

CONTRASTE ENTRE DOS CRISIS MÁS UNA (1)

PABLO MARTÍN-ACEÑA

Universidad de Alcalá

pablo.martin@uah.es

1. INTRODUCCIÓN.—2. LA GRAN DEPRESIÓN.—3. LA ESTANFLACIÓN.—4. CAÍDA LIBRE.—
5. CONTRASTES.—6. REFERENCIAS

RESUMEN

El trabajo analiza y compara tres crisis económicas: la Gran Depresión de los años treinta, la crisis de la estanflación de la década de los setenta y la crisis financiera actual que ha provocado lo que se conoce como la Gran Recesión. Se presenta un repaso de los acontecimientos que condujeron a cada una de ellas y se ofrecen algunas reflexiones sobre sus similitudes y diferencias. También de cuáles fueron sus implicaciones a largo plazo, puesto que sin duda las grandes crisis del pasado han sido puntos de inflexión a partir de los cuales se derivaron cambios profundos en el funcionamiento de la economía.

Palabras clave: Economía internacional, siglo XX, siglo XXI, crisis económica.

COMPARING TWO CRISIS AND ONE MORE

ABSTRACT

The paper examines and compares three economic crises: the Great Depression of the thirties, the crisis of the stagflation in the nineteen seventies, and the present financial crisis that has led the world into the so-called Great

(1) Este artículo fue finalizado el 1 de septiembre 2010. La realización del texto ha contado con la ayuda del proyecto de investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación ECO2009-09791: «Crisis financieras: pasado, presente y futuro. España y la economía internacional». Agradezco los comentarios y observaciones de Elena Martínez y M. Ángeles Pons.

Recession. The paper offers also a review of these three international crises and explores their similarities and differences. The long term implications of the crises are discussed, because all big crises had been turning points after which significant changes in the functioning of the economies have taken place.

Key words: International economics, 20th century, 21st century, economic crisis.

JEL Classification: FO, E32, N10, N20.

* * *

1. INTRODUCCIÓN

En el verano de 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 2007 fue una desagradable sorpresa porque habían olvidado que las recesiones se producen con regularidad pavorosa (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. Sólo unos pocos observadores heterodoxos advirtieron que estábamos ante un peligro inminente: mercados desregulados, economías inundadas de liquidez con tipos de interés reducidos, una burbuja inmobiliaria y empresas y bancos altamente apalancados. Cualquier circunstancia, cualquier *shock* 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.

En 1971, casi cuarenta años antes, se había quebrado una ilusión parecida. También en temporada de estío, la noche del 15 de agosto, el entonces presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, anunció, desde su retiro en Camp Davis, el fin de la convertibilidad del dólar, la divisa reserva de la economía mundial. Puso así término a una larga etapa de tipos de cambio fijos nacida tras los acuerdos de Bretton Woods que aseguraron una notable estabilidad macroeconómica y un rápido crecimiento de la renta y del comercio internacional. Y dos años después, en el mes de octubre de 1973, la mayoría de los países productores de

petróleo agrupados en torno a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidieron duplicar el precio del crudo. Nos adentramos entonces en una prolongada etapa de estancamiento caracterizada por elevados niveles de inflación y de paro. Fueron los años de la tristemente célebre «estanflación». La crisis de los setenta fue tan frustrante como puede ser la actual, pues llegó tras un largo y brillante desempeño de la economía mundial: la memorable «edad de oro» del capitalismo internacional, durante la cual el progreso fue generalizado, Europa occidental construyó el Estado de Bienestar y, con excepciones, se produjo el tan deseado fenómeno de la convergencia real.

Y 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, 112 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 luego de un largo período 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». 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, el ascenso del nazismo y la segunda guerra mundial.

Es imposible en un breve ensayo realizar un estudio detallado de cada una de estas crisis. Nuestro objetivo es más modesto: efectuar un somero repaso de los acontecimientos que condujeron a su aparición y ofrecer algunas reflexiones acerca de sus similitudes y diferencias. También de cuáles fueron sus implicaciones a largo plazo, puesto que sin duda las grandes crisis del pasado han sido puntos de inflexión de los que se derivaron cambios profundos en el funcionamiento de la economía. La Gran Depresión finiquitó el *laissez faire* y la filosofía de la no intervención; de la Gran Depresión salió el New Deal, que trajo consigo un mayor protagonismo del Estado. Tras la «estanflación» el péndulo osciló hacia el extremo opuesto; se creyó que el intervencionismo del sector público había ido demasiado lejos; renació la antigua ideología de los mercados eficiente que no requieren regulaciones; más mercado, menos Estado. Y ahora, en los albores del XXI parece que el péndulo vuelve a moverse para hacer el recorrido inverso.

2. LA GRAN DEPRESIÓN

Cuando a las 10 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 del New York Stock Exchange en la sala de negociaciones, por encima de los 750 habituales. El refuerzo 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 Co. 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 11 de la mañana el pánico se había apoderado del *parquet* 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 (2).

Para el mediodía se convocó una reunión urgente en las oficinas de J.P. Morgan a la que acudieron los principales banqueros de Nueva York. Se trataba de formar un *pool* con la finalidad de frenar la caída del precio de las acciones. Aunque no se trató de una acción coordinada, ni los miembros del *pool* 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 Morgan, se dirigió a los periodistas para dar cuenta de la reunión y calmar los ánimos. Sus declaraciones fueron, sin embargo, desconcertantes: los banqueros —dijo— 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». Esa misma tarde los banqueros volvieron a citarse con objeto de preparar una estrategia común ante lo que pudiese ocurrir al día siguiente. La conclusión a la que llegaron fue que había sido desde luego una mala jornada y acordaron que entre todos debían calmar los ánimos de sus clientes y disipar los temores.

En las jornadas del viernes 25 y del sábado 26 se repitió el ambiente vendedor, si bien los movimientos fueron más pausados. La semana siguiente 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 nueve millones de títulos. 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 no podían frenar el descenso sino todo lo más impedir un

(2) La crisis bursátil del 29 la han descrito, entre otros, GALBRAITH (1955); SOBEL (1968); BIERMAN (1998). Un buen resumen, en el libro reciente de MARICHAL (2010): cap. 2. También MARTÍN-ACEÑA (2011).

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, 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 112 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 trust* cayeron por encima del 40%. El Dow Jones se desplomó 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; 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. Algunos pidieron el cierre de la Bolsa pero la mayoría no secundó la propuesta.

El miércoles 30 y el jueves 31 continuó la tónica de días anteriores, aunque el ansia vendedora remitió. 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 descenso continuó el resto de ese mes y del siguiente. Para entonces era obvio que Wall Street había perdido la confianza y tardaría en recuperarse. Y así fue: la Bolsa siguió su marcha descendente hasta 1932. El 3 de septiembre de 1929 el Dow Jones había alcanzado su máximo nivel de 381 puntos y en 1932 el índice estaba en 79; había perdido el 80% de su valor. El gráfico 1 es lo suficientemente expresivo que nos excusa de mayores comentarios.

Las causas del crac son todavía un misterio. Galbraith (1955) sostiene que el colapso de octubre fue el resultado de una burbuja especulativa formada durante varios años que cualquier acontecimiento podía desinflar. Este autor incide en el comportamiento irracional que induce al público a invertir con desmesura en mercados alcistas financiados por una desmedida expansión del crédito y merced a la práctica de compras al margen (3). Kindleberger (1973) considera lo ocurrido en octubre de 1929 como un hecho inevitable, fruto de la especulación que cualquier movimiento extraño podía provocar. Una vez instalada la duda entre los inversores era previsible esperar un cambio de actitud y una pérdida de confianza en el futuro inmediato. En opinión de Kindleberger, el mercado había perdido contacto con la realidad y tarde o temprano esta se tomó su venganza e impuso su implacable ley sobre euforias que carecían de fundamento sólido.

(3) Compras que sólo requerían un desembolso inicial de un pequeño porcentaje (entre el 10 y el 20%, según los clientes) del valor de los títulos. El resto del pago quedaba aplazado.

La burbuja estalló, pues, porque tenía que estallar. Empero, Kindleberger reconoce que habían aparecido antes signos de debilidad económica que habían elevado la probabilidad de una parada bursátil. El índice de actividad económica elaborado por el National Bureau of Economic Research mostró un máximo en junio y desde agosto ya era evidente un cambio de ciclo, incluso el comienzo de una recesión. El cambio cabía atribuirlo a un descenso de la construcción inmobiliaria debida a una caída de la demanda y a la desviación de fondos financieros hacia la Bolsa; el autor habla también del fenómeno del subconsumo, fruto del 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 y con ello a una ralentización de la inversión. Estos factores se juntaron con otros que Kindleberger considera como desencadenantes. La reacción proteccionista en Europa que podría provocar la aprobación del arancel Smoot-Hawley; el nerviosismo creado por el 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 después las cotizaciones bursátiles se separaron y perdieron contacto 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 lo que consideraba una especulación descontrolada, imprimió un giro a su política monetaria y decidió subir su tasa de descuento básico. La repercusión sobre los tipos de mercado fue casi inmediata y se produjo un encarecimiento de todas las clases de préstamos, incluidos los anticipos de los *brokers*. 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.

Los efectos del crac sobre las expectativas de los inversores fueron devastadores. También lo fue para el valor contable de empresas: su capitalización cayó al tiempo que caía el valor de sus títulos en el Bolsa; y todos aquellos que habían invertido una parte o la totalidad de su patrimonio observaron cómo el valor de sus carteras se evaporaba en pocos días. Los que habían tomado prestado para la compra de títulos comprobaron que no podía devolver sus créditos y muchos *brokers* quebraron al tiempo que sus clientes se arruinaban. La Bolsa,

en caída libre, dejó de cumplir sus funciones 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 e hizo imposible una recuperación; Londres y París siguieron la senda descendente marcada por Nueva York.

Christina Romer (1990) ha señalado que el crac bursátil de octubre de 1929 generó una atmósfera de temor y un ambiente de incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía; 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, posponiendo adquisiciones hasta que se despejasen las incógnitas abiertas por la catástrofe de Wall Street. Romer mantiene que familias y empresas comprobaron que el crac afectaba al funcionamiento normal del sistema financiero y que se había interrumpido el flujo de crédito bancario. En suma, el derrumbe bursátil deterioró las previsiones empresariales, 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. El gráfico 2 muestra la gravedad de la crisis: caída del producto industrial, largo período de deflación y hundimiento del comercio internacional.

Ahora bien, 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 el crac cambió la atmósfera de los negocios e introdujo temores e incertidumbres que sin duda repercutieron sobre las decisiones de gasto de los agentes económico, 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.

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. 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, el mantenimiento de la ortodoxia financiera que ató las manos de los *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, las consecuencias perversas de la defensa del patrón oro tras el crac ha sido defendido por Eichengreen (1992), entre otros. La recesión económica en el centro 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. 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 tercera explicación proviene de aquellos que piensan que la clave para entender la intensidad y duración de la depresión está en las debilidades del sistema financiero americano e internacional. La crisis financiera, quiebras bancarias en Estados Unidos y en Europa, donde suspendieron pagos o desaparecieron entidades de gran envergadura, contrajo el volumen de crédito disponible. Bernanke (2000) y James (2001) 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, cartera de valores) en los balances bancarios 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.

Una cuarta línea de explicaciones, compatible con cualquiera de las anteriores, busca el origen de la Gran Depresión en los desequilibrios estructurales provocados por la primera guerra mundial y no corregidos a lo largo de los años veinte. La contienda provocó bruscas transformaciones en la estructura productiva mundial; el cambio tecnológico posterior repercutió en las ventajas comparativas y en la

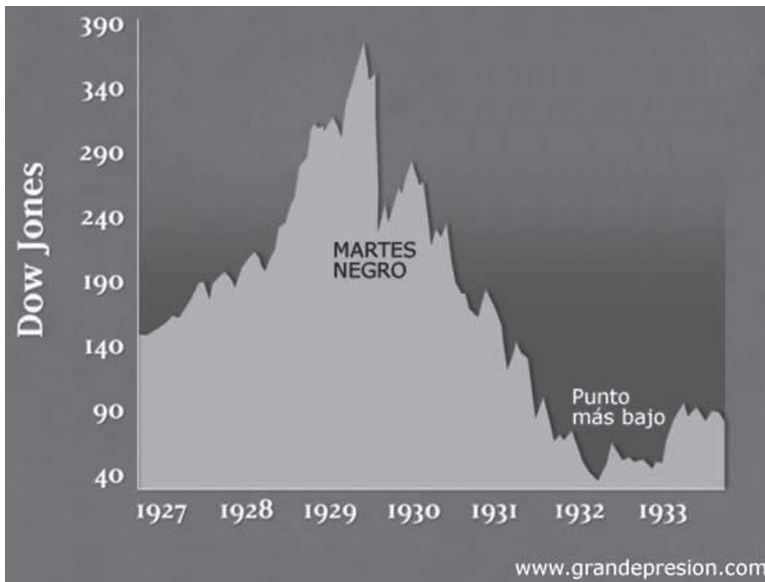
productividad relativa de los sectores productivos; las viejas industrias entraron en declive y surgieron nuevos sectores; la ampliación del área cultivable y la mecanización aumentó la oferta mundial de productos agrarios y materias primas, incrementó la competencia pero redujo los precios agrarios y con ello los ingresos de los productores de bienes primarios, al tiempo que crecía su endeudamiento. Los mercados laborales perdieron flexibilidad 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. El sistema monetario internacional reconstruido tras la debacle de la 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, en monedas sobrevaluadas, como la libra esterlina o la lira italiana, y, en otros, en 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. Londres, París y Berlín perdieron su capacidad como centros financieros internacionales, sin que Nueva York se alzara entonces para sustituirlos. Los capitales que habían fluido 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 veinte terminaron por aflorar en los treinta, justo en el momento que el crac bursátil, las quiebras bancarias y una recesión económica hicieron acto de presencia.

Si las causas de la Gran Depresión continúan siendo objeto de debate, donde sí parece existir mayor acuerdo es en su significado histórico. La cita de John Maynard Keynes que hemos reproducido al principio de este artículo lo anticipaba: la Gran Depresión trajo consecuencias políticas indeseadas y fue un punto de inflexión, *a turning point*, o *a defining moment*, como titularon Bordo, Goldin y White un importante libro en 1998. La Gran Depresión modificó de manera radical las reglas y las instituciones que habían gobernado el mundo económico hasta entonces. El New Deal en 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.

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; de un cambio en la percepción de los agentes sociales acerca del papel que debía desempeñar el sector público en la economía. En la década de los treinta y sobre todo tras la guerra mundial, el Estado aumentó de tamaño y amplió su capacidad de intervención. Nacieron programas sociales para el establecimiento de fondos de pensiones y planes de cobertura del desempleo. Se adoptaron medidas de sostenimiento de los precios agrarios y de protección a los agricultores, al tiem-

po que se puso en marcha uno de los grandes macroproyectos del New Deal: la agencia del Tennessee Valley Authority para impulsar obras públicas. Apareció la planificación industrial instrumentada a través de la influyente National Industrial Recovery Act. 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, modelo que luego inspiró los fondos de garantía de depósitos en el resto del mundo; las sucesivas Emergency Banking Act(s) de 1933, 1934 y 1935 que establecieron una comisión de vigilancia de los mercados de valores, y remodelaron la estructura bancaria; la disposición más conocida fue la Glass-Steagall Act, que separó la banca comercial de la banca de inversión. 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. 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», publicado en 1936 por el genial economista de Cambridge. La «Teoría general» cambió el modo de pensar sobre la economía, así como nuestras ideas sobre su funcionamiento. 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: el nacimiento de la economía mixta.

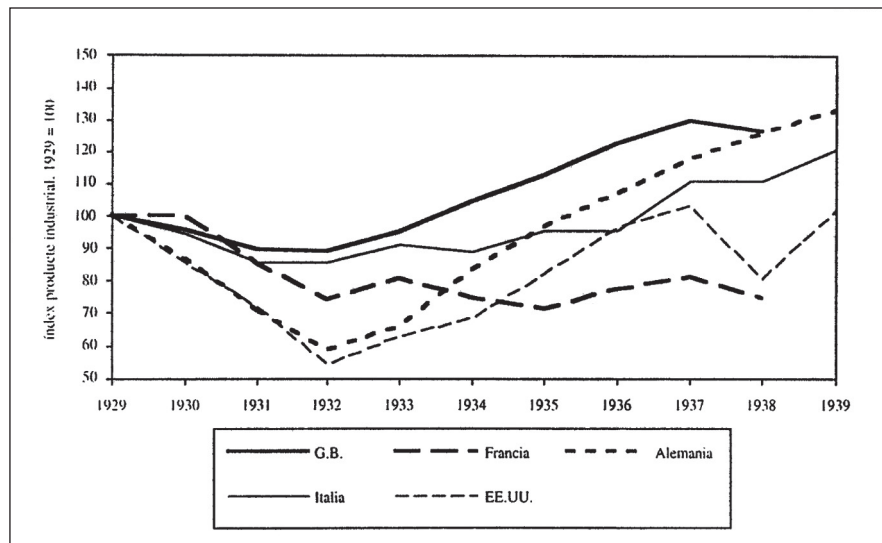
Gráfico 1. El crac bursátil durante la Gran Depresión



Fuente: KINDLEBERGER (1973).

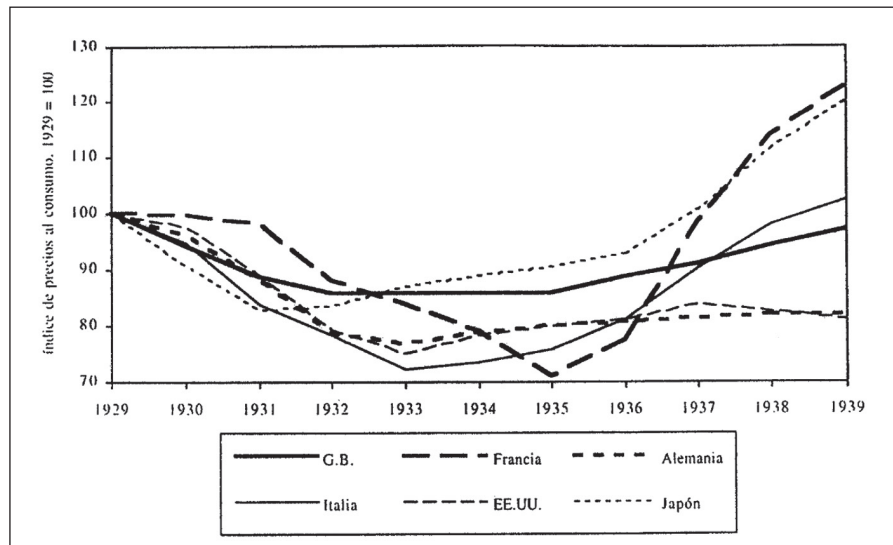
Gráfico 2. Indicadores de la Gran Depresión

A) La caída del producto industrial



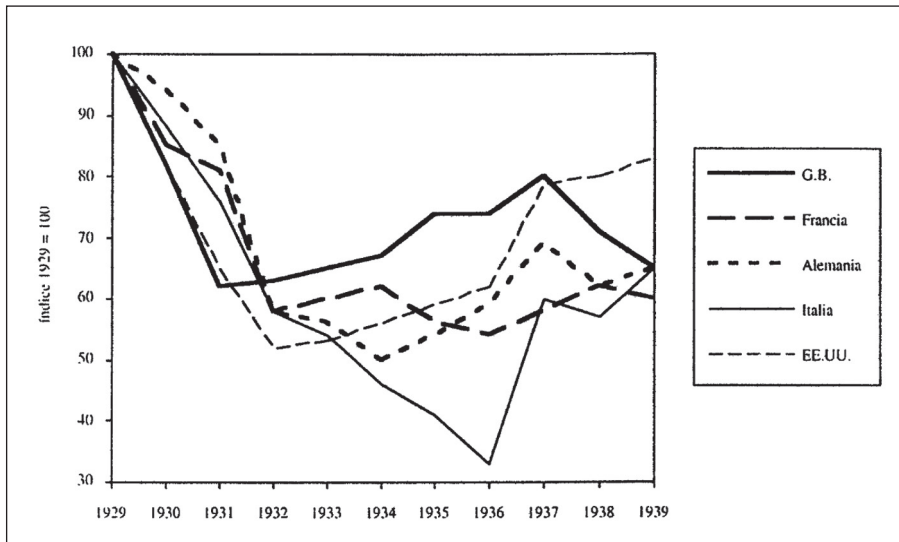
Fuente: B. R. MITCHELL, *International Historical Statistics*. MACMILLAN, Londres y Basings-toke, 1992. (Europe, pp. 409-415; The Americans and Australia, pp. 393-398).

B) La deflación de los precios durante la Gran depresión



Fuente: A. MADDISON, *Historia del desarrollo capitalista...*, op. cit. pp. 201-202.

C) Las exportaciones durante la Gran Depresión. 1929-1939



Fuente: TEMIN (1976).

3. LA ESTANFLACIÓN

La crisis de los años setenta tiene dos fechas de arranque. La primera, la noche del 15 de agosto de 1971 cuando el presidente Richard Nixon, en un discurso de cariz nacionalista y de manera unilateral, anunció la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro. Significó el fin de la estabilidad monetaria y el inicio de una etapa de flotación de los tipos de cambio. Un golpe de muerte al sistema monetario internacional nacido de los acuerdos de Bretton Woods en el ya remoto año de 1944. La segunda, el 16 de octubre de 1973, cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), creada en 1960, anunció una subida de los precios del crudo que duplicaban los existentes hasta entonces. El encarecimiento del petróleo significó el fin de un mundo basado en la energía barata, el *input* más estratégico de las economías industrializadas.

Durante veinte años, la economía mundial había gozado de una salud excepcional. Las décadas de 1950 y 1960 fueron un período de notable crecimiento de la producción, el empleo y el comercio mundiales, en un ambiente de estabilidad de precios que propició avances en el proceso de convergencia real a nivel mundial. El excepcional crecimiento de aquellos dos decenios fue fruto de una combinación de factores quizá única en la historia: un deseo generalizado de progreso y de superación de las penalidades causadas por la Gran Depresión y la guerra mundial; una atmósfera de cooperación internacional impulsada por

Estados Unidos; la estabilidad monetaria y financiera propiciada por los convenios de Bretton Woods; avances en la productividad vinculados a fuertes inversiones en tecnología y en capital humano, y la intervención del Estado. En Europa occidental, un factor adicional de indudable empuje fue la creciente integración de sus sectores productivos, iniciada con la constitución de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero en 1951 y que se aceleró con la formación del Mercado Común en 1959. No parece difícil entender la razón por la cual se ha calificado este período como la «edad dorada» del capitalismo internacional; una época que por su carácter excepcional cabe calificar de milagrosa y por lo tanto irrepetible (4).

Se trató de un mundo sin crisis financieras en el que parecía que se había alcanzado un crecimiento sostenido. Un mundo dominado por una geopolítica surgida tras la guerra mundial que aseguraba la estabilidad del sistema a través de la cooperación internacional con la idea de evitar la volatilidad y las rivalidades de los años treinta (5). Un capitalismo que hacía compatible el mercado (la iniciativa privada) con la participación y regulación económica estatal. Un capitalismo coordinado, como lo ha denominado Eichengreen (2007), que descansaba en la colaboración de los grupos organizados de intereses.

Durante la «edad dorada» Europa occidental construyó el Estado de Bienestar. El gasto público total que representaba el 25% del PIB a comienzos de la década de 1950 alcanzó el 30% en 1960 y se aproximó al 40% en 1970. La ampliación de las funciones del Estado se realizó a través de múltiples vías, tal como regulaciones e intervenciones, subvenciones e impuestos y extensión de los servicios públicos. Como escribió Luis Angel Rojo (1986) en un texto espléndido «los gobiernos europeos se propusieron desarrollar políticas de pleno empleo y programas sociales que extendieron más allá de la seguridad social y que llevaran las políticas distributivas a ámbitos tan variados como los mercados de trabajo, la vivienda y la educación; (aspiraban) a establecer una democracia a través de políticas que pusieran a los individuos al abrigo de las penalidades resultantes del libre juego de las fuerzas del mercado; se trataba de ofrecer a los ciudadanos una protección frente a la enfermedad, la invalidez, la vejez y el desempleo; se pretendía hacer de una renta y de un consumo razonables un derecho incondicional de los individuos; se intentaba reducir la desigualdad mediante programas públicos de amplia cobertura, generosos en sus beneficios y en las condiciones exigidas para convertirse en beneficiarios; y se extendía la política social a ámbitos múltiples, con un conflicto continuo sobre el papel relativo que debería concederse al mercado y a la política en los procesos distributivos». Se confiaba, además, «que en contra de lo que habían afir-

(4) Una magnífica descripción de estos años y de sus principales rasgos en BARCIELA (2005): 340-389. Para el caso particular de Europa, contamos con el sugerente texto de ZAMAGNI (1992): 103-122 y con el libro de EICHENGREEN (2007): capítulos 6 y 7.

(5) En el papel de la geopolítica ha insistido MARICHAL (2010): cap. 3.

mado los liberales clásicos, la mayor igualdad y la protección social a los ciudadanos apoyarían la eficacia; es decir, se creía que la construcción del Estado de Bienestar sería positiva para el avance de la productividad y para el crecimiento económico».

La edad dorada llegó a un brusco e inesperado final en los primeros años de la década de 1970. Con excepción de las economías asiáticas, sin Japón, los ritmos de crecimiento del PIB y del producto por habitante quedaron por debajo de los registrados en las dos décadas precedentes. Los niveles de desempleo aumentaron considerablemente y las tasas de inflación y los desequilibrios externos llegaron a alcanzar niveles desconocidos. Se detuvo el proceso de convergencia real y se ahondaron las diferencias entre países ricos y pobres (6).

El primer detonante de la crisis estalló en el verano de 1971, cuando Estados Unidos abandonó la relación fija entre el dólar y el oro. Las razones de esta decisión se encuentran en su creciente desequilibrio exterior. La escalada en la guerra del Vietnam y sus necesidades de financiación ampliaron el déficit presupuestario americano; la subsiguiente expansión monetaria y sus secuelas inflacionistas deterioraron la posición competitiva de la economía americana. La balanza de pagos por cuenta corriente que hasta entonces se había saldado con superávit dejó paso a un déficit en aumento desde 1968 y que en 1971 alcanzó la cifra de 30.000 millones de dólares. Las presiones sobre la cotización de la divisa americana se hicieron insostenibles (7).

En el mes de agosto, Estados Unidos suspendió la convertibilidad de su moneda, abriendo con ello un boquete por el que se colaron nuevas tensiones en las relaciones monetarias internacional. El Acuerdo Monetario de Washington, firmado el 18 de diciembre de 1971 en el Smithsonian Institute, condujo a la primera devaluación oficial del dólar desde 1933; el precio de la onza de oro *troy* se elevó desde los \$35 hasta los \$38. En un intento por limitar las oscilaciones cambiarias los seis países miembros del Mercado Común se comprometieron a intervenir cuando los cambios rebasaran bandas de fluctuación previamente acordadas; nació así la denominada «serpiente monetaria». En mayo de 1972 se adhirieron a la «serpiente» tres nuevos miembros: Reino Unido, Irlanda y Dinamarca. El reptil murió pronto infectado por el mal de las balanzas de pagos: en el mes de junio, los tres países de reciente ingreso en la entonces Comunidad Europea se desvincularon del «Smithsonian Agreement» y dejaron en libre flotación sus monedas (8). Poco después los ataques especulativos se dirigieron contra todas las monedas europeas y también contra el yen y el dólar.

(6) SEGURA (2005): 391-432. El origen de la crisis también en ROJO (1976), EICHEGREEN (2007) y MARICHAL (2010).

(7) Además, durante la década de 1960 las economías de los países desarrollados recortaron la brecha de productividad respecto a Estados Unidos, lo que también contribuyó a la pérdida de competitividad de su economía.

(8) Un repaso de los problemas de balanza de pagos en Europa y el colapso de Bretton Woods en EICHENGREEN (2007), cap. 8.

En febrero de 1973, Italia salió de la serpiente y el día 10 Japón desligó el yen de la moneda americana y cerró su mercado de divisas. El clímax se alcanzó el 12 de febrero cuando se produjo la segunda devaluación del dólar: el precio de la onza *troy* subió hasta los \$42,2. En el mes de marzo los mercados divisas estuvieron cerrados unos días y cuando reabrieron se desataron los ataques especulativos pese a la realineación de las paridades cambiarias. El gráfico 3 resulta más expresivo que cualquier posible comentario: las economías abandonaron la confortable atmósfera de los tipos de cambio fijo por el incierto mundo de los tipos de cambio flexible, cuyas fluctuaciones fueron más violentas de lo que cabría haber imaginado.

El segundo de detonante de la crisis fue el encarecimiento del petróleo. En 1973 el cártel de productores constituido en torno a la OPEP duplicó el precio del crudo que se había mantenido las dos décadas anteriores en niveles muy estables en torno a los 2-3 dólares por barril (gráfico 4). El súbito encarecimiento de la energía, acompañado del incremento de los precios de los alimentos y de otras materias primas implicó que las tasas anuales de inflación en los países de la OCDE pasaran del entorno del 4% a la zona de dos dígitos. Los países importadores de crudo experimentaron fuertes déficits de sus balanzas de pagos, que en el caso de los países en desarrollo trajeron consigo aumentos de su endeudamiento externo y en el de los desarrollados provocaron un retroceso en la actividad productiva. Apareció el espectro del estancamiento con inflación, que se bautizó como «estanflación», un escenario tan novedoso como desconcertante.

El cuadro 1 muestra el contraste entre los dos períodos. Las tasas absolutas y relativas en todas las zonas para el segundo son ostensiblemente más bajas que para el primero, salvada la excepción asiática. Frente a la media del 5% registrada en 1950-1973, para las dos décadas posteriores la media de crecimiento del PIB se situó en torno al 2,5%. En los países desarrollados el cambio de coyuntura fue particularmente brusco, como pone de relieve el cuadro 2, donde observamos caídas del PIB de signo negativo para 1975, tasas de inflación que se acercaron o superaron el 10%, tipos de interés al alza y tasas de paro que doblaban las existentes antes de la crisis. La «estanflación» se prolongó casi una década, y no fue hasta la segunda mitad de los ochenta cuando en los países desarrollados se moderaron las tensiones inflacionistas y se pusieron las bases para la recuperación

Como ocurriera en los años de la Gran Depresión, los agentes económicos, consumidores, productores, empresarios, asalariados y responsables políticos tardaron en reaccionar. Como explicó Rojo (1986), la respuesta ante los retos planteados había de orientarse a contener y doblegar los impulsos inflacionistas y los desequilibrios exteriores; a adaptar los salarios reales a los requerimientos de un avance más lento de la productividad y del deterioro registrado en las relaciones reales de intercambio con el resto del mundo para contener así la caída de las tasas de beneficios, la contracción de la demanda de inversión y el

retroceso del empleo; y a facilitar, en fin, las adaptaciones de la estructura productiva impuestas por las variaciones registradas en los precios y los costes relativos y en el esquema internacional de ventajas comparativas.

Los responsables políticos no optaron por aplicar un tratamiento de choque que habría exigido aceptar que el aumento del precio del crudo implicaba una reducción de la renta real de los importadores de petróleo, lo cual a su vez habría implicado adoptar una política monetaria restrictiva y menores déficits públicos. Nadie estuvo dispuesto a pagar el coste político de esta estrategia, bien porque se pensaba que las perturbaciones eran transitorias y pasarían pronto, bien porque no se apreciaba adecuadamente su profundidad, bien porque se creía, de manera ilusa, que era posible afrontar la crisis por vías no dolorosas. Los gobiernos pusieron en práctica medidas tendentes a evitar los costes sociales de los ajustes económicos. Temerosos, los gobernantes de los países industriales se resistieron a trasladar a sus electores las consecuencias del alza de los precios de las materias primas. Por su lado, los agentes económicos privados se resistieron a aceptar que el cambio de circunstancias era profundo y duradero. Solicitaron medidas de protección y compensaciones a la pérdida de capacidad adquisitiva. Exigieron que los gastos sociales se mantuviesen, que la cobertura por desempleo se ampliase, que el aumento de los salarios no quedara por debajo de la tasa de inflación, que los sectores y empresas con dificultades recibiesen subvenciones para mantener su actividad, que se redujeran los impuestos y las cotizaciones sociales y que, si era preciso, se adoptasen controles de precios. Nadie quiso entender que era imposible paliar la pérdida impuesta por el empeoramiento de la relación real de intercambio. Predominaron actitudes acomodaticias y se pospusieron las políticas de ajustes. Como también recuerda Rojo, pese a la constatación de que la inflación y los déficits iban paralelos a la caída de la actividad y el aumento del desempleo y erosionaban la productividad, no se implementaron políticas de demanda activa. Por eso, la década de los setenta acabó sin que se atisbara un horizonte propicio para vuelta al crecimiento y la estabilidad. La inflación media en los países de la OCDE superó el 10%, los ingresos fiscales se redujeron en términos reales y los déficits públicos se agravaron. Los países importadores de petróleo y otras materias básicas incurrieron en crecientes desequilibrios de balanza de pagos por cuenta corriente, con el consiguiente aumento de sus deudas exteriores y la tasa de desempleo subió sin descanso, como puede observarse en el gráfico 5. Se perdió casi un sexenio hasta que la realidad, tozuda como siempre, se impuso.

La realidad apareció en forma de un nuevo encarecimiento de los precios del petróleo en 1979. El incremento fue brutal: el barril se situó en el entorno de los 30 dólares y cerca de los 40 dólares en 1981 con la guerra entre Irán e Iraq. Este segundo choque resultaba difícil evitarlo y los ajustes se hicieron urgentes. Era preciso dejar la ilusión de un lado y hacer un pacto con la realidad. Se tenía la experiencia y la fehaciente constatación de que los resultados

económicos de las políticas adaptativas no habían servido de nada; también la constatación de que quizá el sector público no tenía la capacidad para influir eficazmente sobre el crecimiento de las economías. Y que la triada inflación, déficit presupuestario y déficit de balanza de pagos, de mantenerse, era garantía de desastre. Acabar con ella surgió como objetivo central de la nueva política económica. Al mismo tiempo se tomó conciencia de que era preciso una reducción de las incertidumbres que rodeaban a los agentes económicos, un reforzamiento de los incentivos, una mejora de la rentabilidad de las economías, una flexibilidad mayor de los mercados, la eliminación de monopolios e intervenciones ineficientes y costosos; en definitiva, acometer los ajustes productivos pendientes.

El choque de 1979 coincidió con un giro conservador en la política mundial. Margaret Thatcher se alzó con una sonora victoria electoral en 1978 en el Reino Unido y Ronald Reagan llevó al Partido Republicano a la Casa Blanca en 1980. La influencia de ambos líderes en el resto del mundo es difícil de exagerar. Ambos abanderaron un cambio de estrategia económica de largo alcance en la que el sector público, esto es, el tamaño y funcionamiento del Estado, eran parte del problema y no parte de la solución.

En el plano teórico la década de los ochenta también supuso una revisión de los principios o bases sobre los que se había asentado la política económica de la edad de oro. Julio Segura (2005) sostiene en un trabajo esclarecedor que para entonces el análisis económico había aportado abundante evidencia de que la célebre curva de Philips carecía de sustento empírico robusto; no podía confiarse en el *trade off* o sustituibilidad entre inflación y paro, por lo que las políticas discrecionales de demanda tenían efectos muy limitados, cuando no negativos, sobre el crecimiento y el empleo. Esto quería decir que no se podían mejorar los niveles de empleo a cambio de permitir elevaciones de precios, pues el empleo no era una variable nominal sino que estaba determinado por factores reales. Debía desecharse la idea de que las políticas de demanda —fiscal y monetaria— pudiesen por sí solas promover el crecimiento. La política económica debía concentrarse en asegurar el funcionamiento eficiente de los mercados y crear las condiciones de estabilidad que favorecieran el crecimiento sostenido de la economía. Para ello la nueva ortodoxia proponía un Estado menos intervencionista, más pequeño y con menor capacidad discrecional. Un Estado sometido a reglas de comportamiento estrictas y conocidas por los agentes de manera que pudiesen incorporarlas a sus decisiones económicas.

Las políticas de demanda debían ser neutrales. La monetaria, dirigida por bancos centrales independientes del poder político, debía orientarse a reducir y controlar la inflación y debía evitar cambios no anticipados de los tipos de interés y expansiones o contracciones de la cantidad de dinero por encima o por debajo de la tasa de crecimiento real del PIB. La política fiscal debía ser neutral, no penalizar el ahorro ni la inversión y buscar la eficiencia más que la equidad.

El gasto público debía contenerse, e incluso disminuirse, para aliviar la carga de los contribuyentes, incrementar su renta disponible y permitirles una mayor libertad en la forma de asignar sus recursos. Era preciso poner límites al Estado de Bienestar y dejar que los agentes privados asumieran mayor responsabilidad en la manera de distribuir su renta individual.

El protagonismo debía recaer en el mercado y para ello debían eliminarse los obstáculos que impedían su funcionamiento. Se trataba de reducir la excesiva intervención y regulación estatales características de épocas anteriores y atenerse al principio de subsidiaridad: el sector público solo debía hacer aquello que demostrara que hacía mejor que la iniciativa privada. Lo que se denominó políticas de oferta consistía en medidas tendentes a desregular los mercados de trabajo y de capitales; en la eliminación de controles cuantitativos al crédito y de los límites a los tipos de interés; en la liberalización de los mercados de bienes y servicios y del comercio internacional; en la desaparición de controles de cambios y barreras arancelarias de toda índole. Y conforme con el principio de subsidiaridad, las políticas de oferta incluían también la privatización de empresas públicas, cuyo aumento en las décadas anteriores había sido desmedido, estaban políticamente contaminadas y eran nidos de ineficiencia y despilfarro. Devolverlas al sector privado se consideraba ineludible para reducir el déficit del sector público.

Los resultados de la reorientación de la política económica y de las reformas estructurales se cosecharon con lentitud y de manera desigual. La reducción de la inflación fue el primer fruto y el que antes se logró; a mediados de los ochenta parecía domeñada en una buena parte de las economías de la OCDE. Las tasas de crecimiento desde principios de los noventa reflejaban que la actividad económica se recuperaba; la palabra «estanflación» cayó pronto en el olvido. Las cifras del cuadro 3, que cubre la última década del siglo XX y los primeros años del XXI, no sugieren un regreso a la «edad de oro», pero sí muestran un retorno generalizado al crecimiento, si bien con notables discrepancias regionales. La inflación sí se redujo, como hemos dicho, pero el desempleo se mantuvo en niveles altos, por encima del 10% de la población activa, convirtiéndose, al menos en Europa, en uno de sus principales problemas políticos y económicos. Su resolución tardaría en llegar y para ello fue preciso que los mercados laborales se flexibilizaran y que las variaciones de los costes laborales se acompañaran con las ganancias de productividad (9).

Al igual que ocurriera tras la Gran Depresión, la crisis de los setenta acabó con el paradigma teórico dominante desde la segunda guerra mundial. El pensamiento de Keynes, que había orientado la política económica durante cuarenta años, fue reemplazado por doctrinas alternativas que parecían explicar mejor

(9) ROJO (1986) insiste en que el paro fue el más resistente de los problemas económicos en Europa. En Europa la tasa de desempleo registrado a finales de la década de los noventa andaba aún por encima del 8%, frente al 2,2% treinta años antes (EICHENGREEN, 2007: 264).

la nueva realidad. Los modelos macroeconómicos inspirados en la Teoría General se mostraron incapaces o poco útiles para dar cuenta de la «estanflación», ese fenómeno extraño que combinaba estancamiento con inflación y con desempleo. El desplazamiento de las explicaciones de demanda por las que descansaban en las condiciones de la oferta orilló el legado del de Cambridge. Los modelos keynesianos no funcionaban porque no consideraban los comportamientos microeconómicos de los agentes participantes en los mercados, algo esencial para poder comprender los efectos de las políticas económicas. Surgieron propuestas alternativas que incorporaban la hipótesis de mercados eficientes, autorregulados, que no requerían intervenciones públicas que distorsionaban la asignación de los recursos. También hipótesis sobre el funcionamiento agregado de la economía que pivotaban sobre la idea de la racionalidad de los agentes, familias y empresas. La hipótesis de las «expectativas racionales» sugiere que cuando los agentes económicos disponen de toda la información relevante sus decisiones conducen al óptimo y por ende a equilibrios con mayores niveles de renta. No era preciso, pues, un Estado benefactor; las decisiones debían dejarse en mano de los particulares, es decir, del sector privado. La crisis de los setenta puso en tela de juicio el papel del Estado. Era demasiado grande y su actuación presentaba demasiadas ineficiencias. Con tanto sector público que cubría todos los riesgos posibles de los agentes económicos, el mercado había perdido flexibilidad para adaptarse a las circunstancias de un mundo cambiante. Era preciso eliminar rigideces, controles y regulaciones: volver a la economía libre de mercado.

Cuadro 1. PIB y PIB por habitante, 1950-1973 y 1973-1992. En porcentajes

	PIB		PIB por habitante	
	1950-1973	1973-1992	1950-1973	1973-1992
África	4,5	2,6	1,8	-0,4
Asia	5,2	5,7	2,6	3,6
(Japón)	(9,2)	(3,8)	(8,0)	(3,0)
(China)	(5,1)	(6,7)	(2,9)	(5,2)
Europa occidental	4,6	2,0	3,8	1,7
Europa del sur	5,8	3,0	4,8	1,0
Europa del este	5,0	-0,4	4,0	-0,8
América Latina	5,2	2,7	3,4	0,6
Estados Unidos	3,9	2,5	2,4	1,3

Fuente: Maddison (1995).

Cuadro 2. La crisis en los países industrializados. Cifras en porcentajes

	Crecimiento PIB		Inflación anual		Déficit público/PIB		Tipo interés		Tasa paro	
	1973	1975	1973	1975	1973	1975	1973	1975	1973	1975
Estados Unidos	5,8	-0,3	5,5	8,1	-0,2	-5,2	4,5	6,0	4,9	8,5
Japón	8,0	3,1	11,1	11,3	0,5	-2,8	4,3	6,5	1,3	1,9
Alemania	4,8	-1,3	6,5	6,0	1,2	-5,6	4,0	6,0	0,8	3,3
Francia	5,4	-0,3	7,4	11,8	0,6	-2,3	7,5	8,0	2,7	4,0
Reino Unido	7,3	-0,7	8,5	23,3	-2,7	-4,6	6,8	10,6	2,2	3,2

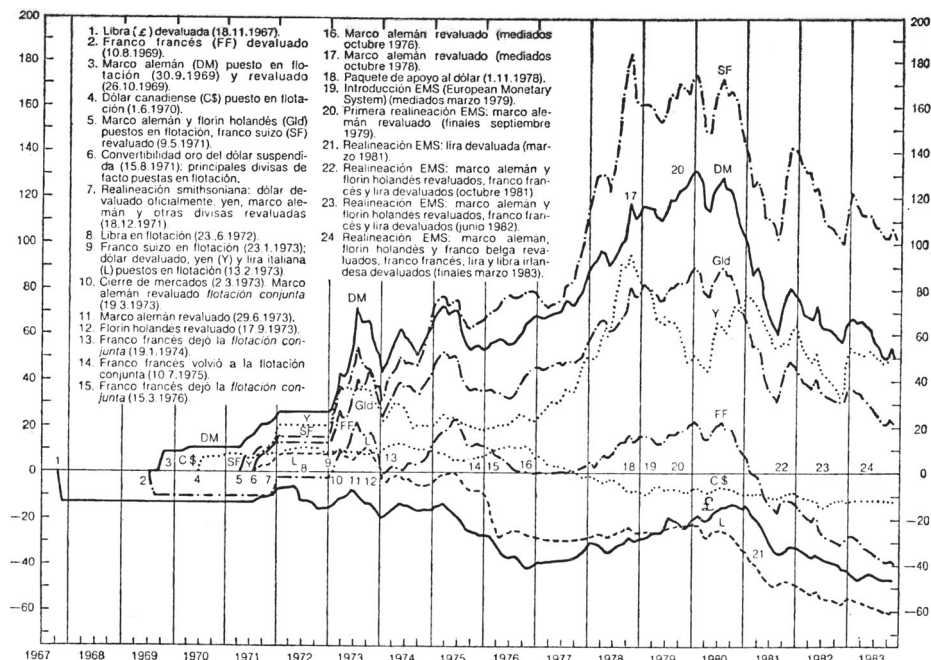
Fuente: Segura (2005): p. 404.

Cuadro 3. PIB y PIB por habitante, 1993-2002. Tasas de crecimiento medio anual, en porcentajes

Región	PIB	PIB por habitante
Mundo	2,7	2,0
Asia este y Pacífico	6,7	6,3
Europa y Asia central	1,4	1,2
Unión Europea	2,1	2,0
América Latina y Caribe	2,2	0,9
Asia sur	5,5	3,6
Africa subsahariana	3,2	0,7
Estados Unidos	3,3	1,8
Japón	0,8	0,4
Rusia	0,0	-0,2
China	8,9	8,0

Fuente: Banco Mundial (2002).

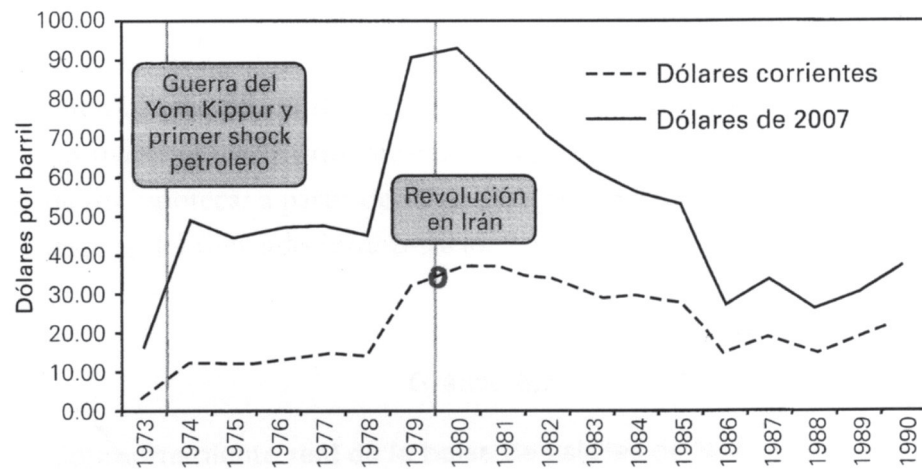
Gráfico 3. Tipos de cambio frente al dólar (*)



(*) Desviaciones porcentuales con respecto a las paridades del dólar en octubre de 1967.

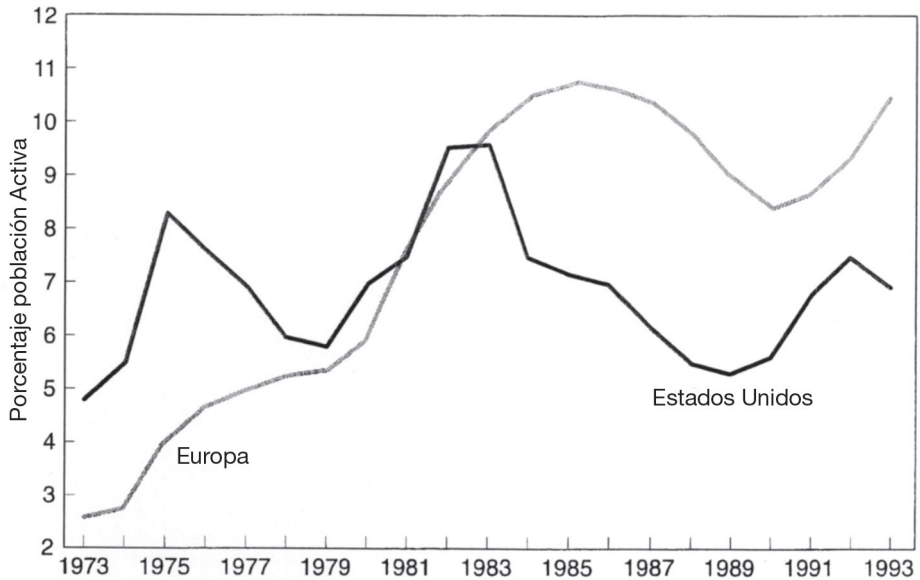
Fuente: VAN DER WEE (1984).

Gráfico 4. Evolución del precio del barril de petróleo, 1973-1990



Fuente: MARICHAL (2010).

Gráfico 5. Tasa de desempleo en Europa y en Estados Unidos. Porcentajes de la población activa



Fuente: EICHENGREEN (2007).

4. CAÍDA LIBRE

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

En la actualidad, estamos inmersos en una profunda crisis económica con raíces financieras en la que millones de personas han perdido sus empleos en todo el mundo y cientos de miles de familias han sufrido un descenso de sus ingresos y una reducción en el valor de sus patrimonios. Se trata de un fenómeno global, la primera crisis del siglo XXI: la Gran Recesión. Su final es aún

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

El comienzo de la Gran Recesión cabe retrotraerlo al verano de 2007, cuando la economía mundial detuvo bruscamente su marcha ascendente. El epicentro de los problemas lo encontramos, otra vez, en Estados Unidos, y su origen hay que buscarlo, como en ocasiones anteriores, en los excesos cometidos en años anteriores. Las causas remotas de los problemas hay que rastrearlas en varios lugares (10). Primero en el descenso acelerado del precio del dinero tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001. Los tipos de interés cayeron del 6,5% a menos del 2% en 2004, lo cual estimuló una fuerte demanda de crédito que empresas y familias canalizaron hacia el sector de la construcción. Las entidades financieras, libres de las regulaciones a las que habían estado sometidas en décadas anteriores y sumidas en un intenso proceso de innovación de sus instrumentos y técnicas operativas, fueron el mecanismo clave de la formación de la burbuja inmobiliaria. Con amplias disponibilidades líquidas, propias o captadas en los mercados monetarios, ampliaron sobremanera los préstamos hipotecarios y los comerciales sin una adecuada valoración de los riesgos y en ocasiones sin las debidas garantías. Los bancos y las compañías hipotecarias asumieron riesgos excesivos y permitieron a los propietarios y beneficiarios de los créditos contraer más deuda de la que su solvencia aconsejaba. Se produjo al mismo tiempo un crecimiento de las hipotecas de alto riesgo, «subprime» (hipotecas de segunda clase o hipotecas basura), un segmento del mercado con una morosidad elevada, pero de alta rentabilidad (11). Y así, los menores costes y la facilidad para contratar hipotecas en todos los segmentos del mercado impulsaron el precio de la vivienda al alza, que prácticamente se dobló entre 2000 y 2006.

El segundo ingrediente de la crisis está relacionado con la liberalización del sistema bancario y la desregulación de los mercados financieros. En 1999, la administración Clinton aprobó la Financial Service Modernization Act, derogando la vetusta ley Glass-Steagall, que separaba las entidades de depósito,

(10) Existe ya una amplia literatura sobre los orígenes de la actual crisis financiera. Lo que sigue es un resumen tomado de KRUGMAN (2008), DE LA DEHESA (2009), Analistas Financieros Internacionales (2009), TORTELLA y NÚÑEZ (2010), MARICHAL (2010) y STIGLITZ (2010), de quien se toma el título de la sección. También MARTÍN-ACEÑA y PONS (2011).

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

sometidas a una estricta regulación y dedicadas al descuento y crédito comercial, de los bancos inversión, que debían captar sus fondos en el mercado de capitales (12). Con esta medida, unas y otros podían obtener recursos en los mismos mercados y destinarlos a empleos sin restricción alguna de plazos y sin tener diferenciada la naturaleza de sus inversiones. De manera simultánea se produjo la aparición de nuevas técnicas financieras, como las titulaciones, y de nuevos instrumentos, como los derivados de crédito (también denominados productos estructurados).

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

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

(12) Recordemos que la ley Glass-Steagall formó parte del conjunto de las disposiciones que integraron el New Deal.

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

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

El equilibrio descansaba en el mantenimiento de dos pilares: crédito barato y precio de la vivienda al alza. Cualquier modificación haría tambalearse el sistema. Y eso fue lo que pasó. A finales del año 2004 los tipos de interés comenzaron a subir y continuaron subiendo hasta alcanzar un *plateau* en 2005-2006 en torno al 5,5%. La subida encareció las hipotecas y puso en aprieto a los prestatarios. Creció la morosidad, particularmente en el segmento «subprime», aunque de manera rápida se trasladó al resto del mercado. Por su lado, los precios de la vivienda alcanzaron un punto máximo en el año 2006 y en el primer trimestre de 2007 iniciaron un descenso imparable. Con la morosidad creciente y los precios de la vivienda bajando el valor de los títulos con respaldo hipotecario empezó a caer en picado.

En marzo de 2007, Household Finance Corporation, filial del banco británico HSBC que operaba en el mercado hipotecario estadounidense, registró pérdidas millonarias. El 2 de abril, New Century Financial, operadora hipotecaria americana, se declaró en quiebra. En mayo, el USB (Union de Banque Suis-ses) se vio obligado a cerrar un fondo de administración de patrimonios que había adquirido activos hipotecarios en Estados Unidos. A finales de julio, un banco de negocios alemán, IKB, admitió tener serios problemas de liquidez debidos a su previa adquisición de activos estructurados en grandes cantidades. El 9 de agosto, el francés BNP anunció la suspensión de tres de sus fondos de

inversión por «completa evaporación de liquidez». Ante la acumulación de dificultades, en esta última fecha el Banco Central Europeo inició una serie de inyecciones extraordinarias de liquidez en un intento de contener la todavía incipiente crisis.

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

Los problemas se agravaron en el otoño. El 14 de septiembre se conoció la suspensión de pagos del banco británico Northern Rock, entidad especializada en créditos hipotecarios, pero que se había financiado de manera heterodoxa a corto plazo para invertir en títulos y créditos a largo plazo. La insolvencia condujo a una crisis de liquidez que forzó la intervención del Banco de Inglaterra, y ante la persistencia de la desconfianza el Gobierno se vio obligado a comprar la entidad. Casi al mismo tiempo quebró otro fondo de Londres, el Cheyne Capital, especializado en activos estructurados; y un banco alemán, Sachsen LB, tuvo que ser rescatado con ayuda del Gobierno de Berlín. Y al otro lado del Atlántico, Lehman Brothers, el centenario banco de inversión neoyorquino anunció el cierre de su filial de crédito hipotecario. Ese mismo otoño el grupo Citigroup admitió tener elevadas pérdidas, procedentes no solo de sus operaciones en derivados, sino también por hipotecas y tarjetas de crédito impagadas y por préstamos a empresas en dificultades. Más grave era la situación de Merrill Lynch, una de las sociedades más antiguas de Wall Street, con inversiones irrecuperables e incapaz de hacer frente a sus acreedores. A finales de 2007 el Fondo Monetario Internacional estimó en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión.

Durante la primera mitad de 2008 continuó la acumulación de desastres financieros: agentes e instituciones hipotecarias cerraban tras declararse en quiebra, mientras que *hedge funds* independientes o vinculados a bancos comerciales reconocían tener enormes agujeros patrimoniales. El gran sobresalto se produjo el viernes 14 de marzo de 2008, cuando Bear Stearns —entidad fundada en 1923, con una larga y brillante historia y una sólida reputación— se declaró en estado de virtual bancarrota: sus acciones se desplomaron un 90% en menos de una semana. La insolvencia de varios de sus *hedge funds* amenazó la estabilidad de la propia casa matriz. Cuando comenzaron a circular rumores sobre la falta de liquidez de sus filiales en el mes de febrero de 2008, sus acreedores reclamaron sus deudas a las cuales no pudo hacer frente. Como se

trataba de un banco de inversión, la Reserva Federal no pudo ayudarlo directamente y la solución, para evitar su colapso, se encontró en J.P. Morgan, que compró sus acciones a precio de remate: dos dólares (13). La operación contó con el apoyo de la Reserva Federal que se comprometió a garantizarla con 30.000 millones de dólares. Poco después, el 13 de julio el segundo banco hipotecario más importante de los Estados Unidos, el InddyMac, fue intervenido por el Gobierno. Dos días más tarde, ante el temor de que las dos grandes hipotecarias, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), pudieran hundirse el Gobierno les ofreció un apoyo sustancial, ya que estas dos firmas poseían la mitad de las deudas hipotecarias del país. La ayuda no fue suficiente y el 7 de septiembre de 2008 fueron intervenidas.

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

Lehman aceleró la quiebra de la American International Group (AIG), una de las compañías de seguro más grandes del mundo, con problemas financieros desde mediados de 2007. Sus gestores habían asegurado productos estructurados que incluían activos tóxicos e invertido sus reservas obligatorias en derivados de alto riesgo. Su desequilibrio patrimonial era gigantesco. El Gobierno Federal consideró que dado el tamaño de la compañía su quiebra constituía un peligro y el 16 de septiembre la Reserva Federal tomó la decisión de acudir a su rescate otorgándole una serie de préstamos de emergencia.

La crisis de insolvencia de unos pasó a ser una crisis de liquidez del sistema y después de insolvencia de muchos. El día 18 de septiembre, seis de los principales bancos comerciales del mundo anunciaron la adopción de medidas coordinadas para hacer frente a la falta de liquidez de los mercados financieros. Y el 19 de septiembre, después de tres lunes negros seguidos en los que la Bolsa de Nueva York cayó de manera estrepitosa, el Departamento del Tesoro lanzó la iniciativa de la Ley de Estabilización Económica, conocida como Plan Paulson, la puesta a disposición de la economía de un paquete fiscal amplio de 700.000 millones de dólares. Una parte del rescate se destinó a comprar deuda de alto

(13) Posteriormente, el precio se fijó en diez dólares por acción.

riesgo o tóxica; se trató de la Troubled Assets Relief Program (TARP), aprobada el 3 de octubre.

En Europa, los acontecimientos fueron igualmente dramáticos. A los problemas mencionados de 2007 se vinieron a sumar otros en 2008. En el Reino Unido, tras la nacionalización de Northern Rock, el HBOS fue rescatado por Lloyds TSB con el apoyo del Gobierno; un medida de mayor calado fue la virtual nacionalización del Royal Bank of Scotland (RSB), una de las mayores entidades financieras del mundo. En otoño, la crisis había saltado al continente y aparecieron los problemas en gigantes financieros como Fortis, ING, Hypo Real State, Dexia, Bradford & Bingley que obligó a los gobiernos europeos a diseñar fórmulas de urgencia para evitar su quiebra y con ello el colapso del sistema financiero (14).

La traslación de la crisis financiera al sector real ha discurrido por varios canales. Los bancos y sus sociedades paralelas, con altos niveles de endeudamiento, escaso capital y activos deteriorados, se han visto obligados a restablecer su equilibrio patrimonial y deshacerse de sus valores tóxicos. Las ayudas públicas les han salvado de la quiebra, pero no han sido suficientes para producir el saneamiento sus balances. Para ello han tenido que reforzar su base de capital y reajustar la igualdad entre sus activos y pasivos. El resultado ha sido una disminución drástica del crédito al sector privado (empresas y familias) y una reorientación de sus inversiones hacia títulos líquidos como los bonos del Tesoro y la deuda del Estado. La contracción del crédito ha tenido un efecto directo y devastador sobre la actividad económica. Una segunda vía de traslación ha sido a través del denominado «efecto riqueza». El descenso del precio de los activos inmobiliarios y de la riqueza financiera (acciones, obligaciones, fondos de inversión, fondos de pensiones) ha reducido el patrimonio de las familias y de las empresas que han disminuido sus niveles de consumo y de inversión. Ahora son menos ricos y disponen, por tanto, de una menor capacidad de gasto. También son menos solventes, en particular aquellos que contrataron hipotecas y tomaron a préstamos dinero para financiar sus compras de bienes en la fase del ciclo alcista. Menos solvencia significa menor capacidad para obtener financiación y también menor capacidad de gasto. Por su lado, las familias no endeudadas han elevado sus niveles de ahorro para defenderse de las contingencias futuras que pudiera afectarles, como la pérdida del empleo o la reducción de sus ingresos. En ambos casos ello ha redundado aún más en un descenso del consumo, el componente más importante del gasto agregado de una economía.

La incertidumbre provocada por propia crisis ha abierto un tercer camino a través del cual la actividad económica se ha ralentizado. Las expectativas de los empresarios se han deteriorado y ha cundido el pesimismo. La caída de las co-

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

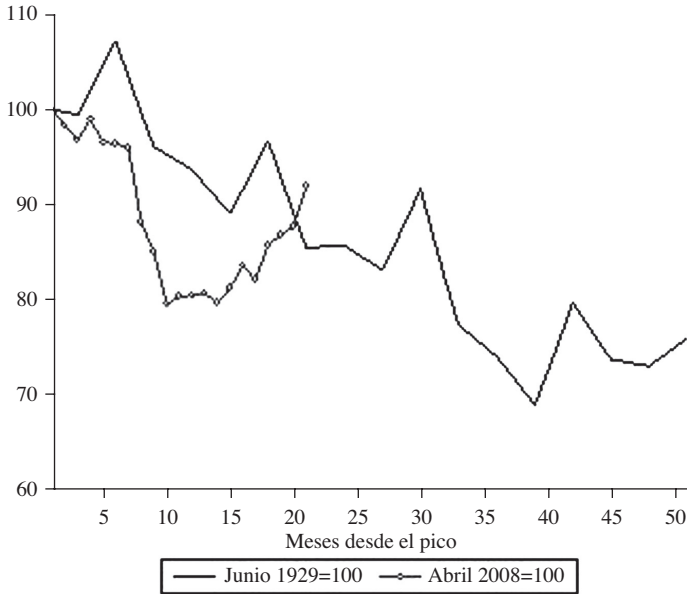
tizaciones bursátiles desincentiva la colocación de nuevas emisiones y el descenso del precio de los activos envía señales negativas. La consecuencia es el aplazamiento de las decisiones de inversión. La incertidumbre ha afectado asimismo a los hogares: gastan menos, ahorran más y no cambiarán su actitud hasta que recompongan sus balances y confirmen que el empleo —del que dependen sus ingresos futuros— se recupera.

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión? ¿Es nuestra crisis económica similar en intensidad a la los años treinta del siglo pasado? ¿Es más severa y será más prolongada? Es pronto para obtener una respuesta definitiva (15). No obstante podemos, siguiendo a Eichengreen y O'Rourke (2009), presentar algunas conjeturas comparando la evolución de las principales magnitudes macroeconómicas entonces y ahora. El gráfico 6 recoge la información pertinente. Las conclusiones, aunque provisionales, apuntan que el descenso de las cotizaciones de Wall Street desde principios de 2008 ha sido más rápido y profundo que en 1929-1930, que la caída de la producción mundial estaba siendo hasta hace poco tan intensa como la de los doce meses que siguieron al colapso de 1929 y que la caída del comercio mundial lo está haciendo a un ritmo más acelerado que en el bienio 1929-1930. Empero, estos autores sostienen que nuestra Gran Recesión no se convertirá en Gran Depresión sencillamente porque se están evitando los errores macroeconómicos que se cometieron en los años treinta. El mundo de tipos de cambio flexibles que vivimos permite la adopción de políticas monetarias y fiscales activas para estimular la demanda agregada y eso es lo que están haciendo los gobiernos de los países que conforman el G20. A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, los bancos centrales se han comportado como auténticos «prestamistas en última instancia», y han permitido y fomentado aumentos en la cantidad de dinero y sustanciales rebajas de los tipos de interés; por su parte, los responsables de Hacienda han impulsado políticas de déficit presupuestario destinadas a compensar la caída de la demanda privada de consumo e inversión. De todas maneras, lo que el futuro depara es todavía una gran incógnita.

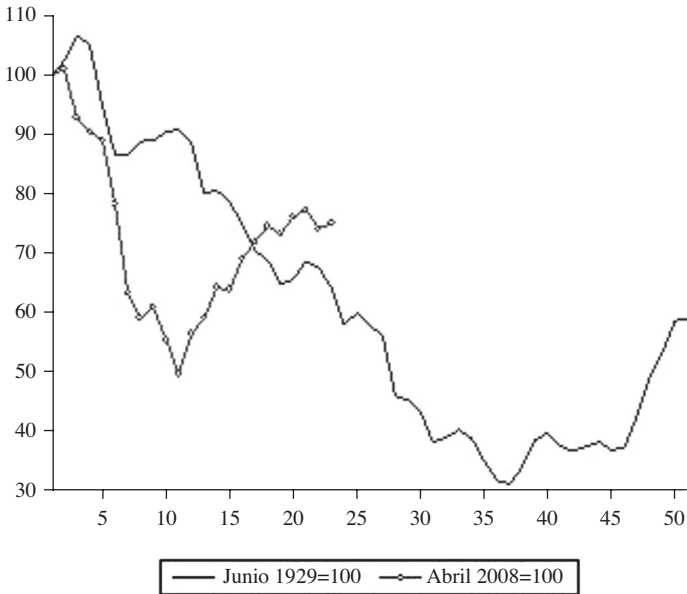
(15) Un estudio comparado entre la Gran Depresión y la Gran Recesión, en MARTÍN-ACEÑA (2010): 107-111. También BORDO y JAMES (2011).

Gráfico 6. Evolución comparada de las principales magnitudes macroeconómicas

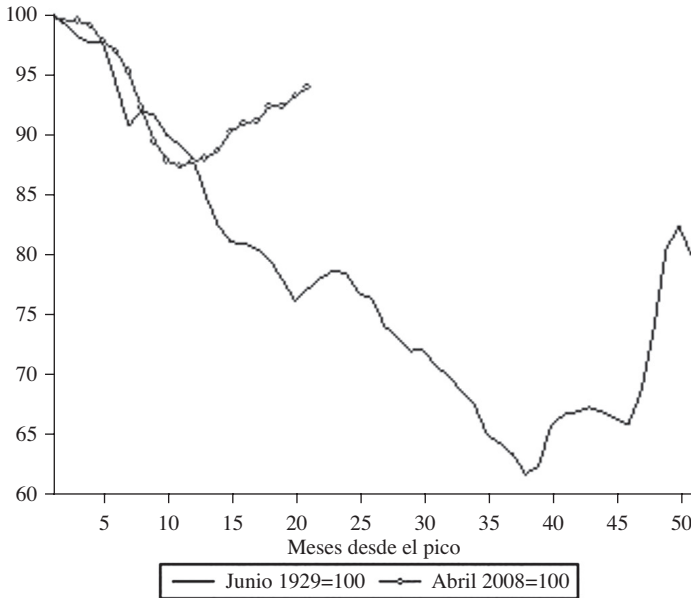
A) Producción industrial mundial, 1929 y 2008-2009



B) Mercados bursátiles mundiales, 1929 y 2008-2009



C) Volumen del comercio mundial, 1929 y 2008-2009



Fuente: EICHENGREEN y O’ROURKE (2009).

5. CONTRASTES

Con arreglo a la contabilidad de los organismos internacionales el siglo XX ha estado plagado de crisis económicas. Algunas han sido cortas y geográficamente limitadas; otras han sido globales y prolongadas. Este es el caso de las estudiadas en este trabajo, quizás las tres más profundas y las que mayor huella han dejado, porque cada una trajo y ha traído consigo un replanteamiento del modo de funcionar de la economía y de la necesidad de realizar cambios inmediatos. Cada una de las grandes crisis, Gran Depresión, Estancamiento, Gran Recesión, ha abierto un debate sobre la conveniencia de «reestructurar la economía mundial» y sobre la manera de encontrar un nuevo «equilibrio entre el mercado y el Estado». Porque cada una de ellas ha puesto de relieve que la situación previa no era tan buena ni tan sólida como se creía o como debía haber sido. Los actores sociales, familias, empresas, poderes públicos, se equivocaron en 1929 y en 1971-1973 y también en 2007-2008; no fueron capaces de prever lo que pasó y calcularon mal sus consecuencias.

En su afamado libro, *This time is different*, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff recuerdan que todas las crisis van precedidas de signos inconfundibles: un desmesurado endeudamiento y excesos en alguna fibra sensible de la economía, ya sea una desmedida burbuja especulativa vinculada la mayoría de las

veces a los activos bursátiles, o un flagrante desequilibrio en el interior del sistema. El después de cada crisis presenta de igual manera notables similitudes: un elevado coste en término de producción perdida, desempleo, infrautilización de los recursos y costes fiscales que se trasladan a las generaciones siguientes. Con cada crisis genera además tiempos de inestabilidad política. Autoritarismo, fascismo, nazismo, guerra mundial, en los años treinta. En los setenta, la crisis del capitalismo mixto y el derrumbe de la ideología socialista en su formulación clásica. Y ahora estamos también ante cambios todavía impredecibles del vigente equilibrio geopolítico: la reentrada de China en la escena internacional, el ascenso de los grandes países-continente, como Brasil e India, la decadencia de Europa, y la incertidumbre sobre el papel que desempeñará Estados Unidos, el «hegemón» endeudado. Cada una de nuestras tres crisis ha sido, de hecho, un *defining moment*, un punto de inflexión.

Con la Gran Depresión murió el capitalismo liberal, fue el fin del *laissez-faire*; *laissez-passer*. En el ámbito económico, surgió el New Deal, germen de una nueva manera de organización de las fuerzas productivas; germen asimismo del Estado del Bienestar y punto de arranque de la intervención del sector público en los procesos de asignación y distribución de los recursos. La «estancación», que al igual que la Gran Depresión duró diez años, trajo asimismo cambios en el ambiente económico. Luego de tres décadas de ortodoxia keynesiana, el péndulo osciló hacia el lado contrario. El paradigma de la intervención estatal cayó fulminado por la inflación y el paro: a lo largo de la década de los ochenta ganó terreno el mercado que se fue imponiendo al Estado; soplaron los vientos de la desregulación y de la flexibilización; se pensó que las políticas de demanda activa, fiscal y monetaria, no eran tan potentes como se había pensado. Surgió un Nuevo Capitalismo.

La primera crisis económica del siglo XXI nos trae otro *defining moment*. Aún no sabemos del todo la intensidad, duración y coste de la crisis, que solo conoceremos cuando haya terminado y las economías hayan recuperado la senda de crecimiento. Sí sabemos ya que el péndulo está en movimiento: hacia un Nuevo Capitalismo II, donde el antiguo paradigma de mercados eficientes y autorregulados va a quedar arrumbado y sustituido por otro en el que el Estado se ha revalorizado; los mercados no funcionan bien por sí mismos, presentan fallos que deben ser corregidos; los mercados requieren vigilancia. Lo que desconocemos aún es cuánto y hasta dónde oscilará el péndulo.

6. REFERENCIAS

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2009): *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*. Madrid, AFI, Ediciones Empresa Global.
- BANCO MUNDIAL (2002): *World developmen indicators data base*. Washington.

- BARCIELA, CARLOS (2005): «La edad de oro del capitalismo, 1945-1973», en FRANCISCO COMÍN, MAURO HERNANDO y ENRIQUE LLOPIS (eds.), *Historia Económica Mundial, siglos X-XX*. Barcelona, Crítica, pp. 340-389.
- BERNANKE, BENJAMIN (2000): *Essays on the Great Depression*. New Jersey, Princeton University Press.
- BIERMAN (1998): *The causes of the 1929 Stock Market crash*. Westport, CT, Greenwood Press.
- BORDO, MICHAEL, CLAUDIA GOLDIN y EUGENE WHITE, (eds.) (1998): *The defining moment. The Great Depression and the American economy in the twentieth century*. Chicago, Chicago University Press.
- BORDO, MICHAEL y HAROLD JAMES (2011): «La Gran Depresión y la Gran Recesión: ¿Qué hemos aprendido?», en PABLO MARTÍN-ACEÑA (ed.), *Pasado y Presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Madrid, Fundación BBVA.
- DE LA DEHESA, GUILLERMO (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XX. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid, Alianza Editorial.
- EICHENGREEN, BARRY (1992): *The golden fetters. The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York, Oxford University Press.
- (2007): *The European Economy since 1945. Coordinated capitalism and beyond*. Princeton, Princeton University Press.
- EICHENGREEN, BARRY y KEVIN O'ROURKE (2009): «A tale of two depressions», Vox: www.voxeu.org
- FRIEDMAN, MILTON y ANNA SCHWARTZ (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton, National Bureau of Economic Research.
- GALBRAITH, JOHN KENNETH (1955): *The Great Crash of 1929*. Sentry Edition.
- JAMES, HAROLD (2001): *The end of globalization: lessons from the Great Depression*. Harvard University Press.
- KINDLEBERGER, CHARLES (1973): *The world in depression, 1929-1939*. Berkeley, University of California Press.
- KRUGMAN, PAUL (2008): *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York, W.W. Norton & Co.
- MADDISON, ANGUS (1995): *Monitoring the world economy, 1820-1992*. Paris, OECD.
- MARICHAL, CARLOS (2010): *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1987-2008*. Barcelona, Debate.
- MARTÍN-ACEÑA, PABLO (2010): «El mundo de ayer y el mundo de hoy: semejanzas y diferencias entre dos crisis», *Cuadernos de Información Económica*, 214, enero/febrero.
- (2011): «¿Qué pasó en 1929? El año que cambió el mundo», en PABLO MARTÍN-ACEÑA (ed.), *Pasado y Presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Madrid, Fundación BBVA.
- MARTÍN-ACEÑA, PABLO y M. ÁNGELES PONS (2011): «La Gran Recesión. Orígenes y desarrollo», *Mediterráneo Económico*, 19, pp. 61-76.
- REINHART, CARMEN M. y KENNETH S. ROGOFF (2009): *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.

- ROJO, LUIS ÁNGEL (1976): *Inflación y crisis en la economía mundial*. Madrid, Alianza Editorial.
- (1986): «Europa: contraste entre dos décadas», *Papeles de Economía Española*, 27, pp. 64-86.
- ROMER, CHRISTINA (1990): «The great crash and the onset of the Great Depression», *The Quarterly Journal of Economics*, 105, 3, pp. 597-624.
- SEGURA, JULIO (2005): «La economía mundial entre 1973 y el siglo XXI: el final del crecimiento dorado», en FRANCISCO FRANCISCO COMÍN, MAURO HERNANDO y ENRIQUE LLOPIS (eds.), *Historia Económica Mundial, siglos X-XX*. Barcelona, Crítica pp. 391-432.
- SOBEL, ROBERT (1965): *The Big Board. A history of the New York StockMarket*. New York, Free Press.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (2010): *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Madrid, Taurus.
- TEMIN, PETER (1976): *Did monetary forces cause the Great Depression?* New York, Norton.
- TORTELLA, GABRIEL y CLARA EUGENIA NÚÑEZ (2009): *Para comprender la crisis*. Madrid, Gadir Editorial.
- VAN DER WEE, HERMAN (1984): *Historia económica mundial del siglo XX. Prosperidad y crisis, 1945-1980*. Barcelona, Crítica.
- WIGMORE, BARRY A. (1985): *The crash and its aftermath. A history of securities markets in the United States, 1929-1933*. Westport, CT, Greenwood Press.
- WHITE, EUGENE (1990): «The stock market boom and crash of 1929 revisited», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, 2, pp. 67-83.
- ZAMAGNI, VERA (1992): «El desarrollo económico de la Europa posbélica. ¿Un milagro irreplicable?», en MERCEDES CABRERA, SANTOS JULIÁ y PABLO MARTÍN-ACEÑA (eds.), *Europa, 1945-1900*. Madrid, Ed. Pablo Iglesias, pp. 103-122.