

# LA CRISIS ECONÓMICA ACTUAL

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Luis Ángel Rojo Duque\*

## 1.

El ciclo económico que despegó en la década de los años ochenta, y alcanzó su fase álgida en los noventa para descender en los años siguientes, fue una fluctuación de notable intensidad y duración. Dos grandes países, Estados Unidos y, en menor medida, China actuaron como impulsores básicos del crecimiento económico mundial, la importancia de los sectores de la construcción y de la informática alentó su avance en términos reales y la desregulación, la innovación y la globalización fueron los factores de transformación del sistema financiero en el periodo.

En Estados Unidos, el auge de la anterior fluctuación, que se situó entre 1995 y los últimos meses del año 2000, estuvo impulsado por un ritmo vigoroso de inversión productiva, especialmente intenso en los sectores de nuevas tecnologías, y se vio apoyado por un aumento sustancial de la tasa de avance de la productividad, sobre todo en los ámbitos de la informática y las comunicaciones. La expansión condujo a una reducción importante de la tasa de paro, pero el elevado grado de competencia de los mercados, unas políticas monetaria y fiscal de estabilidad y el rápido crecimiento de la productividad permitieron mantener baja y estable la tasa de inflación. Al mismo tiempo, la expansión real se vio acompañada y estimulada por una elevación muy intensa del precio de los activos financieros, especialmente de las acciones: las incluidas en la agrupación Standard and Poor 500 vieron multiplicarse sus precios por cuatro entre 1990 y los primeros

---

\* Sesión del día 17 de marzo de 2009.

meses del año 2000, y los precios de las acciones tecnológicas se multiplicaron aproximadamente por diez en el mismo periodo. Tan fuerte elevación de los valores bursátiles facilitó la financiación de empresas y familias en los mercados abiertos y en el sistema bancario y contribuyó al rápido avance de las demandas de inversión y de consumo.

Con el paso del tiempo y el despliegue del auge, fueron haciéndose más frecuentes las voces de quienes denunciaban que los precios de las acciones americanas habían alcanzado cotas insostenibles que amenazaban con generar presiones inflacionistas, al tiempo que su eventual ajuste a la baja podría causar, en su día, graves problemas al sistema financiero y a la economía real. Sin embargo, la Reserva Federal americana se resistía a endurecer su política monetaria por temor a quebrar un proceso que, a través de la inversión y los aumentos de productividad, estaba impulsando con vigor el producto potencial de la economía mientras la inflación se mantenía en tasas muy modestas. Era cierto que el avance de la inversión y el descenso de la cuota de ahorro de las familias americanas hacia cero estaban conduciendo a un grave deterioro del saldo financiero del sector privado y a un déficit abultado y creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente; pero las autoridades señalaban que las fuertes entradas de capital extranjero, atraídas por el dinamismo de la economía, no solo cubrían cómodamente ese déficit sino que estaban provocando una importante apreciación de la moneda americana.

La actitud de la Reserva Federal solo comenzó a cambiar a mediados de 1999. Su Presidente, Alan Greenspan, que hasta entonces se había limitado a recomendar prudencia a los inversores, pasó a señalar su convicción de que los precios de las acciones mostraban una sobrevaloración generalizada respecto de los niveles que podían considerarse sostenibles; y expresó su opinión de que la expansión financiera estaba alimentando un exceso de demanda de bienes y servicios, de modo que la mejora de la productividad estaba induciendo, a través de la elevación de los precios de los valores bursátiles, un crecimiento de la demanda agregada de bienes y servicios superior al avance de la oferta potencial de la economía, con graves riesgos para la estabilidad económica y financiera. Y así, la Reserva Federal decidió, finalmente, abordar un endurecimiento de su política monetaria que, iniciado en junio de 1999, debería acentuarse paulatinamente en los meses siguientes hasta generar una moderación suave de la economía.

La pérdida de ritmo de la economía se inició en el año 2000 y se acentuó en la segunda parte del mismo. El endurecimiento de la política monetaria no fue, desde luego, la única causa del cambio registrado en la economía americana. Tras la etapa de auge vigoroso y prolongado que se había registrado en los últimos tiempos, la economía se encontraba, al adentrarse en el año 2001, con excesos de capacidad y altos niveles de endeudamiento, los beneficios empresariales se veían afectados por elevaciones de los costes salariales y por la subida del pre-

cio del petróleo, y la demanda de consumo estaba amenazada por el deterioro del mercado de trabajo y por las pérdidas resultantes de la caída bursátil. El “aterrizaje suave de la economía” que las autoridades monetarias americanas habían aspirado a inducir estaba resultando más fuerte que lo esperado; así que la Reserva Federal decidió, desde los primeros meses del año 2001, variar de nuevo su política y reducir con vigor y rapidez el tipo de interés para atajar una caída brusca y profunda de la coyuntura. Poco tiempo después, la nueva Administración del Presidente Bush adoptó una política fiscal fuertemente expansiva de rebajas de impuestos y, más tarde, de crecientes gastos públicos. Tras la conmoción del atentado terrorista del 11-S, ambas políticas —monetaria y fiscal— acentuaron su tónica estimulante hasta configurar el esfuerzo expansivo más intenso registrado en la historia económica americana desde hacía bastantes décadas. Se deseaba conseguir así una rápida mejoría económica con actuaciones enérgicas; pero si bien se logró, con esas políticas, frenar la caída de la producción a través de la expansión de la demanda de consumo y de la adquisición de viviendas en pocos meses, la reacción general de la economía, especialmente en el componente de inversión productiva, aún habría de esperar hasta los primeros meses del año 2003.

En efecto, sólo a medida que avanzaba el año 2003 se advirtió una recuperación firme de la economía americana. Al buen ritmo de la adquisición de viviendas y de la demanda de bienes de consumo duradero vinieron a sumarse otros factores estimulantes: las empresas se beneficiaban de tipos de interés a corto plazo muy bajos, del orden del 1%, sus resultados mejoraban como consecuencia de las reducciones de los costes por despido, su grado de endeudamiento descendía y sus exportaciones se veían alentadas por la rápida expansión de la demanda exterior de los países emergentes asiáticos, con China e India a la cabeza, y por la recuperación de Japón tras bastantes años de estancamiento. Así, la tasa real de crecimiento de la economía americana pasó del 2,2% al 3,2% entre los años 2002 y 2003 y hasta el 4% en el año 2004; y aunque la recuperación pareció mostrar inicialmente una cierta dificultad en la creación de puestos de trabajo, la situación del mercado laboral se fortaleció el año siguiente, periodo en el que se generaron, en efecto, más de un millón y medio de empleos en los Estados Unidos.

Estas eran las condiciones en las que la Reserva Federal americana decidió incrementar su tipo de interés a corto plazo en 2004, primero, en un cuarto de punto porcentual, es decir, hasta el 1,25%, y más tarde, hasta el 1,75%, anunciando su propósito de continuar elevándolo paulatinamente si se mantenía la expansión real de la economía acompañada de avances en los precios. De hecho, tales tendencias se mantuvieron, y así no es de extrañar que la Reserva Federal persistiera en la subida de los tipos de interés sobre los Fondos Federales hasta llevarlos al 5,25% a mediados del año 2006.

## 2.

La inversión en construcción, especialmente en viviendas, fue uno de los principales factores de la expansión vivida por la economía americana en los primeros años del siglo actual. El avance de las rentas disponibles de las familias, los bajos costes de los fondos prestables, el insuficiente acceso a viviendas en propiedad, la entrada de capitales extranjeros y el desplazamiento de fondos hacia bienes inmuebles, sobre todo tras el atentado del 11-S, fueron muy importantes en el proceso. Los intermediarios financieros, con una liquidez abundante que estaban dispuestos a reponer, en caso necesario, mediante la generación de titulizaciones transmisibles a otros agentes financieros, se mostraban en condiciones de atender la demanda de fondos de los adquirentes potenciales de viviendas mediante préstamos con garantía hipotecaria y sin realizar, con frecuencia, estudios adecuados sobre la calidad de los deudores. Los préstamos hipotecarios así concedidos iban dirigidos, en general, a clientes de nivel adquisitivo modesto, los clientes denominados *ninjas* (es decir, clientes sin ingresos fijos, sin empleo fijo y sin activos); a estos préstamos se los denominaba préstamos *subprime* —es decir, préstamos con alto riesgo de impago— y se estima que representaban dos tercios de los concedidos en Estados Unidos desde 2003 hasta 2007. Los títulos hipotecarios así creados se proponían estimular el acceso a la propiedad alentando un mercado paralelo.

Así se montó un *boom* inmobiliario de base endeble y alto riesgo. Mientras el mecanismo se mantuvo en buen funcionamiento, nada grave sucedió en el sistema financiero; pero las dificultades surgieron cuando, como hemos visto, la Reserva Federal, preocupada por el ritmo de avance en la construcción de viviendas y su financiación, decidió iniciar, en 2004, un proceso de elevación de los tipos de interés. El resultado fue un descenso en el precio de las viviendas y un fuerte aumento de la morosidad de los deudores, de los embargos y de las ejecuciones hipotecarias. El mayor número de hipotecas *subprime* se concentraba en la costa Este y en California; y éstas eran las zonas donde se registraban los mayores descensos en los precios de los inmuebles. La morosidad, los embargos y la caída de precios de las viviendas determinaban unas pérdidas muy fuertes en los bancos, pérdidas tanto mayores cuanto más intensa había sido la participación de éstos como prestamistas *subprime*, bien directamente, bien a través de titulizaciones tomadas de otras instituciones —es decir, obligaciones garantizadas por hipotecas—. La posición de cada banco en operaciones *subprime* no era transparente para los demás. La situación del sistema bancario se caracterizaba, por tanto, por una falta general de confianza entre instituciones, al tiempo que los clientes recibían también de la solidez de sus bancos. La desconfianza era básica en la extensión del desánimo, en el temor al contagio, en la contracción del crédito y, en definitiva, en una expansión de la crisis financiera. La incertidumbre de los mercados era la causa principal de las dificultades.

Las autoridades monetarias americanas estaban dispuestas a intervenir a través del descenso de los tipos de interés y de la provisión de liquidez para estabilizar los mercados, aunque éstos no dejaban de mostrar sus reservas e inquietudes. El anterior Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, con una tónica muy liberal, había sido partidario de resistir la tentación de adoptar medidas específicas para cada tipo de instrumentos y de instituciones financieras. Su sucesor en el cargo desde febrero de 2006, Ben Bernanke, es también economista de orientación liberal y enemigo de las intervenciones en la banca, pero se ha enfrentado con una situación más compleja: la crisis de las hipotecas *subprime* se ha acentuado con el paso de los meses, las grandes pérdidas en bancos de muy diverso tamaño se han sucedido con reiteración como consecuencia de impagos, el precio del petróleo ha mantenido un alto nivel de crecimiento, y a todo ello vino a sumarse, desde el año 2006, una grave inflación mundial en los productos alimenticios. En resumen, en la economía americana se ha instalado una amenaza de recesión complicada con inflación que plantea serias dificultades a la política económica: las rebajas de tipos de interés y las fuertes inyecciones de liquidez, aconsejables para combatir la recesión, pueden alentar las tensiones inflacionistas, y éstas, a su vez, para su contención, requieren políticas monetarias contractivas. Las medidas fiscales, impulsadas desde el Poder Ejecutivo y el Congreso, también plantean posibles consecuencias indeseables. En fin, las autoridades pueden recurrir a sacar de apuros a una institución bancaria mediante ayudas directas; es decir, pueden practicar lo que se denomina un *bail-out* financiero, pero a costa de inducir una reducción de la toma de riesgos en el sistema.

A pesar de estas reservas, las autoridades monetarias americanas iniciaron, a partir de agosto del 2007, una serie de intervenciones consistentes en reducciones de tipos de interés e inyecciones sucesivas de liquidez para atajar la crisis financiera. Estas medidas tenían éxito en los primeros días de su aplicación, pero el alivio que proporcionaban duraba poco tiempo; se decía que generaban más bien confusión entre los clientes porque la confianza —que era esencial— no volvería hasta que se restableciera la estabilidad en los mercados reales; hasta entonces —se concluía— los bancos serían poco propensos a prestar por temor a no ver reintegrados sus fondos. Bernanke había sido criticado, en los primeros meses de su mandato, por estar alejado del mundo real y ser demasiado lento en sus reacciones, aunque, a medida que pasaban los meses, Bernanke iba ganando la confianza de los mercados monetarios y de las gentes de Wall Street, al tiempo que dejaba de creer que los problemas fueran a limitarse al mercado de viviendas y se mostraba dispuesto a utilizar más instrumentos de intervención financiera.

En medio de estas dificultades, el tipo de interés de la Reserva Federal había descendido desde el 5,25% en agosto del año 2007 hasta el 2% del año 2008, y las inyecciones de liquidez habían sido, por su parte, muy abundantes en el período. Las instituciones americanas habían continuado registrando, sin embargo,

fuertes pérdidas incluso en los casos de bancos de primera fila tales como Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Bank of America, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Wachovia o Bear Stearns, bastantes de los cuales se habían visto obligados a cambiar sus máximos responsables en este período. En algunos casos se habían practicado intervenciones más profundas por temor a una crisis más grave y a una mayor extensión de la desconfianza: tal fue el caso de Bear Stearns en marzo pasado, un banco de inversión con 85 años de antigüedad que la Reserva Federal decidió salvar apoyando su compra por J.P. Morgan a un precio razonable —inicialmente a \$2 por acción, precio que más tarde se elevó a \$10 por acción para calmar el descontento de los accionistas—. Los cambios en la regulación hipotecaria llevaron también a modificar los criterios aplicados por Fannie Mae y Freddie Mac, instituciones financieras de carácter semipúblico, que tenían por objeto garantizar las hipotecas de una buena parte de las familias americanas. Pero el caso con más grave repercusión en el sistema bancario americano fue el de la bancarrota de Lehman Brothers en el pasado mes de septiembre, institución dominante en la emisión de papel comercial cuya caída tuvo efectos muy importantes en el mercado de dinero. No obstante, la institución financiera con mayores pérdidas ha sido la compañía de seguros American International Group, que ha tenido que recibir una inmensa ayuda estatal para poder salir adelante, en una operación de *bail-out* —61 billones de dólares— que aún no está plenamente cerrada y que ha suscitado fuertes polémicas sobre su oportunidad y conveniencia.

Por otra parte, la actual crisis financiera y las irregularidades contables que había puesto de manifiesto habían llevado a nuevos proyectos de reforma del marco regulador y supervisor al que el sistema había venido ateniéndose, en sus rasgos básicos, desde el *crash* de 1929. El secretario del Tesoro de George Bush, Henry Paulson, había anunciado la propuesta de un nuevo sistema legal orientado a garantizar la estabilidad de todo el mercado financiero: se ampliaría y reforzaría el papel de la Reserva Federal como regulador y supervisor, se fusionaría al regulador de los mercados bursátiles —la Securities and Exchange Commission— con el de los mercados de derivados de Chicago y Nueva York y se crearía una nueva agencia que supervisaría todos los depósitos de las instituciones financieras para asegurar la salud y la seguridad de los bancos. El debate y la aprobación del proyecto tardarían, sin embargo, bastante tiempo en quedar completados. Aunque, como ha señalado Bernanke, “no podemos permitirnos el lujo de esperar a que los mercados se estabilicen antes de pensar acerca del futuro”.

### 3.

Entretanto, el crecimiento de la economía de los Estados Unidos fue desacelerándose acosada por la escasez de crédito y la caída de los precios de los acti-

vos, y el descenso de la demanda y la actividad había conducido a una contracción generalizada del empleo sin apenas más excepciones que las relativas al Gobierno, la educación y los servicios sanitarios. Desde el comienzo de la contracción en el verano del año 2007 hasta los primeros meses del año actual, la pérdida de puestos de trabajo en Estados Unidos se ha elevado a unos cuatro millones de empleos. Los impulsos inflacionistas provenían, en los primeros meses de la crisis, de los países emergentes, cuyos precios al consumo y de materias primas habían llegado a alcanzar niveles altísimos, a pesar de que los datos oficiales de muchos de esos países se veían afectados por múltiples perturbaciones tales como subsidios, controles de precios, etc. Poco tiempo después, sin embargo, la pérdida de impulso de la demanda y la actividad indujo un paulatino descenso de precios de bienes y de activos, incluidas las viviendas y los préstamos hipotecarios, mientras la tasa de paro americana avanzaba por encima del 6,5% de la población activa. Al concluir el año 2008 la tasa de crecimiento del producto interior bruto americano había caído hasta situarse en torno a un -2%.

La actividad económica americana hubiera podido recibir un empuje adicional procedente de los países europeos, pero el crecimiento de la Eurozona se debilitó a lo largo de los últimos meses hasta situar las estimaciones para el año 2008 en un -2,4% para el crecimiento del producto real y en algo más del 8,5% para el desempleo. Dentro de la Eurozona, en Alemania, las cifras estimadas para el año 2008 fueron del -3,2% para el producto real y del 8,1% para el paro, y las relativas a Francia no sobrepasaron el -2,0% para el producto y el 8,9% para el desempleo; en España, donde las expectativas también se revisaron fuertemente a la baja, no se ha estimado un avance superior a un 1,2% del producto para el año 2008, mientras la tasa de desempleo se situaba rápidamente por encima del 14% y con una rápida tendencia al alza. Tal vez el ritmo de avance hubiera podido mejorar algo para los países de la Eurozona si el Banco Central Europeo se hubiera mostrado dispuesto a rebajar pronto y sustancialmente su tipo de interés; pero su actitud dominante contra la inflación le ha impedido adoptar tal política. Más flexible respecto de la baja de tipos de interés ha sido el Reino Unido, cuya economía también ha mostrado notable debilidad, pero donde el Banco de Inglaterra ha tenido menor preocupación que el Banco Central Europeo por contener la inflación.

En definitiva, las economías europeas, reflejando el proceso de globalización, se han visto contagiadas, en general, por la contracción financiera de los Estados Unidos, aunque lo han sido algo menos en términos reales. Bancos de primera categoría, como Union de Banque Suisse, Credit Suisse, Deutschbank, ING, Société General, Barclays o Northern Bank, han registrado fuertes pérdidas con la crisis *subprime*, y en el caso de la última de las entidades citadas el banco ha acabado desapareciendo.

Desde que se inició la crisis financiera de las hipotecas *subprime*, los bancos europeos han registrado pérdidas estimadas en unos 110.000 millones de euros en provisiones y deterioro de activos. El Banco Central Europeo ha colaborado con la Reserva Federal de Estados Unidos en movimientos de tipos de interés e inyecciones de liquidez; pero, como ya hemos visto, la entidad europea ha actuado con mayor firmeza que el banco americano en su deseo de combatir la recesión y de no superar sus objetivos de precios al consumo, señalados en sus normas en un máximo del 1,5%. Así que los países europeos no han servido de estímulo, en su conjunto, a la economía de Estados Unidos.

Como ya vimos anteriormente, los países emergentes, con tasas de crecimiento del orden del 9% en China, del 7% en India y Rusia y del 6% en áreas como Indonesia, Malasia o Brasil, contribuyeron al crecimiento del mundo más avanzado en las primeras etapas del pasado auge. Sin embargo, las previsiones económicas de esos países han quebrado desde el otoño del pasado año con el descenso de la coyuntura mundial, como consecuencia de la caída de los precios de las materias primas y del petróleo, el cierre virtual de acceso a los mercados de capitales, la depreciación de sus tipos de cambio, el descenso de los tipos de interés a largo plazo y el fuerte retroceso de los mercados de valores; además, todos estos países han tendido a sufrir un deterioro de sus balanzas de pagos por cuenta corriente desde mediados del pasado año. En resumen, el efecto estimulante de los países emergentes sobre la economía mundial también ha tendido a reducirse en los últimos meses.

#### 4.

A medida que avanzaba el año 2008, y especialmente en sus últimos meses, se acentuaron las preocupaciones de los países y de sus gobiernos: se agravaba la situación económica, resultaba cada vez más oscura la salida de la crisis, la situación de los mercados financieros no mejoraba, la evolución real de cada economía era cada vez más delicada y la destrucción de puestos de trabajo y el paro aumentaban con desusada rapidez.

Los gobiernos han reaccionado ante este deterioro general con medidas reactivadoras de mayor o menor envergadura; y puesto que la crisis se inició en el ámbito financiero y desde él se ha extendido a otros campos, la atención de las autoridades se ha centrado en el sector financiero y bancario. En los casos más graves, las instituciones se han clausurado, nacionalizado total o parcialmente, o fusionado; ante problemas menos extremos se ha procedido a inyectar liquidez en cuantías variables, generalmente acordadas entre el Gobierno del país y los bancos afectados —como es, en estos momentos, el caso de Citycorp y de Bank of



América en Estados Unidos—. Tras la banca, el sector más afectado ha sido el de automóviles, donde las mayores compañías americanas —General Motors y Chrysler, no Ford— han recurrido a la ayuda del Gobierno para poder mantenerse a flote; y tras los bancos, la construcción y la maquinaria, las industrias farmacéuticas y de telecomunicaciones están siguiendo el mismo camino.

Los bancos centrales han actuado, por su parte, expansivamente, reduciendo sus tipos de interés hasta situarlos entre el 0% y el 0,25% en los Estados Unidos, rebajándolos actualmente hasta el 2% en el Reino Unido, hasta el 1% en el Banco Central Europeo y hasta el 0,10% en el Banco Nacional del Japón. Estas medidas han pretendido cortar el declive coyuntural y enderezar las economías de modo que puedan recuperarse en la segunda parte del año 2009; pero es más que dudoso que este objetivo pueda lograrse. De hecho, a pesar de los esfuerzos reactivadores: la actividad económica real ha continuado descendiendo, el desempleo americano ha seguido aumentando a un ritmo bastante superior al esperado, los mercados financieros han continuado con un ritmo muy débil y mostrando una morosidad fuertemente creciente, y los mercados inmobiliarios han mantenido muy escasa actividad.

La crisis actual ha adquirido tal magnitud que los bancos centrales habrán de mantener tipos de interés probablemente muy bajos durante un período prolongado de tiempo. Si en el pasado reciente las autoridades monetarias han centrado su atención básicamente en la inflación de precios al consumo, descuidando en cierto grado el crecimiento total de activos y la inestabilidad financiera, las dificultades actuales deberán llevarlas a prestar una mayor atención a la evolución del crédito y a la interpretación y aplicación de los principios básicos de la consolidación contable para reducir la desconfianza y la morosidad de los mercados. Una buena regulación, y sobre todo una buena supervisión del crédito, son necesarias para evitar los peligros de la inestabilidad financiera.

Aun así, la política monetaria tendrá una eficacia limitada, de modo que la política fiscal habrá de desempeñar un papel dominante en la lucha con la debilidad coyuntural, y actuando más por el lado del gasto que por el de los ingresos. En todo caso, la actuación fiscal deberá ser intensa para lograr efectos significativos en un período corto y habrá de estar coordinada con una política monetaria de dinero barato.

Las últimas previsiones del FMI para el año actual son, en términos de producto, del -0,7% para Estados Unidos, del -0,5% para la zona Euro, del 2,2% para el total mundial y del -0,7% para España. Las previsiones presentadas por los profesores Rogoff y Reinhard, de las universidades de Harvard y Maryland, respectivamente, en la reunión periódica de la American Economic Association del pasado mes de enero, son más modestas que las del FMI tras estudiar cinco grandes

crisis recientes observadas entre 1970 y 1990. La duración media de las crisis analizadas por estos autores es, para el PIB y por persona, de unos nueve años, y algo más larga para el promedio del mercado de trabajo. No parece exagerado, según esto, situar el final de esta crisis que estamos viviendo hacia 2010 ó 2011, aunque dependiendo del peso del sector de la construcción en cada país y de la intensidad de las políticas, monetaria y fiscal, de reactivación.

El sistema financiero español no ha sido inmune a la crisis, pero al menos no se ha visto afectado por ella con la intensidad de otros sistemas de nuestro entorno. Su mejor comportamiento relativo se explica principalmente por dos factores: primero, porque se trata de una banca de tradición minorista, y por tanto más resistente y segura; y segundo, porque es un sistema de notable prudencia bajo la tarea reguladora y de supervisión del Banco de España, que ha reforzado, además, el sistema con un mecanismo de provisiones específicas y dinámicas que ha tendido a ser imitado en otros países. Sin embargo, el peso del sector de la construcción tenderá a alargar el proceso de la crisis en nuestro país.