



## **“EE. UU. y la Crisis Financiera Global: Causas, Consecuencias y Gestión. ¿Qué Hemos Aprendido?”**

Saturnino Aguado Sebastián - Gonzalo Rodríguez Prada  
*Universidad de Alcalá*

### **1. Justificación**

La “doble crisis” económica y financiera que está afectando en la actualidad a la economía mundial, y que se inició oficialmente en el mes de julio de 2007, ha llevado a la búsqueda de los paralelismos existentes con la "Gran Depresión" y con otras crisis financieras sistémicas de alcance global, a fin de encontrar en los errores y aciertos cometidos en la gestión de aquellas un arsenal de argumentos y estrategias para afrontar la crisis actual. Como en el caso de la crisis de 1929, la crisis actual es a la vez económica, financiera y global, en la que abundan elementos de retroalimentación entre la economía real y el sector financiero de un gran número de países interconectados por vínculos comerciales y financieros, lo que, por un lado, ha contribuido a la agudización de los problemas micro y macroeconómicos y, por otro, ha hecho aumentar los problemas de liquidez y de solvencia de los sistemas financieros en esas economías.

La investigación sobre la anatomía de la crisis financiera global (de sus causas, consecuencias, impactos sectoriales, canales de transmisión, interdependencias entre los mercados, efectos de los desequilibrios globales, diseño de estrategias de salida adecuadas, coordinación de las políticas económicas y de las estrategias de salida, etc.) resulta vital para evaluar las políticas monetarias y fiscales puestas en marcha con el fin de mitigar los efectos de la crisis y propiciar una salida más rápida de la misma, y para determinar el alcance de las reformas estructurales y de las políticas regulatorias que deberían implementarse a nivel global con el fin de prevenir una repetición de la misma.



## 2. Antecedentes

Con el objetivo de situar la crisis actual en una perspectiva adecuada, es conveniente señalar que la Gran Depresión se saldó en Estados Unidos con un aumento espectacular de la tasa de paro (que, en su momento más álgido, llegó a afectar casi a la cuarta parte de la población activa), una caída del PIB del 25 por ciento desde el comienzo de la recesión hasta que la economía tocó fondo cuatro años más tarde, una caída del nivel de precios del 25% en ese mismo periodo con la generalización subsiguiente de las expectativas de deflación, y la desaparición por bancarrota de casi la mitad de las entidades de crédito. Esto fue en parte el resultado de una gestión macroeconómica poco afortunada (sobre todo por parte de la Reserva Federal, que permitió el hundimiento de la oferta monetaria y dejó de lado su función esencial de prestamista de última instancia).

En la actualidad, a pesar de la incapacidad manifiesta de los servicios de estudios de los gobiernos, bancos centrales e instituciones multilaterales para prevenir la crisis financiera, tenemos a nuestro favor dos cosas: a) conocemos mejor la anatomía de las crisis anteriores lo que debería ayudarnos a no cometer los mismos errores (por ejemplo, retirar demasiado pronto los estímulos fiscales y monetarios) y gestionar mejor la crisis; y b) contamos con una caja de herramientas más adecuada para afrontar de forma más eficaz las consecuencias de la crisis. Sin embargo, la incipiente salida de la recesión y la consiguiente vuelta a tasas de crecimiento del PIB real positivas en la mayor parte de las economías avanzadas, impulsada por la puesta en marcha de estímulos monetarios y fiscales generalizados, no debe hacernos olvidar que en buena medida obedece al reajuste de inventarios y al proceso de recuperación de los niveles de producción tras las fortísimas caídas experimentadas a lo largo de la crisis. Por este motivo muchos analistas esperan que, tras un aumento notable de la tasa de crecimiento económico durante los dos próximos trimestres, la tasa de crecimiento del PIB real volverá a situarse claramente por debajo de la tasa de crecimiento tendencial al menos durante los dos próximos años, con lo que se seguirá destruyendo empleo todavía durante varios trimestres.

Tras la crisis financiera y económica es por tanto posible que se produzca una recuperación anémica sin creación significativa de empleos. La realización de reformas estructurales en los mercados de bienes y factores y la puesta en marcha políticas activas de empleo resultarán imprescindibles para paliar el deterioro del capital humano asociado al incremento del paro de larga duración.



En este entorno puede resultar de utilidad destacar los paralelismos con la crisis de 1929 a la hora de diseñar estrategias de salida eficaces para la crisis actual. En primer lugar, al igual que ocurrió durante la Gran Depresión, la crisis actual tiene su origen en la caída de los precios de los activos y en los fallos de mercado que han afectado al sistema financiero. El colapso de la burbuja inmobiliaria, amplificado por el hundimiento de los precios de las acciones, ha reducido la riqueza y casi paralizado los flujos de crédito, obligando a las familias a iniciar un proceso acelerado de desendeudamiento que pasa necesariamente en estas condiciones por aumentar el ahorro a costa de reducir drásticamente el consumo.

La caída subsiguiente de los niveles de actividad económica ha hecho aumentar simultáneamente la tasa de paro y la tasa de morosidad de las entidades financieras, que se han visto obligadas a recomponer sus balances reduciendo el crédito y secando temporalmente el mercado interbancario. La respuesta de los bancos centrales en esta ocasión ha sido, sin embargo, bien distinta a la que se produjo en los años treinta. Los bancos centrales han respondido recortando (hasta niveles próximos a cero en muchos casos) sus tipos de interés oficiales, y comprando activos financieros públicos y privados a medio y largo plazo, en un ejercicio novedoso y “heterodoxo” de la política monetaria que, agotada su munición tradicional (recortes en los tipos de interés), ha pasado a estar basada en la expansión cuantitativa y cualitativa de los balances de los bancos centrales.

En segundo lugar, durante la Gran Depresión la cadena de quiebras de las entidades de crédito se reflejó en una abrupta caída de la masa monetaria y en el colapso del crédito. En la situación actual se espera reducir la intensidad y la duración de la contracción del crédito, mediante una intervención mucho más activa de las autoridades monetarias que, en todo caso, parecen resueltas a evitar a toda costa una contracción de la oferta monetaria.

En tercer lugar, al igual que entonces, la crisis actual es una crisis global. Aunque muchos analistas plantearon al comienzo de la crisis la hipótesis del “desacoplamiento” de las economías emergentes, la mayoría de éstas, así como aquellos países industrializados (como en el caso de Alemania) que no se vieron particularmente afectados en un principio por el colapso de la burbuja inmobiliaria, se han visto afectados posteriormente por la caída de la demanda global y la disminución de los flujos de crédito generados por la crisis financiera inicialmente originada en Estados Unidos. La amenaza del proteccionismo es



ahora, como entonces, una espada de Damocles que pende sobre la economía mundial, ya que podría agravar la crisis actual y retrasar la salida de la misma.

### 3. Objetivos y metodología

El principal objetivo de este proyecto de investigación es estudiar las causas, consecuencias y estrategias de salida de la crisis actual, a la luz de la teoría económica relevante, teniendo en cuenta las enseñanzas que se pueden extraer del análisis de las crisis financieras experimentadas anteriormente por la economía mundial. Aunque la actual crisis financiera tiene un carácter global, prestaremos especial atención al caso de Estados Unidos, el país en el que se origina la crisis y cuyo gobierno está asumiendo un liderazgo efectivo para intentar afrontarla, a partir de una batería de medidas monetarias, fiscales y regulatorias de gran alcance, cuya repercusión analizaremos detenidamente en este trabajo. El plan de trabajo de la investigación se describe a continuación.

En primer lugar analizaremos el papel que debe jugar la política fiscal en una gran crisis financiera de alcance global. ¿Es la política fiscal una herramienta verdaderamente efectiva para hacer frente a las recesiones en economías abiertas con una elevada movilidad del capital? ¿Es posible establecer reglas generales acerca de la composición, intensidad y duración de los déficits públicos para facilitar la salida de la recesión? Un análisis minucioso de la política fiscal desarrollada en Estados Unidos durante los años treinta muestra que la expansión fiscal del conjunto de las administraciones públicas tuvo un carácter relativamente limitado y que su impacto sobre la actividad económica fue en consecuencia relativamente débil. Además su instrumentación fue muy errática, con “pasos atrás” significativos (como la consolidación fiscal planteada por el gobierno de Roosevelt en 1937) que minaron gran parte de su eficacia. Por contra, el paquete fiscal de la Administración Obama es la mayor y más intensa acción fiscal contracíclica de la historia (con la excepción de la proporcionada “de facto” por la Segunda Guerra Mundial). Evidentemente otros muchos países se han visto obligados a recurrir a políticas fiscales contracíclicas que van a deteriorar durante varios años de forma dramática el estado de sus finanzas públicas. Las preguntas que quedan por responder son: ¿Ha sido esa expansión fiscal suficientemente grande e intensa? ¿Está realmente bien diseñada? ¿Es sostenible? ¿Qué hay que hacer a continuación si las medidas fiscales no dan el resultado esperado? Y, en todo caso, ¿cuáles son los umbrales de déficit público y deuda pública que no se pueden franquear?



En 2008 la deuda pública (federal) de Estados Unidos suponía un 41% del PIB (un porcentaje similar al alcanzado en 1988, último año de la presidencia de Reagan). El déficit público previsto para 2009 alcanzará 1,84 billones de dólares (el 12,9% del PIB) y continuará siendo elevado en los próximos años. La CBO (*Congressional Budget Office*) de Estados Unidos estima que la deuda se duplicará en términos del PIB en el plazo de diez años, como consecuencia de los fuertes déficits presupuestarios previstos en ese periodo, hasta alcanzar el 82% del PIB en 2019. Si la política fiscal no se modificase durante los cinco años siguientes la deuda llegaría al 100% del PIB en 2024. La CBO proyecta un déficit público del orden de 1,2 billones de dólares en 2019. Dado que la recaudación fiscal prevista para ese año estaría en torno a los 2 billones de dólares, resultaría necesario un aumento permanente del conjunto de los impuestos del 60% para equilibrar el presupuesto y reducir progresivamente el servicio de la deuda en términos del PIB. Como ese incremento de los impuestos se antoja imposible, no queda más remedio que analizar las alternativas para lograr una consolidación fiscal a medio y largo plazo que evite una dinámica explosiva de la deuda pública.

En segundo lugar, vamos a estudiar en qué medida las políticas monetarias heterodoxas, como la denominada “expansión cuantitativa” o/y “cualitativa” de los balances de los bancos centrales, que se aplican cuando la economía ya se encuentra en una situación de trampa de liquidez (en la que los recortes de tipos de interés oficiales ya no son posibles o han perdido gran parte de su eficacia), pueden ser útiles para evitar la amenaza de la deflación, sanear el sistema financiero y ayudar a sacar a la economía de la recesión. Esta es también una cuestión controvertida puesto que los bancos centrales no disponen de sólidos precedentes en cuanto a la eficacia de estos instrumentos y no tienen más remedio que realizar experimentos monetarios y “avanzar en la niebla”.

El mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria durante un periodo mucho más prolongado que el que en principio resultaría adecuado para mantener tasas de inflación anuales del orden del 2% (compatibles con la estabilidad de precios) proporcionaría una alternativa para lograr una consolidación fiscal efectiva y evitar una dinámica explosiva de la deuda pública. Ello supondría, naturalmente, optar por políticas monetarias abiertamente inflacionistas. Por ejemplo, volviendo al caso de Estados Unidos, una tasa de inflación media anual del 10% hasta 2019 permitiría duplicar en términos nominales el nivel del PIB en 2019, lo que reduciría a la mitad el ratio deuda/PIB (que volvería a situarse en el entorno del 41% del PIB). Una tasa de inflación tan elevada llevaría a tasas de interés reales fuertemente negativas (a pesar de que el suelo del tipo de interés nominal es cero). Por tanto, además de reducir

considerablemente el peso de la deuda y el servicio de la misma en términos del PIB, esta política monetaria estimularía el consumo y supondría un acicate para la inversión. Esta política colocaría a Estados Unidos en un escenario parecido al de la "gran inflación" de los setenta, con períodos recurrentes de crecimiento acelerado seguido por una recesión cada tres o cuatro años, con una tasa de inflación más alta después de cada recesión. Además, una tasa de inflación acumulada del 100% en diez años daría lugar a una depreciación del dólar del 100% con respecto a las principales monedas (con lo que en 2019 veríamos una cotización del dólar de 3 dólares por euro, 50 yenes por dólar y 2.000 dólares la onza de oro).

Los riesgos de esa política son, pues, evidentes, pero la tentación de llevarla a cabo puede ser, no obstante, irresistible para las autoridades económicas y monetarias.

En tercer lugar, analizaremos la relación entre el saneamiento financiero y la recuperación de la actividad económica real, y la "secuencia" óptima de ambos factores en la superación de la crisis, sobre la base de la evidencia proporcionada por otras crisis financieras (el caso de Japón puede ser también de gran interés para este fin). Resulta esencial determinar si el saneamiento financiero es una precondition para la recuperación de la economía real, o si es posible confiar en que las medidas de estímulo de la demanda agregada y el crecimiento subsiguiente facilitarán el saneamiento de las entidades financieras. El diseño de la política fiscal y de la política monetaria, y su eficacia relativa, puede ser muy diferente en cada una de esos escenarios. Es preciso notar que tampoco aquí las autoridades monetarias se mueven en un terreno firme y que por lo que respecta al saneamiento de las entidades financieras con problemas no existen reglas generales de actuación, por lo que no hay más remedio que ir haciendo frente a las contingencias "caso por caso", ya que si bien las autoridades disponen de toda una batería de medidas alternativas (que van desde la concesión de avales y la creación de bancos "malos" que absorban los activos tóxicos de las entidades bancarias con problemas de liquidez, a fin de garantizar la viabilidad de las mismas, a la creación de bancos "buenos" que absorban los activos rentables de las entidades con problemas de solvencia, procediendo a continuación a la liquidación de éstas, o a la intervención y nacionalización de los bancos en crisis), no es tarea fácil decidir a priori cual es la opción más adecuada.

Finalmente, en cuarto lugar, consideraremos el problema de la coordinación de las políticas monetarias y fiscales a nivel global. Como hemos señalado anteriormente, la crisis actual y la Gran Depresión son por su propia naturaleza crisis globales que exigen respuestas globales. La salida de la Gran Depresión hizo necesaria la abolición del patrón oro y la



expansión de la oferta monetaria por parte de un gran número de países en los años treinta. De igual manera la coordinación de las políticas monetarias y fiscales resulta imprescindible en la actualidad, especialmente en un entorno en el que las devaluaciones competitivas no resultan posibles (al menos entre las grandes áreas monetarias) y en el que la actuación de un gobierno que se queda “cruzado de brazos” mientras los demás expanden su gasto público o recortan sus impuestos es una verdadera negligencia, puesto que en la práctica resulta una política de “aprovecharse del vecino”, que puede conducir a la toma de represalias y a la puesta en marcha de políticas proteccionistas. Además, en el caso de la crisis actual, resulta prioritario proceder cuanto antes a la armonización de la regulación y de la supervisión de los sistemas financieros nacionales.

En definitiva, utilizaremos los métodos e instrumentos de la teoría económica y de la historia económica para hacer un seguimiento y evaluar críticamente los efectos de las políticas económicas que se irán instrumentando para facilitar la salida de la crisis, tomando como base de comparación otras crisis financieras y, en particular, la experiencia de la Gran Depresión. Pensamos que un horizonte temporal de tres años es muy adecuado para desarrollar el proyecto, puesto que nos permitirá hacer un seguimiento sistemático de la evolución de la crisis y realizar una evaluación adecuada de las medidas monetarias y fiscales y de las reformas estructurales adoptadas. Para ello utilizaremos los métodos e instrumentos de la teoría económica y de la historia económica para hacer un seguimiento y evaluar críticamente los efectos de las políticas económicas que se irán instrumentando para facilitar la salida de la crisis, tomando como base de comparación otras crisis financieras y, en particular, la experiencia de la Gran Depresión.

Creemos que el desarrollo de este proyecto contribuirá también a mejorar la calidad de la docencia de los dos cursos del Máster Oficial en Estudios Norteamericanos (Economía de Estados Unidos y Política Económica de Estados Unidos) del Instituto Franklin que están a nuestro cargo, lo que supone un verdadero estímulo adicional para nosotros a la hora de emprender esta investigación. Por ese motivo creemos que sería muy útil dedicar una parte de los fondos asignados al proyecto a la publicación de los resultados de la investigación en forma de libro, lo que sin duda nos exigiría un esfuerzo de reflexión y de síntesis adicional con el fin de poder utilizarlo como referencia básica en los cursos mencionados.



#### 4. Investigadores

El equipo de investigación está integrado por los profesores Gonzalo Rodríguez Prada y Saturnino Aguado Sebastián, que colaborarán al 50% en el desarrollo del proyecto.

**Gonzalo Rodríguez Prada:** Profesor Titular del Área de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Alcalá. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid, *Master of Arts (Economics)* por la Universidad de Chicago y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá. Ha sido *Visiting Scholar* en la Universidad de Harvard y *Research Associate* en la Universidad de California, Berkeley. Ha desempeñado los cargos de Vicedecano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (1990/92) y de Director del Departamento de Fundamentos de Economía e Historia Económica de la Universidad de Alcalá (1992/1996). Áreas de especialización: Teoría Económica y Economía Internacional.

**Saturnino Aguado Sebastián:** Profesor Titular de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Alcalá. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Alcalá. MA por la Universidad de Chicago . Licenciado por la Universidad Autónoma de Madrid. Ha sido Adjunct Professor en la Universidad Internacional de la Florida (F.I.U.), Miami, así como Visiting Scholar en el Departamento de Economía de la Universidad de Harvard y Research Associate en el Institute of Business and Economic Research (I. B. E. R.) de la Universidad de California, Berkeley. Ha desempeñado los cargos de Subdirector (1996 – 1998) y Director (1998 – 2003) del Instituto Franklin de Estudios Norteamericanos de la UAH. Área de Especialización: Economía Internacional.

#### 5. Presupuesto

- **Material inventariable:**  
Equipamiento informático / científico / fondos bibliográficos: 4.000 euros.
- **Material fungible:**  
Adquisición de software y otro material fungible: 2.000 euros.
- **Publicaciones:** Publicación de los resultados de la investigación: 4.000 euros.
- **Presupuesto:** 10.000 euros.