



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

**ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA
DE 2008 Y EVOLUCIÓN DE LA
ECONOMÍA DE EE.UU. DESDE 2007
HASTA 2015**

Autor: Gorka Madariaga Bilbao

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid
Junio 2015

Gorka
Madariaga
Bilbao

**ORIGEN DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 Y EVOLUCIÓN DE LA
ECONOMÍA DE EE.UU. DESDE 2007 HASTA 2015**



Índice

Resumen.....	7
Abstract	7
Palabras clave.....	7
1. Introducción	9
1.1 Objetivos	9
1.2 Motivación	10
1.3 Metodología	11
2. Antecedentes	12
2.1 El preludeo de la catástrofe	13
2.2 El crack del 29: origen y consecuencias	16
3. La crisis financiera	19
3.1 Periodo 2000-2008.....	20
3.1.1 Exceso del crédito	20
3.1.2 La morosidad.....	25
3.1.3 ¿Y qué ocurre con la inflación?	28
3.1.4 Política económica	30
3.2 Crisis de 2008	32
3.2.1 El colapso de Lehman Brothers.....	36
4. Camino a la recuperación.....	38
5. Conclusiones.....	40
6. Líneas de investigación futuras	41
7. Bibliografía	42
8. Agradecimientos	43

Índice de gráficos

Gráfico 1: Reservas de los bancos comerciales en la Reserva Federal.	24
Gráfico 2: Deuda total por sector en EEUU.....	26
Gráfico 3: Entidades y cantidades que pidieron prestado el dinero.....	27
Gráfico 4: Créditos al consumo e hipotecarios	27
Gráfico 5: Evolución histórica inflación EE.UU	30
Gráfico 6: Evolución precio de la vivienda en EE.UU	33
Gráfico 7: Evolución de los tipos de Interés en EE.UU	33
Gráfico 8: Evolución del desempleo en EE.UU. en la última década	39

Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Evolución del dinero, crédito, oro y PIB en EEUU	21
Ilustración 2: Global Liquidity Pyramid. 2006	35

Índice de tablas

Tabla 1: Oferta monetaria de EE. UU. durante los años 1921-1929	14
Tabla 2: Cantidad total de oro.....	15
Tabla 3: Depósitos a plazo.....	15
Tabla 4: Creación de dinero	23
Tabla 5: Distribución de la deuda total del mercado de crédito.....	25

Resumen

En este trabajo se han analizado las causas de la crisis de 2008 que provocó prácticamente el colapso financiero mundial. Observando los orígenes que causaron el Crack de 1929 se han observado ciertos paralelismos entre un evento y otro y se ha tratado de determinar cuáles son estos patrones. Después, se estudian las políticas y medidas adaptadas por las instituciones y entidades reguladoras y comprobar si han hecho lo correcto. Por último se detalla la situación actual y el futuro que nos depara tras esta crisis.

Abstract

In this paper, we have analyzed the causes of the crisis of 2008 that practically caused the world financial collapse. Observing the origins that caused the Great Depression of 1929 it has been observed some parallels between one event and another and has tried to determine what these patterns are. Then, the policies and measures adopted by the institutions and regulatory bodies are studied and their purpose and if they have worked or not. Finally it is detailed the current situation and the future that we face after this crisis.

Palabras clave

- Subprime
- Crisis
- Política
- Crédito

1. Introducción

La crisis económica de 2008 que azotó todo el planeta ha sido la más grave desde el Crack de 1929. Sus efectos han sido realmente devastadores donde decenas de países han sufrido sus consecuencias y millones de personas han padecido los efectos de este acontecimiento. Las secuelas son visibles aún hoy en día casi una década después de que el planeta sufriese la primera sacudida. Pero para entender su origen y motivo se requiere trasladar quizás más de una década, pero hacia atrás, ya que se antoja improbable que en solo 10 años se originen los síntomas de un evento de semejante calibre.

Además de en el tiempo, también será necesario desplazarse en el espacio, ya que como todo gran incendio, la mecha suele estar ubicado en un único lugar. Y este lugar son los Estados Unidos de América. El país que determina en gran medida el ritmo del mundo entero, fue el foco de atención tras estallar esta crisis. Sus bancos, poderosos y líderes mundiales, realizaban transacciones de sospechosa legalidad bajo un manto de poca regulación que prácticamente todo les permitía hacer. Los préstamos subprime tan escuchados a partir de 2008, fueron el principal activo con el que transaccionaban los bancos, y a su vez, un instrumento altamente rentable. Esta rentabilidad aumentó gracias a la titulización, un proceso mediante el cual convertían estos préstamos ilíquidos en líquidos y fácilmente colocables a inversores. Las agencias de rating, avalaban estos paquetes de titulizaciones como activos de gran seguridad, cuando la realidad era más bien distinta. Finalmente, cuando todo se descubrió, las pérdidas eran millonarias y muchas entidades tuvieron que ser rescatadas, y las que no, quebraron.

Aún hoy, se siguen notando los efectos de esta crisis en varios países. Incluso hubo momentos en el que la continuidad del euro como moneda se puso en juego. Países como España o Grecia necesitarán varios años para poder recuperarse completamente y deberán adoptar medidas que cuanto menos, perjudicarán a sus habitantes. Otros países, por suerte, o no, no mostraron signos de debilidad y su futuro parece más estable.

En cualquier caso, sea el país en el que se encuentre, no hay dudas de que le economía parece mostrar signos de recuperación. Tras varios periodos de variaciones de PIB negativos, vuelve a incrementarse. La producción y la inversión están creciendo, las familias parecen estar obteniendo mayores ingresos y la economía poco a poco se está curando. Pero no se debe descuidar. La siguiente crisis puede estar germinándose y en una situación tan precaria como la actual sus consecuencias pueden ser aún peores.

Es por tanto importante observar los signos que muestra una economía pre-crisis. Centrarse en sus variables y focalizarse en el punto de reacción, tratando de corregirlo lo antes posible. Nunca antes una crisis financiera enseñó tanto como la actual.

1.1 Objetivos

Este Trabajo Fin de Máster tendrá como objetivo principal analizar las causas de la crisis subprime así como indagar en las medidas adoptadas que las distintas instituciones han tomado para atajar los efectos de la crisis de 2008. Para ello se seguirá un guion ordenado tal y como se detalla a continuación:

En primer lugar, se va a estudiar la situación de la economía global, y particularmente la de Estados Unidos de América varios años antes de la crisis de 2007. Las variables macroeconómicas que se observarán en este proyecto, ilustrarán en gran medida la situación que atravesaba el país durante el primer lustro del siglo XXI. Además, analizando otro hito similar como fue el crack de la bolsa de 1929, observando las causas y motivos, se podrán comparar con los orígenes de esta actual crisis. Se tratará de buscar paralelismos y comprobar si siguen determinados patrones.

A continuación, se detallarán los efectos de la crisis durante los primeros años. Las consecuencias de la crisis aún siguen notándose varios años después, pero su crudeza se vivió en los años más próximos a 2007. Observar las consecuencias del colapso financiero durante ese periodo será el segundo punto.

En tercer lugar, y completando el objetivo de este trabajo, consiste en reflexionar sobre las medidas y soluciones tomadas por los distintos organismos para poner fin a esta crisis. En una interconexión económica tan profunda como la actual, será necesario detallar no solo las decisiones tomadas por el gobierno norteamericano, sino también aquellos que afecten considerablemente a la economía de esta.

Por último, se finalizará este proyecto analizando la situación económica actual, los efectos de la crisis hoy en día y los años que le esperan a la nación estadounidense. Observando los índices y datos macroeconómicos presentes, y disponiendo de todo el trabajo anteriormente realizado, se planteará un escenario altamente posible.

1.2 Motivación

Las razones por las que el autor ha decidido hacer el Trabajo Fin de Máster sobre este tema han sido varias:

Por un lado, el entusiasmo que tiene el autor de entender las razones que llevaron a la economía mundial a sufrir el mayor colapso desde el crack de 1929. Hoy en día, las noticias que informan tanto periódicos como la televisión raramente ofrecen una versión lo suficientemente profunda como para esclarecer el verdadero trasfondo del origen de la crisis. Las políticas fiscales y monetarias que llevaron a cabo las distintas organizaciones competentes tienen un porqué, y ese motivo muchas veces está oculto bajo el titular de la noticia. Además, las múltiples y simultáneas transacciones ejecutadas por los bancos y los productos financieros cada vez más confusos y complejos no son, en muchas ocasiones debidamente explicados por los medios de información, y en muchos casos ni siquiera son mencionados debido a los conceptos que en materia económica requieren. En suma, a través de los conocimientos adquiridos en este *Máster en Finanzas* me ayudará a opinar objetivamente y con sensatez el mayor evento económico de las últimas décadas.

En segundo lugar, aprender de los errores cometidos e intentar no volver a cometerlos en otra ocasión. Si es verdad el dicho de que de los errores se aprende mucho más que de las victorias, en esta ocasión se habrá podido aprender

muchísimo. Deslices como este (si se puede permitir llamar deslíz), son una gran fuente de información para conocer los trucos y trampas realizados por los distintos agentes, y tratar de frenarlos e detectarlos en un futuro debe ser una gran motivación para todo trabajador financiero.

La última motivación que ha impulsado al escritor a versar sobre este tema, ha sido tratar de aplicar a la vida real lo estudiado en el curso lectivo que ha durado el Máster. No hay mejor forma de comprobar la validez y utilidad de un curso académico que el hecho de poner en práctica la teoría y que ambos concuerden.

1.3 Metodología

La metodología que se va a utilizar en este trabajo está basada en el análisis y recopilación de diversas fuentes de información: para realizar la primera parte, la cual va a ser una introducción de la economía de Estados Unidos, enfocando principalmente a la crisis de 1929, se van a obtener datos del libro “La gran depresión” del autor *Murray N. Rothbard*. En este libro se detalla minuciosamente año a año todo lo acontecido al suceso del crack de 1929. Además, se realizará un breve repaso de la economía norteamericana desde la época pre-colonial, incidiendo brevemente en la crisis de 1873 y el Pánico del mismo año. A continuación, la principal fuente será la página web de la Reserva Federal de Estados Unidos. De este portal se van a obtener las ideas y datos macroeconómicos más relevantes que condujeron la economía hasta la crisis actual. Finalmente, para explicar la crisis de las *hipotecas subprime* se utilizarán libros como “El desmonoramiento” de *George Packer*, “The subprime solution” de *Robert J. Shiller*, “Error” de *Richard S. Grossman* y “The return of depression economics and the crisis of 2008” de *Paul Krugman*, entre otros. De todos ellos, se extraerán los datos y sucesos más importantes y se completará la información, obteniendo una valoración posterior.

2. Antecedentes

Para entender la crisis actual que padece Estados Unidos (y el planeta entero), se antoja imposible describirla y más aún comprenderla sin realizar brevemente un resumen de la historia de la economía norteamericana, ya que en muchas ocasiones, los patrones que rigen la situación económica de un país concreto en un determinado momento se repiten a lo largo del tiempo. Y si algo caracteriza a la economía de este país, son los cambios que ha sufrido en un periodo de tiempo relativamente corto.

Anterior a la década de 1870, la economía en particular y el país en general, sufría grandes cambios que no permitieron un desarrollo estable. El primer periodo del que se conocen datos reales, datan de la época pre-colonial, en el cual, los nativos amerindios intercambiaban entre ellos sus bienes provenientes de la agricultura y de la caza. Guerras constantes entre tribus, periodos de escasez de comida y migraciones dificultaban el crecimiento de la economía como tal.

Ya en la época colonial, gracias al aumento demográfico que experimentó el país, sumado al importante desarrollo tecnológico, como la creación de fábricas y el invento de la máquina de vapor¹, la economía obtuvo un fuerte impulso, lo que a su vez se tradujo en mayor calidad de vida. El principal sector seguía siendo la agricultura, de donde se obtenía el grano, materia prima que se exportaba en grandes cantidades a través de los barcos que navegaban en los ríos Hudson, Delaware, San Lorenzo y Susquehanna, los cuales conectaban Filadelfia y Nueva York, dos de las colonias más importantes del momento. No obstante, la Guerra de Sucesión² que comenzó en 1861 y terminó en 1865 supuso un retroceso en la economía que duró varios años, incluyendo la época de Reconstrucción, donde el objetivo fue restaurar la normalidad después de la debacle de la guerra civil.

De esta forma se llegó al momento conocido como “Gilded Age³”, un periodo donde el país creció económico, demográfico e industrialmente a una velocidad jamás antes vista. Las principales razones de este evento fueron la expansión del ferrocarril a lo largo la nación, el auge de fábricas y bancos y el éxodo de la población europea hacia América debido a los altos salarios que se remuneraban en comparación con el viejo continente. Sin embargo, durante esta época, concretamente en 1873, ocurrió la primera gran crisis económica que vivió el ciudadano estadounidense. A pesar de que los consecuencias que se vivieron fueron infinitamente inferiores a la que sucedió casi 60 años más tarde, a esta crisis se le llamó la Gran Depresión (en inglés *Long Depression*, lo que permite diferenciar de la ocurrida en 1929 llamada *The Great Depression*). El comienzo de dicha crisis empezó con el famoso Pánico de 1873, en el momento en el que el banco *Jay Cooke & Company* se declararía el 18 de septiembre en bancarrota. Dicha entidad, como muchas otras en aquel momento, realizaba

¹ El invento de la máquina de vapor se atribuye a James Watt (británico), si bien en Estados Unidos ya se diseñaban versiones similares en la misma época.

² La Guerra de Sucesión fue un conflicto bélico estadounidense en el que se enfrentaron los estados del Sur (Estados Confederados de América) y los estados del Norte (la Unión) siendo los vencedores estos últimos.

³ Gilded Age es como se le conoce al periodo después de la Guerra de Sucesión y Reconstrucción que va de la década de 1870 a 1890.

inversiones muy fuertes en el sector del ferrocarril debido al auge que este estaba teniendo, en concreto en la empresa *Northern Pacific Railway*. En el momento en el que el entonces presidente de Estados Unidos⁴, Ulysses Grant, decidió aplicar políticas monetarias restrictivas, la entidad crediticia se quedó sin recursos para poder seguir financiando el crecimiento de la empresa. Al ser incapaz de vender los bonos de la empresa industrial, terminó con el control del 75% de *Northern*. Cuando los inversores se enteraron de esto, comenzaron a retirar dinero del banco, declarándose finalmente la empresa en bancarrota.

La quiebra de *Jay Cooke & Company* y la depresión que trajo consigo no fue sin embargo una catástrofe para Estados Unidos. La deflación generada, permitió exportar hasta convertirse en uno de los países con más exportaciones del mundo. El desarrollo de sindicatos y el fin de la supremacía británica generó un impacto positivo en la economía americana. Todo ello, sumado a las nuevas fuentes de energía descubiertas (electricidad y petróleo) alzó a Estados Unidos a la cumbre de potencias económicas mundiales. A pesar de que la depresión tuvo un impacto negativo los primeros años, indudablemente reforzó la economía yanqui.

Y finalmente, cuando esta prosperidad parecía inacabable, llegó otra crisis. La crisis de la bolsa.

2.1 El preludeo de la catástrofe

Si bien la actual crisis financiera no es igual a la sufrida hace ya casi 90 años, sí es posible observar ciertas similitudes entre ambas. Pero antes de nada se debe especificar en qué consiste una crisis económica.

A la hora de hablar de una crisis en el ámbito económico, se deben tener en cuenta ciertas variables macroeconómicas que son las que, por regla general, mayor impacto tienen en los eventos y cambios económicos. Una de ellas y probablemente la más importante (al menos en la crisis de 1929) fue la inflación (tanto la que se refiere a los precios de los bienes como a la inflación de los préstamos). Y es que la inflación, según la RAE es “la elevación general de los precios”. Y la palabra “general” en esa definición es realmente importante, ya que en palabras de Murray Rothbard⁵ (Rothbard, 2011) “si el precio de un bien sube y otra baja, podemos concluir que la demanda ha migrado de un sector al otro, pero si todos los precios se mueven hacia arriba o hacia abajo en conjunto, algún cambio debe haber ocurrido en la esfera monetaria. Solo los cambios en la demanda y/o en la oferta de dinero generarán cambios generalizados en los precios”. Entonces, ¿se puede decir que la inflación o más concretamente los cambios en la masa monetaria pueden ser un factor altamente relevante en la iniciación de una crisis?

Antes de confirmar o desmentir si la inflación ha tenido influencia o no en la presente crisis, hay que observar su influencia y comportamiento en el evento pasado de magnitudes similares: el crack de 1929. Y es que tal y como se ve en la *Tabla 1*, la oferta monetaria de Estados Unidos creció progresivamente entre los años 1921 y

⁴ Ulysses S. Grant fue el 18º presidente de Estados Unidos de América, cargo que ocupó entre 1869 a 1879.

⁵ Murray Rothbard (1926 – 1995) fue un economista, historiador y teórico político estadounidense defensor del liberalismo y el capitalismo.

1929. Mientras que a mediados de 1921, la oferta monetaria total era de 45,30 billones de dólares, en la misma fecha pero en 1929 había 73,36 billones, casi un 62% más.

Tabla 1: Oferta monetaria de EE. UU. durante los años 1921-1929. Fuente: Rothbard, 2011.

TOTAL MONEY SUPPLY OF THE UNITED STATES, 1921-1929*
(in billions of dollars)

Date	Currency Outside Banks	Demand Deposits Adjusted	Time Deposits	Total Deposits Adjusted and Currency Outside Banks	Savings and Loan Capital	Life Insurance Net Policy Reserves	Total Money Supply	Percent Annual Change From Previous
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1921-June 30	3.68	17.11	16.58	37.79	1.85	5.66	45.30	***
1922-June 30	3.35	18.04	17.44	39.00	2.08	6.08	47.16	4.1
1923-June 30	3.74	18.96	19.72	42.75	2.42	6.62	51.79	9.8
1923-Dec. 31	3.73	19.14	20.38	43.50	2.63	6.93	53.06	4.9
1924-June 30	3.65	19.41	21.26	44.51	2.89	7.27	54.67	6.1
1924-Dec. 31	3.70	20.90	22.23	47.08	3.15	7.62	57.85	11.6
1925-June 30	3.57	21.38	23.19	48.32	3.48	8.06	59.86	7.1
1925-Dec. 31	3.77	22.29	23.92	50.30	3.81	8.48	62.59	9.2
1926-June 30	3.60	22.00	24.74	50.57	4.09	8.96	63.62	3.3
1926-Dec. 31	3.83	21.72	25.33	51.12	4.38	9.46	64.96	4.2
1927-June 30	3.56	21.98	26.46	52.23	4.70	9.98	66.91	6.0
1927-Dec. 31	3.70	22.73	27.37	54.08	5.03	10.50	69.61	8.1
1928-June 30	3.62	22.26	28.53	54.68	5.39	11.05	71.12	4.4
1928-Dec. 31	3.59	23.08	28.68	55.64	5.76	11.60	73.00	5.2
1929-June 30	3.64	22.54	28.61	55.17	6.00	12.09	73.26	0.7

Por tanto, no es extraño deducir que debido al aumento del poder adquisitivo en las familias y la facilidad de crédito obtenido por las empresas gracias a los bancos, los precios subiesen en la economía. ¿Pero qué ocurrió exactamente para que aumentase la oferta de dinero en semejante cantidad?

Durante aquellos años, el oro tenía una importancia significativa en la economía de los Estados Unidos de América. No es de extrañar que al periodo anterior se le llamase “Gilded Age”, ya que este término proviene de la obra de Mark Twain⁶, en el que se satirizaba la situación socioeconómica de aquel momento, la cual se decía que estaba cubierta por una capa de oro debido a los grandes yacimientos del metal dorado de donde extraían toneladas. ¿Pero cuán importante era el oro?

Antes del siglo XX, el oro sujetaba al dólar; dicho de otra forma, había suficiente oro como para reemplazar a la moneda americana, es decir, si una persona deseaba intercambiar dinero por oro con el banco podía hacerlo. Por tanto, la cantidad de oro disponible era un factor que influenciaba significativamente en la oferta monetaria total. Es por ello que muchos económicos dedujeron que el aumento de la oferta de dinero fue debido al incremento de las reservas de oro; pero nada más lejos de la realidad. En la *Tabla 2* se observa que durante la década que cubrió los años '20, las reservas de oro apenas aumentaron 0,4 billones de dólares, una cantidad insignificante comparado con el aumento de la oferta monetaria.

⁶ Mark Twain (1835 – 1910) fue un célebre escritor estadounidense autor de obras tan conocidas como *Las aventuras de Tom Sawyer* o *El príncipe y el mendigo*.

Tabla 2: Cantidad total de oro. Fuente: Rothbard, 2011.

TOTAL DOLLARS AND TOTAL GOLD RESERVES*			
<i>(billions of dollars)</i>			
	<i>Total Dollar Claims</i>	<i>Total Gold Reserve</i>	<i>Total Uncovered Dollars</i>
June, 1921	44.7	2.6	42.1
June, 1929	71.8	3.0	68.8

En consecuencia, debió de haber otro factor que aumentase la oferta monetaria que hizo generar la inflación. Y en este aspecto los bancos fueron la clave de todo. Su facilidad de crédito se debió gracias al aumento de la cantidad de los depósitos a plazo. Dichos depósitos crecieron más de un 70% en menos de 10 años (*Tabla 3*). Esta cantidad de dinero en sus cajas, provocó que concediesen financiación a individuos y empresas, lo que genera un aumento de consumo. ¿Y cómo se incrementaron los depósitos? Gracias al aumento de producción que se generó después de una pequeña recesión entre 1920 y 1921 y al auge de la economía estadounidense del que antes se ha hablado. Este crecimiento supuso un mayor beneficio para las empresas así como un mayor salario para sus trabajadores. Esto significa que los individuos, al tener una mayor mensualidad, consumen más y depositan mayor cantidad en el banco, lo que genera un exceso de caja para el banco. El banco, con el objetivo de obtener rentabilidad, concede créditos a empresas, las cuales lo utilizan para poder seguir invirtiendo en proyectos que generarán riqueza. Esta riqueza, también se notará en los sueldos de los trabajadores lo que generará mayores retribuciones salariales. Comenzó un círculo que parecía que nunca se iba a acabar.

Tabla 3: Depósitos a plazo. Fuente: Rothbard, 2011.

TIME DEPOSITS						
<i>(in billions of dollars)</i>						
<i>Date</i>	<i>Savings Banks</i>	<i>All Commercial Banks</i>	<i>Member Banks</i>	<i>Central Reserve City Banks</i>	<i>Reserve City Banks</i>	<i>Country Banks</i>
June 30, 1921	5.5	10.9	6.3	.4	2.1	3.8
June 29, 1929	8.9	19.6	13.1	2.2	4.8	6.8

Este periodo, cuando es continuado y progresivo, se conoce comúnmente como *boom*. El boom en este caso, comenzó a inicios del siglo XX y aumentó tras superar la una recesión ocurrida entre 1920 y 1921. Durante este proceso, las familias empleaban el dinero obtenido para sus gastos, inversión y ahorro, mientras que los empresarios lo utilizaban principalmente para financiar sus futuros proyectos. A la hora de decidir los proyectos que iban a financiar, se basaban en las predicciones que realizaban los empresarios en base a las posibles ganancias que retornarían en el futuro. Esto no es algo descabellado, ya que hoy en día se sigue utilizando este

método de decisión. Un proyecto será ejecutado si los retornos que este dé sean mayores a sus alternativas y a la no inversión. Por tanto, un proyecto será bueno siempre que las estimaciones de esas ganancias sean acertadas. Cuando el futuro es igual a su predicción, no habrá problemas. El dinero empleado lo recuperará con un excedente. Pero si el empresario falla en sus deducciones, la inversión será negativa. En la época de bonanza que seguía la economía estadounidense, los dueños de los negocios financiaban proyectos difícilmente rentables, posible gracias a la facilidad de prestación de los bancos. No cabe decir, que a mayor cantidad crediticia y/o mayor duración de prestación, mayor será la duración del boom (y por ende mayor la caída). Pero una vez acabe la facilidad de crédito, todo cambia. El boom se convierte entonces en un periodo de malas inversiones y derroche. La crisis, respondiendo a la pregunta del inicio del apartado, no es más que el proceso mediante el cual, penaliza las malas prácticas y la economía reajusta los despilfarros cometidos durante el boom. Los proyectos innecesarios e ineficientes son apartados o desechados. Aquellas empresas que sobrevivían gracias al crédito y realizaban prácticas inadecuadas deben cerrar, lo que supondrá la destrucción del empleo de sus trabajadores. El desempleo, por tanto, no es más que una de las consecuencias de una mala gestión los recursos durante la época de bonanza. El círculo que nunca se iba a acabar, parece resquebrajarse: las familias, al no tener recursos, se ven obligados a no depositar su dinero durante tiempos inhábiles, por lo que los bancos comienzan a tener problemas de liquidez. Ante esta falta de liquidez, las entidades crediticias, se niegan a financiar a empresas y estas empiezan a endeudarse y desmoronarse. El pánico se apodera entonces de la sociedad.

2.2 El crack del 29: origen y consecuencias

Tal como se ha mencionado antes, la inflación, no solo de los bienes sino también de los préstamos, debida al consumo excesivo fue uno de los principales indicadores de la debilidad que mostró la economía. Pero no fue el único causante. La sobreproducción, altamente ligada a la inflación, tuvo un papel muy importante. La excesiva producción comparada con la demanda hizo que la inflación de los préstamos creciera, por consiguiente, también la deuda. Entre los sectores más perjudicados por la sobreproducción fue el agrario, que vio incrementado el precio de los cultivos.

Otro importante motivo que ayudó a desencadenar la crisis fue la devaluación de las monedas europeas respecto al dólar. De relevancia fue el declive de la economía británica durante este periodo y consecuentemente de su moneda. Tras finalizar la I Guerra Mundial el precio de los bienes incrementó en los países europeos. El Reino Unido, cuya industria se basaba principalmente en el sector textil y metalúrgico, vio como sus exportaciones caían progresivamente debido a su alto precio. Para evitarlo, devaluó la moneda de forma que aumentaran las transacciones internacionales. Por su parte, Estados Unidos, no se vio necesitado de perjudicar su moneda. Altamente centralizado en el comercio de las materias primas, especialmente el trigo y grano, sus ventas crecieron continuadamente (todo esto justo antes de la inflación de los

cultivos que se acaba de hablar), afianzando el dólar como una de las monedas más fuertes.

A esto hay que añadir la inmensa especulación que hubo en la bolsa. Los brokers y muchas familias, solicitaban préstamos para poder invertir en la bolsa estadounidense. En aquellos momentos era un lugar atractivo donde ganar dinero parecía sencillo. Se creía que poseer conocimientos bursátiles e información relevante era cuanto menos prescindible. Pero no todo era de color de rosa. Los precios de los valores subían cada vez más incluso cuando el beneficio real de las empresas era claramente inferior. La imagen que proyectaban las acciones era totalmente distorsionada de la realidad de su situación. La especulación llegó a tal punto que el Promedio Industrial Dow Jones⁷ (DJIA) incrementó su valor 5 veces.

Finalmente, el 24 de octubre de 1929 la bolsa estalla. Este día se conoce como el Jueves Negro y en este único día se negociaron casi 12,9 millones de acciones.

Las consecuencias no se hicieron esperar. Millones de pérdidas en pocas horas. La crisis afectó a todos los demás sectores como la industria, la agricultura y el comercio exterior. La quiebra, originalmente bursátil, pronto se convirtió en financiera. El crédito cayó, debido a que era imposible para los especuladores devolver el dinero solicitado por el préstamo utilizado para lucrarse. Además, aquellos que poseían ahorros en los bancos, rápidamente retiraron su dinero ante la incertidumbre que sobrevolaba en las calles americanas. Los bancos, ante la incapacidad de recibir dinero por parte de sus deudores y observando que sus acreedores retiraban su dinero, comenzaron a tener falta de liquidez. Miles de bancos quebraron, lo que supuso la pérdida de millones de euros para los ahorradores que no pudieron retirar a tiempo su dinero.

Y del sector financiero a la economía productiva. La paralización en la concesión de créditos afectó severamente a las industrias. Ante la incapacidad de hacer frente a sus pagos o realizar nuevas inversiones, muchas empresas industriales tuvieron que cerrar. El sector agrícola por su parte tampoco se salvó. La demanda disminuyó y los beneficios cayeron. Las grandes deudas que poseían con sus acreedores provocó que miles de campesinos abandonasen el sector y se marcharan a la ciudad en busca de trabajo en las fábricas. Lo que desconocían es que estas tampoco pasaban por el mejor momento. Todo esto no hizo más que acentuar la crisis.

Ante la sacudida inicial, los movimientos del entonces presidente Hoover⁸ no se hicieron esperar. Contrario a lo que muchos expertos denominan que se debe actuar en estos momentos, es decir, *laissez faire*⁹, Hoover insistió ante los líderes industriales de la época, que los salarios debían mantenerse. En opinión del presidente, la primera convulsión que generó la depresión, debía recaer sobre los

⁷ El Promedio Industrial Dow Jones es un índice bursátil creado por Charles Henry Dow que mide el desempeño de las 30 mayores sociedades anónimas que cotizan en el mercado bursátil de EE.UU.

⁸ Herbert Hoover fue el 31º presidente de Estados Unidos de América durante los años 1929 y 1933.

⁹ *Laissez faire* es un término francés utilizado en el ámbito económico que consiste en dejar al mercado que actúe libremente, sin ninguna intervención de los gobiernos.

beneficios de la empresa, y no en el salario. Si los trabajadores no verían mermado su salario y la empresa debía mantener a todos sus empleados, la reducción de trabajo debería ser igual para cada trabajador, disminuyendo las horas de trabajo semanales. La reducción de jornada, incrementaba la situación de paro, lo que a su vez evitaba que los desempleados accediesen a esos puestos de trabajo con un salario menor. En una situación en la que no se hubieran impuesto estas condiciones y se hubiese dejado actuar por sí solo, la empresa despediría el exceso de mano de obra, y a su vez, contrataría la más barata posible, haciendo que la demanda se iguale a la oferta y en consecuencia llegando al equilibrio.

Otra medida fuertemente discutida que adoptó Hoover fue el apoyo que mostró al sector agrario. Ante las quejas de los agricultores debido a su incapacidad de hacer frente a la deuda, Hoover decidió subvencionar gran parte de los gastos y renegociar la deuda que contraían. Además, en otros casos, el gobierno compró el excedente agrario con el fin de aumentar la producción. A pesar de que las reacciones iniciales fueron positivas para el sector, en 1931 el Estado era incapaz de sostener este gasto por lo que decidió liberar stock, lo que se tradujo en un hundimiento de los precios y la ruina para miles de agricultores.

Finalmente, y tras la presidencia de Franklin D. Roosevelt¹⁰, este llevó a cabo un nuevo programa político y económico que ayudaría a salir al país de la depresión en la que se encontraba sumida. Este programa, fue llamado *New Deal* y se basó principalmente en 4 pilares.

En primer lugar, en el aspecto financiero, se decidió ayudar a los bancos aportando dinero para su capital. Además, se devaluó el dólar con el fin de que aumentaran las exportaciones, se impulsara la economía y se generase inflación, ya que el índice de precios se encontraba en mínimos históricos.

En el aspecto agrícola, al contrario de su antecesor, favoreció el descenso de la producción pagándoles a los agricultores por dejar de producir. Esto se hizo con el objetivo de que los precios de los productos aumentasen.

En cuanto al sector industrial se facilitó el aumento de salarios y la disminución de las horas de trabajo a través de incentivos.

Por último, se llevaron a cabo reformas sociales. Se invirtió gran cantidad de dinero en obras públicas y se promovieron medidas fiscales que protegían a los individuos de mantener su patrimonio con el objetivo de favorecer el consumo.

Estas medidas, permitieron a Estados Unidos a salir de la crisis con mayor celeridad y convertirse años más tarde, en la primera potencia económica mundial. No obstante, como señal de la magnitud de la recesión sufrida en la economía, la bolsa no alcanzó los valores previos de 1929 hasta la década de los setenta.

¹⁰ Franklin Delano Roosevelt fue el 32º presidente de Estados Unidos de América durante los años 1933 y 1945.

3. La crisis financiera

El día 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers se declara en quiebra. Una empresa de más de 150 años de antigüedad anuncia su bancarrota. Una empresa de más de 25.000 empleados, presente en todo el mundo y con activos con valor de 600.000 millones de dólares se declara insolvente. Rápidamente se produjo el contagio a las demás entidades financieras. El colapso estaba siendo sistémico y muchas empresas de magnitudes bíblicas empezaban a derrumbarse. Así hubiese ocurrido con otra empresa gigantesca como la aseguradora AIG de no haber sido rescatada por la Reserva Federal con un préstamo de 85.000 millones. El presidente, George W. Bush¹¹, actuó rápidamente y firmó una ley que establecía un programa mediante el cual autorizaba al Tesoro comprar hasta 700.000 millones de títulos de activos problemáticos (conocido como TARP¹² en inglés por sus iniciales).

A pesar de que se actuó con celeridad en la economía norteamericana, los efectos se hicieron visibles en cuestión de meses. El desempleo, que se encontraba por debajo del 6% aumentó de manera progresiva hasta superar el 10% en octubre 2009.

Pero esto no fue más que el comienzo del desastre que se avecinaba. Un año después, en el continente europeo, Grecia se declaraba en crisis. En octubre de 2009, se celebraron las elecciones generales helenas y el nuevo ministro de Finanzas anunció lo que algunos sospechaban. El déficit presupuestario que el anterior gobierno declaraba que había, era una cantidad totalmente errónea. El déficit real era del 12,7% en lugar del 6,7% anunciado. Parte de esa cantidad podía deberse a la crisis de las hipotecas subprime proveniente del caos estadounidense pero no era ni mucho menos la causa principal. El verdadero motivo de este desajuste fue debido a que el gobierno anterior aumentó el gasto público y redujo los impuestos con el objetivo de poder atraer una mayor cantidad votante hacia su partido (también influyó la decisión de organizar los Juegos Olímpicos de 2004, los cuales fueron una ruina total en el ámbito económico). Cuando las primeras alertas saltaron, los acreedores empezaron a dudar de la capacidad del gobierno heleno de pagar sus deudas. La calificación crediticia del país cayó hasta el nivel más bajo de entre los países de Europa. Todo esto hizo que Grecia tuviera que incrementar los tipos de interés para tratar de atraer a unos inversores ya de por sí muy precavidos. El interés en el año 2009 de un bono a diez años se situaba entre el 4% y 6%. En 2010 superó el 10% y en determinados periodos de 2012 llegó a alcanzar el 35%. Esto contrastaba con la "tranquilidad" que vivían los inversores alemanes, ya que el bono de este país se mantuvo todo el rato cercano al 3,5%. En definitiva, Grecia estaba en crisis. Y necesitaba solución. Acudió al Fondo Monetario Internacional y a la Unión Europea en busca de solución. No solamente actuaron para salvar a una inoperante Grecia sino también por el miedo al contagio. Ante este temor, le concedieron un préstamo de 100.000 millones de euros pero con unas condiciones severas. El gasto público debía reducirse drásticamente, miles de funcionarios fueron despedidos, las empresas públicas debían privatizarse y se recortarían las subvenciones. Los resultados de todos esos ajustes fueron dolorosos para los habitantes griegos. La economía se contrajo. En 2012 la tasa de paro alcanzó el 25%. La situación política

¹¹ George Walker Bush fue el 43º presidente de Estados Unidos de América durante los años 2001 y 2009.

¹² TARP: Troubled Asset Relief Program

se volvió inestable. En las elecciones parlamentarias celebradas en 2012 ningún partido obtuvo escaños suficientes para formar gobierno. Se volvió a llamar a las urnas, ante unos griegos cada vez furiosos. El gasto por celebrar otras nuevas elecciones no hacía más que perjudicar la situación. Nuevos partidos como la ultraderecha consiguieron por primera vez escaños. Y aún hoy en día se sigue notando el caos que reina en la península griega.

Las miradas rápidamente se centraron en otros países, casualmente (o no) latinos. El término P.I.G.S. utilizado en el mundo anglosajón de forma peyorativa, identifica claramente los países que tienen déficit público o una balanza de pagos negativa. Entre esos países se encuentra la ya mencionada Grecia, y se le suman Portugal, España e Italia. Pero otras naciones como el chipriota o Irlanda también estaban sumidas en problemas. El caso de España e Irlanda fue similar a la de Estados Unidos. Durante años, el sector inmobiliario creció hasta alcanzar unos niveles excesivos. Ante el incremento de precios de las viviendas, los créditos que dotaban los bancos aumentaban hasta que la burbuja explotó. Al final, resultaba que los propietarios poseían hipotecas con mayores deudas que el valor propio de la vivienda. Irlanda tuvo que pedir un rescate formal a las máximas autoridades Europeas y al gobierno británico. España por su parte, recibió una ayuda tras firmar el Memorando de Entendimiento. En este acuerdo firmado por España y la Comisión Europea y con la supervisión del Mecanismo Europeo de Estabilidad, se concedió un préstamo de 100.000 millones de euros del que finalmente España utilizó 41 mil millones. A cambio, la Comisión Europea requería ciertos cambios en determinados puntos. Entre ellos, se encuentra la creación de una entidad gestora de activos tóxicos, el SAREB. Esta compañía, sin ninguna capacidad de otorgar financiación, gestionaría los activos más dañinos que poseían los bancos afectados por la crisis. El objetivo de este SAREB, es vender dichos activos diversificando y reduciendo el riesgo al máximo posible en un periodo de 15 años. Por otra parte, el caso de Portugal e Italia fue distinto. Durante años su economía creció lentamente, pero tanto la deuda pública como privada que acumulaban se iba aumentando a mayor velocidad. Los inversores no veían la forma en que iban a pagar esta deuda con lo que empezaron a dudar de la sostenibilidad de los países. Así fue, como poco a poco distintos países fueron sumergiéndose en un mar de deuda y rescates.

3.1 Periodo 2000-2008

Para poder entender el origen de la crisis que afectó a la gran mayoría de países desarrollados, uno debe fijarse en los años anteriores al suceso, ya que estos suelen esconder los signos que a posteriori explican el motivo de la catástrofe. En el caso del colapso de 2008, parece comprensible que fue cierto tiempo antes de este evento, cuando comenzaron a germinar los primeros brotes de lo que hoy es el mayor suceso económico del siglo XXI. Pero afirmar esta hipótesis y contemplar solamente 10 años, resulta una fuente de datos escasa y poco fiable. Se ve, por tanto, necesario analizar varias décadas anteriores para tratar de comenzar el origen de la debacle financiera de 2008.

3.1.1 Exceso del crédito

Como se ha explicado anteriormente, nos ubicamos a finales de 1929, donde la economía estadounidense acaba de sufrir un colapso bursátil y millones de personas

han visto afectadas sus vidas para siempre. Las medidas que se han mencionado unas líneas arriba, parecen estar dando resultados positivos y la situación socioeconómica norteamericana parece estar reactivándose de nuevo. Dentro de la debacle que el país sufrió, son años prósperos para el habitante medio. Las empresas están resurgiendo. Las ventas empiezan a crecer tanto dentro del país como fuera. Las grandes compañías, están asentando sus raíces, muchas de ellas aún presentes hoy en día. Y para ello se contrata mano de obra. Hay otra vez dinero en circulación.

De esta forma se llega hasta febrero de 1968 (con ciertos vaivenes por el medio), momento en el que una decisión política hará cambiar toda la historia de la economía norteamericana. En esta misma fecha, el Presidente Lyndon Johnson¹³ pide al Congreso que finalice el requisito de que el dólar esté respaldado por el oro. Sus palabras fueron: *“El requisito de que los billetes de la Reserva Federal estén respaldados por reservas de oro no es necesario para saber cuál debe ser la política monetaria prudente: ese mito se destruyó hace tiempo. No es necesario para dar valor al dólar: ese valor se deriva de nuestra economía productiva.”* Un mes más tarde, el Congreso lo aprobó.

Los ciclos de expansión y contracción creados por la facilidad de crédito no son algo nuevo en la historia económica mundial. Durante ciertos periodos la economía experimenta un gran crecimiento gracias al aumento del crédito, de la misma forma que tras esa época, vienen periodos de contracción debido a la escasez del crédito. Lo que ha hecho esta crisis extraordinaria es la magnitud de la expansión del crédito que ha habido. Una vez eliminado la restricción de que el oro debía avalar al dólar, el crédito se multiplicó.

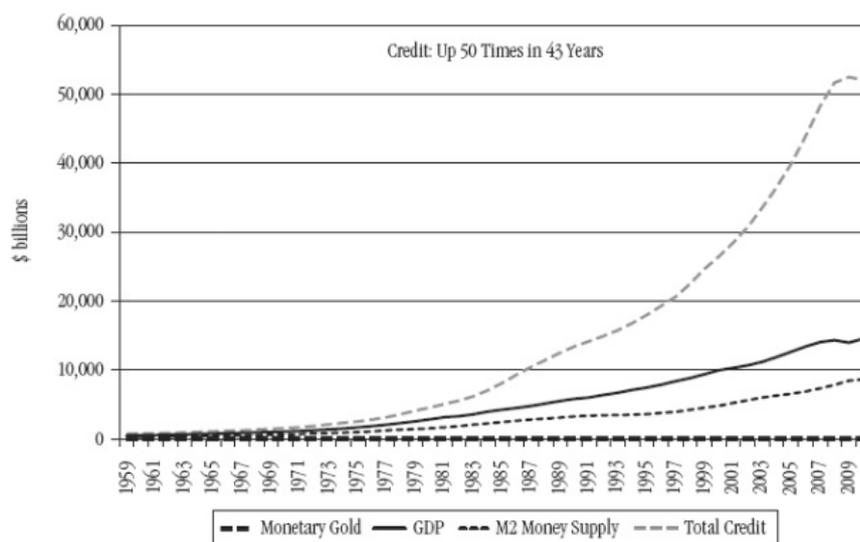


Ilustración 1: Evolución del dinero, crédito, oro y PIB en EEUU. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

Como se ve en la *Ilustración 1* durante la década de los 60, la relación crédito-oro se había mantenido constante; concretamente, en 1968, el cociente entre el crédito y el

¹³ Lyndon Baynes Johnson fue el 36º presidente de Estados Unidos de América durante los años 1963 y 1969.

oro estaba en 128 y entre el crédito y la oferta monetaria 2,4. Inmediatamente, el crédito creció de una forma nunca antes vista, llegando en 2007 a una relación crédito-oro 4000 veces superior de la que había antes y multiplicando la relación crédito-O.M.¹⁴ 6,6 veces. Parte del motivo de este incremento, no obstante, viene de años anteriores a la eliminación del requisito por parte del Presidente Johnson.

En 1913, la Federal Reserve Act, fundó el Sistema de Reserva Federal otorgándole potestad de emitir billetes, es decir, papel moneda. Sin embargo, regía una ley que obligaba a la Reserva Federal a mantener unas reservas de oro no inferiores al cuarenta por ciento¹⁵ en relación con los billetes en circulación. Pero ese porcentaje bajó en 1945 estando obligado a mantener el 25 por ciento de oro en relación al dinero. En otras palabras, por cada dólar en circulación la Fed debía tener oro por valor de 25 centavos. Finalmente, Johnson terminó con esta relación oro-papel moneda.

Este cambio modificó la naturaleza del dinero en sí. Hasta ese momento se consideraba dinero mercancía ya que se podía cambiar por algo (en este caso el preciado metal), pero a partir de ahí era dinero fiduciario. Su valor ya no derivaba de un activo intrínseco como podía ser el oro (o cualquier otro activo como podía haber sido el petróleo por ejemplo), sino que este poseía valor porque el gobierno así lo decía. Esto conllevó a un aumento de la oferta del dinero, llegándose a multiplicar por 20 la cantidad de billetes imprimidos entre 1968 y 2010. Y a pesar de que este dinero no estaba respaldado por el oro ni por ningún otro activo, era la base sobre la cual el sistema bancario iba a edificar un conglomerado crediticio. De hecho, si hubiese permanecido respaldado sobre el oro, no podría haberse originado un crédito de 50 billones en 2007.

¿Pero cómo es posible que, a pesar de la libertad del dinero a la hora de imprimirse, aumente con tanta facilidad el crédito en tan pocos años? Una de las razones es lo que se conoce como *creación del dinero*. Suponga que un banco por cada 100 euros que alguien deposita en él, debe mantener un 20 por ciento en sus reservas, mientras que el 80 por ciento restante puede utilizarlo para invertirlo. Imagine entonces que un depositante acude a un banco y confía 200 dólares de sus ahorros al Banco A. Este Banco A, debe mantener 40 dólares en sus arcas por el coeficiente exigido por la ley, mientras que los 160 restantes los coloca en otro Banco B que le ofrece una rentabilidad. Este Banco B, deberá almacenar 32 dólares, y destinará 128 a otro Banco C. Y así sucesivamente. Véase la *Tabla 4*.

¹⁴ O.M.: Oferta Monetaria

¹⁵ Recordar que como se ha mencionado anteriormente, antes del siglo XX este porcentaje debía ser 100%, es decir, debía haber misma cantidad de dinero que valor en oro. Este porcentaje fue disminuyendo hasta llegar al 40 % debido a la incapacidad de obtener suficientes reservas de oro.

Tabla 4: Creación de dinero. Fuente: Elaboración propia.

	Depósito	Reservas	Préstamos
Banco A	200	40	160
Banco B	160	32	128
Banco C	128	25,6	102,4
Banco D	102,4	20,48	81,92
Banco E	81,92	16,38	65,54
Banco F	65,54	13,11	52,43
Banco Z	0,76	0,15	0,60
TOTAL	997	200	798

De este modo, repentinamente un depósito inicial de 200 dólares, deja en el sistema un depósito de 997 dólares y un crédito de 798 dólares. Por ello, la no sujeción del dinero induce a efectos como este, en el que basta un pequeño importe inicial para crear una cantidad enorme de dinero. Esto sería imposible si estuviese vinculado a algún patrón. Las cantidades que el Estado debiera comprar para seguir vinculado a ese subyacente imposibilitarían su efecto multiplicador.

Otro factor que también alimenta el crédito es justamente lo que se ha escrito unas líneas arriba. Los bancos comerciales, estaban exigidos por ley a disponer de unas reservas de dinero para poder afrontar los posibles pagos y pérdidas que podían tener. A pesar de que tienen un funcionamiento y objetivo muy diferente a la que tiene hoy la regulación de Basilea III, el principal objetivo sí que era garantizar la seguridad de sus clientes. Los bancos comerciales, quienes debían cumplir estas condiciones de capital y eran mayoritarios en la economía, tenían un funcionamiento sencillo debido a la ley Glass-Steagall.

La ley Glass-Steagall es el nombre recibido a la Ley Bancaria o Ley de Bancos de 1933 (en inglés The Banking Act of 1933) que se aprobó en Estados Unidos en mención al Senador Carter Glass¹⁶, quien fue el que propuso estas reformas (también formó parte de esta regulación el Representante de la Cámara de Estados Unidos Henry B. Steagall¹⁷). Esta ley, impedía básicamente, unir el negocio de banca comercial y banca de inversión en una misma institución. Ello convertía el negocio de banca comercial transparente y fácil de entender. Su funcionamiento residía en aceptar depósitos y conceder préstamos, y obtener una rentabilidad marginal entre uno y otro. La legislación además les exigía disponer de un porcentaje concreto de reservas en relación a sus depósitos, caso de que tuviesen que devolvérselo a sus clientes. En 1945, los depósitos constituían el 98 por ciento de los fondos de los bancos

¹⁶ Carter Glass (1858 – 1946) fue un senador estadounidense miembro del partido Demócrata.

¹⁷ Henry Bascom Steagall (1873 – 1943) fue miembro de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos y presidente del Comité de la Cámara de Servicios Financieros de los Estados Unidos.

comerciales. El coeficiente exigido para los depósitos a la vista (eran el 76 por ciento de todos los fondos) era de 20 por ciento, mientras que los depósitos a plazo (que representaban el 22 por ciento) requerían un 6% de reservas. Con los años, los bancos empezaron a invertir esa relación ya que demandaban menos reservas. En 2007 los depósitos a plazo suponían un 57 por ciento de los fondos y los depósitos a la vista se redujeron hasta representar solamente un 6 por ciento.

La Fed, por su parte, también fue reduciendo el capital exigido para los depósitos a la vista. Para depósitos a la vista de menos de 10,7 millones, el capital exigido era del 0 por ciento. En el caso de cuantías entre 10,7 y 58,8 millones de dólares, se requería un 3 por ciento, y si superaba este último valor, el requerimiento subía hasta un 10 por ciento. Ante una menor exigencia de capital, los bancos podían prestar más a los clientes.

Las reservas, por ende cayeron. La cantidad de crédito superaba ampliamente al de capital.



Gráfico 1: Reservas de los bancos comerciales en la Reserva Federal. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

Las reservas y efectivo de los bancos comerciales en 1945 rondaban los 18.000 millones de dólares, lo que suponían un 12 por ciento de su activo total. En 2007, incrementó esta cantidad hasta los 73.200 millones, 4 veces más. Pero los activos de los bancos se multiplicaron hasta 82 veces en comparación con la mitad del siglo XX. Una proporción muy desigual. Además, como se aprecia en el *Gráfico 1*, la cantidad de reservas que poseían los bancos en la Reserva Federal, incrementaron únicamente en 2.000 millones desde 1945 hasta 2007, una cantidad ínfima.

Todos estos cambios conllevaron a que a principios del año 2000, el crédito en el mundo entero fuera insostenible. La estructura de la economía estadounidense cambió radicalmente. El centro de la actividad económica del país pasó de ser de la producción de bienes a la prestación de servicios y finalmente a la especulación. La especulación finalmente hizo romper la cadena.

3.1.2 La morosidad

El exceso de crédito que se ha mencionado no debería ser un problema siempre y cuando se pagase al acreedor. El problema surge cuando el pagador es incapaz de acometer sus deudas. Y es que las deudas del país norteamericano tienen décadas de historia. Al final de la Segunda Guerra Mundial la administración federal de EEUU era la entidad con mayor deuda del país. Concretamente poseía el 71 por ciento de toda la deuda norteamericana. En segundo lugar estaban las sociedades anónimas, con un 13 por ciento y en el tercero las viviendas con un 8%. El sector financiero únicamente representaba el 1 por ciento de la deuda de todo el país. Pero esta proporción reversionó a lo largo de los años. En 2007, la deuda de la administración federal se vio reducida a un 10 por ciento. Es el cambio más significativo, pero para nada sorprendente. Después de la guerra la economía conoció un auge importante en la escala productiva, y ante situaciones de paz y gasto reducido la deuda disminuyó. Por su parte, la deuda de las sociedades anónimas se mantiene igual, a un 13 por ciento. Los cambios más considerables se produjeron en el sector de la vivienda y sector financiero. En el primer caso, la deuda aumento un 20 por ciento hasta alcanzar el 28 por ciento. El sector financiero, se convirtió en el mayor deudor del país alcanzando una cuota del 32% (Ver *Tabla 5*).

Tabla 5: Distribución de la deuda total del mercado de crédito. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

	1945	2007
DTMC mm \$ porcentaje del total	355	50.043
Administración federal	71 %	10 %
Sector de los hogares	8 %	28 %
Sector de las sociedades anónimas	13 %	13 %
Empresas no constituidas en sociedades anónimas	1 %	7 %
Sector financiero que comprende:	1 %	32 %
Bancos comerciales	0 %	3 %
GSE y carteras hipotecarias garantizadas por GSE	0 %	15 %
Emisores de bonos de titulización de activos	0 %	9 %
Varios	6 %	10 %
	100 %	100 %

En primer lugar se va a analizar el sector financiero. Durante la década de los 40 el sector apenas se financiaba con la deuda, sus mayores ingresos de dinero provenían de los depósitos. Pero eso cambio al llegar a 1960. Como se puede observar en el *Grafico 2* hasta 1966 la deuda que poseía el sector financiero era la más baja pero este año sobrepasó al sector de las empresas no constituidas en sociedades anónimas. Esta tendencia continuó con el paso de los años hasta alcanzar la primera posición en 1998.

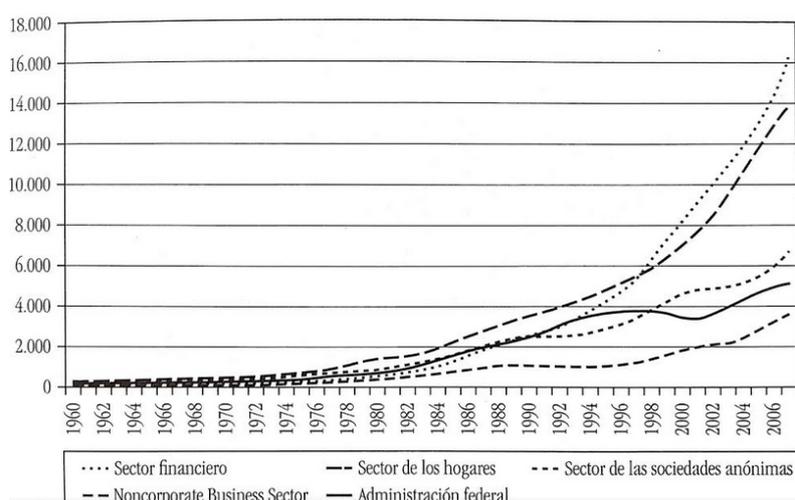


Gráfico 2: Deuda total por sector en EEUU. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

Esto es un cambio significativo en la estructura del mercado del crédito. Los bancos tradicionalmente actuaban como intermediarios financieros entre ahorradores y prestatarios, moviendo el dinero de agentes con superávit a agentes con déficit. Pero a finales del siglo XX el sector financiero se había convertido en el mayor prestatario del país. Y esto puede deberse en gran parte a Freddie Mac¹⁸ y Fannie Mae¹⁹. Estas dos empresas obtenían fondos emitiendo bonos. Al ser agencias semipúblicas (GSE), eran capaces de obtener fondos más baratos debido a que estaban garantizados por el Estado. Mediante dichos fondos compraban créditos hipotecarios a los bancos y demás instituciones que concedían préstamos hipotecarios y se los quedaban en su balance. Muchos de estos activos los vendían a otros inversores con una garantía de pago. Así, obtenían una rentabilidad al garantizar que los préstamos hipotecarios que habían colocado a inversores pagarían el principal e intereses. Estos inversores principalmente eran conocidos como “carteras hipotecarias garantizadas por agencias y GSE” y compraban la mayor parte de los títulos vendidos por Freddie y Fannie. Cuando el Estado finalmente tuvo que intervenir, se supo que eran Freddie y Fannie las verdaderas propietarias de la mayoría de las carteras hipotecarias garantizadas por GSE y las agencias, es decir, estas empresas inversoras eran mayormente filiales de Fannie y Freddie.

¹⁸ Freddie Mac significa Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (Federal Home loan Mortgage Corporation en inglés) y es una empresa garantizada por el gobierno de Estados Unidos de América autorizada para conceder y garantizar préstamos.

¹⁹ Fannie Mae significa Asociación Federal Nacional Hipotecaria (Federal National Mortgage Association en inglés) y es una empresa apoyada por el gobierno norteamericano cuyo propósito es ampliar el mercado secundario de hipotecas a través de la titulización de hipotecas.

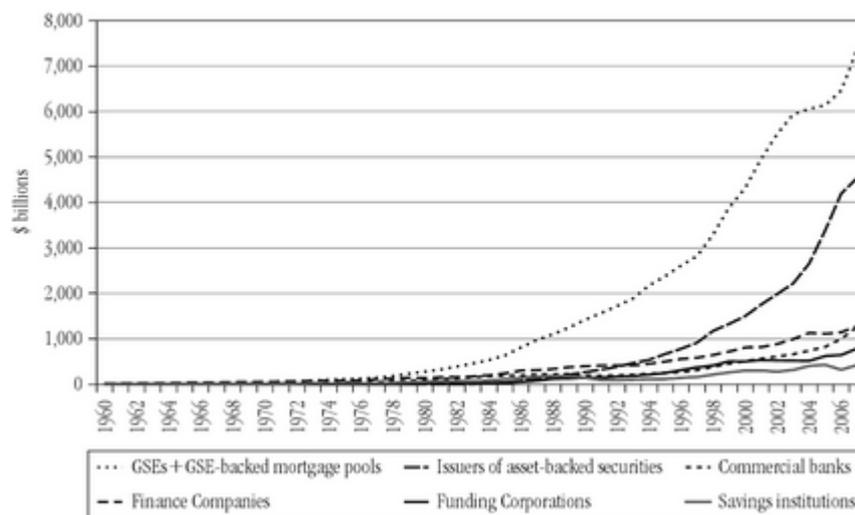


Gráfico 3: Entidades y cantidades que pidieron prestado el dinero. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

En el *Gráfico 3* se muestra la expansión de la deuda de las GSE. En 1988 la deuda era de un billón de dólares; 20 años más tarde, había alcanzado los 8 billones. ¿Y mientras qué hicieron Fannie y Freddie con el dinero que habían ganado? Lo prestaron al sector de la vivienda en forma de créditos hipotecarios y crédito al consumo. Entre 1982 y 2007 la deuda hipotecaria se multiplicó por diez, mientras que el de los créditos al consumo se sextuplicó (ver *Gráfico 4*).

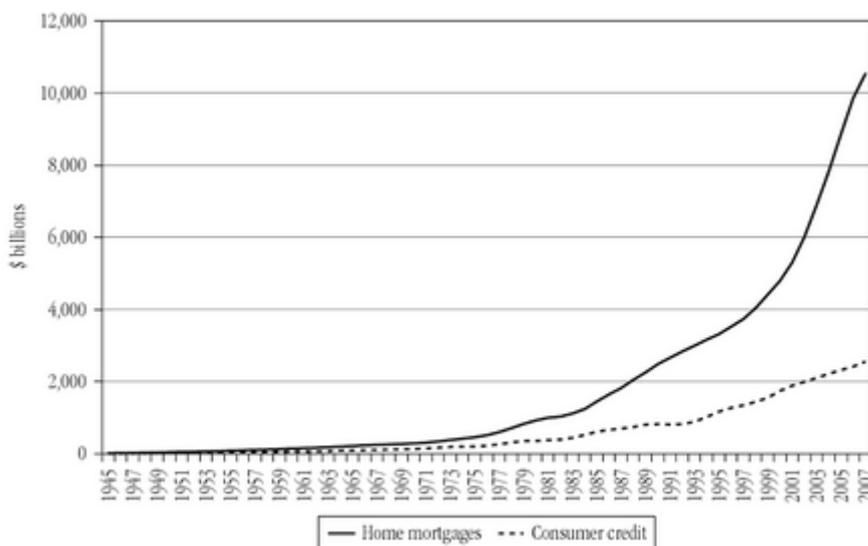


Gráfico 4: Créditos al consumo e hipotecarios. Fuente: (Duncan and Rabasco, 2013).

En consecuencia, la deuda financiera aumentó. En 1980 suponía un 21 por ciento en relación con el total de la economía y en 2007, aumento hasta representar el 116 por ciento. Del mismo modo, la deuda de la vivienda aumento del 50 por ciento al 98 por ciento del PIB en ese mismo periodo. Demasiada deuda para soportarlo.

3.1.3 ¿Y qué ocurre con la inflación?

Se acaba de escribir que la naturaleza del dinero cambió, que pasó de ser dinero mercantil a dinero fiduciario y que este poseía valor por el simple hecho de que el gobierno decía que lo tenía, incrementando la cantidad de dinero en circulación. No obstante, las variaciones de la cantidad de dinero siempre se han dado en la historia por lo que no es algo nuevo. Los economistas relacionan estas variaciones en la cantidad de dinero con los cambios en el nivel de precios, y eventualmente en la actividad económica. “A este concepto se le llama *teoría cuantitativa del dinero* y es la base sobre la que se construyó el monetarismo y la política económica moderna” (Duncan, & Rabasco, 2013). Según la teoría cuantitativa del dinero el precio y cantidad de dinero están directamente relacionados. Irving Fisher, uno de los economistas más prolíficos de la historia, publicó en su libro “The Purchasing Power of Money: its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises” la que llamó la *ecuación de intercambio*. Esta ecuación permite relacionar la cantidad de dinero y el nivel de precios.

$$MV = PT$$

Ecuación 1: Ecuación de Intercambio. Fuente: Duncan, & Rabasco, 2013.

donde:

M = Dinero (cantidad de dinero en circulación)

V = Velocidad (tasa media de rotación del dinero)

P = Nivel de precios

T = Comercio (volumen)

Esta ecuación siempre debe cumplirse, ya que la cantidad gastada ($M \cdot V$) debe ser igual al precio de los bienes adquiridos ($P \cdot T$) en un determinado periodo. Fisher la describió de la siguiente forma: “En cada compra y en cada venta, el dinero y los bienes intercambiados son ipso facto equivalentes; por ejemplo, el dinero pagado por el azúcar es equivalente al azúcar comprado. Y en el gran total de todos los intercambios realizados en un año, el valor de la cantidad total de dinero pagado es igual al valor total de los bienes comprados. Por tanto, la ecuación tiene un lado del dinero (el primer miembro de la ecuación) y un lado de bienes (el segundo miembro de la ecuación). El lado del dinero es la cantidad total de dinero pagada y puede considerarse que es la cantidad de dinero multiplicada por su rapidez de circulación. El lado de los bienes está formado por las cantidades de bienes intercambiados multiplicadas por sus precios respectivos.” (Fisher, págs. 16-17). El segundo miembro a su vez, equivale a la producción económica total de un país. Dicho de otra forma, lo que produce un país en términos absolutos es igual al volumen de negocios realizados por ese país con los respectivos precios de dichos productos. Por tanto:

$$MV = PT = PIB$$

La teoría cuantitativa del dinero sostiene que a largo plazo las variaciones de dinero provocan una variación proporcional y duradera del nivel de precios (P) pero que no afectan a la velocidad del dinero (V) y solamente producen un efecto temporal en el

volumen de negocio (T). Esto se puede explicar de la siguiente forma: un aumento de la cantidad de dinero (M) hace que el precio de los bienes suba con mayor celeridad que el tipo de interés que tienen que pagar para financiar la producción de esos bienes. Esto conlleva a un aumento de los beneficios de los empresarios. Estos beneficios provocan que ante esta euforia las empresas se atrevan a pedir más préstamos y a invertir más, aumentando así el volumen de negocio. No obstante, en cierto momento dado, los tipos de interés comenzaran a subir debido al aumento de la inflación, haciendo que el margen de los beneficios se reduzca de nuevo. En ese momento, las empresas ven que han sido demasiado derrochadoras con los beneficios obtenidos y esperados y dejan de pedir préstamos y realizar inversiones contrayendo el volumen de negocio (T) de nuevo. Dicho de otra forma, al aumentar la cantidad de dinero, a largo plazo, el PIB real no se verá afectado, solamente el nominal ya que el ajuste lo corregirá la inflación. La forma de que el PIB de un país aumente es que también lo hagan otros factores como por ejemplo los salarios, ya que de mantener el salario estancado, las familias no podrán adquirir más bienes cuando se acabe el crédito con lo que la economía volverá al momento inicial. Pero como se ha mencionado, hoy en día, la mayor parte de la producción, por no decir toda, no se financia a través del dinero efectivo en sí, sino a través del crédito. El aumento de crédito ha sustituido al dinero como forma de pago y financiación por lo que es lógico y viable sustituir la variable crédito por la del dinero en la ecuación.

$$CV = PT$$

siendo C la deuda total del mercado de crédito y V la velocidad o tasa de rotación del crédito. Una diferencia del crédito respecto al dinero es la velocidad y cantidad que puede crecer. Mientras que la moneda está sujeta, anteriormente al oro y hoy en día a los tipos de interés, el crédito puede aumentar libremente tal y como se ha demostrado que lo ha hecho. Esto haría que el PIB creciese al menos a corto plazo aún más, y que el nivel de precios, como se ve en la ecuación, incrementase también. Pero si esto es cierto, el aumento de crédito debería producir cambios en el nivel de precios. ¿Y realmente las ha producido? La respuesta es sí.

Para empezar se deben distinguir tres tipos de inflación: la inflación de materias primas, la inflación de los precios de los activos y la inflación de precios de consumo. En primer lugar, el precio de los activos, entre otros el inmobiliario, ya se ha observado que creció debido al aumento de hipotecas y el valor de las acciones de las empresas aumentó 14 veces su precio entre 1982 y 2000²⁰. Las materias primas también experimentaron un crecimiento en su precio. De hecho, dos veces. Una en 1970, cuando EE.UU adoptó el dinero fiduciario y la segunda entre 2000 y 2008, cuando otros países aceptaron el dinero fiduciario como su moneda. Finalmente, los precios de consumo (IPC²¹) también tuvieron un incremento importante debido al aumento de salario de los trabajadores y aumento del coste de las materias primas, en la década de 1970. En 2002 no obstante, no ocurrió lo mismo. Un nuevo factor

²⁰ Duncan & Rabasco, 2013

²¹ El IPC (Índice de Precios al Consumo) es un indicador económico que registra los precios de los bienes y consumos más habituales en una sociedad y analiza la variación en el precio de estos bienes.

cambió la correlación entre salarios e IPC. Y ese nuevo factor es la globalización. La entrada de mano de obra de países en vías de desarrollo abarató un 95% el coste marginal de mano de obra. Este descenso provocó que los precios de las materias primas se redujesen notablemente, afectando al IPC en consecuencia. De no ser por la globalización, la velocidad de crédito que posibilitó el gran crecimiento de Estados Unidos originaría una inflación como la que se vivió en la década de los setenta (ver *Gráfico 5*).

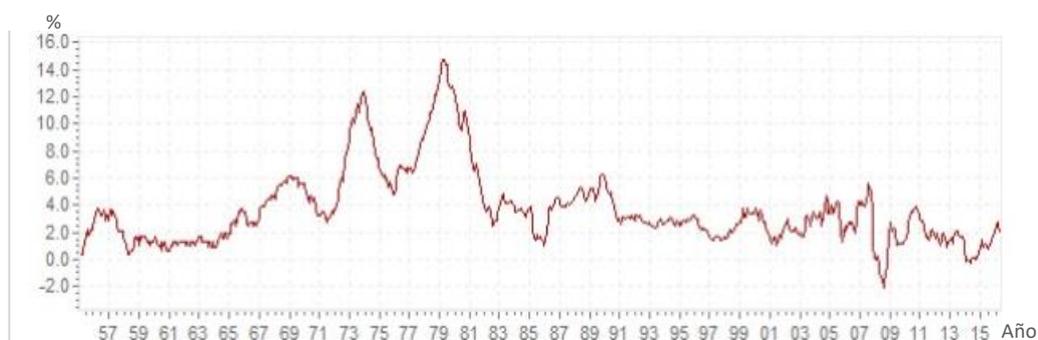


Gráfico 5: Evolución histórica inflación EE.UU. Fuente: es.inflation.eu.

Fueron por tanto, estos los motivos los que hicieron que a pesar de que el crédito y el PIB aumentasen vertiginosamente, no influyeran en un aumento de la inflación.

3.1.4 Política económica

La economía estadounidense ha experimentado continuamente momentos de gran crecimiento económico acompañado de periodos de recesión. Estos periodos han variado en duración y origen, pero siempre han estado presentes. De acuerdo con la Oficina Nacional de Investigación Económica²², la expansión económica más larga de Estados Unidos comenzó en marzo de 1991 y finalizó en el mismo mes pero del año 2001. El siguiente crecimiento se originó en noviembre de 2001 (8 meses después) y se prolongó hasta finales de 2007.

La expansión que se produjo a principios del siglo XXI fue en gran medida debido a un acontecimiento político que marcó el destino tanto de EE.UU. como en gran parte el del planeta, como luego se comprobaría. A comienzos de año, más concretamente el 20 de enero de 2001, se celebraban elecciones presidenciales en el país, donde George Walker Bush fue elegido como mandatario. George Bush, anunció ya en su candidatura que reduciría los impuestos de los norteamericanos. En uno de sus discursos proclamó: “Hoy, nuestros elevados impuestos financian un superávit. Algunos dicen que el superávit federal significa que Washington tiene más dinero para gastar. Pero lo han entendido al revés. El superávit no es el dinero del Gobierno. El superávit es el dinero de la gente. Voy a aprovechar esta oportunidad para traer sentido común y justicia al código tributario. Y voy a actuar por principios. Por

²² National Bureau of Economic Research (NBER) en inglés, es una organización académica privada estadounidense sin fines de lucro, cuyo objetivo es la realización y difusión de actividades económicas de manera imparcial. También decide cuándo comienzan ciclos expansionistas y ciclos contraccionistas.

principios [...] cada familia, cada agricultor y cada pequeño empresario debe ser libre para ceder el trabajo de su vida a aquellos que ama. Así que aboliré el impuesto sobre las sucesiones. Por principios [...] nadie en América deberá pagar más de una tercera parte de sus ingresos al Gobierno federal. Así que reduciré los impuestos para todo el mundo, sin excepción.”²³ Durante su primer mandato, con el apoyo de la Cámara de Representantes (obtenido por mayoría) y con un Senado dividido a partes iguales (lograron 50 asientos ambos partidos) consiguió sacar adelante tres leyes que modificaron la política fiscal. En el primer año, se aprobó la Ley Reconciliatoria de Crecimiento y Reducción Fiscal de 2001 (a menudo conocido como EGTRRA por sus palabras en inglés), donde principalmente afectaba al impuesto sobre la renta, reduciendo significativamente el porcentaje que se le aplicaba por los ingresos obtenidos a cada persona. El 9 de marzo de 2002 firmó la Ley de Creación de Empleos y Asistencia al Trabajador mediante el cual conseguía que las empresas pudieran obtener beneficios fiscales entre otras ventajas, y por último promulgó en 2003, la Ley Reconciliatoria de Empleos, Crecimiento y Reducción Fiscal (abreviado en inglés como JGTRRA), donde principalmente se aumentaron las reducciones de impuestos sobre los ingresos por inversiones a partir de dividendos y ganancias de capital. Estas tres medidas, junto con los aún más estímulos fiscales que se aprobaron debido a la necesidad de financiar la Guerra de Afganistán de 2001 y la precariedad de la actividad económica tras los atentados del 11-S trajeron un cambio tanto a la economía americana como al presupuesto del Gobierno federal. Mientras que las familias y empresas disfrutaban de una gran cantidad de dinero y disponían créditos a precios muy bajos el Gobierno federal veía cumplido las palabras de Bush mencionadas en su mitin. En 2000, el superávit del Gobierno, el cual era de 236.000 millones se transformó para el año 2008 en un déficit de 458.000 millones²⁴.

Por otra parte, y relacionando el exceso de crédito explicado anteriormente y la facilidad de la que disponían los habitantes estadounidenses, se debe mencionar otra discutible política monetaria que apoyó la Reserva Federal. Durante todo el comienzo del siglo, la Reserva mantuvo una política monetaria expansiva, rebajando los tipos de interés a un nivel muy por debajo del recomendable. Esto fue motivado por varias razones. En primer lugar, por el esfuerzo de mitigar los efectos producidos por el colapso de la “burbuja punto com” tras observar la caída de los precios de las acciones que sufrieron compañías importantes. Dicha burbuja se produjo durante los periodos 1997 y 2001, gracias al aumento del valor de las empresas del ámbito tecnológico y más específicamente de las firmas relacionadas con Internet. La sobreespeculación llevó a un aumento desproporcional del precio de las acciones de dichas empresas, y finalmente cuando la burbuja estalló, trajo consigo una recesión en la economía de muchos países desarrollados donde se ubicaban principalmente. En segundo lugar, tras esta recesión, la Reserva y el Gobierno observaron que la recuperación de empleo se estaba desarrollando con mayor lentitud de lo que se esperaba, por lo que consideraban necesario mantener los tipos bajos para poder

²³ George w. Bush, Address Accepting the Presidential Nomination at the Republican Convention in Philadelphia, August 3rd 2000.

²⁴ <https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/budget/fy2012/assets/hist01z1.xls>

reactivar la economía. Y finalmente, la Reserva Federal temía que ocurriese un caso similar a la “década pérdida” ocurrida en Japón. Conocida mundialmente de esta forma, la década pérdida, se sitúa entre los años 1980 y 1990, y fue una crisis de origen financiero y principalmente mobiliario en el que al finalizar la burbuja, el país nipón se situaba prácticamente igual que a comienzos de 1980, debido a los ajustes que tuvo que realizar el gobierno para poder salir de la recesión. La Reserva Federal, teniendo en cuenta lo que sucedió en Japón, quiso evitar un colapso similar.

Una posible cuarta razón por la que la Fed mantuvo los tipos bajos, está relacionado con intereses políticos privados. Alan Greenspan²⁵, presidente de la Reserva Federal en aquel momento, era un fiel seguidor de las políticas de George W. Bush, y con el objetivo de ayudarlo, creía que una forma de que este obtuviera apoyo era ayudando a la sociedad a tener más dinero, lo cual se consigue a través de una política monetaria expansionista. Tal fue la relación de ellos, que el presidente propuso el 18 de mayo de 2004 una quinta elección sin precedentes, para que Greenspan continuase su presidencia en la Reserva. Sea el motivo que fuere, lo cierto es que en la economía se incrementó el crédito, la morosidad y se apostó por una política económica equivocada que permitía el crecimiento sin medida.

3.2 Crisis de 2008

Por lo que ha leído el lector hasta ahora, se puede entender que el motivo de la crisis fue el exceso de crédito en una economía poco ahorradora y la latente morosidad en los préstamos que concedían los bancos. Pero estos no son más que factores que agravaron la crisis. El verdadero motivo de la “Gran Recesión” está en las hipotecas subprime. ¿Pero qué son las hipotecas subprime? ¿Y cómo es posible que hayan causado un desastre de este calibre?

Las hipotecas subprime, también conocidas hipotecas de alto riesgos, son préstamos para vivienda concedidos por bancos a prestatarios con poca solvencia económica. Por lo general, estos prestatarios poseen un historial de pagos atrasados y los bancos los califican a menudo como prácticamente insolventes. Otra característica es que raramente son capaces de pagar íntegramente su deuda por lo que solamente amortizan una cantidad del préstamo. En base a todo esto, las instituciones financieras les conceden préstamos con altos tipos de interés debido al perfil de riesgo que poseen. Gracias a la liberalización de los tipos de interés y la abolición de los límites en los tipos, lo cual permitió exigir elevados intereses, estos préstamos se convirtieron populares desde la década de los ochenta. Era común, entre los prestatarios utilizar el dinero recibido de la hipoteca para otros fines que no fuese el de financiarla, y a su vez, pedir otra hipoteca para poder pagar el préstamo anterior. Además los préstamos que concedían los bancos, cada vez era de un importe mayor debido a la especulación que sufría el mercado inmobiliario. Los precios de la

²⁵ Alan Greenspan fue presidente de la Reserva Federal durante el 11 de agosto de 1987 y el 31 de enero de 2006. Doctorado en Economía por la Universidad de Nueva York, estuvo envuelto en críticas por ser causante (o al menos no hacer nada para evitar) de la crisis “punto com” y de la crisis subprime, a pesar de que ya había abandonado la Fed el año anterior.

vivienda, aumentaron un 25 por ciento en la década de los noventa, pero aumentaron aún un 50 por ciento más entre los años 2000 y 2006²⁶ (Ver *Gráfico 6*). El valor de la vivienda, incrementó la cantidad que las familias requerían pedir prestado, lo que en consecuencia, les iba endeudando gradualmente más. Pero además, hay que añadir el cambio que se produjo en la Reserva Federal, ya que pasaron de mantener unos tipos de interés bajos y constantes a aumentarlos año a año. El *Gráfico 7* muestra cómo fueron evolucionando los tipos.

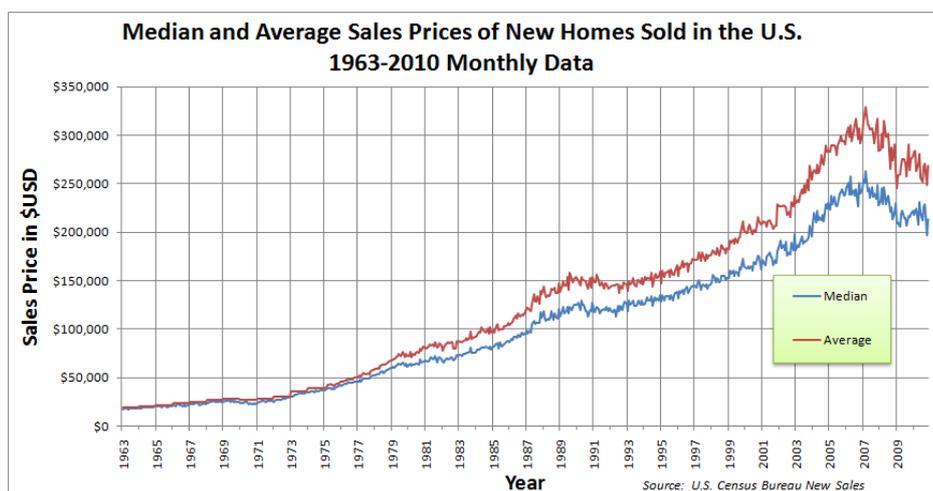


Gráfico 6: Evolución precio de la vivienda en EE.UU. Fuente: U.S. Census Bureau New Sales.



Gráfico 7: Evolución de los tipos de Interés en EE.UU. Fuente: Datosmacro.

Tal y como se puede ver en el gráfico, la Fed a partir de 2004 mantuvo una política en el que incrementaba los tipos de interés continuamente, ya que observó como la facilidad de crédito y el exceso de dinero en la sociedad se volvía incontrolable. Por ello, en un intento de ir reduciendo estos niveles, fue aumentando gradualmente, pero la reacción ya era tardía. Este incremento en los tipos, no hizo más que encarecer los préstamos de cada vez mayor importe, lo que en suma, se tornó imposible para muchos acreedores amortizar la deuda. La morosidad, hasta entonces

²⁶ Richard S. Grossman.

invisible, se hizo latente en pocos meses, y además de las pérdidas que sufrieron las familias, muchos bancos se quedaron con las viviendas en lugar del dinero, lo que les apalancaba aún más y les empezaba a generar problemas de liquidez.

Pero no solo los bancos que concedían préstamos fueron afectados, también los inversores que compraron activos titulizados. La titulización (en inglés securitization), es un proceso donde se agrupan activos de distinto carácter, mayoritariamente préstamos garantizados por hipotecas, y se venden a inversores, los cuales buscan un retorno a través del nuevo activo comprado. Mediante este proceso, los bancos conseguían dos cosas: por un lado, convertían rápidamente un activo muy ilíquido en uno muy líquido, y por otra parte mediante la venta de estos préstamos conseguían dinero para poder seguir concediendo préstamos; lo que conllevaría a un círculo que se retroalimentase. Este proceso no era, no obstante, algo nuevo en el mundo financiero. La titulización era popular ya en la década de los ochenta, pero su naturaleza era otra. En esa época, la titulización se realizaba con préstamos seguros, donde el pagador garantizaba la amortización del préstamo y se les consideraba de alta calidad. Estos valores eran de suficiente calidad como para que fueran respaldados por la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (Freddie Mac) y por la Asociación Federal Nacional Hipotecaria (Fannie Mae), lo que se traducía en riesgo bajo y en consecuencia una rentabilidad (ligada al tipo de interés) reducida. Con el objetivo de alentar el sector inmobiliario, el gobierno animó a estas dos instituciones (semipúblicas) a que garantizaran hipotecas con menor calidad crediticia. La reacción no se hizo esperar, y para 2005 y 2006, alrededor del 80% de los préstamos, las cuales eran en su mayoría de alto riesgo, eran financiadas a través de titulización.

Este complejo proceso, trajo consigo nuevos derivados que complicaban aún más el entramado de las hipotecas subprime. Se hicieron famosos otros dos derivados: las permutas de incumplimiento crediticio (credit default swap o CDS en inglés) y las obligaciones de deuda garantizada. Estos últimos son carteras de valores de deuda (los cuales incluyen valores respaldados por hipotecas de riesgo elevado) que se financian emitiendo aún más valores. Dichos valores, se clasifican por tramos en función de su riesgo (y en consecuencia su rentabilidad), los cuales son otorgadas por las tres agencias de rating más importantes del mundo: Fitch, Moody's y Standard and Poor's. Estas tres agencias han tenido una gran parte de la responsabilidad en la causa de la crisis ya que las puntuaciones que concedían tanto a las empresas como a los activos estaban manipuladas. Se sabe que durante la crisis, los emisores pagaban más a estas agencias si el resultado del análisis resultaba favorable, por lo que estaban motivadas a calificar de una forma más optimista incluso cuando la realidad era diferente. Consiguieron de esta forma, colocar valores muy tóxicos, con gran probabilidad de impago como activos muy seguros.

En el otro lado se encuentran las CDS las cuales son contratos en los que el vendedor del contrato acuerda pagar a la otra parte (el comprador) en caso de que ocurra una situación crediticia desfavorable, como puede ser la bancarrota, a cambio de unas cuotas periódicas. La combinación de la posesión de deuda garantizado y la permuta

de incumplimiento crediticio hacía creer al poseedor que se encontraba en una situación de no riesgo, pero esto no era realmente así. A diferencia de por ejemplo una aseguradora, la cual emite muchas pólizas de seguro de vida, en el momento en el que tenga que pagar el fallecimiento de un solo cliente, lo podrá realizar gracias a las primas que recibe por parte de los otros clientes que no fallecen. En los CDS esto no sucede así, ya que por lo general en el mundo empresarial las empresas sufren contagios, con lo que la bancarrota de una puede significar la quiebra de otra, siendo incapaz de pagar a todas ellas, y que, además, el valor del activo que dispone para respaldar el contrato suele desmoronarse. No son por tanto, tan seguros como se cree que son.

De cualquier forma, la aparición de nuevos instrumentos cada vez más complejos requería medidas de protección acordes con la dificultad y riesgo que suponían. Los instrumentos derivados (a partir de aquí derivados) no son productos nuevos en la sociedad, de hecho, ya existían hace siglos a pesar de que su funcionamiento fuese distinto al de hoy en día. Su popularidad y utilidad ha experimentado un gran incremento desde casi hace medio siglo. Tal y como se ve en la *Ilustración 2* representan suponen más de un 800% del Producto Bruto Global lo que da a entender la peligrosidad de estos activos.

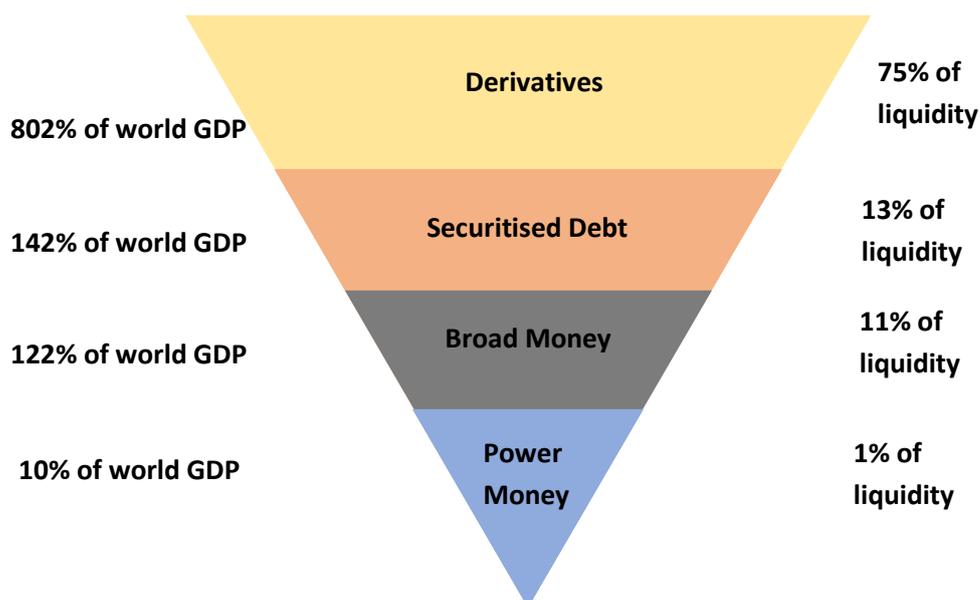


Ilustración 2: Global Liquidity Pyramid. 2006. Fuente: Bank for International Settlements.

Ante este nivel de volumen es obvio que los derivados deben tener una regulación propia y estar estrechamente vigilados por las entidades supervisoras. Algunos de ellos no tienen tratamiento contable por lo que no son detectables observables mirando los balances de las empresas, lo que agrava aún más su peligrosidad. Economistas e inversores famosos se muestran reticentes con los derivados, como por ejemplo Warren Buffet, que una vez dijo: “I view derivatives as time bombs, both for the parties that deal in them... derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers...” o el propio Alan Greenspan en una conferencia ofrecida en abril de 2005: “Two years ago at this conference I argued that the

growing array of derivatives and the related application of more sophisticated methods for measuring and managing risks had been key factors underlying the remarkable resilience of the banking system, which had recently shrugged off severe shocks to the economy and the financial system". Y a pesar de que hoy en día estén presentes en la sociedad y su eliminación o reducción de uso sea notablemente difícil, sí se debe tratar de regular, sobretudo la especulación de estos activos. Son instrumentos que permiten entre otras casuísticas apalancarse de manera rápida y peligrosa, ocultarse lejos del alcance de supervisores y acarrear situaciones de grandes beneficios o pérdidas.

Pero no solo los derivados estaban escasamente regulados. El entonces acuerdo de Basilea II parecía suficiente para supervisar las entidades bancarias. Pero la realidad mostró lo contrario. Controlar un banco es una tarea altamente difícil y prácticamente imposible de realizarlo a la perfección ya que diariamente realiza millones de transacciones que resulta imposible seguir el rastro. La forma que tienen las autoridades de controlar la actividad de un banco es a través de su capital. El requerimiento de capital es una norma impuesta por los reguladores donde se aseguran que el banco pueda responder ante algún error en cualquiera de sus actividades o fuera de ellas. Es una restricción que exige que los bancos pierdan rentabilidad a cambio de poseer activos dañinos, peligrosos y volátiles. En Basilea II el requerimiento de capital de los bancos era escaso y poco definido, con lo que les permitía a las entidades realizar triquiñuelas mediante títulos ambiguos como deuda subordinada. Además, los otros dos pilares en los que se sustentaba Basilea II debían ser reforzados, pues eran bastante frágiles. No se puede negar por tanto, que la realidad que se vivía en el mundo financiero era mucho más compleja de lo que se supervisaba mediante regulación, por lo que la mejora de Basilea II debió realizarse con mayor antelación.

3.2.1 El colapso de Lehman Brothers

Uno de los recuerdos que va a permanecer en la memoria de los estadounidenses (y de muchos habitantes del planeta) como recordatorio de esta crisis es la caída de Lehman Brothers. Fue uno de los bancos más importantes del país, todo un imperio que poseía millones de dólares de una gran parte de los ciudadanos que depositaron sus ahorros y confianza en esta entidad. Sin duda, la quiebra de Lehman fue un hito en el sector financiero. ¿Cómo es posible que una compañía de tal calibre, se hunda de la noche a la mañana sin previo aviso?

Lehman Brothers, empresa que había sobrevivido a eventos tan dramáticos como una guerra civil, dos guerras mundiales o incluso el crack del 29 sucumbió ante la crisis subprime. Ciertamente, la exposición que tenía al mercado inmobiliario era muy alta. Lehman, en los últimos 11 años antes de su quiebra había adquirido cinco prestamistas hipotecarios, entre los que se encuentran Aurora Loan Services

(comprado en 1997) y BNC Mortgage, ambos considerados Alt-A mortgage²⁷ o subprime²⁸. Esta estrategia de obtener rentabilidad era fructífera mientras el mercado inmobiliario seguía al alza pero en el momento en que este cambió las pérdidas eran superiores al total de beneficios. Complejas transacciones a través de las CDS no hacían más que exponer su volatilidad y sus malas prácticas bancarias acabaron finalmente con el futuro de la empresa.

Otras empresas también sufrieron graves daños. Bear Stearns, banco estadounidense y altamente implicado en la titulización, sufrió un destino similar. El 14 de marzo de 2008, el Banco Federal de Nueva York acordó conceder un préstamo de 25 mil millones de dólares a Bear Stearns, pero finalmente se declinó. Ante la quiebra que se avecinaba, el 16 de marzo, solamente dos días después, acordó una fusión con otro banco, JP Morgan Chase, por un canje de acciones por valor de 2 dólares la acción. Realmente esta medida indicaba la urgencia de la empresa, ya que en enero de 2007 la acción cotizaba sobre unos 172 dólares y en febrero de 2008 aún valía 93 dólares.

La multinacional aseguradora AIG también sufrió las sacudidas de la crisis. Ya en 2005, se vio envuelto en una serie de investigaciones de fraude por manipular su contabilidad y sus estados financieros. Además, en ese periodo, compró millones de dólares de riesgo asociado a hipotecas. Aseguró también millones de dólares de derivados contra el incumplimiento pero desestimó comprar reaseguros para cubrir ese riesgo. Cuando el mercado hipotecario fue afectado y las pérdidas superaban las decenas de millones, AIG tuvo que pagar reclamaciones de seguros. Finalmente, fue rescatado por el Gobierno Federal a través de una financiación de aproximadamente 180 mil millones de dólares, tomándolo bajo su control. La Comisión de Investigación de Crisis Financiera (Financial Crisis Inquiry Commission) concluyó el rescate exponiendo que las cantidades ingentes de ventas de swaps de incumplimiento crediticio que se colocaron sin garantía, unido a la desregularización generalizada de los derivados OTC incluidos los mencionados swaps y la venta de protección crediticia en forma de CDS sobre obligaciones de deuda colateralizada fueron causantes principales del fracaso de AIG.

También, otras entidades, como por ejemplo los ya mencionados Fannie Mae y Freddie Mac tuvieron que ser rescatados o al menos requirieron inyecciones de dinero para evitar su quiebra.

²⁷ Alt-A mortgage, es un término inglés proveniente de la expresión Alternative A mortgage, el cual indica un tipo concreto de hipoteca más arriesgado que los de tipo A (considerados prime o de buen grado) y menos que los subprime.

²⁸ Subprime son a las hipotecas consideradas de mayor riesgo posibles, con alta probabilidad de impago.

4. Camino a la recuperación

Los efectos que provocaron esta recién crisis se siguen sufriendo en muchos países de todo el mundo. Centrando exclusivamente en Estados Unidos los efectos fueron demoledores. El desempleo alcanzó cuotas máximas desde hace más de veinte años, llegando a alcanzar el 10%. La deuda pública por otra parte, pasó de 9,007 billones de dólares el 30 de septiembre de 2007 a 18,150 billones en la misma fecha pero en 2015. Duplicar la deuda en tan solo 8 años implica que se requiere para poder afrontar esa deuda que el Producto Interior Bruto crezca al mismo ritmo o que los estadounidenses tengan que pagar más impuestos, reducir el gasto público y otra serie de reformas fiscales que afectan a su calidad de vida. Esto ya de por sí es lo suficientemente grave sin tener en cuenta los millones de familias que se han quedado sin hogar al no poder pagar las hipotecas. Aquellos que fueron capaces de pagarla han visto reducido el valor de su casa en más de un 30% en tan solo 7 años.

A esto hay que añadirle los escándalos de otros países tales como el de Grecia o el de Chipre. Motivada por la sacudida de las subprime, varios países europeos han sido rescatados para evitar el colapso y el posible contagio en el continente. En países como el heleno, medidas tan drásticas como el corralito²⁹ tuvieron que ser establecidas para poder afrontar la grave crisis que tenía. Durante algo más de un mes, los griegos no pudieron disponer de dinero en efectivo debido al cierre total de todas las sucursales bancarias del país. Este corralito, el cual comenzó el 29 de junio de 2015 y duró hasta el 31 de julio del mismo año, provocó graves altercados sociales que desestabilizaron aún más la fragilidad política helena.

En otros países como España, el Memorando de Entendimiento pactado con la Comisión Europea, permitió no acudir a un rescate del país pero las consecuencias para evitar este desastre fueron (y siguen siendo caras). Recortes de todo tipo, aumento de los impuestos y precariedad laboral fueron algunas de las decisiones que tomó el Gobierno para poder evitar la debacle.

A pesar de ello, hoy en día parece que aun cuando los efectos son visibles la recuperación está en marcha. El desempleo estadounidense está a la baja y recobra niveles similares a las de anterior a la crisis (ver *Gráfico 8*).

²⁹ El corralito es un término económico el cual se refiere a la restricción de la libre disposición de cajas de ahorros, cuentas corrientes y plazos fijos. Es una medida para evitar la descapitalización de los bancos y de esta forma evitar la salida del dinero del sistema bancario.

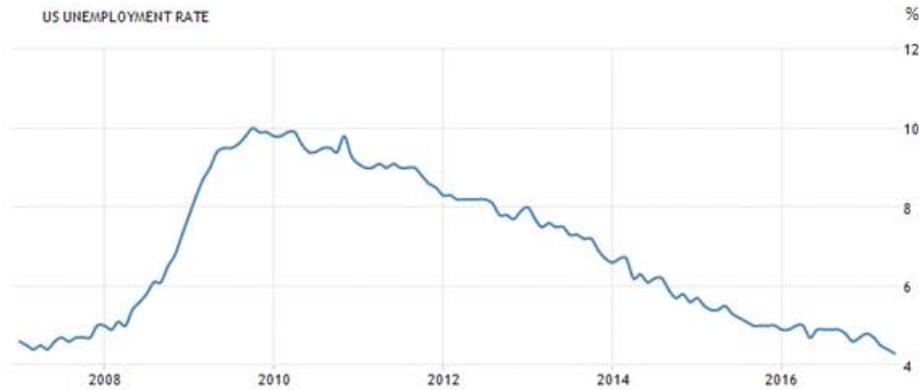


Gráfico 8: Evolución del desempleo en EE.UU. en la última década. Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics.

En cuanto a los tipos de interés se refiere, uno de los indicadores más notables para expandir o enfriar la economía, sí siguen habiendo diferencias respecto a épocas anteriores a la crisis. Pero esto es algo obvio, ya que antes de 2008 la Fed no necesitaba impulsar una economía ya de por sí bastante hambrienta, al contrario que ahora, donde los tipos rozaban el 0% hasta 2016 con el fin de otorgar crédito a la sociedad y poder impulsar el consumo.

Además de la bajada de los tipos, para conseguir estos resultados, y ser un país que hoy en día está notablemente recuperado (comparado con los europeos al menos), la Reserva Federal realizó ciertos movimientos que en Europa no eran del todo posibles. En concreto, empezó con la *relajación cuantitativa*. La relajación cuantitativa o quantitative easing es una forma de referirse a la creación de dinero fiduciario. Esto se realiza por varias razones, entre otras, reducir el coste de los préstamos, volviendo más accesible prestar y en consecuencia impulsar el consumo y suavizar las condiciones de liquidez. En la primera ronda de quantitative easing, la Reserva Federal compró deuda por valor de 1750 millones de dólares del sector financiero principalmente. Gracias a estas compras, la deuda financiera cayó entre noviembre de 2008 y marzo de 2010 un 15 por ciento³⁰. De esta forma se consiguió que las acciones volvieran a subir de valor³¹, impulsando los índices bursátiles de referencia del país. No obstante, el 31 de marzo de 2010 la bolsa sufrió una caída aproximada del 10 por ciento, generando millones de pérdidas. La Reserva Federal, decidió realizar entonces una segunda relajación cuantitativa (QE) comprando bonos del Estado por valor de 600.000 millones de dólares. Consiguió finalmente de este modo, aumentar el valor de las acciones, y lo que era más importante, reducir el déficit presupuestario del Estado, el cual se venía financiando en gran medida por el déficit de cuenta corriente, lo que conllevaba una entrada de capital a Estados Unidos.

No obstante esto tiene un precio. Estas medidas perjudicaron a más de 2 mil millones de personas de todo el mundo que viven con menos de dos dólares al día al verse incrementado los precios de los alimentos. También hizo elevar el precio del petróleo, perjudicando a los consumidores finales y favoreciendo a las grandes compañías. Indudablemente no fueron buenas noticias para todos, y tuvieron un gran coste global.

³⁰ Duncan & Rabasco, 2013

³¹ También influyó el ya mencionado programa TARP.

5. Conclusiones

Si algo hemos aprendido al leer este trabajo es que una crisis no se da por causas aleatorias ni por la alineación de los astros. Las crisis económicas suelen tener por lo general un mismo patrón que se repite justo antes de que sucedan. Dos suelen ser los rasgos más significativos que nos permite identificar que una crisis está a punto de acontecer. En primer lugar, el crecimiento (por lo general del crédito) que experimenta la economía. Como se ha repetido varias veces, los ciclos de auge y caída son inevitables, pero es el tiempo de duración de estas lo que marca si el ciclo ha sido un periodo común o uno irregular. Tanto en la crisis de 1929 como en esta, la economía norteamericana gozó de un crecimiento sin precedentes. La escasa regulación bancaria de 1929 unido al aumento de los depósitos y por consiguiente la facilidad de los créditos fue el motivo del crecimiento precedente a la Gran Depresión, mientras que en la Gran Recesión el aumento de crédito ante una desvinculación entre el oro y el efectivo unido a una política monetaria expansiva fue el determinante del crecimiento. Y en segundo lugar, otro importante factor que suele preceder a una crisis es la especulación que suele haber en un determinado activo o grupo de activos. En la década de 1920, los valores de las empresas se vieron multiplicadas ante los beneficios que estas obtenían, lo que sumando a la especulación que hubo en bolsa, desencadenó una burbuja bursátil. A comienzos del presente siglo, el activo con el que más se especuló fue el inmobiliario. Se ha observado como los valores de los hogares se veían incrementados ante una demanda cada vez más hambrienta, facilitado por las tan famosas hipotecas subprime. No era de extrañar que en el momento en el que el sistema fuese incapaz de asumir toda esa deuda, el sistema colapsase.

A esto hay que añadirle la combinación de errores y desconocimiento que ha habido durante todos estos años. El crédito aumenta inevitablemente en los ciclos pero su crecimiento se puede limitar. La política monetaria expansiva que llevó a cabo Estados Unidos durante varios fue un gran error. Quizá por esa posible arrogancia americana de querer ser los primeros en todo, indujo a experimentar un desarrollo sin parangón, cegados por la codicia. No se puede tampoco olvidar la mala actuación de entidades altamente relevantes en la entidad como son los bancos o entidades crediticias. Centrados únicamente en sus objetivos, les lleva a realizar actividades de dudosa ética donde los favorecidos son unos pocos y los damnificados muchos. Y finalmente la aparición de nuevos productos, cada vez más complejos requiere una regulación más estricta y profunda. No se puede permitir que primero se “invente” un producto y tiempo después su regulación. Para ese momento puede que sea demasiado tarde. Es cierto que por lo general, la economía es una ciencia a posteriori, es decir, no se sabe de lo que algo es capaz y se aprende de la experiencia obtenida a través del suceso. Pero no se puede permitir que millones de personas padezcan las consecuencias solo porque no se fue lo suficientemente prudente.

Por tanto, estamos viendo que sí se puede intuir cuándo se va a dar una crisis económica. Quizá no el momento exacto. Ni siquiera los efectos que tendrá en el futuro ni las medidas que se tomarán para salir de ella, pero sí los indicios de que algo catastrófico se avecina. Y si no se está lo suficientemente preparado, si no se observan las variables que rigen la economía o pensamos más en el beneficio individual que en el colectivo (sobre todo aquellas agentes que deberían tener más un papel social que lucrativo, véase los bancos) volveremos a chocar

contra otra ola que nos sacudirá una y otra vez. Pero de una cosa se puede estar seguro. La humanidad ha demostrado que es capaz de levantarse una y otra vez, que las crisis, más allá de empeorar la situación actual, no hacen más que fortalecer las generaciones futuras. Y que a pesar de que el ser humano sea el único animal que tropieza no una vez, sino tres, cuatro o cien veces en la misma piedra, es capaz de alzarse una y otra vez.

6. Líneas de investigación futuras

Este trabajo tiene posibles futuras líneas de investigación que pueden explicar mejor la crisis subprime en todas sus facetas. En primer lugar, se ha analizado las causas y efectos en el país americano, pero se puede estudiar en casi todos los países del planeta, ya que fueron muy pocas las que se libraron del efecto devastador de este evento. Una muy buena opción sería analizarlo en el continente Europeo, ya que junto a EE.UU. se consideran las regiones más desarrolladas y mayores potencias (excluyendo China y Japón). La situación ahora mismo en Europa es muy distinta a la de Estados Unidos. El hecho de poseer una única moneda para varios países evita que aquellos con más problemas devalúen o aprecien el valor de esta para mejorar su situación. Además, como estos países poseen coyunturas económicas diferentes y se encuentran en momentos distintos el futuro que les espera es bastante desigual para unos y otros. Tampoco es casualidad que aquellas naciones que mejor estructura económica poseen son los que dictaminen las pautas de aquellos que más problemas tienen. Sería interesante analizar sus movimientos futuros y la solución que proponen para salir del agujero en el que están inmersos.

Por otro lado este trabajo también puede derivar en un estudio de las principales empresas causantes y víctimas de esta crisis. Bear Stearns, AIG o Lehman Brothers pueden ser algunos ejemplos de lo que significa una mala práctica empresarial. Observar sus transacciones, entramados financieros y posibles fraudes puede ser de gran utilidad para aprender de cara al futuro.

Y por último, sería una muy buena opción anticipar e investigar la posible siguiente crisis que acecha: la deuda soberana. En Europa hay un nivel de deuda pública insostenible que acabará de una forma u otra. En España ya supera el 100% del PIB lo que supone un problema enorme. Y la deuda parece aumentarse. Sin duda, para muchos economistas, será la siguiente crisis que la humanidad hará frente y su estudio puede ser pieza clave para mitigar los daños que causará.

7. Bibliografía

- El siguiente enlace conduce a la página web de la Reserva Federal de Estados Unidos. En esta página se pueden obtener datos y aclaraciones de fuentes altamente fiables así como noticias económicas de Estados Unidos y sus políticas.

<https://www.federalreserve.gov/>

- Rothbard, M. (2011). *Americas great depression* (1st ed.). [United States]: [CreateSpace].
- Grossman, R. (2013). *Error*. Barcelona. Deusto.
- Packer, G. *The unwinding*.
- Shiller, R. (2012). *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press.
- Krugman, P. (2009). *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York: W. W. Norton.
- Duncan, R., & Rabasco, E. (2013). *La nueva depresión* (1st ed.). Madrid: Pearson Educación.
- Restoy, F. (2008): "The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors", Comision Nacional del Mercado de Valores.
- Cable, V. *After the storm*.
- Ahamed, L. (2015). *Los señores de las finanzas*. [Barcelona]: Booket.
- Soros, G. (2008). *The new paradigm for financial markets*. New York: PublicAffairs.
- Nguyen, T. (2011). *Fraud and the Subprime Mortgage Crisis*. El Paso: LFB Scholarly Pub. LLC.
- Sharma, S. (2014). *Global financial contagion*. New York: Cambridge University Press.
- Nguyen, T. (2011). *Fraud and the Subprime Mortgage Crisis*. El Paso: LFB Scholarly Pub. LLC.

8. Agradecimientos

En este pequeño pero importante apartado quisiera agradecer a todos los que me han apoyado durante el tiempo que me llevó realizar este trabajo. En primer lugar quisiera agradecer a Fernando Sobrino, profesor cuyos consejos me ayudaron a establecer el formato y forma que tendrá el presente documento. También quisiera mencionar a Luís Garvía, profesor del Máster y conocedor de varios de los libros que me han servido para documentarme y cuya recomendación de leerme los fue realmente importante. Mención a destacar el de Cecilio Moral, director del Máster de Finanzas y mi tutor para este trabajo. A pesar de que el autor del presente documento no siempre ha estado a la altura, la ayuda y orientación de Cecilio me han servido para reconducirme y trazar las bases de este trabajo. Y finalmente quisiera agradecer a familia, amigos y demás conocidos por aguantarme y apoyarme en los momentos más duros y alentar en aquellos en los que más ánimos necesitaba.

Muchas gracias.