un mundo cada vez más globalizado, la crisis se ha propagado rápidamente a nivel mundial tanto al resto de sistemas financieros como al sector real en su conjunto.

Una de las principales lecciones de la crisis que estamos sufriendo es la importancia que tiene el buen funcionamiento del sistema bancario y la estabilidad financiera a la hora de garantizar un crecimiento sostenido. En el momento en el que se pierde la tan necesaria confianza en la que se basan las relaciones bancarias, los mercados se colapsan dando lugar a problemas de financiación en los mercados mayoristas, aumento en el grado de aversión al riesgo, y por tanto en las primas aplicadas, y, en consecuencia, mayores restricciones financieras para las empresas. El *cierre del grifo* de la financiación bancaria acaba estrangulando el consumo y la inversión y, por tanto, el crecimiento económico.

Si bien el sector bancario español resistió el primer embate de la crisis, gracias a las fortalezas que proporcionaba su modelo

de negocio de banca de intermediación tradicional, el conocido como *comprar para retener*, muy alejado del modelo llamado *originar para distribuir*, característico de la banca de inversión más castigada por la crisis, la intensidad y duración de la crisis han debilitado rápidamente esas fortalezas iniciales hasta el punto de haber sido necesario intervenir entidades, en concreto dos cajas de ahorros, y acelerar un proceso de reestructuración en una parte significativa del sector bancario, especialmente el de las cajas de ahorros a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Además del impacto de la crisis internacional, la elevada concentración del riesgo en el sector más duramente castigado por la crisis, el inmobiliario, ha hecho que aumente rápidamente la morosidad bancaria, lo que ha obligado al sector bancario español a dedicar una parte muy importante de su margen bruto a dotar provisiones, lo que acaba pasando factura en términos del resultado del ejercicio. Además, la banca ha tenido que hacer frente a este aumento de la morosidad con respuestas como la aceptación de inmuebles en dación de pago, la renegociación de la deuda, el establecimiento de periodos de carencia en el pago de los intereses, la adjudicación de activos, etc., lo que hace que la morosidad real sea muy superior a la contable.

Además del problema que supone la elevada concentración de riesgo en el crédito que tiene que ver con el *ladrillo*, o sea adquisición de vivienda, construcción y promoción inmobiliaria, las propias peculiaridades del ciclo económico de la economía española condicionan la salida de la crisis de las entidades bancarias. Como es bien conocido, la intensidad de caída del PIB de nuestra economía ha sido inferior a la de otros países de nuestro entorno, si bien la salida de la crisis que ya se está produciendo en otros países, como los Estados Unidos, Alemania, Francia, etc., apenas se ha dejado sentir en España, ya que en el segundo trimestre de 2010 el PIB tan solo ha crecido un 0,2% (variación anual), muy por debajo de la tasa de otros países, lo que condiciona la resolución de los problemas bancarios. Con un crecimiento tan bajo y con una tasa de paro en torno al 20%, la morosidad bancaria no tiene visos de bajar, siendo uno de los principales problemas a los que debe enfrentarse la banca española.

En este contexto, el objetivo de este capítulo es analizar la evolución del sector bancario español desde mediados de la década de los noventa, coincidiendo con el inicio del ciclo expansivo del que se ha beneficiado la economía desde 1995 al 2007, hasta nuestros días, poniendo especial interés en su papel como financiador del crecimiento, principalmente a través del crédito bancario. El análisis realizado pondrá de manifiesto las fortalezas con las que el sector bancario español se ha enfrentado a la crisis, una vez iniciada en verano del 2007, si bien la intensidad y duración de la misma hará que esas fortalezas desaparezcan rápidamente siendo necesario en consecuencia profundizar en los interrogantes o retos a los que se enfrenta actualmente el sector bancario. La intervención de dos entidades de depósito, Caja Castilla-La Mancha y CajaSur, la aprobación del FROB, la reforma de la ley de cajas, en concreto, la Ley de Órganos Rectores de Cajas de Ahorros (LORCA), etc., ponen de manifiesto los problemas del sector y la necesidad de dar respuestas para mejorar su solvencia, máxime tras la pronta entrada en vigor de los acuerdos de Basilea III que suponen un endurecimiento de la normativa sobre solvencia y liquidez.

Con este objetivo, el capítulo se estructura en cinco apartados. El apartado 9.2 analiza el desarrollo financiero de la economía española desde mediados de la década de los noventa, con objeto de mostrar la importancia del sistema bancario como financiador del crecimiento del sector real de la economía. El apartado 9.3 analiza los principales retos o interrogantes a los que debe de enfrentarse el sector, tras el deterioro de las fortalezas iniciales que presentaba, para afrontar la actual crisis económica. El apartado 9.4 describe las respuestas hasta ahora dadas tanto por el Gobierno, el Banco de España y el propio sector para superar los retos planteados en el apartado anterior. Finalmente, el apartado 9.5 contiene las conclusiones del capítulo.

9.2. La financiación del crecimiento económico

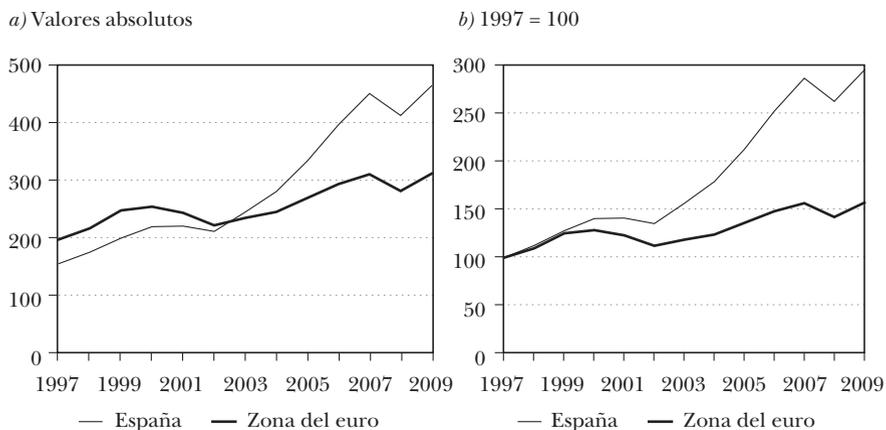
Como ya se ha documentado ampliamente en otros capítulos de esta monografía, la economía española ha experimentado un largo periodo de intenso crecimiento económico que se inició a

mediados de la década de los noventa y que se vio interrumpido en el 2007 por la crisis financiera y por el pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

Además del desarrollo económico, la economía española también ha experimentado un intenso desarrollo financiero que se ha materializado en un fuerte ritmo de crecimiento de la actividad en los diversos mercados financieros, como los de deuda, capitales, bancario, etc. En concreto, como muestra el gráfico 9.1, de 1997 al 2009, España ha experimentado un crecimiento en el tamaño de los mercados financieros, en relación con el PIB, muy por encima de la media europea. Mientras que la zona del euro ha multiplicado por 1,6 el indicador de desarrollo financiero (capitalización financiera total como porcentaje del PIB), España lo ha triplicado, lo que le ha permitido situarse a finales del 2009 en un nivel de capitalización financiera muy por encima del valor de la zona del euro, 469% *versus* 316%.¹

La intensa actividad de los mercados financieros no hace sino reflejar que la economía real y la economía financiera son dos

GRÁFICO 9.1: Desarrollo financiero. Capitalización financiera como porcentaje del PIB, 1997-2009



Nota: Capitalización financiera = deuda privada + capitalización bursátil + crédito al sector privado.

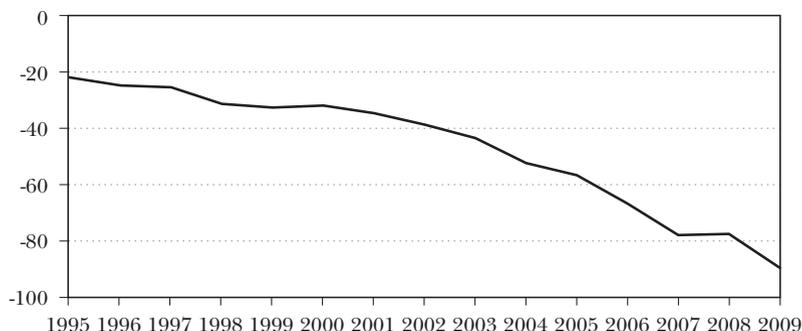
Fuente: Banco Central Europeo (2010a), BIS (2010), Eurostat (2010a, 2010b) y Banco Mundial (2010).

¹ Véase un análisis más detallado en Fundación de Estudios Financieros (2010).

caras de una misma moneda y que el sistema financiero alimenta el crecimiento real aportando los recursos financieros necesarios, materializados en un amplio conjunto de activos financieros.

Como muestra el gráfico 9.2, el mayor ritmo de crecimiento de los pasivos en relación con los activos financieros de la economía española se materializa en una clara necesidad de financiación con fondos aportados principalmente por otros países europeos. Así, si bien en 1995 el ahorro de la economía española era suficiente para financiar la inversión, lo que se ve reflejado en un superávit en la balanza por cuenta corriente, el elevado ritmo de crecimiento de la inversión explica que en el 2007 la necesidad de financiación de la economía española estuviera cercana al 10% del PIB. El déficit en el sector exterior que viene presentando la economía española desde 1998 ha ido aumentando la deuda externa hasta alcanzar a finales del 2009 el 168% del PIB, que supone 1,79 billones de euros, lo que plantea el problema de hacer frente a su vencimiento.

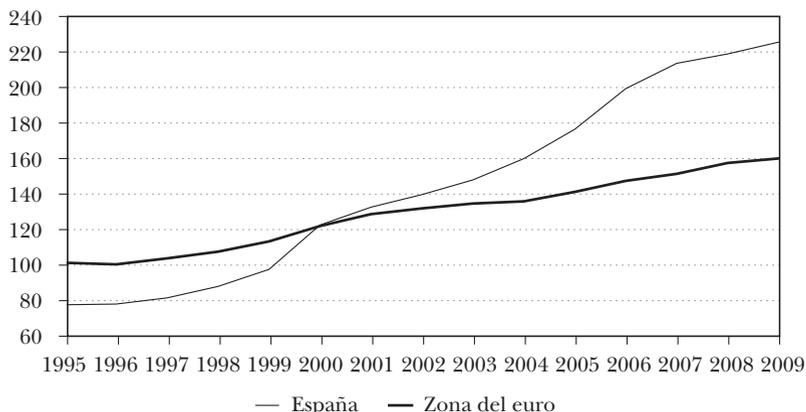
GRÁFICO 9.2: Posición financiera neta de la economía española, 1995-2009
(activos financieros netos como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España (2010b).

Como muestra el gráfico 9.3, ese desequilibrio permanente entre el ahorro y la inversión ha ido incrementando el nivel de endeudamiento del sector privado no financiero hasta alcanzar a finales del 2009 el techo máximo jamás visto del 226% del PIB,

GRÁFICO 9.3: Deuda privada de los sectores no financieros, 1995-2009
(porcentaje del PIB)



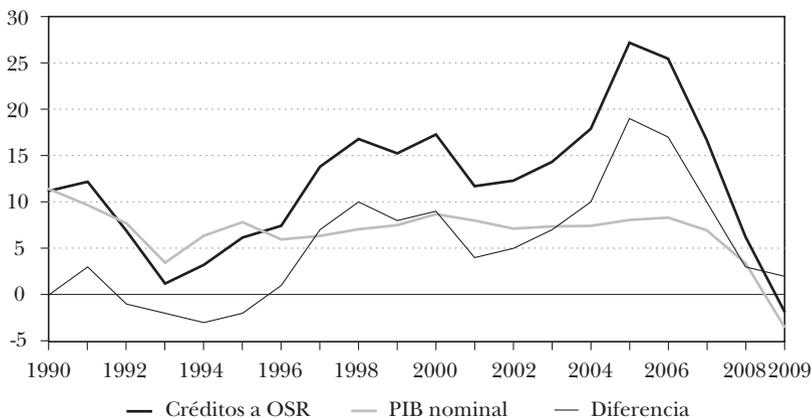
Fuente: Banco de España (2010c) y Eurostat (2010c).

muy por encima de la media de los países de la zona del euro, que es del 160% del PIB.

Una parte muy importante del endeudamiento pasa por la banca que, en su función tradicional de intermediario, capta la financiación necesaria para hacer frente a una elevada tasa de crecimiento del crédito, muy concentrado en el sector de la construcción, el inmobiliario y la compra de viviendas: en diciembre del 2009, el 25% del total de crédito de las instituciones financieras monetarias (IFM) estaba destinado a las compras de las economías domésticas, frente al 15,9% de la zona del euro.

Como muestra claramente el gráfico 9.4, si bien hasta mediados de los noventa el crédito al sector privado crecía a un ritmo muy similar al del PIB, a partir de entonces se abre una brecha en la que el crédito empieza a crecer a tasas muy por encima del PIB, que alcanza un valor máximo de 18 puntos porcentuales en el 2005, y que se sitúa por encima de los 10 en el 2006, justo antes del inicio de la crisis internacional. Por el contrario, en la zona del euro, la tasa de crecimiento del crédito nunca ha superado más de 6 puntos porcentuales la del PIB, frente a los más de 18 en el caso de España. Y como consecuencia de este comportamiento diferencial de España con respecto a los países de la zona del euro, la ratio créditos/PIB de España se sitúa en la actualidad

GRÁFICO 9.4: Tasa de variación interanual del PIB nominal y del crédito a otros sectores residentes (OSR), 1990-2009
(porcentaje)



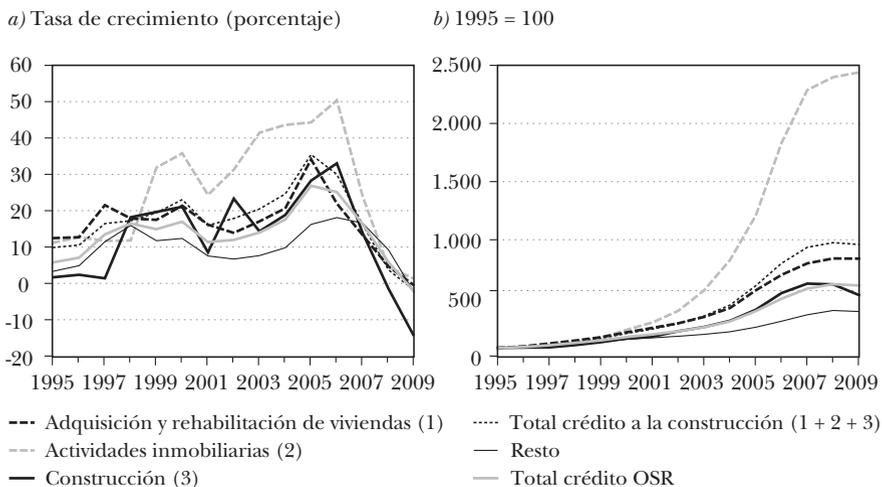
Fuente: Banco de España (2010e) e INE (2010).

(177%) muy por encima de la media europea (120%), cuando en 1997 la situación era justo la contraria: 80% en la zona del euro *versus* 70% en España. Como se analiza con detenimiento posteriormente, es ese crecimiento tan elevado del crédito el que acabará pasando factura en forma de morosidad dos años más tarde.

La intensa expansión del crédito de los últimos años, con una tasa media anual del 16,3%, en el periodo 1995-2007, que alcanzó un nivel máximo del 27,2%, en el 2005, es todavía más elevada en el crédito relacionado con el sector de la construcción, fundamentalmente con la actividad de promoción inmobiliaria. En concreto, de 1995 al 2007, el crédito destinado a la promoción inmobiliaria ha crecido anualmente el 30,5%, ha alcanzado un valor máximo del 50,6% en el 2006 y ha sobrepasado el 40%, del 2003 al 2006 (véase el gráfico 9.5). Si se suma adicionalmente el crédito a la construcción y a la compra de vivienda, el saldo vivo se ha multiplicado por diez, de 1995 al 2009, hasta alcanzar un importe de 1,11 billones de euros a finales del 2009.

Dada la insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión, el sector bancario español tuvo que recurrir a los mercados internacionales para financiar el elevado ritmo de crecimiento del crédito. De esta forma, el nivel de endeudamiento

GRÁFICO 9.5: Evolución del crédito relacionado con la construcción. España, 1995-2009

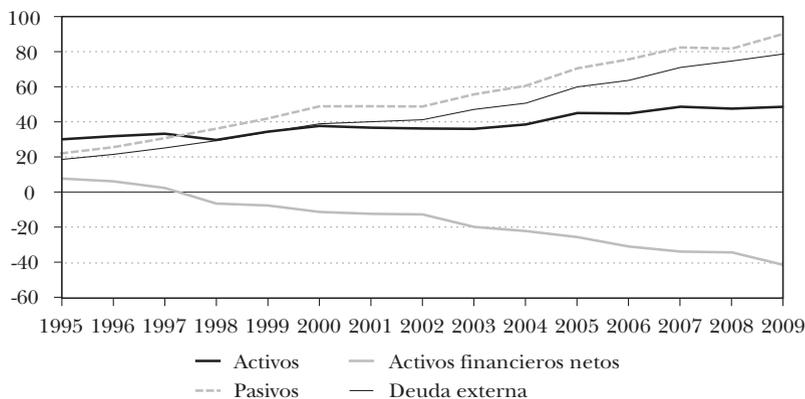


Fuente: Banco de España (2010b).

de la banca española iba en aumento, lo que plantea en la actualidad problemas de refinanciación dada la sequía existente en los mercados mayoristas de la deuda, interbancarios, de titulizaciones, etc.

El aumento en el nivel de endeudamiento de la banca española queda claramente de manifiesto en el gráfico 9.6 que representa la evolución de la posición financiera neta de las IFM españolas frente al resto del mundo, así como su deuda externa, que comprende el total de pasivos financieros frente al resto del mundo, deducidas las acciones y títulos de renta variable. En el gráfico se aprecia que la posición financiera neta frente al exterior pasa de un 7,9% del PIB, en 1995, a un -41,5% del PIB, a finales del 2009, con un valor absoluto en este último año de 436.000 millones de euros. En términos de endeudamiento con el exterior, la ratio aumenta de un 21,8% en 1995 al 63% en el 2009, lo que muestra la importancia que los mercados internacionales han tenido a la hora de financiar el intenso ritmo de crecimiento del crédito bancario. Como se verá con posterioridad, este elevado nivel de apalancamiento supone un serio problema cuando el vencimiento de la deuda emitida en el pasado coincide con un periodo ca-

GRÁFICO 9.6: Posición financiera neta frente al exterior y deuda externa de las IFM españolas, 1995-2009
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España (2010c).

racterizado por un *cierre* en los mercados mayoristas como el que tiene lugar en el 2010.

9.3. Los retos del sector bancario español

Al igual que los problemas que en la actualidad está padeciendo la economía española son consecuencia de «haber vivido por encima de sus posibilidades», las debilidades de la banca española tienen su origen en los excesos cometidos en el pasado. Las raíces del problema están en un creciente endeudamiento de la economía alimentado por el crédito bancario, en la infravaloración de la concentración del riesgo en las actividades relacionadas con el sector inmobiliario, en la expansión acelerada de la red de sucursales, en la abundancia de liquidez en los mercados internacionales y en la existencia de tipos de interés muy reducidos, como consecuencia de las políticas monetarias expansivas aplicadas en los últimos años. Fruto de este comportamiento y en ese entorno, los problemas a los que se enfrenta la banca española son los siguientes.²

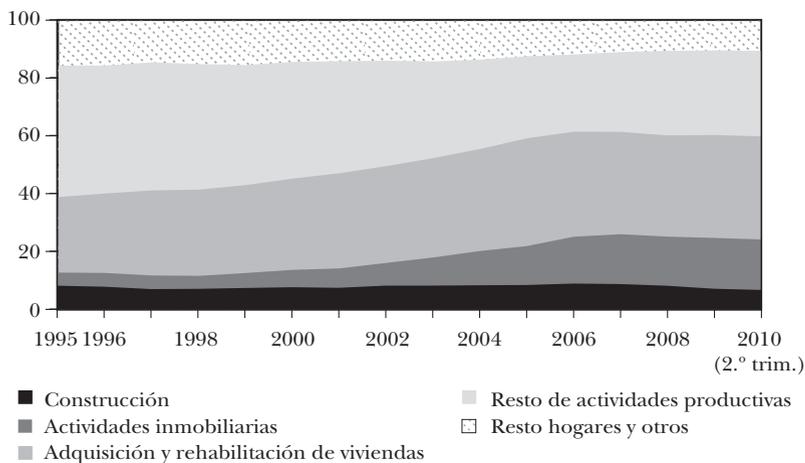
² En Carbó y Maudos (2010) se analizan retos e interrogantes adicionales.

9.3.1. Elevada concentración del riesgo en el mercado inmobiliario

Uno de los problemas más importantes de las entidades de depósito españolas es el elevado peso que tienen en sus balances los créditos concedidos a la actividad que gira en torno al sector inmobiliario, que incluyen el crédito a la construcción, la promoción inmobiliaria y la adquisición de vivienda. Como muestra el gráfico 9.7, en la década y media que transcurre desde 1995 al 2010, el peso del crédito relacionado con las actividades ligadas a la construcción ha aumentado 20 puntos porcentuales en el total del crédito concedido al sector privado residente, hasta alcanzar en junio del 2010 el 60% del total, con un saldo vivo de 1,1 billones de euros. El crecimiento más acelerado se ha producido en el crédito destinado a la promoción inmobiliaria, en el que, por término medio, se ha crecido a una tasa anual del 30,5%, desde 1995 hasta el 2007, con un máximo del 50% en el 2006.

La orientación del negocio bancario hacia las actividades relacionadas con la construcción es mayor en las cajas de ahorros, ya que concentraba en junio del 2010 el 68,7% del total del crédito al

GRÁFICO 9.7: Importancia relativa de la financiación a la vivienda, la construcción y la promoción inmobiliaria de las entidades de crédito españolas, 1995-2.º trimestre 2010
(porcentaje)



Fuente: Banco de España (2010b).

sector privado, frente a un 52,1% en los bancos. La mayor diferencia entre ambos tipos de instituciones se da en el préstamo para la compra de vivienda, que concentra el 41,5% del crédito total de las cajas, frente a un 29,8% en los bancos. En cambio, las diferencias son más reducidas en el crédito destinado a la promoción inmobiliaria, que ha sido de 26,2% en cajas y 21,8% en bancos, y a la construcción, que ha sido de 6,2% en bancos y 7,3% en cajas. En términos de saldo vivo, en junio del 2010, las cajas de ahorros tenían 178.000 millones de euros más que los bancos en créditos relacionados con la construcción.

9.3.2. Aumento en la tasa de morosidad

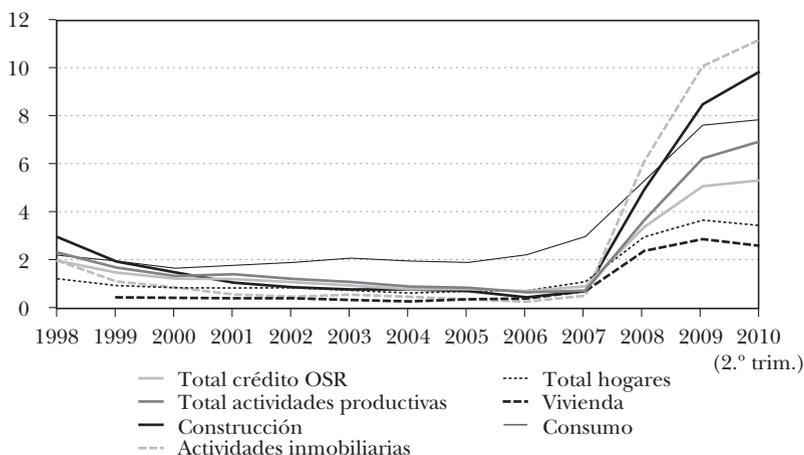
Tras el inicio de la crisis en verano del 2007 y de forma más acusada tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria unos meses más tarde, las tasas de morosidad bancarias experimentaron un crecimiento acelerado, prácticamente ininterrumpido que llega hasta nuestros días. Como muestra el gráfico 9.8, la morosidad del conjunto de entidades de crédito españolas se situaba en el 5,5%, en julio del 2010, y viene creciendo de forma acelerada desde finales del 2007, cuando era solo del 0,92%.

El dato agregado de la morosidad del crédito bancario enmascara importantes diferencias según el destino sectorial del crédito. Como muestra el gráfico 9.8, las tasas más elevadas se sitúan en la promoción inmobiliaria, que era del 11,2% en junio del 2010, y en la construcción (9,9%), siendo también muy elevada en el crédito al consumo (7,8%). En cambio, la morosidad es mucho más reducida en el préstamo destinado a la compra de vivienda (2,6%).

La comparación de la morosidad con la de otros países debe realizarse con cautela dado que su definición no está armonizada a nivel internacional. Además, existe un desfase temporal en la disponibilidad de información que nos impide poder realizar la comparación con el último dato disponible, en el caso del sector bancario español. En concreto, el dato que ofrece el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de estabilidad financiera de abril del 2010 sitúa la morosidad de la banca española en el 5,1% en diciembre del 2009, frente a un valor del 5,4% en los Estados Unidos. En el caso de la banca europea, la información

GRÁFICO 9.8: Evolución reciente de la morosidad del crédito en España, 1998-2.º trimestre 2010

(porcentaje)



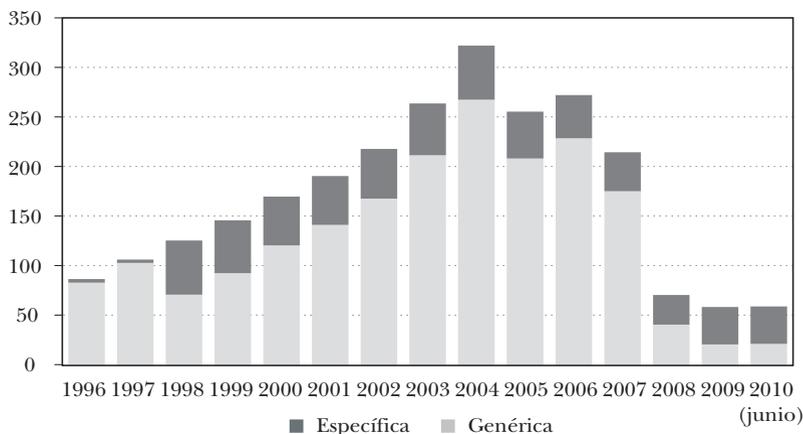
Fuente: Banco de España (2010b).

que ofrece el FMI no permite realizar una comparación dado el distinto momento en el que están fechadas las tasas por países.

El acelerado ritmo de crecimiento de la morosidad ha sido algo más llevadero en España, como consecuencia del colchón de provisiones genéricas del que se partía y también debido a las exigencias del Banco de España en forma de provisiones anticíclicas (v. el gráfico 9.9). No obstante, la caída en la ratio de cobertura ha sido intensa y ha pasado de un máximo del 322%, en el 2004, al 59% en junio del 2010. En comparación con otros sectores bancarios, el nivel de cobertura actual está en línea con el existente en otros países. En concreto, el dato del Banco Central Europeo (BCE) referido a diciembre del 2009, sitúa la cobertura de la morosidad de la banca de la UE-15³ en el 51%, frente a un 58,7% en España y un 58,1% en los Estados Unidos, según estimaciones del FMI.

³ Esta denominación incluye a los países miembros de la Unión Europea a 1 de enero de 1995: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia.

GRÁFICO 9.9: Ratio de cobertura de los créditos morosos.
España, 1996-junio 2010
 (porcentaje)



Fuente: Banco de España (2010b).

9.3.3. Mejora de las condiciones de acceso a la financiación bancaria

Un debate que ha generado polémica desde el inicio de la actual crisis es el papel del crédito bancario como condicionante para salir de la crisis por un supuesto *cierre en el grifo* de la financiación. El interrogante que surge es si la reducida tasa de crecimiento del crédito al sector privado se debe a la ausencia de demanda o, por el contrario, a una restricción de oferta. Para responder a esta pregunta, es de utilidad conocer la opinión tanto de las empresas que demandan la financiación como la de los bancos que la otorgan.

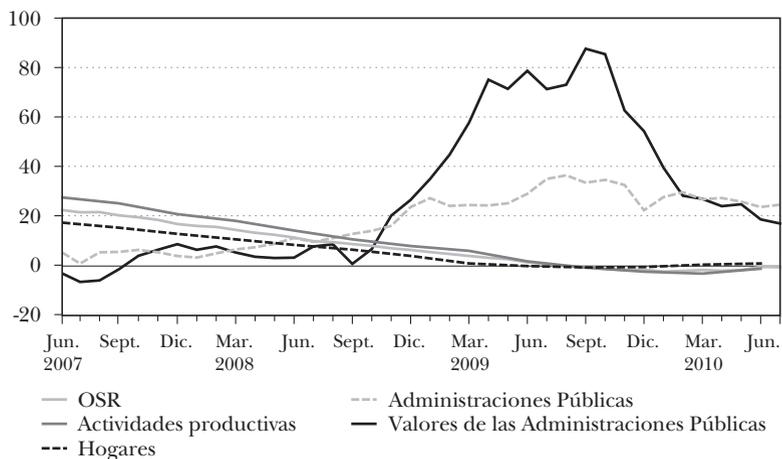
En el primer caso, las encuestas que periódicamente elabora el BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación muestran que el porcentaje de empresas españolas cuyas peticiones de financiación bancaria han sido denegadas en los últimos seis meses se sitúa muy por encima de la media europea. Estos resultados están en línea con las encuestas sobre préstamos bancarios que elabora el Banco de España, que indica que los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a empresas y a hogares se han endurecido con la crisis. Por tanto, es evidente que las condiciones se han endurecido drásticamente por el lado de la oferta.

Por el lado de la demanda, en un contexto macroeconómico caracterizado por tasas de crecimiento negativas del consumo y la inversión, es lógico que la petición de financiación bancaria se resienta. En consecuencia, las tasas de crecimiento negativas del crédito bancario existentes en España, desde finales del 2009, obedecen tanto a factores de oferta, marcada por mayores restricciones crediticias, como de demanda, determinada por una menor demanda de financiación.

Por el lado de la oferta, ante un crecimiento acelerado de la morosidad bancaria, se ha producido un aumento en la aversión al riesgo de las entidades bancarias, lo que se refleja tanto en un aumento de la prima de riesgo, en forma de mayores tipos de interés activos, como de un racionamiento financiero (*credit crunch*). En el primer caso, el aumento de la aversión al riesgo se pone claramente de manifiesto viendo el contraste existente entre las negativas tasas de crecimiento del crédito al sector privado y los elevados ritmos de crecimiento de la financiación que la banca aporta al sector público, tanto a través de la concesión de préstamos como a través de la compra de deuda pública. Como muestra el gráfico 9.10, el crédito a las Administraciones Públicas y, con más intensidad, la compra de deuda pública por parte de la banca, se disparó, desde finales del 2008, y llegó a alcanzar una tasa de crecimiento anual del 87%, en septiembre del 2009, en el caso de la compra de deuda pública y del 36% en el caso de los préstamos a las Administraciones Públicas. Además de la aversión al riesgo, otro factor que explica este intenso crecimiento de la financiación bancaria al sector público es la política de *barra libre* (*full allotment*) del BCE, instrumentada para hacer frente a la crisis y a los problemas de liquidez de la banca europea. La obtención de financiación ilimitada, pero obviamente avalada con activos de garantía, a tipos reducidos, como el 1% desde mayo del 2009, incentiva que los bancos maximicen las demandas de liquidez para su posterior colocación en deuda pública a tipos mucho más altos, ya que puede ser utilizada como colateral a la hora de acudir a las subastas del BCE. En este contexto, y ante la escasa efectividad de las medidas extraordinarias del BCE para reactivar la concesión del crédito, es lógico que en octubre del 2010 se hayan aprobado una serie de modificaciones encaminadas a endu-

GRÁFICO 9.10: Tasa de crecimiento interanual del crédito y de la compra de valores de las entidades de crédito españolas, junio 2007-julio 2010

(porcentaje)



Fuente: Banco de España (2010b).

recer las condiciones para el acceso a la liquidez del prestamista en última instancia.

Dada la importancia del crédito bancario para financiar el crecimiento económico, máxime en una economía como la española en la que predominan las pymes que presentan más limitaciones para acceder a la financiación directa en los mercados, es muy importante que vuelva a fluir el crédito a las empresas. No obstante, como señalan Carbó y Maudos (2010), mientras que los interrogantes a los que se enfrenta en la actualidad la banca española sigan sin resolverse, tales como el aumento de la morosidad, dificultad en el acceso de la financiación, aumento de la solvencia, etc., y el cuadro macroeconómico de la economía española no mejore y, en consecuencia, no haya una demanda solvente, es muy difícil que se recupere el crédito en España.

9.3.4. Restricciones de liquidez en los mercados mayoristas

La creciente necesidad de financiación de la economía española pudo mantenerse gracias a la apelación del sector bancario a los mercados internacionales, lo que permitió financiar un ele-

vado ritmo de crecimiento del crédito bancario. Fue de tal intensidad la expansión crediticia que la ratio depósitos/crédito del sector privado no financiero cayó de un 111% en 1997 al 90% en el 2009, situándose en este último año por debajo de la media de la banca de la zona del euro (93,2%). En paralelo, se produjo un intenso crecimiento en la importancia relativa de la emisión de valores de deuda, renta fija, para obtener financiación, de forma que el peso de la renta fija en el activo total pasó de un 3,6% en 1997, frente a un 15,5% en la zona del euro, a un 12,7% en el 2009, frente a un 15,8% en la zona del euro.

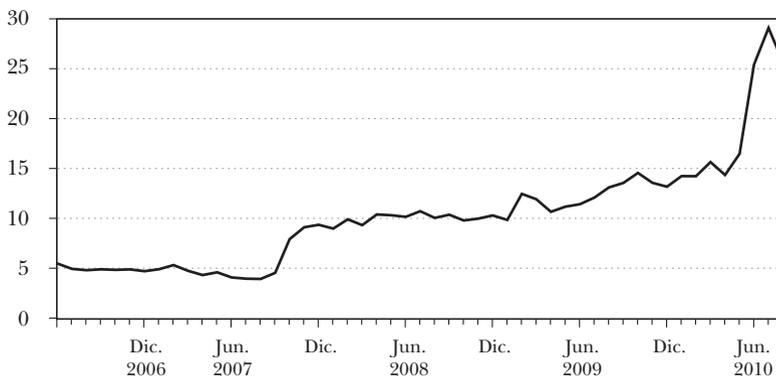
Con la crisis financiera de verano del 2007 y con más intensidad con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, la falta de confianza instaurada en los mercados financieros dio lugar a un cierre del mercado interbancario así como en los mercados de deuda internacionales. Este cierre en la financiación mayorista ha tenido efectos negativos en la banca española, dada la magnitud de su deuda externa y, por tanto, la necesidad de hacer frente a vencimientos de deuda de elevada cuantía. Para paliar las consecuencias de este cierre en la financiación, la banca española ha tenido que centrar sus esfuerzos en aumentar la captación de depósitos, iniciándose en el 2010 una guerra que llega hasta nuestros días. Así, en el momento de redactar estas líneas (noviembre del 2010), un buen número de entidades ofrecían tipos pasivos en torno o por encima del 4%, frente a un 1,4% del Euríbor a 12 meses.

Otro indicador de los problemas de liquidez de la banca española es la creciente apelación a la financiación que concede el BCE en su condición de prestamista de última instancia. Como muestra el gráfico 9.11, el peso de la banca española en la financiación que aporta el Eurosistema ha pasado de un porcentaje del 4%, en agosto del 2007, a un porcentaje superior al 25%, en agosto del 2010, hasta alcanzar un saldo neto superior a los 100.000 millones de euros.

9.3.5. Reducción de los márgenes bancarios

La caída tan acusada en el ritmo de crecimiento de la actividad bancaria, con tasas de crecimiento negativas del crédito desde finales del 2009, y la necesidad de dotar provisiones para hacer

GRÁFICO 9.11: Préstamo del Eurosistema al sector bancario español, junio 2006-agosto 2010
(porcentaje sobre el total del préstamo del Eurosistema)



Fuente: Banco de España (2010b, 2010d).

frente al deterioro de activos se traduce en una brusca caída en el resultado de la actividad y por tanto en los niveles de rentabilidad. De hecho, en el 2009, las entidades de crédito contabilizan un total de 22.245 millones de euros en pérdidas por deterioro de activos financieros, con un incremento del 28,1% respecto al 2008. No obstante, el crecimiento más intenso se produjo en el 2008, con un aumento de las dotaciones del 102,6%. Además, la caída en el tipo de interés del mercado monetario y el encarecimiento en las fuentes de financiación recortan el margen de intermediación, lo que ya de partida condiciona los niveles de rentabilidad.

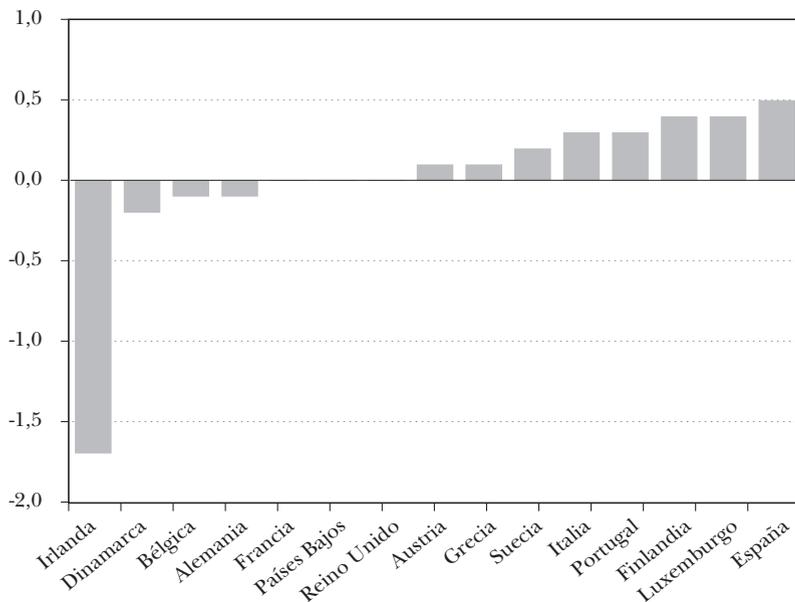
A pesar del impacto de la crisis sobre los niveles de rentabilidad, hasta ahora, la banca española ha disfrutado de niveles más elevados. De hecho, ya en un año de crisis, como el 2008, la rentabilidad sobre activos (*return on assets* [ROA]) de la banca española fue la más elevada dentro de la Unión Europea, con una rentabilidad del 0,68%, frente al 0,10% de la banca de los países de la UE-15. Según información contenida en la *Memoria de la Supervisión Bancaria* del Banco de España (2009), la ROA de las entidades de crédito (grupos consolidados) cayó del 0,72% en el 2008 al 0,54% en el 2009, lo que muestra claramente los efectos de la crisis como consecuencia, sobre todo, de las provisiones para

insolvencias realizadas. En particular, como se ha señalado anteriormente, las pérdidas por deterioro de activos restan el 67% del margen bruto. Y, en el 2009, en el contexto de la UE-15, la banca española encabezaba el *ranking* de rentabilidad sobre activos (v. el gráfico 9.12), frente a tasas negativas o nulas en siete de los quince sectores bancarios de la UE-15.

Respecto a las previsiones para el 2010, se esperaba un nuevo recorte en los niveles de rentabilidad por varios motivos: a) por las negativas tasas de crecimiento del crédito bancario en un contexto de tasa de crecimiento negativa del PIB, que era del -0,4% según el Banco de España; b) por la desaparición del efecto positivo asociado a la caída de tipos, que hizo que, en el 2009, los costes financieros cayeran más deprisa que los ingresos financieros, dada la distinta velocidad de ajuste de los tipos activos y pasivos; c) por el encarecimiento en los depósitos como consecuencia de los extratipos pagados por algunas entidades para obtener liquidez, dados los problemas existentes en los mercados mayoristas

GRÁFICO 9.12: ROA de los sectores bancarios de la UE-15, 2009

(porcentaje)



Fuente: BCE (2010b).

internacionales; y d) por la necesidad de seguir dotando provisiones para hacer frente al aumento esperado de la morosidad y para dar cumplimiento a la reciente modificación de la normativa de provisiones que exige dotar un 10% adicional cuando un inmueble adjudicado permanece más de veinticuatro meses en el balance.

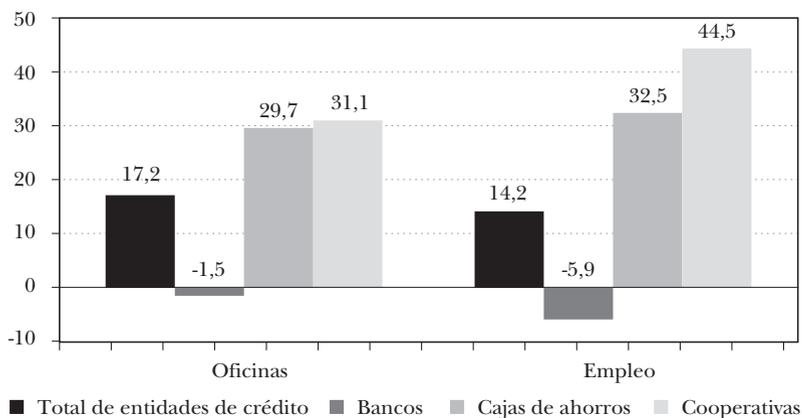
9.3.6. Exceso de capacidad instalada

El intenso ritmo de crecimiento del crédito bancario que tuvo lugar hasta el 2007 permitía financiar con comodidad los mayores gastos de estructura asociados al aumento de la red de oficinas y del empleo. En concreto, del 2002 al 2008, periodo de mayor crecimiento del crédito, las entidades de crédito abrieron en España 7.056 oficinas, lo que supone un aumento del 18%. La mayor apertura de oficinas corresponde a las cajas de ahorros, con un crecimiento de 4.659 sucursales del 2002 al 2008, frente a 1.508 de los bancos y 822 de las cooperativas de crédito. En términos de empleo, en el mismo periodo la plantilla creció un 14,3%, pasando de 243.677 empleados en el 2002 a 278.301 en el 2008. De los 34.600 empleos creados, el 78% (27.041) corresponde a las cajas de ahorros, un 13% (4.526) a las cooperativas de crédito y un 3,1% (1.089) a los bancos. Por tanto, es lógico que sean las cajas de ahorros las que se enfrentan a mayores problemas de exceso de capacidad instalada, siendo uno de los retos que deben afrontar para ganar eficiencia.

No obstante, el proceso de ajuste en la red de oficinas y en el volumen de empleo ya ha empezado, con más intensidad desde la aprobación del FROB y su utilización por parte de los procesos de fusión de un elevado número de cajas de ahorros (v. el gráfico 9.13). Así, de diciembre del 2008 a junio del 2010, fecha en la que había un total de 43.944 sucursales, la red de oficinas en España se ha reducido en 2.121 unidades, de las cuales 1.082 son cajas, 865 bancos y 78 cooperativas de crédito. No obstante, a pesar del tímido ajuste, España sigue estando en las primeras posiciones, en concreto la segunda, en el *ranking* europeo en términos de densidad de red, ya que en el 2009 la distancia con Europa era muy abultada, con 1.034 habitantes por oficina en España, frente

GRÁFICO 9.13: Variación de la red de oficinas y empleo de las entidades de crédito españolas, 2000-2008

(porcentaje)



Fuente: Banco de España (2010b).

a los 1.766 por oficina en la banca de la zona del euro (Unión Monetaria de los 16)⁴ y los 2.131 por oficina en la UE-27.⁵

En el caso del empleo, la plantilla de las entidades de depósito españolas, bancos, cajas y cooperativas de crédito, aumentó un 12% de 1997 al 2008, con un incremento absoluto de 28.700 empleados. En el 2009, en un claro contexto de crisis, el empleo cayó en 7.754 unidades, con una más que previsible caída en el 2010, en el contexto de las fusiones llevadas a cabo en el sector de las cajas de ahorros. Así, en las operaciones con planes de integración aprobados por el Banco de España y con ayudas aprobadas por el FROB, los planes incluyen una reducción de plantillas entre el 11% y el 27% y en el número de sucursales entre el 10% y 30%.

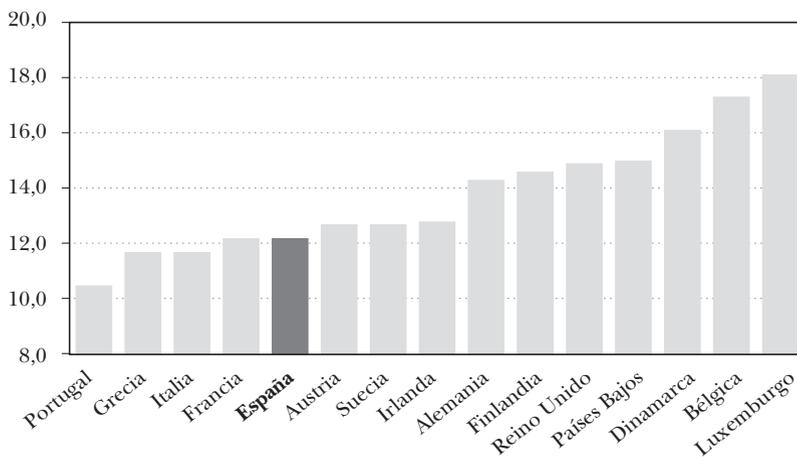
⁴ La Unión Monetaria de los 16, zona del euro a 1 de enero de 2009, comprende los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y Portugal.

⁵ Este grupo representa a todos los países miembros de la Unión Europea a 1 de mayo de 2004: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa y Suecia, junto con los dos últimos entrantes, Rumanía y Bulgaria.

9.3.7. Cambios en la regulación y mayores exigencias de recursos propios

En el contexto internacional, el último dato que ofrece el BCE, en su informe de estabilidad financiera de septiembre del 2010, sitúa la solvencia de la banca española (recursos propios con respecto a los activos ponderados por riesgo), en el 12,2%, lo que sitúa a España como el quinto país de la UE-15 con menor solvencia (v. el gráfico 9.14). No obstante, es importante advertir que son muchos los sectores bancarios a nivel internacional que han recibido inyecciones públicas de capital de gran cuantía, lo que desvirtúa las comparaciones de solvencia entre países.

GRÁFICO 9.14: Ratio de solvencia en los sectores bancarios de la UE-15, 2009
(porcentaje)



Fuente: BCE (2010b).

En un contexto de crisis económico-financiera, en el que el mercado exige más que nunca que las entidades tengan un colchón suficiente de recursos propios para afrontar posibles pérdidas, las entidades de depósito españolas han incrementado su coeficiente de solvencia en el 2009 en 0,9 puntos porcentuales hasta situarse en el 12,2%, como consecuencia, tanto de la reducción de los activos ponderados por riesgo como del incremento de los recursos propios, sobre todo participaciones preferentes y reservas. El aumento de los recursos propios se ha producido

en los de mayor calidad, sobre todo reservas, contrarrestando la caída en los de segunda categoría.

Además de la presión que ejercen los mercados para mejorar la solvencia, la reciente aprobación, en septiembre del 2010, de la propuesta del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Bank of International Settlements [BIS]) que se somete a aprobación en la cumbre del G20 de noviembre del 2010, sobre la nueva regulación del capital, conocida como Basilea III, supone un nuevo elemento de presión sobre el sector bancario. La subida que se propone del coeficiente de solvencia hasta el 10,5%, que responde a un 8% mínimo más un 2,5% adicional de *buffer* de capital conservativo, obliga a las entidades a aumentar su capital, sobre todo el de mayor calidad, ya que la propuesta es incrementar el peso del *core capital* del 2% actual al 4,5%, a lo que hay que añadir el 2,5% adicional de capital conservativo, hasta situar el *core capital* total en el 7% de los activos ponderados por riesgo. El coeficiente Tier 1 pasa del 4% al 6%, y al 8,5% si se suma el capital conservativo y, asimismo, se crea un nuevo colchón de capital contracíclico que se exige por las autoridades nacionales en casos en los que el crecimiento del crédito sea excesivo. Además, la propuesta de Basilea III también incorpora un coeficiente máximo de apalancamiento, fijado inicialmente en el 3% de la ratio Tier 1/activo, lo que acota el tamaño del balance a un máximo de treinta y tres veces los activos Tier 1, así como dos coeficientes de liquidez, uno coyuntural para garantizar la liquidez en un periodo de treinta días y otro estructural.

La duda que se plantea es cuál va a ser el impacto de la nueva regulación del capital sobre el sector bancario español. Quienes pueden tenerlo más difícil son las cajas de ahorros, aunque ya se ha dado un paso muy importante con las nuevas vías de capitalización aprobadas tras la reciente reforma de la LORCA en junio del 2010. Pero el hecho de que una parte importante del sector esté inmerso en procesos de reestructuración conlleva que deben hacer frente, con un elevado tipo de interés, a la devolución de las ayudas del FROB, lo que les resta capacidad de acumular reservas. En cualquier caso, mientras las condiciones macroeconómicas y, en consecuencia, los niveles de rentabilidad bancaria no mejoren en España, difícil lo van a tener las entidades de de-

pósitos españolas para colocar capital en los mercados financieros. Por fortuna, el horizonte de exigencia de Basilea III no es de corto plazo, ya que hay un calendario progresivo de exigencia que comienza en el 2013 hasta ser 100% efectivo en el 2019.⁶

9.4. Las respuestas a la crisis del sector bancario español

La crisis financiera internacional que lleva ya más de tres años afectando en mayor o menor medida a los mercados y sistemas financieros de un buen número de países ha exigido llevar a cabo respuestas globales dado el carácter también global de la crisis. En el caso europeo, el Eurosistema y la Comisión Europea han aprobado un amplio número de iniciativas encaminadas a paliar los efectos de la crisis, máxime tras los acuerdos aprobados en las dos cumbres del G20 que tuvieron lugar en el 2009 con objeto de estimular las economías y mejorar la estabilidad financiera. En el caso del BCE, en el 2009, se pusieron en marcha medidas excepcionales para hacer frente a circunstancias también excepcionales, como el alargamiento en el vencimiento de sus operaciones de financiación, la adjudicación plena en las demandas de liquidez, la llamada *barra libre* de liquidez, la adjudicación de liquidez a tipos fijos y reducidos, exactamente el 1% desde mayo del 2009, y la ampliación de la lista de activos elegibles como colateral, etc. Y por parte de la Comisión Europea, las propuestas del grupo Larosière en materia de supervisión y estabilidad financiera, publicadas en febrero del 2009, han dado lugar a la creación del Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF) y del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), cuyo objetivo final

⁶ En concreto, el aumento de la ratio de *core capital* del 2% actual al 4,5% comenzará en el 2013 con un incremento hasta el 3,5%, para aumentar medio punto porcentual al año hasta el 2015. En el caso del Tier 1, que incluye además del *core capital* otros activos, la ratio aumentará del 4% actual hasta un 6% en el 2015, pero de forma progresiva: un 4,5% en el 2013 y un 5,5% en el 2014. Y en el caso del colchón de capital, en el 2019 la ratio debe ser del 2,5%, si bien el establecimiento de dicho colchón comenzará en el 2016 (0,625%) y aumentará progresivamente. Con todo, en el 2015 el coeficiente mínimo de solvencia permanecerá en el actual 8%, si bien aumentará al 10,5% en el 2019 al incorporar el 2,5% del llamado *capital conservativo*.

es detectar situaciones de riesgo sistémico que contribuyan a la creación de un entorno de estabilidad financiera.

En el caso español, también ha sido necesario implementar una serie de medidas encaminadas a dar respuesta a los retos que plantea la crisis. En concreto, las principales iniciativas aprobadas son las que siguen.

9.4.1. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

En junio del 2009 se aprobó el llamado Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), como instrumento para aportar financiación para la reestructuración del sector bancario en un contexto de crisis económico-financiera caracterizado por una intensa caída en el negocio bancario, un exceso de capacidad instalada, dificultades en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas y aumento en el deterioro de los activos bancarios. Para hacer frente a estos problemas, el FROB apoya financieramente los procesos de reestructuración, vía fusiones o a través del Sistema Institucional de Protección (SIP), como mecanismo para mejorar la eficiencia y la capacidad de obtener beneficios, aumentar la productividad y reforzar la solvencia.

El FROB nace con una dotación inicial de 9.000 millones de euros, aportados el 75% por el Tesoro y el 25% restante por los Fondos de Garantía de Depósitos, y una capacidad máxima de financiación, por diversas vías, de 90.000 millones, por lo que el techo máximo del fondo alcanza los 99.000 millones de euros. En junio del 2010, los recursos disponibles para financiar procesos de reestructuración alcanzó la cifra de 12.000 millones de euros.

Si el FROB está pensado para que pueda ser utilizado por cualquier tipo de entidad, las mayores dificultades de las cajas de ahorros para afrontar los retos de la crisis explica que hayan sido estas entidades las que, hasta la fecha, hayan monopolizado la utilización del FROB. En concreto, la reestructuración de las cajas se está articulando a través de 12 procesos de integración en los que están involucradas 38 de las 45 cajas existentes, que representan el 92% del sector en términos de activos.

9.4.2. La reforma de las cajas de ahorros

En junio del 2010 se aprobó el Real Decreto por el que se modifica la Ley de Órganos Rectores de Cajas de Ahorros (LORCA) y cuyos objetivos fundamentales son tres: facilitar la capitalización del sector, fomentar su democratización y mejorar su profesionalización.

Para la consecución del primer objetivo, las cajas de ahorros pueden emitir cuotas participativas con derechos políticos hasta por el 50% de su capital, lo que permite la entrada de inversores privados. Los derechos políticos se reconocen de manera directamente proporcional a su participación en el patrimonio de la caja, si bien se suprimen los límites a la tenencia de cuotas por un único partícipe y se establecen los principios de libertad de emisión y retribución de dichas cuotas.

Para fomentar la democratización de los órganos de gobierno de las cajas, la nueva ley limita la presencia de representación política, se establece la incompatibilidad de los cargos electos a ser miembros de los órganos de gobierno de las cajas y se impide la participación de representantes de la administración ejecutiva en los órganos de gobierno de las entidades.

Por último, la ley refuerza, en el tema de la democratización, los requisitos de profesionalidad de los órganos de gobierno a través de exigencias especiales de cualificación y experiencia, para al menos la mitad de los miembros del consejo de administración.

Una característica importante de los cambios aprobados es que se deja libertad para que las entidades elijan la vía que consideren más adecuada para mejorar su solvencia mediante la captación de recursos propios. En concreto, se permite que las cajas ejerzan su actividad indirectamente a través de un banco a quien pueden traspasar el patrimonio sujeto a la actividad financiera, o transformarse en una fundación renunciando a su condición de caja.

9.4.3. La publicación de las pruebas de resistencia

En un contexto caracterizado por la penalización a la economía española en los mercados internacionales en forma de elevadas primas de riesgo, y máxime tras el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa con Grecia a la cabeza, el Gobierno español decidió cuando ostentaba la presidencia de la Comisión

Europea solicitar la publicación de las pruebas de resistencia de la banca europea, extendiendo su cobertura en el caso de la banca española al 95% del sector, porcentaje muy por encima de la banca europea, cuyo compromiso fue someter al 50% del sector. En concreto, el Banco de España, en un ejercicio de transparencia, decidió incluir a todas las cajas de ahorros y todos los bancos cotizados y dar información adicional detallada de la situación del sector.

Los resultados publicados en julio del 2010 muestran que en las pruebas de resistencia (*stress tests*), con un descenso acumulado del PIB del 2,6% en el 2010 y el 2011, la inmensa mayoría de las 27 entidades y grupos españoles analizados superan el nivel objetivo de capital acordado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (*Committee of European Banking Supervisors* [CEBS]) fijado en el 6% de capital Tier 1, y confirman, de esa forma, que el sistema bancario español goza de solidez.

A pesar de algunas críticas realizadas a los ejercicios de *stress* realizados, como la reducción prevista en el precio de los activos reales o los recortes en la valoración de la deuda soberana, lo bien cierto es que el ejercicio de transparencia realizado fue muy bien acogido en los mercados financieros, tal y como demuestra la reducción de la prima de riesgo de la deuda pública española en los días siguientes a la publicación de las pruebas. Además, otro efecto positivo de la publicación de los resultados fue la apertura de los mercados mayoristas a los grandes bancos españoles, cosa que no ocurrió con el resto, como constatan las colocaciones de deudas que tuvieron lugar.

9.4.4. Cambios en materia de provisiones

Con objeto de aliviar los efectos que la dotación de provisiones tiene sobre la cuenta de resultados del sector, el Banco de España relajó la normativa de provisiones que venía aplicando, por la cual, para determinados inmuebles, solo había que provisionar la parte del préstamo que superara el 70% del valor del inmueble, y no el 100% del préstamo como antes.

Sin embargo, con posterioridad, en mayo del 2010, el Banco de España sometió a consulta pública la modificación de la Circular Contable 4/2004, sobre normas de información financiera,

con el objetivo de simplificar y clarificar el sistema de provisiones hasta entonces vigente. Tres son las medidas aprobadas.

En primer lugar, en materia de cobertura de préstamos morosos, el nuevo proyecto de Circular unifica los diferentes calendarios de provisiones existentes, según los cuales el 100% de cobertura se alcanzaba entre los 24 y 72 meses, desde la calificación como dudoso, según tipo de préstamo, y garantiza con un solo calendario la cobertura total del riesgo de crédito una vez transcurridos 12 meses. Con ello se recorta sustancialmente el periodo de tiempo para provisionar los préstamos.

En segundo lugar, se reconoce el valor de las garantías inmobiliarias aportadas en la financiación crediticia, lo que supone no tener que dotar una provisión por el 100% del valor del préstamo. Para ello, se aplican una serie de recortes al valor de la garantía en función del tipo de préstamo. En concreto, para las viviendas terminadas que sean la residencia habitual del prestatario el recorte es del 20%; para fincas rústicas, oficinas, locales y naves polivalentes terminadas, del 30%; para el resto de viviendas terminadas, el 40%; y para parcelas, solares y el resto de activos inmobiliarios, el 50%.

Y en tercer lugar, se modifica el tratamiento de las adquisiciones de activos en pago de deudas. En concreto, en el momento inicial de la adquisición se debe reconocer un deterioro mínimo del 10% y se establece que, ya que la antigüedad es, en el balance de los activos recibidos en pago de deudas, un inequívoco indicio de deterioro, su reconocimiento no debe retrasarse y, salvo que las ofertas recibidas indiquen una cantidad superior, no será menor a los siguientes porcentajes: 20% si transcurren más de 12 meses desde la adquisición y 30% si transcurren más de 24 meses.

9.5. Conclusiones

Desde mediados de la década de los noventa, la economía española ha vivido una etapa de intenso crecimiento económico que se vio interrumpida en el 2007 como consecuencia de la crisis financiera internacional y, con más intensidad, en los meses siguientes tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. En paralelo, el sector

bancario español también se benefició de ese cuadro macroeconómico, lo que le permitió duplicar su balance en relación con el PIB hasta representar su activo total el 285% del PIB en el 2009. Además, en los quince años que transcurren desde 1995, la banca española ha experimentado una profunda transformación, como consecuencia de la desregulación del sector, así como de su creciente internacionalización y apertura externa. Acontecimientos tan importantes como la implantación del euro, las medidas adoptadas para avanzar en el grado de integración financiera, como la aprobación en 1999 del Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF), la transposición a la legislación nacional de las directivas bancarias, la entrada en vigor de las nuevas normas de contabilidad financiera y los nuevos acuerdos de Basilea, etc. configuran un nuevo escenario en el que se ha producido un auténtico cambio estructural en las condiciones en las que se desarrolla el negocio bancario.

Como se ha analizado en profundidad en otros capítulos de esta monografía, la crisis financiera internacional, iniciada a mediados del 2007, ha supuesto una ruptura en el patrón de crecimiento, tanto de la economía española en su conjunto como en el sector bancario. La crisis internacional y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria suponen un impacto de tal intensidad que configura un nuevo escenario adverso al que tienen que hacer frente las entidades bancarias españolas.

Si bien el sector bancario español partía de una buena posición de salida para afrontar la crisis financiera internacional, las fortalezas iniciales en forma de elevada solvencia, rentabilidad, eficiencia y provisiones, así como una reducida morosidad, se fueron debilitando rápidamente con la prolongación de la crisis y como consecuencia de la elevada exposición al riesgo en el crédito relacionado con el sector más duramente golpeado por la crisis: el sector inmobiliario.

Como se analiza con detalle en las páginas anteriores, los problemas actuales que presenta una parte del sector bancario español son consecuencia de los desequilibrios acumulados en el pasado. En concreto, el origen de los problemas actuales reside en: a) una abundancia de liquidez en los mercados internacionales en un contexto de reducidos tipos de interés que facilitaba la expansión acelerada del

crédito bancario y el endeudamiento del sector privado de la economía; b) una elevada concentración del riesgo en las actividades relacionadas con la construcción, sobre todo en créditos destinados a la promoción inmobiliaria; y c) la expansión de la red de sucursales bancarias y el empleo del sector, que supone asumir costes fijos que suponen un lastre en épocas de reducción de la actividad bancaria y que se traducen en un exceso de capacidad instalada.

En un contexto macroeconómico adverso, caracterizado por reducidas e incluso negativas tasas de crecimiento del PIB, elevada tasa de paro, abultado déficit público, etc., el sector bancario español tiene que llevar a cabo una profunda reestructuración para poder afrontar los importantes desafíos a los que tiene que hacer frente. En concreto, los retos más importantes son los siguientes: 1) la elevada concentración del riesgo en el *ladrillo*, que alcanza el 60% del crédito al sector privado, cifrado en 1,1 billones de euros; 2) el aumento de la morosidad hasta alcanzar a mediados del 2010 una tasa, sin incluir activos adjudicados, del 5,5% para el total del crédito, y que alcanza más del 10% en el crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria; 3) la necesidad de reorientar el negocio hacia otras actividades no basadas en la construcción con un mayor potencial de generar valor añadido, tan necesarias en el nuevo modelo de crecimiento basado en la economía sostenible; 4) el sector debe hacer frente a cuantiosos vencimientos de deuda en un contexto de dificultad en el acceso a los mercados mayoristas, que ha obligado a los bancos españoles a acudir masivamente a la financiación del Eurosistema y a iniciar una guerra en el pasivo, hasta llegar a ofrecer tipos muy superiores a los del mercado monetario y que van a suponer un serio lastre para la cuenta de resultados de muchas entidades; 5) la reducción de los márgenes que se está produciendo como consecuencia del descenso de la actividad, la competencia en la captación de depósitos, las mayores provisiones para hacer frente a la morosidad, etc.; 6) el impacto negativo de la crisis de la deuda soberana que puede *salpicar* a la banca española, así como la competencia que supone la deuda pública a la hora de captar financiación; 7) el sobredimensionamiento del sector, con un exceso de capacidad instalada en términos de oficinas y empleo; 8) la apertura del caudal del crédito, tan necesario para reactivar

la economía, sobre todo en una economía tan dependiente de la financiación bancaria; aunque las actuales tasas de crecimiento negativas del crédito se explican en gran medida por las también negativas tasas de la inversión y el consumo, la elevada aversión al riesgo del sector y la necesidad de hacer frente a la morosidad, son factores que, por el lado de la oferta, afectan negativamente al crédito; 9) la necesidad de incrementar los recursos propios, tanto porque el mercado lo requiere como por las mayores exigencias que supone la próxima entrada en vigor de los acuerdos de Basilea III; y 10) la necesidad de hacer viable el proceso de reestructuración de las cajas de ahorros recientemente iniciado con las ayudas del FROB, vía fusiones, cuyas ayudas, a un elevado tipo de interés, hay que devolver en un plazo concreto.

A pesar de la importancia de los retos a los que debe enfrentarse el sector bancario español, en términos comparativos con el nivel internacional, hasta la fecha contemplada en este análisis, octubre del 2010, solo dos entidades españolas, Caja Castilla-La Mancha y CajaSur, han tenido que ser intervenidas, a diferencia de lo que ha ocurrido en un buen número de países, donde los Gobiernos han tenido que inyectar importantes sumas con objeto de salvaguardar la solvencia de sus sectores bancarios. El interrogante que se plantea es si las medidas hasta ahora implementadas, tales como el FROB, los avales a la emisión de deuda y el programa de adquisición de activos bancarios, son suficientes o si, por el contrario, va a ser necesario salir al rescate de nuevas entidades, si la salida a la crisis se retrasa más de lo esperado. Obviamente, cuanto más tiempo tarde España en salir de la crisis e iniciar un proceso de crecimiento suficiente para crear empleo, mayor es la probabilidad de que otros bancos presenten problemas de solvencia.

Agradecimientos

El tema tratado en este capítulo se enmarca en los temas analizados en el proyecto de investigación SEJ2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación y en el proyecto PROMETEO/2009/066 de la Generalitat Valenciana.

Bibliografía

- BCE (Banco Central Europeo). *Credit of monetary financial institutions*. Frankfurt, disponible en Internet en: <http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/cross/html/index.en.html> [consulta: septiembre 2010a].
- . *EU banking sector stability*. Frankfurt, 2010b.
- BANCO DE ESPAÑA. «Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros». Madrid, 2004.
- . *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*. Madrid, 2009.
- . *Informe de estabilidad financiera*. Madrid, marzo 2010a.
- . *Boletín Estadístico*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest.html> [consulta: septiembre 2010b].
- . *Cuentas Financieras de la Economía Española*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/ccff.html> [consulta: septiembre 2010c].
- . *Indicadores económicos. Magnitudes financieras*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/indeco.html> [consulta: septiembre 2010d].
- . *Boletín Económico*. Madrid, disponible en Internet en: http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/anoactual/ [consulta: septiembre 2010e].
- BANCO MUNDIAL. *World Development Indicators. Market capitalization of listed companies, 1995-2008*. Base de datos disponible en Internet en: <http://data.worldbank.org/indicator> [consulta: septiembre del 2010].
- BIS (Bank of International Settlements). *Total debt*. Basilea, disponible en Internet en: <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm> [consulta: septiembre del 2010].
- CARBÓ, Santiago, y Joaquín MAUDOS. «Diez interrogantes del sector bancario español». *Cuadernos de Información Económica* 215 (2010): 89-105.
- EUROSTAT (Oficina Estadística de las Comunidades Europeas). *Market capitalisation*. Disponible en Internet en: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/monetary_financial_statistics/data/database [consulta: septiembre 2010a].
- . *National accounts-GDP*. Disponible en Internet en: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/National_accounts_%E2%80%93_GDP [consulta: septiembre 2010b].
- . *Financial Accounts*. Disponible en Internet en: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database [consulta: septiembre 2010c].
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *Global Financial Stability Report*. Washington, octubre 2010.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS. «Observatorio sobre la integración financiera en Europa». En *Reforma de los mercados financieros europeos*, en prensa, 2010.
- INE (Instituto Nacional de Estadística). *Cuentas económicas. PIB*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?L=0&type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp009&file=inebase> [consulta: septiembre 2010].
- MAUDOS, Joaquín, y Juan FERNÁNDEZ DE GUEVARA. *El sector bancario español en el contexto internacional: evolución reciente y retos futuros*. Bilbao: Fundación BBVA, 2008.

10. Claves para la salida de la crisis en España

José Luis Malo de Molina
Banco de España

LA economía española se enfrenta a la crisis más grave desde el Plan de Estabilización de 1959. La crisis mundial del 2009 ha alcanzado en España una dimensión particularmente severa. Su superación reviste especial complejidad y está cargada de importantes retos de política económica, de cuya resolución depende la continuidad del proceso de modernización de la economía y del aumento del bienestar social de las últimas décadas. Asimismo supondrá grandes esfuerzos y sacrificios de los agentes económicos y sociales.

A lo largo del 2010 la preocupación por las implicaciones de la crisis en España fue aumentando, a medida que la lenta y gradual recuperación, en la mejoría de las economías industrializadas, fue desplazando el foco de la atención hacia aquellos países europeos en los que la crisis había dejado una secuela de voluminosos desequilibrios fiscales que amenazaban la sostenibilidad de sus finanzas públicas. El factor desencadenante de este nuevo y grave episodio de inestabilidad financiera, que tuvo su epicentro en Europa y volvió a amenazar la frágil estabilización que se había ido fraguando a nivel mundial, fue la crisis fiscal griega, que obligó a adoptar medidas de rescate sin precedentes, desencadenó un importante proceso de contagio que puso en duda, por primera vez, la capacidad de supervivencia de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en su forma y composición conocidas y que, en todo caso, obligó a replantear y fortalecer la gobernanza económica de la misma.

El contagio afectó con más intensidad a aquellas economías que mostraban mayores vulnerabilidades por la rapidez del deterioro de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios acumulados, entre las que se encontraba la economía

española. La conducta gregaria de los mercados, dominada por expectativas negativas que incorporan un elevado peligro de autorrealización, puede suponer una pérdida de confianza de los inversores internacionales en las economías altamente endeudadas que podría terminar colapsando sus posibilidades de funcionamiento. Sin acceso a los mercados exteriores, el sistema financiero, que es el que canaliza los recursos externos necesarios hacia las empresas y familias, afrontaría un grave problema de liquidez, que con independencia del grado de capitalización existente, podría terminar desembocando en un problema de solvencia. Algo parecido podría llegar a ocurrir con la financiación del Tesoro, pues si este no fuera capaz de hacer frente a sus compromisos de pagos en algún momento del tiempo, la percepción de las restricciones de liquidez podría precipitar los riesgos de solvencia.

Para comprender el alcance de todas las complejidades de la situación planteada y extraer las implicaciones de política económica que permitan afrontar la salida de la crisis y recuperar la confianza de los inversores internacionales, es imprescindible partir de un diagnóstico riguroso sobre la naturaleza y el alcance de la crisis en España. Este es el principal propósito de este capítulo, con el fin de fundamentar las acciones de política necesarias para superar la encrucijada dramática a la que ha conducido la crisis en España.

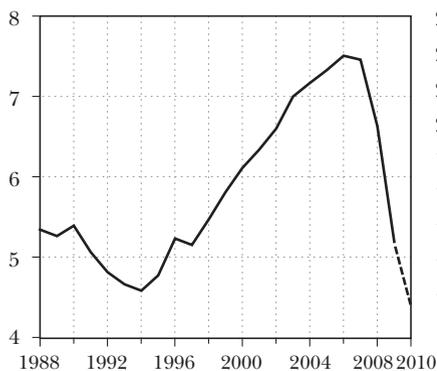
Una idea central para entender la crisis en España es su carácter dual. Tiene una doble dimensión, porque la crisis internacional vino a unirse a un componente interno, derivado de la necesidad de absorber y corregir los desequilibrios que se habían acumulado durante la larga etapa de expansión previa, en la que las fuertes presiones de demanda interna, alimentadas por el descenso de los tipos de interés, el rápido crecimiento del crédito y la revalorización de los activos inmobiliarios, habían superado con mucho la capacidad de reacción de la oferta, a pesar del margen que suministró el aumento de los recursos laborales, como consecuencia de los flujos de inmigración y la mayor participación de la mujer en el mercado de trabajo.

La prolongación de un persistente exceso de demanda derivó en un conjunto de desequilibrios que exigían corrección y agotaban las posibilidades de mantener el patrón y el ritmo de creci-

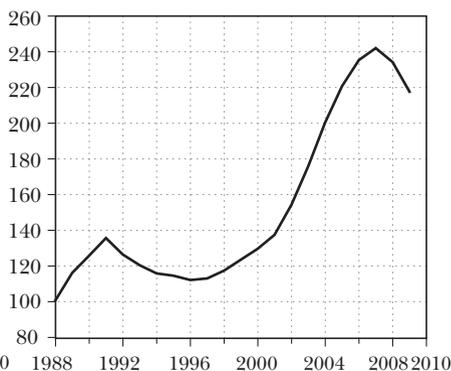
miento que se habían seguido hasta entonces. La dimensión más patente de dichos desequilibrios la constituían los excesos que se registraron en el sector inmobiliario, donde se manifestaron con más virulencia las consecuencias de las holgadas condiciones monetarias y financieras, dada la sensibilidad de la demanda de viviendas a las mismas, y hacia donde se habían canalizado los aumentos de oferta de trabajo suministrado por el auge de la inmigración. Para describir la magnitud de los excesos cometidos basta con referirse al rápido aumento de la inversión en vivienda y al fuerte incremento de precios. Como puede verse en el gráfico 10.1, el peso de la inversión residencial en vivienda casi llegó a duplicarse entre 1994 y el 2007 y lo mismo ocurrió con los precios de las mismas en términos reales, en el mismo periodo de tiempo. En numerosos estudios sobre el sector, se ha puesto de manifiesto la existencia de algunos factores fundamentales que explican tanto el aumento de la inversión inmobiliaria como la revalorización de estos activos, pero la intensidad que reflejan las variables representadas en dicho gráfico son claramente ilustrativas de los excesos alcanzados en un mercado, en el que la oferta responde con notable retraso a las pulsiones de la demanda y en el que las elevaciones de precios generan expectativas de ganancias de capital que realimentan el empuje de la demanda. En el otoño del

GRÁFICO 10.1: Excesos del sector inmobiliario. España, 1988-2010

a) Inversión en vivienda/PIB real
(porcentaje)



b) Precio de la vivienda en términos reales
(índice 1988 = 100)

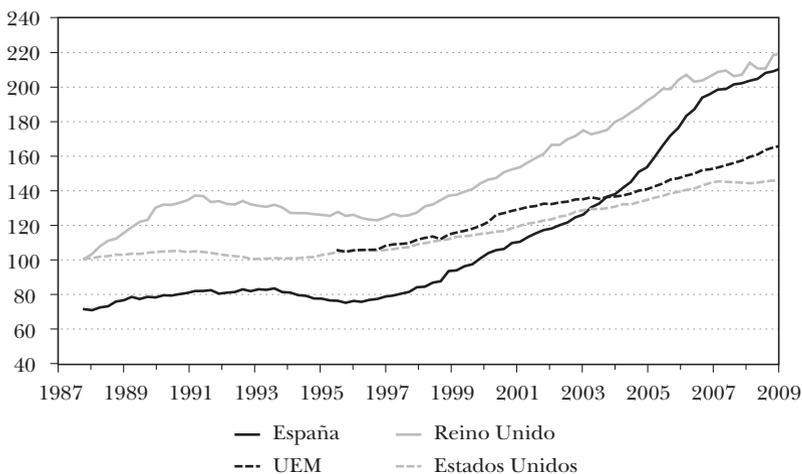


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE 2010) y Ministerio de Fomento (varios años).

año 2003 ya eran patentes los riesgos de una corrección abrupta, si no se moderaban las tendencias que se venían observando, como advirtió el Banco de España y recogieron algunos organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI). A pesar de ello el *boom* se mantuvo por otros cuatro años más superando en duración e intensidad experiencias anteriores de excesos inmobiliarios en España.

El ímpetu de la expansión inmobiliaria se asentó en una abundante financiación de las actividades de promoción y de la adquisición de viviendas por parte de las familias, que aumentó el segundo de los graves desequilibrios acumulados por la economía española: el rápido endeudamiento del sector privado y su correlato de un sobredimensionamiento del sistema financiero doméstico, basado en una elevada captación de recursos externos a través de los mercados mayoristas internacionales. En el gráfico 10.2 puede observarse cómo la ratio de endeudamiento del sector privado no financiero, en porcentaje del producto interior bruto (PIB), pasó en muy pocos años de registros muy inferiores

GRÁFICO 10.2: Endeudamiento del sector privado no financiero.
España, Estados Unidos, Reino Unido y UEM,
marzo de 1987-diciembre del 2009
 (porcentaje del PIB)

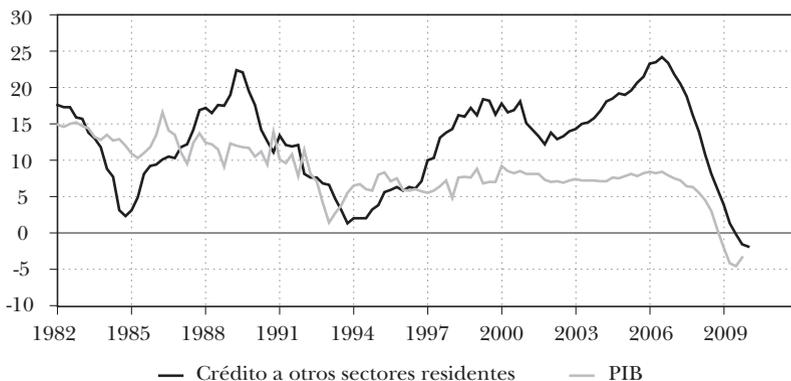


Fuente: Banco de España (2010b), BCE (2010a), Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), Eurostat (2010) y Office for National Statistics (2010).

a los de la media de la UEM y de los Estados Unidos, a superarlos ampliamente hasta aproximarse a los niveles del Reino Unido, que se encuentra entre las economías del mundo con un sector privado más fuertemente endeudado. En la economía española se había producido un cambio permanente en las condiciones de financiación, como consecuencia del acceso a un régimen de estabilidad macroeconómica, y una mejora en las perspectivas de renta que elevaban el nivel óptimo de endeudamiento, por lo que al menos una parte de ese proceso respondía, de nuevo, a la existencia de unos fundamentos adecuados. Pero la intensidad del proceso contenía evidentes elementos de insostenibilidad, como venía advirtiendo el Banco de España. En algún año, el crecimiento del crédito al sector privado llegó a triplicar el ritmo de expansión del PIB nominal. Lo mismo cabía decir de las tasas de crecimiento de la financiación a los promotores inmobiliarios cuando llegaban a superar el 50%.

Durante los periodos de auge es normal que el crédito crezca a un ritmo superior al del PIB nominal, pero esta pauta procíclica se exacerbó durante la expansión, hasta el punto de que el incremento del crédito llegó a triplicar el aumento de las rentas, medidas a través del PIB en términos nominales, lo que constituía un síntoma inequívoco de recalentamiento. El gráfico 10.3

GRÁFICO 10.3: Expansión crediticia. Tasas interanuales nominales. España, 1982-2009
(porcentaje)



Fuente: Banco de España (2010a) e INE (2010).

refleja con claridad la anormalidad de un proceso de expansión crediticia que se intensificaba a pesar de los indicios cada vez más contundentes de su insostenibilidad. A todo ello, sin duda, contribuyó la relajación financiera internacional que prevaleció durante los años del espejismo de la llamada Gran Moderación y que condujo a una infravaloración generalizada del riesgo que, en vez de ayudar a corregir los desequilibrios a nivel mundial, contribuyó a agudizarlos. En un clima de predominio de tipos de interés muy reducidos, la búsqueda de rentabilidad de un sistema financiero global en expansión encaminaba los recursos hacia donde eran más demandados, sin prestar mucha atención a la insostenibilidad de las pautas de gasto que financiaban. En España, la gran masa de recursos internacionales que las instituciones financieras atraían e intermediaban estaba destinada a financiar la expansión del sector inmobiliario. La parte del *stock* de crédito concedido por las entidades financieras españolas y dedicada a la inversión inmobiliaria llegó a alcanzar los dos tercios del total (Estrada, Jimeno y Malo de Molina 2009).

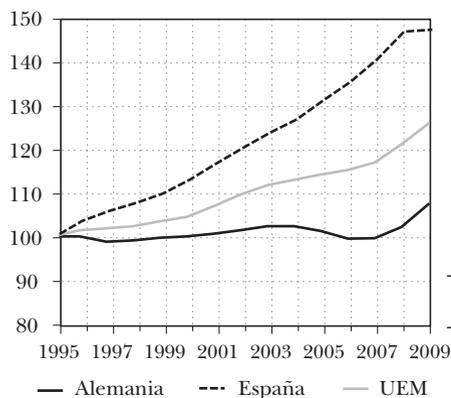
La tercera dimensión de los desequilibrios generados por las excesivas presiones de demanda fue el desalineamiento continuado de precios y costes relativos, que suponía un encarecimiento de la producción doméstica de bienes y servicios, y desplazaba la satisfacción de la demanda de gasto hacia la generación de valor añadido en otros países, a través de una creciente filtración del gasto hacia importaciones. Como siempre ocurre, cuando una economía está recalentada, el elevado dinamismo económico, aunque no sea sostenible, enmascara los problemas de competitividad que se van larvando y permanecen latentes. Las advertencias sobre los riesgos que implicaba el constante aumento de la brecha de los indicadores de precios o costes laborales unitarios, en relación con los países competidores en nuestros mercados, eran frecuentemente acalladas por los defensores de visiones complacientes y optimistas, con los argumentos de una supuesta mejora de calidad de nuestra producción o de los avances en la eficiencia que subyacían al proceso de convergencia real, que podían justificar diferenciales de costes y precios no perjudiciales, como consecuencia de las mayores ganancias de productividad en el sector de bienes comerciales, en conformidad con la hipótesis de Belassa-Samuelson.

La realidad era, sin embargo, muy distinta. Sin negar los muchos progresos realizados por la economía española en materia de eficiencia y flexibilidad, la fuerte expansión del gasto había contribuido a mantener ocultas las distorsiones del mercado de trabajo, que restaban flexibilidad salarial y desincentivaban la productividad, y a sostener márgenes empresariales excesivos en sectores no suficientemente eficientes. A nivel agregado, durante los años de la expansión, el avance de la economía española en el terreno de la productividad fue limitado, ampliando su desfase en relación con las economías más dinámicas. En estas circunstancias, parece difícilmente negable que los diferenciales de precios y costes que se fueron acumulando (véase el gráfico 10.4) contuviesen, cuando menos, el germen de un deterioro de competitividad, en su sentido más amplio, aunque la cuota de las exportaciones españolas en el mercado mundial mostrase un comportamiento razonablemente satisfactorio.

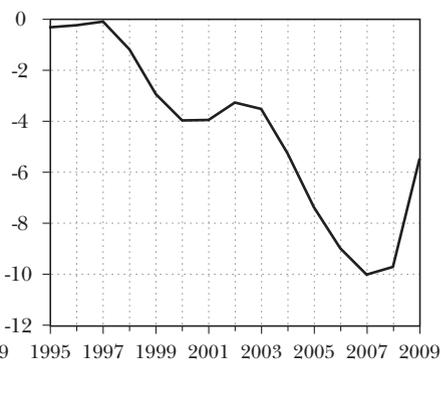
El aumento del déficit de la balanza de pagos durante el período de expansión, que llegó a alcanzar casi el 10% del PIB, constituyó el reflejo más patente de los desequilibrios interiores que se iban acumulando por los excesos de gasto en el sector inmobilia-

GRÁFICO 10.4: Competitividad y déficit exterior.
Alemania, España y UEM, 1995-2009

a) Costes laborales unitarios
(índice 1995 = 100)



b) Déficit por cuenta corriente.
España (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España (2010a), Eurostat (2010) e INE (2010).

rio, por el aumento del endeudamiento del sector privado y por las pérdidas de competitividad latentes. La pertenencia a la UEM evitaba que el desequilibrio exterior actuase como una restricción que estrangulara el crecimiento, como sin duda hubiese ocurrido si los mercados no hubiesen contado con la tranquilidad de la denominación de las deudas españolas en la moneda fuerte común, pero ello no quería decir, como algunos erróneamente interpretaron, que los déficits exteriores dentro de una unión monetaria no importasen. Por el contrario, como defendió el Banco de España, el déficit exterior era la manifestación de desequilibrios internos no sostenibles y uno de los riesgos de la pertenencia a la UEM consistía precisamente en que la abundancia de financiación disponible, ofrecida por unos mercados no discriminantes, pudiera dejar avanzar excesivamente la magnitud de los mismos, si la política económica no contrapesaba la exuberancia del gasto interior y la tendencia al aumento de costes y precios. De poco consuelo servía pensar que el exceso de gasto se destinaba sobre todo a la inversión residencial, si lo que se estaba produciendo era un exceso de producción y valoración inmobiliaria que costaría años corregir y absorber.

La acumulación de déficits exteriores comportaba además una tendencia al aumento de los pasivos netos exteriores de la economía española, contrapartida inevitable del endeudamiento creciente de los sectores residentes, que incorporaba un elemento de vulnerabilidad potencial en caso de deterioro de la confianza de los mercados financieros, pues implicaba la acuciante necesidad de ser capaces de atender su renovación al ritmo al que se fueran presentando los vencimientos.

Es evidente que una visión de los años de la expansión en términos únicamente de los desequilibrios es parcial y sesgada. No cabe la menor duda sobre los avances que se produjeron en numerosas áreas durante esos años, pero ese no es el tema de este análisis. La visión sintética de los desequilibrios que aquí se ha trazado es imprescindible para comprender la naturaleza del componente interno de la crisis en España y la peculiar complejidad y gravedad que la misma ha adquirido.

El cambio de fase cíclica de la economía española había comenzado con anterioridad al inicio de las turbulencias financie-

ras del verano del 2007 que habían de marcar el inicio de la crisis internacional más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Los desequilibrios acumulados habían ido erosionando la capacidad de mantenimiento del gasto, dados los excedentes que se iban acumulando en el sector inmobiliario y los altos niveles de endeudamiento de empresas y familias. La desaceleración del gasto abría la senda necesaria para el ajuste de los desequilibrios que habría supuesto, en todo caso, una etapa de menor dinamismo económico, una disminución de los niveles de endeudamiento, una corrección de la sobrevaloración de los activos inmobiliarios y una disminución del déficit exterior. Se trataba de un proceso complicado, con la dificultad añadida de tener que afrontar, por primera vez, las exigencias de un ajuste dentro de las restricciones específicas de la pertenencia a la UEM que requerían la realización de una desinflación competitiva interna, como alternativa a mecanismos tradicionales de ajuste, mediante la depreciación cambiaria. Incluso en condiciones normales, existía el peligro de que la falta de flexibilidad en la financiación de costes y precios desplazase desproporcionadamente el peso de la corrección hacia el ajuste del empleo y del nivel de actividad. También existía el peligro de que una importante recesión desviase a la economía española hacia una prolongada senda de bajo crecimiento.

Las condiciones del ajuste se tornaron insospechadamente adversas. El dinamismo de la demanda externa, que se esperaba que actuase como paliativo de los efectos contractivos del ajuste interno, desapareció de manera precipitada y se vio sustituido por una grave perturbación global de proporción y alcances desconocidos en la historia económica reciente. Fue tal la intensidad del choque exterior que adquirió un carácter dominante y obscureció el componente interno, que, no obstante, había de seguir actuando como un determinante fundamental de las vulnerabilidades específicas de la economía española.

Para analizar la interacción entre el desarrollo de la crisis internacional con el ajuste de la economía española, que se había tornado inevitablemente abrupto, al tener que realizarse en medio de las condiciones externas más extremas, resulta clarificador dividir el desarrollo de la crisis en tres fases diferenciadas que, a efectos meramente expositivos, se pueden denominar como la

crisis financiera internacional, la crisis macroeconómica española y la crisis fiscal europea. La simplificación de esta denominación de los periodos solo pretende servir de guía para ordenar los complejos desarrollos que han tenido lugar durante la larga crisis.

10.1. El impacto de la crisis financiera internacional

Como es bien sabido, el detonante de la crisis financiera internacional fue el aumento de la morosidad de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos, aunque las causas de fondo se concentraban en factores más profundos, como la infravaloración generalizada de riesgos, los fallos regulatorios o las políticas macroeconómicas relajadas que se habían tolerado durante los años de la Gran Moderación. El proceso desencadenado generó importantes pérdidas en las entidades más afectadas, y el desconocimiento sobre el grado de exposición de segmentos importantes del sistema financiero mundial desató un clima general de desconfianza que llevó a un bloqueo de los mercados mayoristas. Las entidades financieras españolas se vieron muy poco afectadas por el impacto directo de esta primera oleada de la crisis, que transcurrió por canales eminentemente financieros, pero que se trasladó a la economía real en forma de la más grave recesión global, desde el final de la Segunda Guerra Mundial. La resistencia de las entidades españolas se debió a un modelo de negocio centrado en la banca minorista, a la orientación interna de su política de préstamos, a la prudencia del marco regulatorio que impedía la utilización de vehículos especiales con finalidades de mero arbitraje y a los colchones de seguridad que se habían acumulado en el sistema de provisiones dinámicas, introducidas al inicio de la expansión crediticia.

No obstante, el cambio de expectativas y de las condiciones financieras vino a agudizar el ajuste del gasto que la economía española había iniciado, como consecuencia de su propia moderación cíclica. La magnitud alcanzada por la crisis internacional impulsó un giro pronunciado, desde una situación de expectativas exageradamente optimistas, sobre el crecimiento futuro de las rentas, pasando por la infravaloración de los riesgos y la abun-

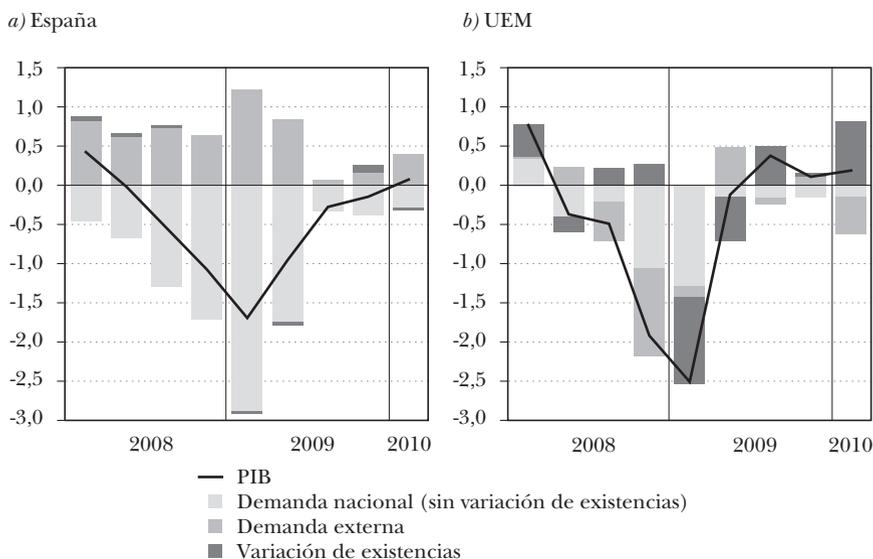
dancia de recursos financieros a bajo precio, a otra situación que comportaba una simultánea revisión a la baja de las expectativas de crecimiento y al alza de las primas de riesgo, a la vez que se contraía con brusquedad la disponibilidad del crédito y se encarecía su coste. De esta manera, lo que había empezado siendo un ajuste gradual se convirtió en una contracción abrupta del gasto interior, con el agravante añadido de un entorno internacional que privaba a la economía española del factor de compensación, que en circunstancias normales se podría haber esperado que desempeñase la demanda externa como amortiguador de los efectos del ajuste sobre la actividad y el empleo. La relativa solidez con la que el sistema financiero español encajó las secuelas de la primera oleada de la crisis financiera internacional no exoneró a la economía española de los impulsos contractivos globales, sino que por el contrario el impacto de estos impulsos, cuando se encontraba inmersa en un complejo proceso de corrección de los abultados desequilibrios acumulados, la condujo a una recesión de grandes proporciones, que había de tener consecuencias de alcance extraordinario en todos los ámbitos.

10.2. La Gran Recesión en España

Como consecuencia de la suma de los factores internos y externos, la Gran Recesión, aunque llegó a España algo más tarde, alcanzó mayor profundidad en términos de la contracción del gasto y resultó más prolongada. Cuando se compara la recesión española con lo ocurrido en otros países desarrollados, los más afectados por esta crisis, no destaca por la mayor intensidad de la caída del producto, pero sí por la mayor reducción del gasto interno, cuyos efectos sobre la actividad se vieron amortiguados por la contribución positiva que ejerció la demanda exterior neta, como resultado, sobre todo, de la drástica disminución de las importaciones (v. el gráfico 10.5).

Este rasgo negativo diferencial, ilustrativo de los elementos específicos de la crisis española, se vio agravado en sus efectos macroeconómicos por la emergencia de un conjunto de distorsiones estructurales que habían permanecido ocultas tras los espejismos

GRÁFICO 10.5: La Recesión en España y en la UEM.
Tasas de crecimiento intertrimestral, 2008-2010
 (porcentaje)



Fuente: Eurostat (2010) e INE (2010).

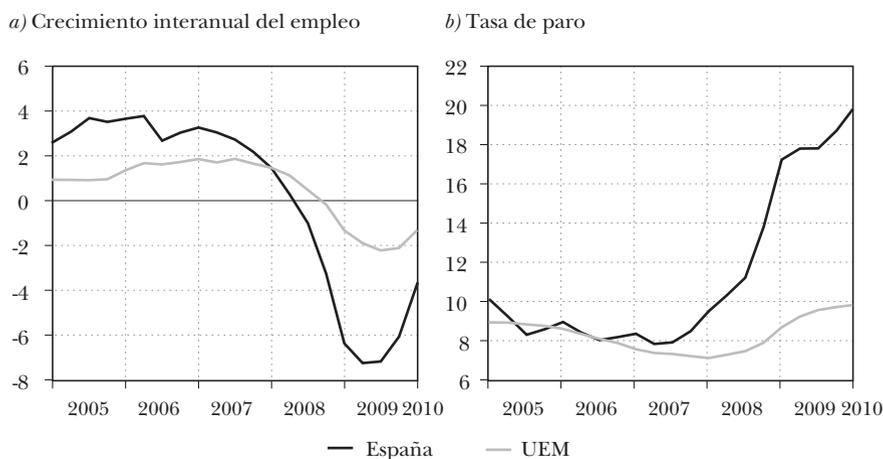
generados por la prolongada bonanza. Como siempre ocurre en este tipo de situaciones, los excesos del momento fueron confundidos por muchos como mejoras genuinas de la eficiencia y la capacidad potencial de la economía, y dicha confusión imposibilitaba cualquier atisbo de preocupación preventiva que pretendiera enderezar hipotéticas distorsiones cuyos efectos no se percibían todavía.

Las distorsiones estructurales latentes más graves para el buen funcionamiento de la economía dentro de la UEM fueron las que permanecieron enmascaradas en el mercado de trabajo, al albur de una intensa creación de empleo que se asentaba en la reorientación, entre los excesos del sector inmobiliario y la entrada masiva de inmigrantes. El marco institucional vigente en el mercado de trabajo facilitó la absorción del aumento de la oferta laboral suministrada por la inmigración, mediante contratos temporales en la construcción y en la industria productora de sus *inputs*, jugando así un papel activo en la exacerbación de los exce-

tos inmobiliarios. Las distorsiones afectaron, no obstante, a toda la economía, pues la expansión se vio acompañada por un aumento desmesurado de los contratos temporales y se caracterizó por un bajo crecimiento de la productividad en todos los sectores.

La contundencia de los efectos contractivos de la crisis desnudó de manera brutal la ineficiencia en el funcionamiento del mercado de trabajo español. La destrucción de empleo alcanzó una velocidad desconocida, incluso en España, y superó en mucho la registrada en otros países industrializados. Como puede verse en el gráfico 10.6, el empleo en España pasó de crecer a tasas superiores al 2% en el 2007 a caer a ritmos del 7% en el 2009, mientras que en la media del área solo cayó un 2%. La posición relativa es mucho peor cuando se compara con el comportamiento de países con mercados de trabajo muy flexibles como el Reino Unido, o que realizaron reformas laborales, como Alemania, donde el ajuste del empleo fue muy moderado. La tasa de paro superó el doble de la ya existente en España y alcanzó por tercera vez en la historia reciente registros superiores al 20%, que suponían una cifra de más de cuatro millones y medio de parados. A su vez, el ajuste mediante la disminución del número de horas trabajadas fue muy inferior al realizado en otros países y la inercia de los

GRÁFICO 10.6: Comportamiento del mercado de trabajo. España y UEM, 2005-2010
(porcentaje)



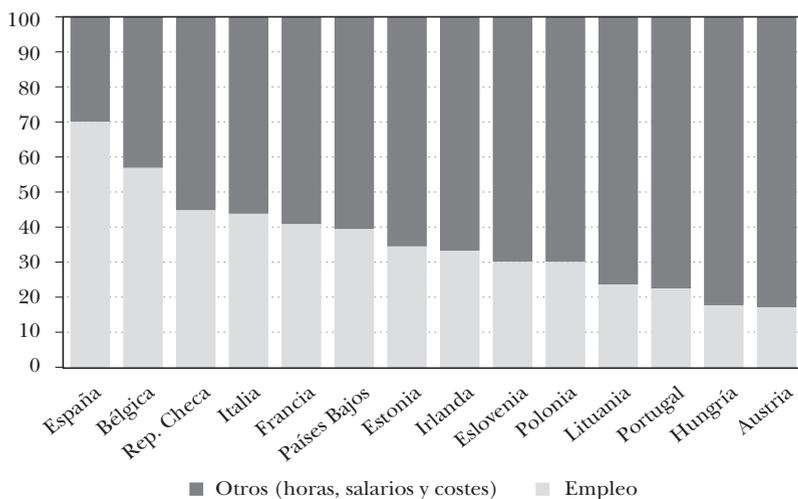
Fuente: Eurostat (2010) e INE (2010).

salarios se mantuvo durante la Recesión, hasta el punto de que la remuneración media para el conjunto de la economía creció en el 2009 cerca del 4%, cuando el empleo estaba cayendo un 7% y la economía se contraía un 3,6%.

Este comportamiento fue la resultante de la interacción de cuatro rasgos institucionales específicos: un sistema de negociación colectiva con escasa capacidad de adaptación a las diferentes condiciones de las empresas, un elevado grado de indicación explícita de los salarios, un injusto sistema dual de contratación con fuertes diferencias de protección entre los trabajadores fijos y temporales y un marco de intermediación entre ofertas y demandas laborales relativamente ineficiente. Todo ello configuraba un régimen de funcionamiento macroeconómico que desplazaba el peso de los ajustes de la economía hacia las variaciones en el nivel de empleo, radicalizando las oscilaciones cíclicas e incrementando sus costes sociales y económicos (v. el gráfico 10.7).

Un régimen de ajuste macroeconómico de estas características tiende a agravar las presiones contractivas y deflacionistas, si se pertenece a una unión monetaria que excluye la posibilidad de

GRÁFICO 10.7: El ajuste se desplaza hacia el empleo. Mecanismos de ajuste de las empresas en respuesta a perturbaciones de demanda (porcentaje)



Fuente: BCE (2010b).

recurrir a las modificaciones del tipo de cambio. Cuando se producen pérdidas de competitividad, como consecuencia de continuados excesos de demanda, el ajuste debería realizarse mediante la adaptación de los costes relativos; pero si esto no es posible por la rigidez de los salarios, la única vía que queda es la reducción de empleo y el cierre de empresas, con el elevado coste que ello implica en términos de destrucción de capital humano y productivo. Lo ocurrido durante la crisis en el mercado de trabajo español refleja no solo que el marco institucional es muy ineficiente, desde el punto de vista macroeconómico, y tiende a fomentar un patrón de crecimiento de baja productividad, sino que además es inconsistente con una participación armoniosa y fructífera en un régimen de estabilidad macroeconómica como la UEM.

La intensidad de la contracción del gasto interno y el deterioro del mercado de trabajo tuvieron efectos importantes sobre el sistema financiero y las finanzas públicas, que vendrían a condicionar de manera decisiva el desarrollo de la tercera y más peligrosa fase de la crisis, caracterizada por la interacción de la reestructuración bancaria y la emergencia de graves tensiones en los mercados de deuda soberana en la zona del euro.

10.3. La reestructuración del sistema bancario y la crisis fiscal

Ya se ha explicado cómo el sistema financiero español afrontó, desde una posición de fortaleza, las perturbaciones que zanjaron a la mayoría de los sistemas financieros de los países industrializados y, sobre todo, a los más influyentes, como los de los Estados Unidos y el Reino Unido. Sin embargo, la magnitud y el alcance de la recesión habrían de ejercer presiones considerables sobre el sistema bancario español, como consecuencia del drástico ajuste inmobiliario, el aumento del desempleo, el deterioro del resultado de las empresas y el empeoramiento de las expectativas de renta de las familias. Todo ello se tradujo en un deterioro de la cartera de préstamos y en un aumento de la morosidad, que las entidades pudieron afrontar desde una posición inicialmente favorable, porque partían de una elevada rentabilidad y

contaban con importantes colchones de seguridad acumulados durante los años de expansión, gracias a las innovaciones regulatorias que se introdujeron con el establecimiento de las llamadas *provisiones anticíclicas* o *dinámicas*, que tanto reconocimiento han cosechado a la hora de diseñar la respuesta reguladora a los retos planteados por la crisis. No obstante, con la Recesión los colchones fueron agotándose, los márgenes bancarios se fueron comprimiendo, dada la mayor carestía de la financiación mayorista, y la rentabilidad fue descendiendo, por lo que empezaron a emerger elementos de fragilidad en el segmento de instituciones que habían incurrido en mayores riesgos durante la etapa de rápido crecimiento del crédito y de excesiva inversión inmobiliaria. Con ello emergía en España una crisis financiera propia que, si bien no tenía la extensión alcanzada en otros países, puesto que se circunscribía a un conjunto acotado de entidades, presentaba una dimensión indudablemente sistémica por su influencia sobre la reputación del sistema en su conjunto.

Se hacía necesario, por tanto, adoptar una estrategia de reestructuración ordenada del sistema bancario español que redimensionase su tamaño, después del excesivo crecimiento que había experimentado durante la etapa expansiva y sanease los balances de las instituciones más dañadas. La estrategia de reestructuración que adoptaron las autoridades combinaba la articulación de ayudas para la recapitalización o el salvamento de entidades con la exigencia de planes de viabilidad, a cuya aprobación por el supervisor había de quedar condicionado cualquier soporte con fondos públicos. Para ello se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), dotado con una capacidad de obtención de recursos muy potente, que permitía absorber holgadamente cualquier necesidad que se pudiera plantear. Con ello se podían abordar procesos de reestructuración voluntarios que facilitasen, mediante fusiones, reducciones de capacidad y coste y mejoras de eficiencia, pudiendo obtener a cambio inyecciones de fondos que permitiesen reforzar la capitalización. A la vez, aquellas entidades que estando en situación de debilidad no fuesen capaces de articular una solución viable, pasarían a ser reestructuradas por nuevos administradores nombrados por el FROB.

El impulso ejercido por el FROB ha dado lugar a una profunda transformación del sector de cajas de ahorros, que ha afectado al 90% de las previamente existentes, mediante fusiones o a través de la incorporación a los Sistemas Institucionales de Protección (SIP), en los que las entidades participantes constituyen una entidad central común, una entidad de crédito con estatuto de banco, a la que se concede capacidad para definir los aspectos centrales de la gestión, por lo que puede considerarse como equivalente a una fusión. El proceso supondrá una reducción estimada del número de sucursales entre el 20% y el 25%, y un recorte de plantillas en torno al 15%. Las ayudas concedidas para la recapitalización serían inferiores al 2% del PIB. La finalización del proceso coincidió con el agravamiento de la crisis fiscal en Europa, por lo que se hizo necesario, como luego se verá, acelerar su tramo final y clarificar la situación mediante un innovador ejercicio de transparencia.

La mayor complejidad de esta fase de la crisis se alcanza, sin embargo, cuando el deterioro fiscal de algunos países de la zona del euro se materializa en una crisis de deuda soberana desencadenada por la incapacidad del Estado griego de hacer frente a la renovación de los importantes vencimientos a los que daba lugar la voluminosa deuda pública, después de que, además, se hubiera conocido que las autoridades de ese país, no solo habían incumplido todas las reglas de disciplina fiscal, sino que también habían falseado de forma reiterada la información que suministraban sobre el estado de sus finanzas públicas. Un acontecimiento de tanta envergadura alertó a los mercados sobre los desequilibrios fiscales que se habían acumulado y sobre sus posibles implicaciones sobre los sistemas financieros nacionales de la zona del euro, particularmente aquellos que habían experimentado un aumento más abultado de sus déficits públicos, entre los que se encontraba España.

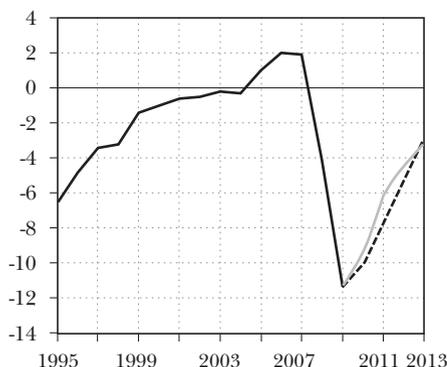
El punto de partida de las finanzas públicas era muy sólido con anterioridad a la crisis. En el 2007 existía un superávit presupuestario del orden del 2% del PIB y el peso de la deuda pública en el PIB se encontraba en el 35%, muy por debajo de los límites establecidos en los tratados europeos y de la media del área. Pero el aumento fue muy rápido. En dos años se pasó a un déficit del 11,2% del PIB y la ratio de la deuda aumentó en cerca de 20

puntos, entrando en una peligrosa dinámica que amenazaba su sostenibilidad (v. el gráfico 10.8).

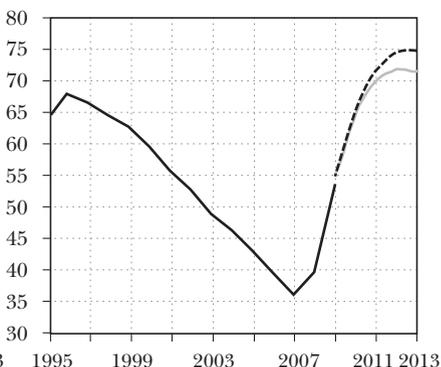
GRÁFICO 10.8: Deterioro de las finanzas públicas en España, 1995-2013

(porcentaje del PIB)

a) Déficit público



b) Deuda pública



— Observado
 --- Objetivos en Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2009-2013
 — Objetivos corregidos

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (2009, 2010).

El pronunciado deterioro de la situación fiscal en España durante la crisis tuvo tres componentes. El primero de ellos, el derivado del juego de los propios estabilizadores automáticos que tienden a reducir ingresos y a aumentar los gastos en las fases contractivas del ciclo. La importancia de este componente fue limitada y explica menos de la cuarta parte del aumento del déficit registrado. En segundo lugar, la adopción de medidas discrecionales de carácter expansivo, orientadas a contrarrestar los impulsos contractivos de la demanda privada también contribuyó a aumentar el déficit. Según cálculos de las agencias internacionales, la economía española se encuentra entre aquellas que recurrieron en mayor medida al uso de este recurso de política económica. Con todo, tampoco este factor es capaz de explicar suficientemente la magnitud del deterioro sufrido. El tercero y más importante de los componentes fue el derrumbe de la recaudación tributaria que aparece como un rasgo generalizado de los

procesos de ajuste severo del gasto privado y que en la economía española se vio agudizado por la intensidad con la que el sector inmobiliario estaba contribuyendo al crecimiento de los ingresos fiscales. Por ello, el aumento del déficit público tenía una naturaleza eminentemente estructural que no solo no desaparecería con el inicio de la recuperación, sino que podría llegar a convertirse en un obstáculo para la misma.

En los Presupuestos Generales del Estado para el año 2010, el Gobierno ya había asumido la tarea de enderezar las finanzas públicas con la introducción de medidas correctoras del crecimiento del gasto público y con incrementos impositivos, el más importante de ellos la subida de dos puntos en el impuesto sobre el valor añadido (IVA). El programa de estabilidad remitido a Bruselas contemplaba, además, recortes de gasto de 50.000 millones de euros en el horizonte temporal del 2013, con el fin de alcanzar entonces la meta de situar el déficit por debajo del 3% del PIB, en línea con los requisitos establecidos para dar cumplimiento a las provisiones del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento de la Unión Europea.

La fragilidad implícita en la situación creada se agravó con el cambio radical de percepción que se produjo en los mercados financieros como consecuencia del estallido de la crisis fiscal griega y su actuación como factor desencadenante de un episodio de crisis de deuda soberana con epicentro en Europa.

El incumplimiento sistemático y abultado de los compromisos fiscales del Gobierno de Grecia, combinado con una ocultación reiterada de la información suministrada a las autoridades estadísticas europeas, suscitó la aparición de una crisis de liquidez con grave riesgo de insolvencia en un Estado miembro de la UEM. Algo que no estaba previsto en el funcionamiento institucional del área y que suscitó la desconfianza de los inversores y analistas sobre la capacidad de las autoridades griegas y europeas para resolver la situación. De hecho, la carencia de mecanismos institucionales adecuados para afrontar el tipo de riesgo que se generaba para el área, retrasó mucho la articulación de los mecanismos de emergencia necesarios, lo que contribuyó a agravar la tensión en los mercados y a aumentar la escala del problema.

La solución arbitrada ofrecía un suministro de apoyo financiero suficientemente potente por parte de los socios de la UEM

y del FMI, que permitía a Grecia satisfacer sus necesidades de financiación sin tener que recurrir a los mercados y a un coste accesible aunque no concesional, condicionado a la adopción de un plan de ajuste riguroso, acordado con el FMI y la Comisión Europea, con el asesoramiento del Banco Central Europeo (BCE), que introducía una profunda rectificación de la política económica, con el fin de corregir el déficit público y estabilizar sus finanzas e introducir las reformas estructurales necesarias que hicieran posible la reanudación del crecimiento en un entorno de estabilidad.

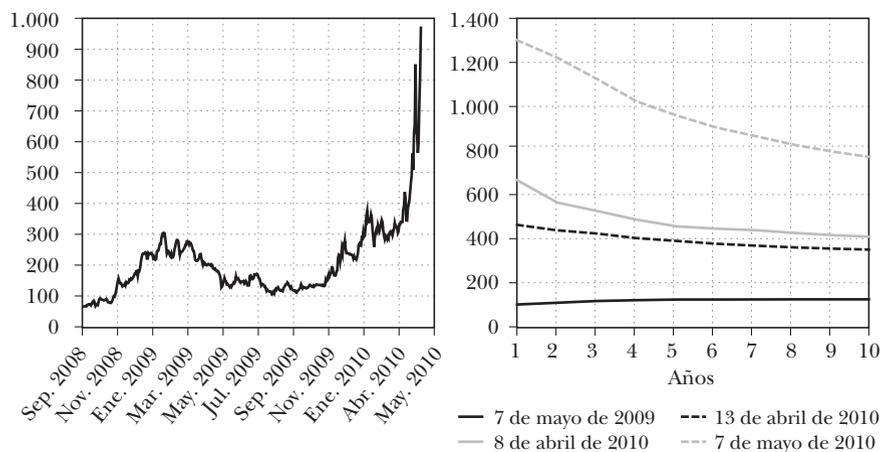
Esta actuación no evitó el deterioro de la cotización de la deuda pública griega en el mercado secundario, de manera que los diferenciales continuaron aumentando (v. el gráfico 10.9) en medio de rumores y valoraciones muy negativas sobre la inviabilidad de una reestructuración de sus compromisos de pago. En el panel *b* del gráfico 10.9 se puede observar cómo la pendiente de la curva de rendimiento se fue haciendo cada vez más negativa, reflejando la creciente probabilidad que asignaban los mercados

GRÁFICO 10.9: La crisis fiscal y de credibilidad en Grecia

(puntos básicos)

a) Diferencial de la deuda pública a diez años frente a Alemania, septiembre del 2008-mayo del 2010

b) Estructura temporal de *credit default swaps* (CDS) soberanos



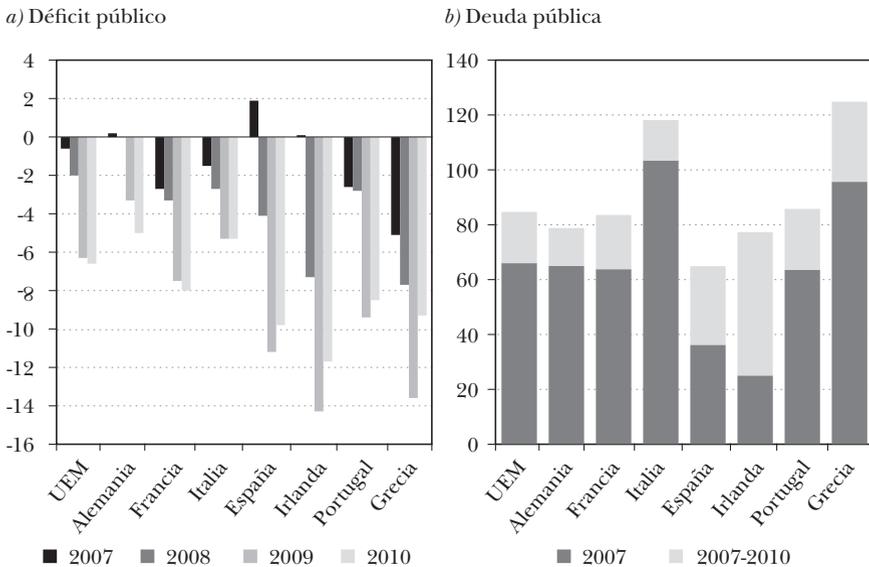
Fuente: Thomson Reuters (2010).

a que se produjera un suceso de crédito en los horizontes temporales cortos.

Un acontecimiento de esta magnitud, en un contexto en el que habían sido numerosos los países que habían incurrido en un acusado deterioro fiscal, desencadenó un proceso de contagio, acentuado por la conducta gregaria que muestran los mercados financieros en situaciones de elevada tensión. En el gráfico 10.10 se puede observar cómo Irlanda, Portugal y España se encuentran entre los países potencialmente vulnerables, por el aumento reciente de sus déficits, a pesar de que el nivel de endeudamiento público no era comparable al de Grecia o al de Italia.

El contagio no se limitó a la deuda soberana de los países más vulnerables, sino que se transmitió también, a través del sistema financiero, por la exposición de numerosas instituciones financieras europeas a los activos emitidos por dichos países durante sus fases de expansión. El aumento de las tensiones llegó a bloquear los mercados de bonos europeos el día 7 de mayo del 2010, recrudeció las necesidades de liquidez y representó un peligro para la

GRÁFICO 10.10: Deterioro fiscal. Comparación entre países de la UEM, 2007-2010
(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea (2010).

precaria estabilidad financiera mundial, todavía convaleciente de la gran crisis financiera del 2008 y 2009.

La gravedad de la situación, que afectaba a la propia integridad de la zona del euro, obligó a la adopción de medidas de emergencia sin precedentes, por su naturaleza y alcance, al nivel de las autoridades europeas, del BCE y de los Gobiernos nacionales. El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Ecofin) puso en marcha, siguiendo la orientación fijada por los jefes de Estado y del Gobierno del Eurogrupo, un mecanismo de estabilidad que asegurase el rescate, condicionado a la adopción de medidas de ajuste, de los países que pudieran verse arrastrados por la extensión de la crisis soberana. El mecanismo de estabilidad fue dotado con 60.000 millones de euros a cargo del presupuesto de la Unión. Además se creó un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera con capacidad para captar 440.000 millones de euros con la garantía de los Estados miembros de la zona del euro, excluida Grecia. Por último, se contaba también con la posibilidad de movilizar el apoyo financiero del FMI por otros 250.000 millones de euros adicionales.

El BCE, por su parte, introdujo, con carácter transitorio, un programa de compra de valores que suponía su intervención en los mercados de deuda pública y privada con el fin de normalizar el funcionamiento de estos mercados, cuyas distorsiones obstaculizaban la correcta transmisión de la política monetaria. Paralelamente se retrocedió en algunos de los pasos que ya se habían dado para retirar las medidas excepcionales que se habían adoptado durante la crisis financiera. En concreto, se volvió, en la subasta de liquidez a tres meses, a la fórmula del tipo fijo sin límites de cantidades y se reintrodujo una subasta de inyección de liquidez a seis meses. También se reactivaron, en coordinación con otros bancos centrales, las líneas de provisión de liquidez de dólares a corto plazo.

La eficacia de estas medidas de emergencia descansaba, en todo caso, en la capacidad que tuvieran los Gobiernos de los países más afectados de ganarse la confianza de los mercados mediante la adopción de medidas ambiciosas y enérgicas que demostrasen su firme voluntad de retomar el control y asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y de adoptar las reformas

que favoreciesen el crecimiento y la creación de empleo. Todos los países de la zona del euro hubieron de reforzar sus medidas de austeridad y sus programas de reformas, aunque Irlanda, Portugal, España e Italia eran los más apremiados.

Todos estos acontecimientos indujeron un giro pronunciado en la valoración que hacía el Gobierno español de la situación económica y una reorientación de la política económica española hacia el objetivo primordial y prioritario de restablecer la confianza en la economía española, que se había convertido en un ingrediente indispensable del crecimiento, de la creación de empleo, de la estabilidad financiera y de la propia consolidación fiscal. Para ganar la confianza se hacía necesario que agentes, analistas y mercados recibiesen con nitidez la decisión y ambición en la adopción de las medidas necesarias para afrontar los problemas de la economía española, que se encontraban identificados en cuatro frentes principales.

En primer lugar, era necesario salir al paso de las dudas que se cernían sobre el impacto que la crisis estaba teniendo sobre el sistema financiero español, especialmente sobre las cajas de ahorros que se habían visto involucradas en mayor medida en los excesos del sector inmobiliario. A finales de junio, el Banco de España aprobó cuatro procesos de integración de cajas de ahorros que prácticamente conducían al proceso de reestructuración ordenada que se había puesto en marcha. Como resultado del mismo se habían realizado 12 operaciones de integración en las que habían participado 38 de las 45 cajas existentes, mientras que otra se encontraba intervenida al haber fracasado la proyectada fusión. Siete de esas operaciones contaron con ayudas del FROB por valor de 10.189 millones de euros. Los procesos de reestructuración exigidos por los planes de viabilidad aprobados por el Banco de España suponen reducciones de sucursales de entre el 10% y el 30% y de plantillas entre el 11% y el 27%. Para clarificar la situación, el Banco de España anunció su intención de publicar los resultados de las pruebas de resistencia de todos los bancos y cajas españoles. Esa iniciativa unilateral desencadenó un proceso que llevó a la realización de un ejercicio europeo de transparencia con la publicación de pruebas armonizadas y homogéneas para al menos el 50% de todos los sistemas financieros nacionales de Europa.

En segundo lugar, resultaba imprescindible acelerar y reforzar el programa de consolidación fiscal. El Gobierno anunció una reducción del déficit público al 6% en el 2011 y al 3% en el 2013, mediante recortes de gasto, que incluían la reducción de los salarios en el sector público en un 5% de media y la reversión de algunas de las medidas de gasto social, con el objetivo de disminuir el componente estructural del déficit.

Para reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, el tercer frente de actuación era la reforma de las pensiones. En este frente el Gobierno ha enviado al Parlamento, en el marco del Pacto de Toledo, la propuesta de incrementar la edad de jubilación de 65 a 67 años.

Por último, las distorsiones emergidas en el funcionamiento del mercado de trabajo hacían inaplazable una reforma que afrontase la falta de adecuación de la negociación colectiva y de la formación de salarios a las condiciones de las empresas y que permitiese superar la dañina dualidad existente mediante la mejora de los estímulos a la contratación indefinida. La propuesta del Gobierno sigue la estela de intentos anteriores, para abordar el problema mediante cambios parciales y graduales, y no mediante una reforma global, aunque abre vías para el ajuste de condiciones laborales, para preservar el empleo y facilitar la creación de puestos de trabajo.

Es en estas cuatro áreas de reforma donde España se juega la posibilidad de recobrar la confianza en su economía y de superar los enormes riesgos que se han acumulado en la compleja salida de la crisis. Son la clave para evitar quedar atrapados en una senda de crecimiento débil y poco generador de empleo que amenazaría la estabilidad del sistema financiero.

En encrucijadas difíciles, como los momentos actuales, en los que se requieran esfuerzos por parte de todos los agentes y sectores sociales, es importante recordar que la capacidad de reacción y de reforma fue la que permitió en el pasado superar con éxito situaciones similares y avanzar en la modernización y el bienestar, como España lo había hecho antes de la crisis.

Bibliografía

- BANCO DE ESPAÑA. *Boletín estadístico*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest.html> [consulta: diciembre de 2010a].
- . *Cuentas financieras de la economía española*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/ccff.html> [consulta: diciembre del 2010b].
- BCE (Banco Central Europeo). *Euro area accounts*. Frankfurt, disponible en Internet en: <http://www.ecb.int/stats/acc/html/index.en.html> [consulta: diciembre del 2010a].
- . *Wage Dynamics Network (WDN)*. Frankfurt, 2010b. Disponible en Internet en: http://www.ecb.int/home/html/researcher_wdn.en.html.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Federal Reserve Statistical Release. Flow of Funds Accounts of United States*. Washington, disponible en Internet en: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/> [consulta: diciembre del 2010].
- COMISIÓN EUROPEA. *Annual macro-economic database (AMECO Database)*. Bruselas, disponible en Internet en: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm [consulta: diciembre del 2010].
- ESTRADA, Ángel, Juan Francisco JIMENO y José Luis MALO DE MOLINA. «La economía española en la UEM: los diez primeros años». Documento Ocasional n.º 0901, Madrid: Banco de España, 2009. Disponible en Internet en: <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/09/Fich/do0901.pdf>.
- EUROSTAT. *Statistics*. Luxemburgo, disponible en Internet en: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes> [consulta: diciembre del 2010].
- INE (Instituto Nacional de Estadística). *Contabilidad nacional trimestral de España*. Madrid, disponible en Internet en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp009&file=inebase&L=0> [consulta: diciembre del 2010].
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA. *Actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013*. Madrid, 2009.
- . *Bases de Datos*. Madrid: Dirección General de Análisis Macroeconómico y Economía Internacional, disponibles en Internet en: <http://serviciosweb.meh.es/apps/dgpe/BDSICE/Busquedas/busquedas.aspx> [consulta: diciembre del 2010].
- MINISTERIO DE FOMENTO. *Estadísticas y Publicaciones. Vivienda y actuaciones urbanas. Precios de la vivienda*. Madrid, varios años. Disponible en Internet, datos desde 2005 en: http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/ESTADISTICAS_Y_PUBLICACIONES/INFORMACION_ESTADISTICA/Vivienda/Estadisticas/default.htm; y desde 1994 en: http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/ESTADISTICAS_Y_PUBLICACIONES/INFORMACION_ESTADISTICA/EstadisticaSintesis/Anuario/default.htm; años anteriores recolectados periódicamente y no disponibles en Internet en la actualidad [consulta: diciembre del 2010].
- OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS. *United Kingdom Economic Accounts*. Newport, disponible en Internet en: <http://www.statistics.gov.uk/statbase/TSDtimezone.asp> [consulta: diciembre del 2010].
- THOMSON REUTERS. *Datastream*. Proveedor de datos interactivo, disponible en Internet en: http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/a-z/datastream/ [consulta: diciembre del 2010].

Índice de cuadros

CUADRO 1.1:	Ratio precio/ingreso y rentabilidad en 1929 de las principales compañías cotizadas en Wall Street	54
CUADRO 1.2:	El <i>New Deal</i> , 1933-1939: leyes y agencias	72
CUADRO 2.1:	Niveles relativos de PIB por habitante, 1929	82
CUADRO 2.2:	Aproximación a la productividad agrícola en Europa, 1935 ..	84
CUADRO 2.3:	PIB relativo por habitante, 1929-2008	85
CUADRO 2.4:	Productividad del trabajo y de la tierra, 1930	88
CUADRO 2.5:	Distribución regional del PIB por habitante, 1930 y 2009	90
CUADRO 2.6:	Evolución del comercio exterior de España, 1926-1935	94
CUADRO 2.7:	La economía española, 1929-1935	96
CUADRO 2.8:	Tipo de cambio de la peseta	97
CUADRO 5.1:	Tasas de desempleo en las principales economías	189
CUADRO 5.2:	Indicadores relevantes de las finanzas públicas en las principales zonas económicas	214
CUADRO 6.1:	Tasa de variación de las exportaciones	241
CUADRO 6.2:	Planes de impulso fiscal anunciados en una selección de países, 2008-2009	250
CUADRO 7.1:	Las verdaderas fuentes de la volatilidad en países con ingresos bajos. Varianza del PIB per cápita	261

Índice de esquemas

ESQUEMA 7.1: Una muerte anunciada. La caja de convertibilidad de Argentina, 1990-2000	263
ESQUEMA 7.2: Otra muerte anunciada. La actual crisis financiera en Estados Unidos	264

Índice de gráficos

GRÁFICO 1.1:	La evolución del índice Dow Jones en Wall Street. Crac bursátil durante la Gran Depresión	49
GRÁFICO 1.2:	Tipos de interés en los Estados Unidos, 1926-1931	55
GRÁFICO 1.3:	Evolución de las cotizaciones bursátiles (índice Dow Jones) y de los dividendos de las principales compañías cotizadas en Wall Street	56
GRÁFICO 1.4:	Cotizaciones y préstamos otorgados por los brókeres. Bolsa de Nueva York, 1926-1931	57
GRÁFICO 1.5:	La Gran Depresión, 1929-1939	61
GRÁFICO 4.1:	Crecimiento de las economías emergentes y balanza por cuenta corriente por zona geográfica, 1980-2015	155
GRÁFICO 4.2:	Balanzas por cuenta corriente en Europa, 1980-2015	156
GRÁFICO 4.3:	Tipos de interés reales a largo plazo en Europa y los Estados Unidos, 1988-2008	158
GRÁFICO 4.4:	Tipos de interés de los principales bancos centrales, 1998-2010	159
GRÁFICO 4.5:	Precios de la vivienda y crédito al sector privado, 1997-2009 ...	160
GRÁFICO 4.6:	Reservas internacionales, 1980-2008	163
GRÁFICO 4.7:	Emisión bruta de renta fija AAA mundial, 1990-2009	166
GRÁFICO 4.8:	Emisión bruta de renta fija mundial, 1990-2009	166
GRÁFICO 4.9:	Saldo vivo nocional bruto de CDS, 1997-2009	168
GRÁFICO 4.10:	Saldo vivo nocional de derivados OTC, 1998-2009	169
GRÁFICO 4.11:	Emisiones brutas de titulización, 2000-2009	170
GRÁFICO 4.12:	Rebajas de bonos de titulización hipotecarios por calificación de emisión, junio de 2008-diciembre de 2009	174
GRÁFICO 4.13:	Saldo vivo del crédito hipotecario residencial en Estados Unidos por sector, 1980-2009	180
GRÁFICO 5.1:	PIB real en la zona del euro. Tasas de variación interanual, 1970-2010	190
GRÁFICO 5.2:	Crecimiento del PIB real en la zona del euro comparado con recesiones anteriores en las economías de la OCDE. Tasas de variación interanual	192
GRÁFICO 5.3:	Exportaciones de bienes y servicios en la zona del euro comparadas con recesiones anteriores de las economías de la OCDE. Tasas de variación interanual	193
GRÁFICO 5.4:	El empleo en la zona del euro comparado con recesiones anteriores en las economías de OCDE. Tasas de variación interanual	194
GRÁFICO 5.5:	Cuentas corrientes diarias y exigencias de reservas durante un periodo de mantenimiento dado, agosto-septiembre 2007..	99

GRÁFICO 5.6:	Provisión de liquidez y absorción por parte del Eurosistema, 2007-2010	200
GRÁFICO 5.7:	Provisión de liquidez de dólares estadounidenses por el Eurosistema, agosto 2007-agosto-2010	203
GRÁFICO 5.8:	Adquisiciones de bonos bancarios colateralizados acumuladas a través del CBPP, julio 2009-julio 2010	206
GRÁFICO 5.9:	Diferencial entre el Euribor a tres meses y los tipos de interés OIS, enero 2007-octubre 2010	207
GRÁFICO 5.10:	Diferencial de los bonos a 10 años entre una selección de países de la zona del euro y Alemania, enero 2007-octubre 2010	209
GRÁFICO 5.11:	Política monetaria del BCE, enero 2007-julio 2010	211
GRÁFICO 5.12:	Balance presupuestario de las Administraciones Públicas	213
GRÁFICO 5.13:	Medidas de apoyo por parte de los Gobiernos en la zona del euro	216
GRÁFICO 6.1:	Índice Shiller de precios reales de la vivienda, 1890-2010	234
GRÁFICO 6.2:	Permisos para viviendas unifamiliares, 1987-2009	235
GRÁFICO 6.3:	Economías en recesión. Países del mundo, 1980-2010	239
GRÁFICO 6.4:	Exportaciones mundiales de bienes y servicios. Crecimiento anual del valor en dólares, 1980-2010	240
GRÁFICO 6.5:	Economías en deflación. Países del mundo, 1980-2010	241
GRÁFICO 6.6:	Acumulación de reservas de economías emergentes y en desarrollo, 1980-2010	243
GRÁFICO 6.7:	Tipos de interés seleccionados, 1972-2010	245
GRÁFICO 6.8:	Activos de la Reserva Federal, 2005-2010	246
GRÁFICO 7.1:	El colapso de la demanda mundial y su recuperación. Crecimiento anualizado del PIB en países avanzados, 2004-2010	256
GRÁFICO 7.2:	El colapso de las exportaciones de los países en desarrollo y su recuperación. Crecimiento del valor de las exportaciones, 1992-2010	256
GRÁFICO 7.3:	El colapso de la confianza de los inversores y su recuperación. EMBI corporativo en tres regiones y bono de alto riesgo en los Estados Unidos, 2007-2011	256
GRÁFICO 7.4:	Vulnerabilidad y apertura comercial. El efecto de una confrontación de términos de intercambio. Desviación estándar de la distribución mundial	259
GRÁFICO 7.5:	Volatilidad normal y de crisis. Argentina, 1960-2008	267
GRÁFICO 7.6:	Severidad de recesiones y carga regulatoria	270
GRÁFICO 8.1:	Tasa de crecimiento anual acumulativa del PIB. Comparación internacional	275
GRÁFICO 8.2:	Tasas de variación interanual del PIB y la población ocupada. España, 1.º trimestre 2005-4.º trimestre 2011	276
GRÁFICO 8.3:	Tasas de variación del empleo. Comparación internacional ...	277
GRÁFICO 8.4:	Tasas de variación del esfuerzo inversor (FBCF/PIB). Comparación internacional	277
GRÁFICO 8.5:	Tasas de crecimiento del capital y del trabajo y sus contribuciones al crecimiento del PIB, 1995-2007	278
GRÁFICO 8.6:	Capital, población, empleo y PIB. España, 1995-2009	279

GRÁFICO 8.7:	Contabilidad del crecimiento. Valor añadido bruto (VAB), 1980-2007	282
GRÁFICO 8.8:	Esfuerzo inversor	284
GRÁFICO 8.9:	Evolución de los precios. Tasa de variación anual. España, 1990-2009	285
GRÁFICO 8.10:	Capital neto por activos. España, 1995-2009	286
GRÁFICO 8.11:	Estructura porcentual del crecimiento del empleo. España, 1994-2007	289
GRÁFICO 8.12:	PTF y productividad del trabajo por sectores. España, 1995-2007	290
GRÁFICO 8.13:	El impacto de la crisis. Algunos indicadores a partir de tasas de variación interanual. España, 1.º trimestre 2005-2.º trimestre 2010	295
GRÁFICO 8.14:	Impacto de la crisis sobre el empleo. España, 4.º trimestre 2007-2º trimestre 2010	297
GRÁFICO 8.15:	Déficit y deuda pública. España, 2005-2010	299
GRÁFICO 8.16:	El impacto de la crisis. España. Dos causas superpuestas	301
GRÁFICO 9.1:	Desarrollo financiero. Capitalización financiera como porcentaje del PIB, 1997-2009	312
GRÁFICO 9.2:	Posición financiera neta de la economía española, 1995-2009..	313
GRÁFICO 9.3:	Deuda privada de los sectores no financieros, 1995-2009	314
GRÁFICO 9.4:	Tasa de variación interanual del PIB nominal y del crédito a otros sectores residentes (OSR), 1990-2009	315
GRÁFICO 9.5:	Evolución del crédito relacionado con la construcción. España, 1995-2009	316
GRÁFICO 9.6:	Posición financiera neta frente al exterior y deuda externa de las IFM españolas, 1995-2009	317
GRÁFICO 9.7:	Importancia relativa de la financiación a la vivienda, la construcción y la promoción inmobiliaria de las entidades de crédito españolas, 1995-2.º trimestre 2010	318
GRÁFICO 9.8:	Evolución reciente de la morosidad del crédito en España, 1998-2.º trimestre 2010	320
GRÁFICO 9.9:	Ratio de cobertura de los créditos morosos. España, 1996-junio 2010	321
GRÁFICO 9.10:	Tasa de crecimiento interanual del crédito y de la compra de valores de las entidades de crédito españolas, junio 2007-julio 2010	323
GRÁFICO 9.11:	Préstamo del Eurosistema al sector bancario español, junio 2006-agosto 2010	325
GRÁFICO 9.12:	ROA de los sectores bancarios de la UE-15, 2009	326
GRÁFICO 9.13:	Variación de la red de oficinas y empleo de las entidades de crédito españolas, 2000-2008	328
GRÁFICO 9.14:	Ratio de solvencia en los sectores bancarios de la UE-15, 2009 ..	329
GRÁFICO 10.1:	Excesos del sector inmobiliario. España, 1988-2010	343
GRÁFICO 10.2:	Endeudamiento del sector privado no financiero. España, Estados Unidos, Reino Unido y UEM, marzo de 1987-diciembre del 2009	344

GRÁFICO 10.3: Expansión crediticia. Tasas interanuales nominales. España, 1982-2009	345
GRÁFICO 10.4: Competitividad y déficit exterior. Alemania, España y UEM, 1995-2009	247
GRÁFICO 10.5: La Recesión en España y en la UEM. Tasas de crecimiento intertrimestral, 2008-2010	352
GRÁFICO 10.6: Comportamiento del mercado de trabajo. España y UEM, 2005-2010	353
GRÁFICO 10.7: El ajuste se desplaza hacia el empleo. Mecanismos de ajuste de las empresas en respuesta a perturbaciones de demanda	354
GRÁFICO 10.8: Deterioro de las finanzas públicas en España, 1995-2013	358
GRÁFICO 10.9: La crisis fiscal y de credibilidad en Grecia	360
GRÁFICO 10.10: Deterioro fiscal. Comparación entre países de la UEM, 2007-2010	361

Índice alfabético

- ACCOMINOTTI, O., 123
ADELINO, M., 173
AEI (The American Enterprise Institute), 231
agencias de calificación, 165, 171-172, 300
AIG (American International Group), 20, 114, 125, 169, 175-176, 176n, 180, 238, 265
Akzept- und Garantiebank, 124
ALBERT, C., 45-46, 85
ALDCROFT, D. H., 83-84
Alemania, 19, 23-24, 29, 61g, 74-76, 81n, 82, 84c-85c, 88c, 102, 115, 123, 126-128, 130, 132n, 133, 156g, 158g, 189c, 220, 250c, 278g, 300, 310, 320, 328n, 347, 353, 360
ALMUNIA, M., 188, 195
América Latina, 76, 125, 148, 163g, 241c, 257
ANDRÉS, J., 30-31, 143, 149-150, 152n, 153
ARCE, O., 30-31, 143, 145, 149, 153, 167n, 170, 177-178
Argentina, 24n, 76, 82c, 132n, 220n, 250c, 263, 263c, 264, 266, 267g, 267
ASHCRAFT, A. B., 171n, 175n
Australia, 24, 82c, 129, 132n, 159, 220, 250c, 278g
Austria, 81n, 82c, 84c-85c, 87, 122, 128, 156g, 278g, 320, 328n
aversión al riesgo, 232, 309, 322

BÄHR, J., 127
bailout. V. rescate financiero
BAKER, G., 46, 148
BALDWIN, R., 189

banca
 comercial, 43, 53, 55, 71, 125, 146, 180
 de inversión, 48, 55, 310
Banco
 Central de Canadá, 24
 Central de Japón, 24
 Central Europeo, 24, 29, 32, 137, 159g-160g, 176, 187-188, 192-193, 198, 200-205, 208-209, 211-212, 217-220, 226-227, 312, 320-322, 324, 326g, 329, 331, 344, 354, 360, 362
de España, 95, 99-100, 250c, 280, 293, 295-296, 311g, 313g-318g, 320g-321g, 323g, 325, 325g, 326, 328g, 334, 341, 344-345, 248, 363
de Inglaterra, 75, 160g, 210, 212
de la Reserva Federal de Nueva York, 45, 52, 117
de Pagos Internacionales, 129, 168g-169g, 330
Mundial, 15, 256g, 275g, 277g, 312g
Nacional Suizo, 203, 212, 219
Bank of America, 20, 126
bank run. V. pánico bancario
BASILE, P. F., 120
Basilea, acuerdos de, 24, 37, 129, 168, 173, 224, 228, 237, 311, 330-331, 336, 338
BEAN, C., 150n, 151
Bear Stearns, 20, 125, 197, 202, 265
BECKER, B., 172n
BEIRNE, J., 206
Bélgica, 82c, 84c-85c, 156g, 278g, 284g, 326g, 328n, 329g
BENJAMIN, J., 44
BERGGEING, R., 270

BERNANKE, B.S., 25, 67, 151, 157n,
 163n, 195-196, 243n, 247
 BIERMAN, H., 41n
 BIS (Bank of International
 Settlements). V. Banco de Pagos
 Internacionales
 BLANCHARD, O., 151, 155,
 160n, 260, 268
 Bloomberg, 158g, 160g, 207g,
 209g, 257g
 Bolsa de Nueva York, 15, 17, 26,
 43, 46, 48, 57g, 97
 BOLTON, P., 171
 BORDO, M.D., 28-29, 70, 113
 BORIO, C., 218
 BOSCÁ, J.M., 150
 BOUCHAUD, J. P., 115
 BOYD, C.P., 86n
 BRACKE, T., 155
 BRADY, N.F., 60
 Brasil, 24, 132n, 146, 220, 258
 BRENDER, A., 163
 Bretton Woods, 133, 136
 BROWN, G., 133
 BRÜNING, H., 127
 BRUNNER, K., 120
 burbuja
 bursátil, 27, 45, 50-53, 57-58,
 64, 152
 inmobiliaria, 15, 18, 21, 145, 243,
 251, 285, 291-292, 319, 335-336
 tecnológica del 2001, 149, 159, 268
 Burgess Riefler, teoría de, 116
 BURNS, A., 122
 Business Cycle Dating Committee, 239
 BUTRY, D.T., 290n

 CABALLERO, R.J., 158, 160n, 164n
 Caja Castilla-La Mancha, 311, 338
 cajas de ahorros, 127, 311, 318-319,
 327-328, 330, 332-334, 338, 357, 363
 CajaSur, 311, 338
 CALDERÓN, C., 258, 260
 CAMBÓ, F., 98
 CAMPBELL, J., 150, 153
 Canadá, 24, 82c, 123, 132n,
 212, 220, 278g
 capacidad instalada, exceso de, 35-36,
 280, 283, 287, 293-294, 298, 300,
 302-303, 327, 332, 337
 capital humano, 228, 280-282,
 304, 355
 capitalización financiera, 312, 312g
 CARBÓ, S., 304, 317n, 323
 CARNER, J., 107
 CARRERAS, A., 99
 CARRIÓN, P., 107
 CBPP (*Covered Bond Purchase
 Programme*), 200, 205
 CDO (*collateralized debt obligations*), 172,
 172n
 CDS (*credit default swaps*), 31, 145,
 161, 164, 167, 167n, 168-171,
 175-179, 360
 CEBS (Comité Europeo de
 Supervisores Bancarios), 334
 CEPR (Centre for Economic
 Policy Research), 190n
 CERS (Consejo Europeo de Riesgo
 Sistémico), 225
 CHANG, R., 259
 CHAPMAN, R.E., 290n
 Chase Manhattan, 45
 Chile, 95, 268-269
 China, 22, 24, 30, 132n, 133, 135-137,
 148, 157, 163g, 220, 250c, 258, 277g
 Citigroup, 126, 128
 City Bank, 20, 46
 CLAESSENS, S., 153
 CLARIDA, R., 151
 CLINTON, W.J., 151
 COCHRANE, J.H., 265, 268
 coeficiente de solvencia, 329,
 329g, 330, 331n
 COLE, H., 117
 COLLIER, P., 269
 Comisión Técnica Agraria, 107
 Commerzbank, 124, 128
 competitividad, 86, 88, 92, 94, 97, 217,
 222-223, 264, 275, 292-293, 303,
 346, 347g, 348, 355
 compra de títulos al margen, 43, 51
 Conferencia
 de Lausana, 73
 de Long Island, 42

Monetaria y Económica de
 Londres, 23-25, 74-75, 130-132
 Comisión Europea, 213-214,
 278g, 284g, 331, 361
 Consejo Europeo de Riesgo, 225, 331
 consenso de Jackson Hole, 151, 151n
 consolidación fiscal, 152, 300, 364
 Continental Illinois, 54c, 125
 convertibilidad
 suspensión de la, 19, 75
 caja de, 263, 263e, 264
 COOLIDGE, C., 17, 41
 cooperación internacional, 23, 25,
 66, 73-74, 129-130, 219
core capital, 330, 331n
 Corporación Federal de
 Seguros de Depósitos, 117
 CORSETTI, G., 152n
 coste laboral, 98, 101-104,
 107, 109, 346
 COVAL, J., 172n, 178
 crac bursátil de 1929, 16-18, 26-27,
 45-46, 49-50, 53, 59-60, 62-65,
 68, 114-116
 Creditanstalt, 16, 19, 66, 115,
 122, 126, 128
 crisis
 argentina de 2001, 263, 263e,
 264, 266, 267g, 267
 de la deuda de América Latina, 125
 de la deuda soberana europea, 350,
 355, 357, 359, 361g, 362
 de las hipotecas *subprime*, 33, 103,
 161, 174-175, 178-179, 264,
 268, 309, 350
 de las ciberempresas. V. burbuja
 tecnológica de 2001
 financiera asiática de 1997, 232, 243
 fiscal griega, 341, 360g

 Danatbank, 66, 124
 DAS, M., 260, 268
 Dealogic, 116g, 170g
 decretos sociales de Largo Caballero,
 105
 déficit
 comercial, 267, 291-292, 294
 exterior, 35, 157, 291, 313, 247g,
 348-349
 por cuenta corriente, 149, 154,
 155g-156g, 242-243, 292, 295g
 público, 65, 164, 261, 264, 291,
 293, 298, 299g, 337, 357, 358g,
 359-360, 360g-361g, 364
 deflación, 16, 23, 60, 61g, 63, 67, 69,
 71, 93, 97, 116, 123, 136, 232, 242
 DELAISI, F., 83
 depreciación cambiaria, 96-97,
 145, 232, 267-268, 349
 derivados. V. CDS (*credit default swaps*)
 desequilibrios globales, 29-31, 129,
 134, 155-156, 182, 190, 219-220
 desinflación competitiva, 349
 desregulación, 36, 336
 Deutsche Bank, 66, 124
 Deutsche Bundesbank, 203, 212, 219
 Deutsche Finanzierungsinstitut, 124
 Dexia, 20
 DIDIER, T., 258, 260
 DIETRICH, H., 127-128
 Dinamarca, 82c, 84c-85c, 156g, 278g,
 284g, 320n, 326g, 328n, 329g
 DISYATAT, P., 218
 doctrina
 de las letras reales, 58, 116
 de los saldos reales. V. doctrina de
 la letra reales
 DOMÍNGUEZ MARTÍN, R., 86
 Dow Jones, índice, 42, 44, 48, 49g,
 50, 56g, 60
 Dresdner Bank, 66, 124, 127

 ECCLES, M., 118
 Ecofin (Consejo de Asuntos
 Económicos y Financieros), 362
 EGGERTSSON, G., 119
 EICHENGREEN, B., 41n, 65, 67, 251n
 EINSTEIN, A., 85
 ELÍAS, C., 85
 ELMESKOV, J., 221
Emergency Banking Act, 71, 72c
 endeudamiento
 externo, 36, 316, 317g, 324
 privado, 31, 35-36, 126, 161, 181,
 291, 295, 300, 302, 312-313,
 337, 344, 344g, 348
 público, 99, 104, 107, 129, 134, 136,
 158, 162, 167, 209, 214, 214c, 227,

- 293, 299g, 322, 334, 337, 357,
358g, 360, 361g, 362
- esfuerzo inversor, 276, 283,
284g, 291-292, 304
- España, 28, 35, 37-38, 79-93, 97-99,
103-106, 108-110, 133, 136, 149, 154,
156g, 159, 160g, 170, 191, 209g,
273-281, 284g, 285, 286g, 288, 289g,
290, 290g, 294-297, 299, 301, 310,
312, 314-316, 320-323, 327-330, 334,
336, 338, 341-345, 347-348, 351-353,
356-358, 361, 363-364
- especulación inmobiliaria, 35, 80, 301
- ESRI (Economic and Social
Research Institute), 160g
- estabilidad monetaria, 116, 130
- estabilización monetaria, 75, 130
- estabilizadores automáticos, 151,
195, 212-213, 298, 358
- Estados Unidos, 17-20, 23, 27, 29, 31,
33, 41-42, 59-61, 66, 70, 74, 76, 80,
82c, 85c, 87, 92, 102, 115-117,
125-127, 129, 131, 133-138, 146-150,
150n, 154, 155g-156g, 158g-160g,
164n, 172, 174-175, 178, 180, 189c,
214c, 215, 220, 231-233, 238-239,
242-243, 249, 250c, 251, 255-257,
264, 268, 277g, 310, 319-320,
329g, 344g, 345, 350, 355
- esterilización monetaria, 119, 121, 136
- ESTRADA, A., 346
- Eurosistema, 190
- expansión crediticia, 42, 324
- FAGAN, G., 190n
- Fannie Mac, 70, 72c, 180, 238, 265
- FARHI, E., 158, 160n
- FARUQEE, H., 260, 268
- Federal Deposit Insurance
Corporation, 71
- FEF (Fundación de Estudios
Financieros), 312
- FELGUEROSO, F., 281, 287
- FERRI, J., 150
- Finlandia, 82c, 83, 85c, 156g,
191, 278g, 320, 328n
- First National Bank, 46, 54c
- FISHER, I., 17-18, 45, 50-51, 58
- flexibilización cuantitativa. V.
quantitative easing
- FMI (Fondo Monetario
Internacional), 20, 24, 85, 113, 133,
155g-156g, 162n, 168, 171n-172n,
239-243, 275g, 277g, 292, 304,
319-320, 344, 360, 362
- Fondo de Garantía de Depósitos, 71,
215, 332
- fondos de inversión, 19, 43-44,
48, 53, 173
- Fortis, 20
- Francia, 23, 24n, 42, 61g, 74-75, 82c,
83n, 84c-85c, 87, 88c, 115-116,
129-130, 132n, 136, 156g, 159,
160g, 189c, 213g, 220n, 250c, 275g,
277g-278g, 284g, 310, 320n, 326g,
328n, 329g, 354g, 361g
- Freddie Mac, 176
- FREIXAS, X., 171n
- FRIEDMAN, M., 41n, 58, 64, 92,
118-119, 195-196
- FROB (Fondo de Reestructuración
Ordenada Bancaria), 37, 310-311,
327-328, 330, 332, 338, 356-357, 363
- FUENTES QUINTANA, E., 85n
- Fundación BBVA, 279g, 282g,
284g-286g
- fusión bancaria, 126, 304, 327-328,
332, 338, 356-357, 363
- G20 (Grupo de los Veinte), 24, 132,
178, 220, 224, 330-331
- G7 (Grupo de los Siete), 150
- G8 (Grupo de los Ocho), 24, 24n
- GALBRAITH, J.K., 41n, 43, 43n, 51
- GALÍ, J., 150, 152n
- GAMBETTI, L., 150
- GARCÍA MONTALVO, J., 304
- GATT (Acuerdo General sobre
Aranceles y Tarifas), 131
- GEHR (Grupo de Estudios de
Historia Rural), 87
- General Electric, 44, 54c
- GERTLER, M.L., 151
- GILCHRIST, S., 151
- GILL DE ALBORNOZ, B., 296
- GIROUARD, N., 179

- Glass-Steagall Act*, 71, 72c
GLICK, T. F., 85
GODERIS, B., 269
GOLDSMITH-PINKHAM, P., 171n
Goldman Sachs, 48, 54c
GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M., 30, 32, 187, 196n, 199g
GONZÁLEZ PUEYO, J., 167n, 170, 178
GOODFRIEND, M., 121
GOODHART, C., 153
GORTON, G. B., 181
GOURINCHAS, P. O., 158, 160n
grado de apertura, 89, 93, 95
Gran Bretaña, 19, 87-88, 115, 130
Gran Moderación, 30-31, 143-144, 148, 164, 182, 346
Gran Recesión, 15, 26, 32, 113, 115, 117, 119, 121, 123, 125, 127, 129, 131-133, 135-137, 268, 273, 351
Grecia, 82c, 84c, 129, 133, 136, 154, 156g, 209g, 266, 320, 328n, 333, 359-362
Guaranty Trust Company, 46
guerra de divisas, 135-136
Guerra Mundial
Primera, 23, 29, 66-67, 70, 73, 75, 127
Segunda, 16, 25, 69-70, 349-350
GUIJARRO, M., 86
- HAMILTON, J. D., 56, 58, 65, 67
HARRISON, G., 49, 49n
Harvard Economic Society, 17, 45
HBOS (Halifax Bank of Scotland), 20
hedge funds, 19-20
HENRY, J., 190n
HETZEL, R., 121
HIDALGO, M., 281
hiperinflación, 41, 122, 145, 262, 265
hipotecas *subprime*. V. crisis de las hipotecas *subprime*
hipótesis
de Belassa-Samuelson, 346
de la incertidumbre, 62
del exceso de ahorro global, 157n, 243n
HITLER, A., 23, 130-131
HNATKOVSKA, V., 266-267
HOBBS, 20
- HOOVER, H., 17, 26, 44, 47, 74, 127
HUANG, A. L., 290n
HUGENBERG, A., 130
HULL, C., 74
Hungría, 67, 82c, 84c, 136, 156g, 278g, 328n
- IFM (instituciones financieras monetarias), 314, 316
India, 21, 24, 132, 220, 249, 250c, 258
INE (Instituto Nacional de Estadística), 90, 90c, 160g, 276g, 279g, 282g, 284g-286g, 289g, 295g, 297g, 299g, 315g, 343g, 345g, 347g, 352g-353g
inflation targeting, 149, 265
Informe Brady, 60
ING (Internationale Nederlanden Groep), 20
innovación financiera, 30, 33, 143, 220, 231
INSEE (Institut National de la Statistique et des Études Économiques), 160g
Instituto Smithsonian, 135
intermediación financiera, 144, 195, 206, 231
International Acceptance Bank, 45
Irlanda, 82c, 136, 154, 156g, 159, 160g, 209g, 266, 278g, 320, 328n, 329g, 361, 363
Italia, 24, 29, 61g, 67, 75-76, 81n, 82c, 85c, 87-89, 132n, 156g, 209g, 220, 250c, 266, 278g, 320, 328n, 361, 363
Ivie (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas), 273, 309
- Jackson Hole. V. consenso de Jackson Hole
JAMES, H., 28-29, 67, 73, 113, 123
Japón, 24, 61g, 82c, 126, 132n, 155, 159, 162-163, 163g, 191, 214c, 220, 251, 255, 256g, 277g-278g
JIMENO, J. F., 346
JORGENSEN, D. W., 279n
J. P. Morgan, 20, 46, 46n, 202
JUREK, J., 172n, 178
JUSTINIANO, A., 150

- KALTANI, L., 259
- KEYNES, J. M., 16, 25, 27, 69, 71, 74, 85,
97. *V. l. teoría general de Keynes*
- keynesianismo, 65, 116, 120
- KIFF, J., 170, 177
- KINDLEBERGER, C. P., 41n, 49, 51, 60, 93
- KLEIN, J., 48
- KRUGMAN, P., 18, 26, 113, 125
- Labor Relations Act*, 71
- LAEVEN, L., 153
- LANE, P., 258
- LARGO CABALLERO, F., 105
- LEDESMA, J. L., 85
- Lehman Brothers, 16, 20, 79, 113-114,
124-125, 132-133, 175, 176n, 180,
189, 197, 203, 205-206, 238,
264-265, 324
- Letonia, 84c, 136, 156g, 328n
- LEVINE, R., 153
- Ley de la Reserva Federal de 1913, 116
- liberalización comercial, 89, 94-95
- LINZ, J. J., 76
- LITAN, R. E., 177n
- Lloyds Bank, 20
- Lloyds-HBOS, 126, 128
- LOAYZA, N., 30, 34, 255, 258-260,
266, 267g, 270g
- LORCA (Ley de Órganos Rectores
de Cajas de Ahorros), 311, 333
- LTRO (*long-term refinancing operation*),
200g, 204
- MADDISON, A., 83
- MALIK, A., 260
- MALO DE MOLINA, J. L., 30, 38,
292, 341, 346
- MANTEGA, G., 135
- MARICHAL, C., 41n, 72c
- MARTÍN-ACEÑA, P., 38, 41, 85n, 97
- MARTÍNEZ GALARRAGA, J., 90c
- MAS, M., 281, 287
- MAUDOS, J., 30, 35-36, 304,
309, 317n, 323
- MAYORDOMO, S., 177n
- McCHESNEY MARTIN, W., 122
- MEIER, A., 152n
- MELLON, A., 17, 26, 44, 47, 49
- MELTZER, A. H., 116, 118, 120
- MENDOZA, E., 249
- mercado de trabajo, 67, 135, 228, 269
- Merrill Lynch, 20
- MESTRE, R., 190n
- México, 24, 126, 132n, 220, 250c
- MEYER, E., 45
- MILBOURN, T., 172n
- MILESI-FERRETTI, G. M., 155, 160n
- MISHKIN, F. S., 62, 265
- MITCHEL, C., 46
- monetarismo, 64, 116
- moral hazard*. *V. riesgo moral*
- MORGENTHAU, H., 118
- mortgage-backed securities*. *V. títulos con
respaldo hipotecario*
- morosidad, 20, 36, 175, 295-296, 310,
315, 319, 320, 320g-321g, 322-323,
327, 336-338, 350, 355
- MÜLLER, G., 152n
- multiplicador del gasto público, 103-104,
249
- nacionalismo económico, 30, 73,
128-129
- National City Bank, 45, 47n, 54c
- NIRA (*National Industry Recovery Act*), 71,
72c, 117
- Nationwide Building Society, 160g
- negociación
colectiva, 71, 364
salarial, 105, 303
- New Deal*, 70-71, 72c, 74, 117
- New York Times*, 17, 45, 47, 114
- NGUYEN, H., 158
- Niederösterreichische Escompte
Gesellschaft, 126
- NORMAN, M., 129
- Noruega, 82c, 85c, 156g, 191
- NÖTEL, R., 122
- OBAMA, B. H., 26, 125, 134
- OBSTFELD, M., 160n, 242n
- OCDE (Organización para la
Cooperación y el Desarrollo
Económico), 132, 179, 191,
192g-193g, 221, 278g, 281
- octubre de 1929, 16, 26, 46, 51,
53, 62, 92, 114
- OHANIAN, L., 117

- OMC (Organización Mundial del Comercio), 131
- operaciones
de mercado abierto, 49n, 56,
118-120, 122, 201, 218
fuera de balance, 18, 212, 237, 237n
- ORPHANIDES, A., 120
- OTC (*over the counter*), 168, 176, 224
- PACK, S. D., 83
- Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, 152n, 217, 359
- Países Bajos, 82c, 83n, 84c-85c, 156g, 278g, 284g, 320n, 326g, 328n, 329g
- PALAFIX, J., 27-28, 79, 87-88
- pánico bancario, 31, 66, 99, 115-117, 119, 181
- Parlamento Europeo, 213, 225, 331
- patrón oro, 19, 21-24, 27, 41, 65-66, 68-69, 71, 74-75, 115-117, 135, 195
- PEÑA, J. I., 177n
- PÉREZ GARCÍA, F., 30, 35, 150, 273, 280-281, 285, 291-292, 302
- PÉREZ QUIRÓS, G., 150
- PEROTTI, R., 152n
- PISANI, F., 163
- Plan
de Estabilización de 1959, 37, 341
Europeo de Recuperación
Económica, 212
Young, 52
- PLOSSER, C., 113
- PMV (Programa para los Mercados de Valores), 209-210
- política
fiscal
contractiva, 104, 119, 300
discrecional, 151-152, 195, 212
expansiva, 117, 132, 137, 212, 249, 250c
monetaria
contractiva, 56, 58, 65, 116
expansiva, 29, 75, 121, 208, 246, 294, 317. *V. t. quantitative easing*
- PONS, M. A., 89, 97
- Portugal, 82c, 84c, 156g, 209g, 278g, 320, 328n, 329g, 361
- POTTER, W., 46
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L., 81n, 82c, 85c, 87, 88c, 96c, 96n, 102
- PRASAD, E., 249
- PRESCOTT, E. C., 59
- prestamista de última instancia, 116, 324
- prima de riesgo, 164, 207, 300, 322, 333-334, 351, 360
- PRIMICERI, G. E., 150
- Primo de Rivera, dictadura de, 107
- principal-agente, problema del, 236
- productividad
agrícola, 83, 84c, 88c
del trabajo, 88c, 280, 289, 290g
- PTF (productividad total de los factores), 41, 280-281, 282g, 283, 290, 290g, 291, 298
- promoción inmobiliaria, 310, 315, 318, 318g, 319, 337
- proteccionismo comercial, 25, 73, 76, 93, 115, 130. *V. t. nacionalismo económico*
- pruebas de resistencia, 251, 333-334, 363
- PUGSLEY, B., 119
- quantitative easing*, 134, 210, 246-248
- RADDATZ, C., 258-259, 261c, 262
- RAMEY, G., 266
- RAMEY, V., 266
- rating*. *V. agencias de calificación*
- ratio precio-dividendo, 53, 54c
- RAYMOND, J. L., 281
- RBS (Royal Bank of Scotland), 20, 126, 128
- recapitalización bancaria, 123-124, 215, 304, 309, 356-357
- reestructuración bancaria, 126, 310, 330, 332, 337-338, 356, 360, 363
- reforma
agraria, 28, 106
educativa, 304
estructural, 217, 221-222, 227-228, 303, 360
financiera, 117, 177, 224, 227, 311
laboral, 28, 288, 303, 353

regulación financiera, 72c, 114, 126,
 153, 167n, 173, 178, 181, 223-225,
 227-228, 329-330
 Reichsbank, 124, 159g
 REINHART, C. M., 145, 232-233,
 238, 243n, 244, 252
 REINHART, V. R., 30, 33, 231-233,
 238, 243n, 244, 247
 Reino Unido, 24, 61g, 74-76, 82c, 83,
 85c, 129, 132n, 136, 147-148, 150n,
 154, 156g, 159, 159g-160g, 189c,
 214c, 220, 250c, 277g, 320,
 328n, 344g, 345, 353, 355
 REPETTO, A., 270
 República de Weimar, 127
 rescate
 financiero, 20, 29, 37, 114-115,
 125-128, 137, 197, 202, 264-265,
 338, 341, 362
 bancario. *V.* rescate financiero
 Reserva Federal, 19-20, 24-25, 28,
 33, 42, 44-45, 47-49, 52, 56, 58-59,
 64-65, 69, 74, 113, 114n, 116-122,
 134-135, 137, 160g, 180, 195-196,
 202-203, 219, 232-234, 238,
 243-246, 248-249, 344
 RESTOY, F., 171n
 riesgo moral, 29, 34
 Riksbank, 122
 ROBLED0, J. C., 106, 281, 285, 287, 291
 ROBLED0, R., 106, 281, 285, 287, 291
 ROCKEFELLER, J. D., 48
 ROCKOFF, H., 120
 RODRÍGUEZ LABANDEIRA, J., 106n
 ROGOFF, K. S., 160n, 242n, 252, 296
 ROIG, J. L., 281
 ROMER, C., 25, 62-63, 117
 ROOSEVELT, F. D., 24, 26, 74-75,
 116-117, 119, 131, 134
 ROSENZWEIG, M., 259
 Rusia, 24, 76, 129, 132n, 146,
 220, 242, 250c, 268

 SAMUELSON, P., 62
 SÁNCHEZ RON, J. M., 85
 SANJUÁN, L., 167n, 170, 177, 178n
 SCHÄFFER, H., 128
 SCHLEIFER, A., 53n

 SCHMIDT-HEBBEL, K., 265
 SCHREYER, P., 283, 290n
 SCHUERMANN, T., 175n
 SCHWARTZ, A. J., 41n, 58, 64, 92,
 118-119, 195
 SCHWARTZ, E. S., 177n
 SEC (Securities and Exchange
 Commission), 71
 Segunda República, 79, 92, 98, 103
 seguros implícitos al riesgo, 35,
 262-263, 265, 271
 SERRANO, L., 281
 SERVÉN, L., 158, 270
 Servicio de Estudios del Banco
 de España, 95
 SHAPIRO, J., 171n
 SHILLER, R. J., 233, 234g
 SIMPSON, J., 86, 87n-88n
 SIP (Sistema Institucional de
 Protección), 332, 357
 SIRKIN, G., 59
 sistema monetario internacional, 68, 97
 SLOAN, A., 48
 Smoot-Hawley, arancel de, 52,
 58, 72c, 115
 SOBEL, R., 41n
Social Security Act, 70
 sociedades
 de inversión de capital fijo, 53n
 instrumentales, 237, 350. *V. t.*
 operaciones fuera de balance
 SORKIN, I., 249
 SPV (*special purpose vehicle*). *V.*
 sociedades instrumentales
 STAFFORD, E., 172n, 178n
 Standard & Poor's, 176n
 STOLZ, S. M., 216, 216g
stress test. *V.* pruebas de resistencia
 STULZ, R. M., 176n
sudden stop, 146, 153, 155, 181
 Suecia, 82c, 83n, 84c-85c, 126, 156g,
 191, 212, 278g, 284g, 320n, 326g,
 328n, 329g
 SUMMERS, L., 125
 SUMMERS, P., 150
 SUMNER, S., 119
 SY, A. N. R., 173

 TAF (*term action facility*), 202-203

- TARASHEV, N., 171n
- TARP (*Troubled Asset Relief Program*), 215, 238
- TAYLOR, J. B., 244
- TCB (The Conference Board), 277g
- TEMIN, P., 41n, 61g, 65, 71, 123, 189, 189c, 195
- TEMPLE, J., 260
- TENA, A., 89, 93, 94c
- Tennessee Valley Authority, 71
- teoría general de Keynes, 25, 71.
- V. t. Keynes
- TIC (tecnologías de la información y la comunicación), 21, 281, 286-287, 304
- Tilgungskasse für gewerbliche Kredite, 124
- tipo de cambio, régimen de
- fijo, 263, 263e
- flexible, 32, 134, 219, 268
- titulización, 31, 145, 161, 164-165, 167, 169, 170g-174g, 175, 178-181, 194, 231, 237
- títulos con respaldo hipotecario, 19-20, 121, 268
- TORRERO, A., 41n
- trampa de la liquidez, 120
- TRIANIS, S. G., 93
- UBS (Union de Banques Suisses), 126
- Unión Europea, 24, 79, 132n, 155, 162, 178, 220, 222-223, 225-226, 300, 320, 325, 328n, 359
- UME (Unión Monetaria Europea), 32, 151, 156g, 217, 221-223, 286, 292, 341, 344-245, 347g, 348-349, 352g-353g, 355, 359
- Unión Económica y Monetaria Europea. V. Unión Monetaria Europea
- Unión Soviética, 22, 76
- Universidad,
- Carlos III, 89n
- de Valencia, 89n
- URIEL, E., 281, 285
- VAN ROMPUY, H., 223
- VEGH, C., 249
- 24 de octubre de 1929, 46-47
- 29 de octubre de 1929, 26, 48
- VENTURA, J., 113, 187
- Versalles, Tratado de, 74
- volatilidad macroeconómica, 258, 261, 266
- VON HINDENBURG, 127
- VU, K., 279n
- Wall Street, 19, 27, 32, 43-44, 46-47, 49-50, 52, 59-60, 62, 64
- WARBURG, P., 45
- Washington Mutual, 238
- Westinghouse, 44
- WHITE, E. N., 52-53, 55g-57g, 70, 115
- Wiener Bankverein, 126
- WIGMORE, B. A., 41n, 43-44, 52-53, 54c
- YOUNG, R., 44
- ZHU, H., 171n
- ZIEGLER, D., 127

Nota sobre los autores

EQUIPO INVESTIGADOR

Investigadores

Pablo Martín-Aceña

(Universidad de Alcalá)

Javier Andrés Domingo

(Universidad de Valencia)

Óscar Arce Hortigüela

(Comisión Nacional de Valores)

Michael D. Bordo

(Universidad de Rutgers, Nueva Jersey)

Harold James

(Princeton University)

José Manuel González-Páramo

(Banco Central Europeo)

Norman Loayza

(Banco Mundial)

José Luis Malo de Molina

(Banco de España)

Joaquín Maudos Villarroya

(Universidad de Valencia e Ivie)

Jordi Palafox Gamir

(Universidad de Valencia)

Francisco Pérez García

(Universidad de Valencia e Ivie)

Vincent R. Reinhart

(American Enterprise Institute for
Public Policy Research, AEI)

Equipo técnico:

José Vila Belda

Julia Teschendorff Cooper

(Ivie)

JAVIER ANDRÉS DOMINGO es doctor por la Universidad de Valencia y máster en Economía por la London School of Economics (*Award Mark of Distinction*). Es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Valencia y profesor visitante de la Universidad de Glasgow. Asimismo es miembro de honor de la Asociación Española de Economía y director de la revista *Moneda y Crédito*. Ha sido profesor visitante en la London School of Economics y gestor del Programa Nacional de Investigación en Socioeconomía del Ministerio de Ciencia y Tecnología. Sus campos de especialización son la modelización macroeconómica, el crecimiento económico, la política fiscal y monetaria, el efecto del precio de la vivienda en el ciclo económico y el mercado de trabajo. Ha dirigido numerosos proyectos de investigación competitivos desde 1993 y ha publicado sus trabajos en las principales revis-

tas científicas nacionales y en revistas extranjeras especializadas. Asimismo ha participado con regularidad en congresos internacionales de referencia en su campo e impartido numerosos seminarios en centros de investigación nacionales y extranjeros, así como conferencias de divulgación.

ÓSCAR ARCE HORTIGÜELA es doctor en Economía por la London School of Economics (2005), doctor en Ciencias Empresariales por la Universidad de Burgos (2002) y máster en Economía (*Mark of Distinction*) por la University College de Londres (2000). Es director, desde octubre del 2009, del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Anteriormente, ocupó la Subdirección General de Política Fiscal y Financiación Autónoma en la Oficina Económica del Presidente del Gobierno (2008-2009). Asimismo ha sido economista en el Servicio de Estudios del Banco de España (2004-2008) y profesor asociado de Macroeconomía en la London School of Economics. Ha elaborado numerosos estudios sobre modelización macroeconómica, política monetaria y fiscal, sistema financiero, mercado inmobiliario y economía española, y ha publicado diversos artículos en revistas científicas especializadas.

MICHAEL D. BORDO es licenciado por la Universidad McGill, máster en Ciencias Económicas por la London School of Economics y doctor por la Universidad de Chicago (1972). Es profesor de Economía en la Universidad de Rutgers (Nueva Jersey) y director del Center for Monetary and Financial History. Asimismo es investigador asociado del National Bureau of Economic Research (NBER, Massachusetts) y miembro del Shadow Open Market Committee. Con anterioridad desempeñó diversos puestos académicos en las universidades de Carolina del Sur y Carleton (Ottawa). Ha sido profesor visitante en las universidades de California (Los Ángeles), Carnegie Mellon, Princeton, Harvard y Cambridge (*Pitt Professor*). Ha sido además *Visiting Scholar* en el Fondo Monetario Internacional (FMI), en las Reservas Federales de St. Louis y Cleveland, en la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, en los bancos centrales de Canadá e Inglaterra y en el Bank of International Settlements (BIS). Sus áreas de especialización son la teoría monetaria, las crisis financieras y la globalización, la historia financiera americana y europea, y la historia monetaria internacional. Es editor de la colección de libros «Studies in Macroeconomic History» de la Cambridge University Press y autor de numerosos artículos en revistas especializadas así como de diez libros sobre historia y economía monetaria.

JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO es doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense (1985) y por la Universidad de Columbia (1986). Es miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) desde el 2004. En 1988 obtuvo la plaza de catedrático de Economía Pública en la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido asesor económico y consultor para el Ministerio de Economía y Hacienda, la Fundación de Cajas de Ahorros (FUNCAS), el Banco de España, la Comisión Europea y el Banco Mundial, así como miembro del Consejo de Gobierno del Banco de España (1994) y de su Comisión Ejecutiva (1998). Ha participado en diversos grupos de trabajo en materia económica y financiera del Banco de Pagos Internacionales y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Sus publicaciones e investigación se han centrado principalmente en la política presupuestaria, los efectos económicos del gasto público y de los impuestos, y los costes y beneficios de la desinflación.

HAROLD JAMES, doctor por la Universidad de Cambridge (1982), es profesor de Historia y Relaciones Internacionales en la Universidad de Princeton y director del Programa de Política y Sociedad Contemporánea y Europea de dicha universidad. También es profesor visitante Marie Curie en el Instituto Universitario Europeo y miembro del consejo editorial de la revista *World Politics*. Hasta 1986 fue miembro del Peterhouse College de la Universidad de Cambridge. Ha sido galardonado con los premios Helmut Schmidt de Historia Económica (2004) y Ludwig Erhard de Economía (2005). Sus áreas de trabajo son la historia financiera y económica en Europa y la historia moderna de Alemania. Sobre este tema es autor de diversos libros, así como coautor de la historia del Deutsche Bank (1995), premiada con el Financial Times Global Business Book Award en 1996. Entre sus obras más recientes se encuentran *The Deutsche Bank and the Nazi Economic War against the Jews* (2001), *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression* (2001), traducido a numerosos idiomas, *Europe Reborn: A History 1914-2000* (2003), *The Roman Predicament: How the Rules of International Order Create the Politics of Empire* (2006) y *Family Capitalism: Wendels, Haniels and Falcks* (2006).

NORMAN LOAYZA es actualmente economista líder en el Departamento de Investigación del Banco Mundial. Nacido en Arequipa (Perú), se doctoró en Economía por la Universidad de Harvard en 1994. Desde entonces, ha trabajado en el Banco Mundial, con una única interrupción en los años 1999 y 2000, en los que actuó como investigador económico en el Banco Central de

Chile. Ha dictado cursos de posgrado en la Universidad del Pacífico en Perú, la Universidad Católica de Chile y la Universidad de Sao Paulo en Brasil. Sus investigaciones se han centrado fundamentalmente en temas relacionados con el desarrollo económico y social, tales como el crecimiento económico, la volatilidad y las crisis macroeconómicas, el ahorro privado, el desarrollo financiero, el alivio de la pobreza y la prevención del crimen y la violencia, entre otros. Producto de esta investigación, ha publicado ocho libros y alrededor de cuarenta artículos en revistas especializadas.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (Premio Extraordinario de licenciatura y doctorado), es director general del Banco de España y miembro de su Comisión Ejecutiva, además de responsable del Servicio de Estudios. Es también miembro del Consejo Superior de Estadística, presidente del Comité Científico de FEDEA, miembro del Patronato del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y del consejo del International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). Ha representado a España en diversos comités de organismos internacionales: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), Bank of International Settlements (BIS), la Unión Europea, el IME, y el Banco Central Europeo. Con anterioridad ha sido profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid, jefe de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España y miembro del Council of Management of SUERF. Ha publicado numerosos libros, artículos y documentos de trabajo en las áreas de mercado de trabajo, política monetaria, sistema financiero, integración europea y economía española.

PABLO MARTIN-ACEÑA es doctor (Premio Extraordinario) en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y catedrático de Historia Económica en la Universidad de Alcalá. Es además *Fleming Scholar* (British Council), *Fellow* de la Rockefeller Foundation y del Clare Hall College (Universidad de Cambridge) y *Fulbright Scholar*. Ha sido profesor visitante en las universidades de Budapest, Harvard, Lovaina (Bélgica), París X y Cambridge y en el Instituto de Ciencias Políticas de París (Francia), así como profesor invitado de El Colegio de México. Ha sido también decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá, secretario general de la Asociación de Historia Económica, director de la *Revista de Historia Económica* y del Programa de Histo-

ria Económica de la Fundación Empresa Pública. Sus áreas de investigación son la historia económica de la España contemporánea, en particular en el ámbito monetario y financiero, la economía de la Segunda República y la Guerra Civil, y la economía franquista, así como la historia empresarial de España. Es autor de diversas obras de las que cabe destacar, entre las más recientes, *El oro de Moscú y el oro de Berlín* (2001), *150 años de historia del Banco de España* (2006), *La economía de la Guerra Civil* (2006) y *1857-2007. Banco Santander 150 años de historia* (2007). Ha participado asimismo en diversas obras colectivas internacionales y es autor de numerosos artículos en revistas especializadas.

JOAQUÍN MAUDOS VILLARROYA, licenciado y doctor (Premio Extraordinario) en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico y profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). Ha sido investigador visitante en el Departamento de Finanzas en la Florida State University (Estados Unidos) y en el College of Business de la Universidad de Bangor (Reino Unido). Es, además, consultor de la Comisión Europea, investigador principal de diversos proyectos de investigación competitivos (Ministerio de Ciencia e Innovación, Fundación BBVA, Generalitat Valenciana, etc.), así como director de numerosos proyectos con empresas y con las Administraciones Públicas. Sus campos de especialización son la economía bancaria y la economía regional. Ha publicado diez libros en colaboración y más de setenta artículos en revistas especializadas, tanto de ámbito nacional como internacional, así como diversas colaboraciones en obras colectivas.

JORDI PALAFOX GAMIR es doctor en Economía por la Universidad de Valencia y catedrático de Historia e Instituciones Económicas en la misma universidad. Sus principales áreas de investigación son el crecimiento económico en su perspectiva histórica y la economía valenciana en el siglo xx. Ha sido *Visiting Scholar* en el Departamento de Economía de la Universidad de Berkeley en California en los cursos 1986-1987 y 1992-1993, profesor visitante de la Escuela de Estudios Superiores en Ciencias Sociales (EHESS) en París en el curso 2006-2007 y de las universidades de Roskilde y Copenhague (Dinamarca) en 1982. Asimismo ha sido profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie) desde 1990 hasta 1998 e investigador principal de varios proyectos de investigación competitivos. Es miembro del consejo asesor de la *Revista de Historia Económica* y del *Journal of Iberian and*

Latin American Economic History. Es autor de diversos libros sobre la economía española durante el siglo xx, de los cuales el más difundido es *España 1808-1996: el desafío de la modernidad*, escrito en colaboración con Juan Pablo Fusi, del que se han publicado cinco ediciones. Ha impartido cursos y conferencias en diversas universidades, entre ellas, la Universidad Carlos III, la Universidad Pompeu Fabra, la Universidad de Berkeley (California), Tufts-Harvard y en la Universidad de California San Diego (La Jolla). Igualmente, ha publicado numerosos artículos de investigación en revistas especializadas y, durante su permanencia en el Ivie, publicó diversas monografías sobre el *stock* de capital humano en España y la Comunitat Valenciana.

FRANCISCO PÉREZ GARCÍA es catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y director de investigación del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie) desde su creación. Sus campos de especialización son el crecimiento económico y la integración internacional, la competitividad, la economía regional, la economía de la educación y la economía financiera (banca y finanzas públicas). Ha dirigido nueve tesis doctorales y visitado más de cincuenta universidades y centros de investigación de España, Europa y los Estados Unidos. Es investigador principal de proyectos del Plan Nacional de Investigación y de grupos de excelencia de la Generalitat Valenciana. Ha publicado cuarenta y dos libros y ciento veinte artículos en revistas especializadas nacionales e internacionales.

VINCENT R. REINHART es *Master of Philosophy* y *Master of Arts* por la Universidad de Columbia y *Bachelor of Science* por la Universidad de Fordham (Nueva York). Actualmente es *Resident Scholar* del American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI). Ha sido secretario y economista de la Comisión de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal y ha ocupado, asimismo, cargos de alto nivel en esta institución, en las Divisiones de Asuntos Monetarios y Finanzas Internacionales, así como en la Reserva Federal de Nueva York. Sus campos de especialización son la economía de los Estados Unidos, la política monetaria, las perspectivas económicas mundiales, los mercados financieros mundiales y el comercio internacional.

