



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ICADE E-2

# **ESTUDIO DE LA REPERCUSIÓN DE LAS MEDIDAS DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN LAS PRINCIPALES ÁREAS ECONÓMICAS MUNDIALES**

Autor: María Fernández de Caleyá Gibello

Director: Alberto Colino

Madrid

2015

## RESUMEN

A lo largo de este Trabajo de Fin de Grados, se ha realizado un estudio exhaustivo sobre qué es una política monetaria, quiénes las aplican, qué objetivos se pueden lograr y qué medidas deben tomar para lograrlos. Una vez comprendido todo el marco teórico conceptual sobre las políticas monetarias y sus efectos en la economía, se ha realizado un seguimiento de las mayores crisis económicas y financieras que han acontecido durante los últimos 200 años. En estos capítulos del trabajo, se explica cuáles fueron los desencadenantes de estas crisis, si llegó a haber contagio internacional y cómo reaccionaron las autoridades financieras para paliarlas. El trabajo concluye con un estudio detenido de la última crisis financiera internacional desencadenada en 2008, sus efectos y las políticas aplicadas por los principales Bancos Centrales del mundo, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos.

**Palabras claves:** crisis, Banco Central, política, recesión, crecimiento, bolsa, liquidez, inflación, empleo, Europa, Estados Unidos, Japón, estabilidad.

## ABSTRACT

Throughout this thesis, it has been conducted a comprehensive study on what are the monetary policies, who is responsible for implementing, what goals can be achieved by them and which measures should be taken to achieve them. Once completely understood the whole conceptual framework on monetary policy and its effects on the economy, the study monitors the major economic and financial crisis that have occurred over the last 200 years. These history chapters of the work explain what were the triggers for these crises, if there came to be international contagion and how the financial authorities reacted to palliate these recessions. The paper concludes with a detailed study of the latest international financial crisis which broke in 2008, its effects and the policies implemented by the leading world central banks, the European Central Bank and US Federal Reserve.

**Keywords:** crisis, Central Bank, policy, recession, growth, stock market, liquidity, inflation, employment, Europe, USA, Japan, stability.

## **TABLA DE CONTENIDOS**

- 1. INTRUDUCCIÓN**
  - 1.1. TÍTULO**
  - 1.2. PROPÓSITO GENERAL**
  - 1.3. CONTEXTUALIZACIÓN**
  - 1.4. OBJETIVOS**
  - 1.5. METODOLOGÍA APLICADA**
  
- 2. MARCO TEÓRICO. POLÍTICA MONETARIA**
  - 2.1. CONCEPTOS Y OBJETIVOS**
  - 2.2. PARTICULARIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO DE UN PAÍS**
  - 2.3. DESARROLLO TRADICIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA**
  - 2.4. HERRAMIENTAS O INSTRUMENTOS MONETARIOS PRIMARIOS**
  - 2.5. TIPOS DE POLÍTICA MONETARIA**
  - 2.6. POLÍTICA MONETARIA REFLEJADA EN EL MODELO IS-LM**
  - 2.7. RESTRICCIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA**
  
- 3. MARCO HISTÓRICO. LAS CRISIS FINANCIERAS MÁS IMPORTANTES ENTRE 1873 Y 2015**
  - 3.1. PERIODO 1870-1914: EL COMIENZO DE LA PRIMERA GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA**
    - 3.1.1. LA CRISIS DE 1873
    - 3.1.2. EL PAPEL DEL PATRÓN ORO EN ESTA ÉPOCA
    - 3.1.3. LA CRISIS DE 1914
  - 3.2. LA GRAN DREPRESIÓN**
    - 3.2.1. CRISIS TRAS LA GRAN GUERRA (1920-1921) Y LA POSTERIOR HIPERINFLACIÓN DE ALEMANIA
    - 3.2.2. APOGEO DE LA BOLSA A NIVEL INTERNACIONAL
    - 3.2.3. PRIMEROS INDICIOS DE CRISIS
    - 3.2.4. EL CRAC DEL 29
    - 3.2.5. POLITICAS MONETARIAS CONTRA LA GRAN DEPRESION: EL NEW DEAL DE ROOSEVELT
    - 3.2.6. SECUELAS DE LA CRISIS: LA DICTADURA NAZI
  - 3.3. LA EDAD DE ORO: DE 1944 A 1971 SIN CRISIS FINANCIERAS GRAVES**
    - 3.3.1. DESEQUILIBRIO ECONÓMICO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS DURANTE LA DÉCADA DE LOS 60
  - 3.4. DE LOS AÑOS 70 A LOS 90: LA DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO**
  - 3.5. EL AUMENTO DE CRISIS DESDE 1990 HASTA 2006**
    - 3.5.1. EL BIG BANG
    - 3.5.2. EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN
    - 3.5.3. LEGADOS DE LOS CRACS FINANCIEROS DESDE 1994 A 2001
    - 3.5.4. LA FELIZ INCONSCIENCIA DE ESTADOS UNIDOS HASTA EL 2006

### **3.6.LA GRAN CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA DE 2008**

3.6.1. LAS CONSECUENCIAS DE LAS HIPOTECAS SUBPRIME

3.6.2. ÚLTIMOS AÑOS DE MEDIDAS MONETARIAS EN EEUU Y LA UE

4. **CONCLUSIÓN**

5. **BIBLIOGRAFÍA**

## **TABLA DE ILUSTRACIONES**

Ilustración 1 - TIPOS DE AGREGADOS MONETARIOS

Ilustración 2- EJEMPLO GRÁFICO DE POLÍTICA EXPANSIVA

Ilustración 3 - EJEMPLO GRÁFICO DE POLÍTICA RESTRICTIVA

Ilustración 4 - MODELO IS-LM

Ilustración 5- CURVA DE LA DA

Ilustración 6 - CURVA LM

Ilustración 7 - EFECTO DE LA EXPANSIÓN MONETARIA

Ilustración 8 - EFECTIVIDAD SEGÚN LA PENDIENTE DE LM

Ilustración 9 - EFECTIVIDAD SEGUN LA PENDIENTE DE IS

Ilustración 10 - TENDENCIA DE LA VELOCIDAD DEL DINERO Y DEL TIPO DE INTERÉS

Ilustración 11– TRAMPA DE LIQUIDEZ

Ilustración 12- LA COTIZACIÓN BURSÁTIL DE LAS ACCIONES EN TANTO POR CIENTO SOBRE EL PIB EN ESTADOS UNIDOS FRENTE A LA EVOLUCIÓN MENSUAL DEL ÍNDICE S&P 500 DESDE 1990

Ilustración 13- EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE NIKKEI 255 DE 1980 A 1998 (BOLSA DE VALORES JAPONESA)

Ilustración 14 - TASAS DE DESEMPLEO DE EEUU Y EU DURANTE LA CRISIS

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 Título:

“Estudio de la repercusión de las medidas de la Política Monetaria de los Bancos Centrales en las principales áreas económicas mundiales”

## 1.2 Propósito general:

El propósito general de la investigación es el estudio detallado de cómo reaccionan las principales potencias económicas a nivel mundial ante las medidas de política monetaria que deciden llevar a cabo los gobernantes de sus Bancos Centrales, principalmente, en periodos de recesión. A través de las siguientes páginas repasaremos las grandes crisis de la historia comprobaremos qué factores que permiten que estas políticas sean eficaces y desencadenen los resultados esperados por los Bancos Centrales.

## 1.3 Contextualización:

Durante el último siglo, las diferentes crisis económicas han obligado a los grandes Bancos Centrales a romper con la estrategia que seguían y han tenido que redefinir nuevas políticas financieras.

Centrándonos en un periodo temporal que comienza con la primera globalización financiera de finales del siglo XXI hasta el día de hoy, todos los países han transitado por diversas etapas de recesión en sus ciclos económicos. Para reducir la muestra, el estudio se limitará a los países que, principalmente, controlan la economía mundial. Un reputado economista japonés llamado Kenichi Ohmae (1985) popularizó la denominación de este grupo como la “Tríada económica” y el geógrafo Laurent Carroué concretamente sintetiza la Tríada como: *"los Estados dominantes (Estados Unidos, Canadá, Europa Occidental, y Japón) que controlan lo esencial del poder político y económico del mundo, donde además se concentran los capitales y la actividad financiera, y donde también hay un muy buen desarrollo tecnológico y un muy buen aprovechamiento y manejo de la información y del conocimiento"*.

En resumidas cuentas son: América del Norte (Estados Unidos junto a Canadá), Europa Occidental (formada por la Unión Europea, Noruega y Suiza) y, por último el área Asia-Pacífico (Japón más Corea del Sur). Todos juntos comprenden solamente un quinto de la población de la tierra pero reinan a nivel mundial en términos de producción (cuentan con el 80% del PIB mundial), industria (70%), investigación (85%) y transporte (80%).

Los gobernantes de estos países, ante momentos de crisis económicas, hacen uso de una serie de herramientas que les permiten tener influencia en el crecimiento económico, inflación, tipos de cambio o desempleo de sus países con el fin de salir de dicha recesión. Las políticas monetarias son el procedimiento mediante el cual el gobierno, el Banco Central o la autoridad monetaria de un país nivela la cantidad de dinero en circulación, es decir, la Oferta Monetaria y controla el coste de dinero: los tipos de interés. En el caso de utilizar una política monetaria para aumentar la cantidad de dinero, se le denomina política monetaria expansiva, y cuando se aplica para reducirla hablamos de una política monetaria restrictiva.

Los distintos análisis que han podido hacerse en tal dirección comprenden más bien estudios sobre cómo se ha reformulado la Arquitectura Financiera Internacional durante las grandes crisis y cómo se formaron grupos como el G20 para buscar una salida a la crisis mediante la coordinación de las políticas macroeconómicas (CARRERA, 2009), y no tanto sobre si las medidas adoptadas durante esas épocas de recesión fueron efectivas y reaplicables tanto en la crisis actual cómo en futuras que puedan tener características ya estudiadas en casos anteriores.

#### **1.4 Objetivos:**

El propósito principal que se pretende abordar con esta investigación es sencillo. Consiste en averiguar cómo responden las economías de los países de la “Triada Económica” ,entre otros, cuando sus gobernantes les aplican medidas de política monetaria para hacer frente a un crac económico. El margen de tiempo establecido en este ensayo para analizar la reacción de los Bancos Centrales comprende desde finales del siglo XXI con la primera globalización financiera, hasta el 2015 como ya se mencionó anteriormente.

A lo largo de estas líneas se tratará de hallar una clara y estudiada comparación sobre cada medida que utiliza cada Banco Central de los países de la muestra para poder hacer frente a las crisis ya que cada país que conforman el grupo posee características muy particulares y no todos tienen el mismo nivel económico ni las mismas posibilidades.

Durante los últimos cien años es posible que haya habido modificaciones en la forma de actuar de los diferentes países y puede que hayan aprendido a perfeccionar sus actuaciones, por lo tanto, se hará una valoración de la evolución de las políticas monetarias desde 1873 hasta 2015. En concreto, otro objetivo a alcanzar es identificar los factores que han supuesto y ayudado a lograr una recuperación más eficiente en las economías de importantes países como Estados Unidos, Japón o la Unión Europea durante dichas grandes crisis.

Gracias a todo este análisis de datos, se podrá llegar a conocer tanto errores como aciertos que se han cometido al aplicar herramientas de políticas monetarias mostrando y estudiando a fondo ejemplos claros de hechos históricos ocurridos con anterioridad.

Finalmente, para terminar y aportar nuevos puntos de vista a los estudios realizados en esta misma dirección, a la vista de los factores identificados anteriormente, se tratará de proponer cómo deben actuar los gobernantes de Estados Unidos y la Unión Europea para mejorar la situación actual ya que, desde el año 2008, nos encontramos sumergidos en una crisis a escala internacional que comenzó en Estados Unidos con la crisis de las hipotecas *subprime*. Esta crisis ha sido denominada por numerosos especialistas de todo el mundo como la “crisis de los países desarrollados”, ya que sus secuelas se observan primordialmente en los países más avanzados y con mayor riqueza del mundo. Según el magnate mexicano Carlos Slim (2013), “muchos de los países desarrollados están en una crisis específica a causa de sus altos niveles de deuda y sus déficit fiscales”.

### **1.5 Metodología aplicada:**

En adelante, se llevará a cabo investigación confirmatoria sobre el tema en cuestión utilizando como base la literatura existente, estudiando hipótesis ya establecidas por otros autores sobre cómo actúan y como deberían actuar los Bancos Centrales ante recesiones y contrastándolas con las que se propondrán en este texto analizando la información. Esta información se estudiará y recopilará mediante una exhaustiva revisión de la literatura consultando fuentes bibliográficas, otros estudios e investigaciones que se hayan realizado sobre el asunto de investigación. Por lo tanto, el enfoque principal de este trabajo será cualitativo ya que se realizará una investigación deductiva con hipótesis que se basarán en literatura anterior, teorías generales o estudios específicos.

Principalmente se va a llevar a cabo una revisión de datos relacionados con: Herramientas de las políticas monetarias; Historia económica de los países de la “Triada Económica”; y crisis desde la Gran Depresión hasta la crisis actual que empezó en el 2008.

Gracias a la revisión se dibujará un mapa investigador sobre qué se ha estudiado sobre estos temas, quién lo ha estudiado, cómo lo han estudiado y a qué resultados han llegado anteriormente diferenciando entre hechos, afirmaciones, hipótesis y opiniones de los autores estudiados.

## 2. MARCO TEÓRICO. POLÍTICA MONETARIA

<<La principal cualidad que puede pedirse a un sistema monetario, y que tiene cierta importancia para promover el comercio y el bienestar general, es la estabilidad>>

GUSTAV CASSEL (1866-1945)  
Money and Foreign Exchange After 1914, 1922

### 2.1 CONCEPTO Y OBJETIVOS

La política monetaria se fundamenta en las acciones o inacciones voluntarias que emprenden las autoridades monetarias con el fin de modificar la cantidad, disponibilidad o el coste del dinero para conseguir objetivos de la política económica como son lograr pleno empleo, estimular el desarrollo de la economía de un país, alcanzar equilibrio económico exterior, evitar desequilibrios en la balanza de pagos conservando un tipo de cambio estable y estabilizar los precios previniendo la inflación. Los promotores de estas actuaciones son el Banco Central y el Gobierno del país mediante los Ministerios de Economía o de Finanzas.

En resumen, la política monetaria trata del uso de instrumentos monetarios para lograr los fines económicos mencionados a los que nos podemos referir como políticas de estabilización. Éstas son políticas a corto plazo para conservar una determinada demanda que permita un constante incremento del nivel de renta y de empleo sin que se altere sobradamente el nivel de los precios. Para lograrlo, tratará la oferta monetaria o los tipos de interés.

El autor J. Viñals (1987) defiende que los problemas de inflación, paro o recesión que afectan a la eficiencia de la política monetaria son de tipo estructural y que, a raíz de esto, esta política no puede luchar contra las principales inestabilidades económicas de los países del occidente. La realidad es que desde la década de los setenta hasta hoy, los gobiernos de estos países han recurrido numerosas veces a las herramientas de política monetaria para estabilizar los precios siguiendo cuidadosamente las variables económicas para lograr que los principales agentes económicos confíen en la evolución del país y su economía. Cuando se asienta la *estabilidad de precios* en la economía de un país, su Banco Central enfoca su estrategia hacia la *estabilidad de empleo* y de *tipo de cambio*, es decir, se pretende alcanzar estabilidad y crecimiento económico en general.

La repercusión que tienen las medidas monetarias en la economía de un país no depende únicamente de las herramientas que las autoridades puedan utilizar sino también de las propias particularidades de la estructura financiera del país y de la política económica y fiscal que sigan los gobiernos.

## 2.2 PARTICULARIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO DE UN PAÍS

A la hora de aplicar una política monetaria, se ha de tener en cuenta las características del sistema financiero del país en cuestión para calibrar la intensidad con la que se van a llevar a cabo las medidas monetarias. Los factores por los que se distinguen los sistemas financieros de un país se pueden resumir en:

- **La dependencia que existe entre el Banco Central y el Gobierno del país.** Cuánto más independiente sea el BC del Gobierno, es decir, cuanto más autónomo sea, la política monetaria tendrá un peso mayor en el marco de la política económica pero nunca logrará ser completamente ajena a la realidad económica y social del país ya que sus instrumentos dependen del resto de políticas. Según varios estudiosos del tema como Alesina (1988), Cukierman (1992, 1994) o Repullo (1993), gracias a que un Banco Central sea independiente, se consigue una mayor estabilidad de precios sin perjudicar al crecimiento económico.

- **La estructura del sistema financiero.** Las herramientas monetarias han de ser cada vez más sofisticadas si se trata de un país con una fuerte y poderosa estructura de sistema financiero. Esto quiere decir que son países con grandes Bolsas, que emiten numerosos títulos y que hay un gran número de compradores y vendedores.

- **Los objetivos monetarios.** Estos objetivos consistirán en un agregado monetario (cantidad de dinero) estrecho [M1 (Efectivo + Depósitos a la vista) o M2 (M1 + Depósitos de ahorro)], cuando se dé el caso de un país cuyas compañías carezcan de autofinanciación y los mercados estén pobremente desarrollados.

## 2.3 DESARROLLO TRADICIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este tipo de política sostiene que si se consiguen alcanzar unos objetivos monetarios establecidos, será posible cumplir con el fin último. Por ello, se ha de establecer un objetivo intermedio o monetario claro para, después, elegir una variable operativa sobre la que se pueda influir mediante las herramientas monetarias propias de esta política. En definitiva, para conseguir los objetivos finales, previamente se ha de llevar a cabo la elección del objetivo monetario y de la variable operativa.

Para empezar, **se han de elegir los objetivos monetarios**, ya que son variables claves para aplicar la política, controladas por el uso de los instrumentos monetarios. Estos objetivos pueden ser expresados tanto como un agregado monetario, como un tipo de interés (precio del dinero) o como un tipo de cambio. Que se elija una forma de expresión u otra no significa que se pueda descuidar las demás. A la hora de expresarlos de una forma o de otra influyen factores como son el grado de desarrollo del mercado financiero, lo difícil que resulte predecir

la inflación, el punto de vista teórico del Gobierno (monetarista o keynesiano) o si el país tiene un tipo de cambio ya fijado o más flexible.

Como se ha enunciado anteriormente, está muy ligado el objetivo último con el intermedio que puede ser un agregado monetario o un tipo de interés. Esto se puede demostrar brevemente mediante dos funciones teóricas:

- Si partimos de la teoría cuantitativa del dinero con la famosa ecuación de cambio (enunciada por el prestigioso economista estadounidense Fisher), podemos relacionar la cantidad de dinero que hay circulando en la economía con el nivel de precios:

$M \cdot v = P \cdot Y_r$ , donde  $M$  es el agregado monetario,  $v$  es la velocidad de circulación del dinero,  $P$  es el nivel general de precios y  $Y_r$  el número de transacciones o flujo de renta real. Esta teoría explica que en el caso de que el dinero circule a una velocidad constante ( $v$ ) y el volumen de transacciones sea estable ( $Y_r$ ), tanto  $M$  como  $P$  variarían proporcionalmente.  $M$  sería el objetivo intermedio y  $P$  e  $Y$  los últimos.

- Por otro lado, podemos seguir la idea de la función de la curva IS en la que se iguala la Demanda Agregada ( $DA$ ) y la Producción Real ( $Y$ ) que, además, depende de los tipos de interés. La expresión extendida de la producción real de un país es:

$$Y = C + c \cdot TR + I + G - b \cdot i + c \cdot Y - c \cdot t \cdot Y = DA$$

Donde  $C$  se refiere al consumo autónomo (no depende ni del nivel de rentas ni de los tipos de interés);  $c$  a la propensión marginal al consumo si aumenta la renta disponible [ $Y_D = Y$  (renta) -  $Y \cdot t$  (impuestos) -  $TR$  (transferencias)];  $G$  al gasto público y  $b$  a la sensibilidad de la demanda de inversión al tipo de interés ( $i$ ). Por lo tanto, a grandes rasgos, si seguimos el razonamiento de la fórmula anterior, cuando se produce una subida en los tipos de interés su efecto es inverso en el nivel de la producción real ya que este disminuiría y, con él, la demanda agregada del país. En este caso,  $i$  sería un objetivo intermedio e  $Y$  final

En el caso de que se elija como formulación del **objetivo un agregado monetario** determinado, según el sistema financiero del país en cuestión, éste puede ser una interpretación más o menos extensa del dinero:

## Ilustración 15 - TIPOS DE AGREGADOS MONETARIOS

### DEFINICIONES DE DINERO

MONEDAS	EFECTIVO EN MANOS PÚBLICO	M1	M2	M3	M4 = ALP	M5 = ALP2
BILLETES						
DEPÓSITOS A LA VISTA						
DEPÓSITOS DE AHORRO						
DEPÓSITOS A PLAZO						
<b>OTROS COMPONENTES:</b> valores L/P ICO y entidades financieras de crédito, pasivos por operaciones de seguro, transferencias no interbancarias de activos privados, letras endosadas y avales a pagarés de empresas, letras del tesoro en mano del público, valores a C/P de otras administraciones públicas						
<b>PAGARÉS DE EMPRESA NO AVALADOS EN MANOS DEL PÚBLICO</b>						

Fuente: Lidia Ripoll Garrido (2007); <http://slideplayer.es/>

Se suele establecer un objetivo a alcanzar para el agregado y se analiza el GAP que existe entre la marcha real y la deseada para dicho agregado para aplicar con mayor o menor dureza la política monetaria. Para elegir correctamente el objetivo del agregado se ha de tener en cuenta la estabilidad que existe entre el nivel de precios y la cantidad de dinero de dicho agregado. Si la relación es estable, las autoridades monetarias pueden calcular la tasa a la que puede crecer el agregado monetario sin que se altere la estabilidad en los precios. Es decir, lo que se intenta conseguir es que este agregado crezca en función de lo que aumente el PIB del país para evitar que haya un margen que provoque inflación.

Otra opción es elegir como objetivo monetario un tipo de interés. Es complicado dar con el tipo de interés perfecto que transmita correctamente la política monetaria ya que se ha de tener en cuenta que estos tipos de interés pueden afectar a otros los agregados monetarios, al gasto nominal o a la tasa de inflación. Por todo esto, los gobiernos que consideran que es más importante vigilar de cerca la evolución de los tipos de interés que la de los agregados monetarios, establecen como variable operativa el tipo de interés a corto plazo como medio para lograr un determinado objetivo intermedio en términos de agregado monetario.

Se ha de tener en cuenta que, a través de los tipos de interés, se puede intervenir en el mercado de divisas y lograr un tipo de cambio determinado como objetivo intermedio pero, según McKinnon (1984), no es fácil reconocer si la pérdida de estabilidad de los precios de un país y la inflación se deben a la depreciación de su divisa.

Para concluir, es de vital importancia que el Banco Central establezca unas variables operativas que le sirvan como medio para conseguir el objetivo intermedio gracias al uso de los instrumentos monetarios que dispone. Esta variable puede ser un agregado monetario o un tipo de interés a corto plazo dependiendo de los objetivos. En el caso de elegir un agregado,

este puede ser los Activos de Caja del Sistema Bancario (depósitos de los bancos en el Banco Central) o la Base Monetaria (el efectivo en manos del público y en manos de las instituciones financieras junto con los ACSB) y gracias al coeficiente de caja, se puede relacionar ambas variables con el objetivo monetario:  $M_4 = \frac{1}{k}ACBS + T_t + E + POI$ . El ACBS puede ser un muy buen indicador de la liquidez de las entidades financieras para el Banco Central.

El tipo de interés a corto plazo como variable operativa muestra las fluctuaciones en el precio al que se dejan y piden dinero las entidades financieras, es decir, muestra las corrientes de liquidez. Esto puede implicar que ya no sea tan importante que haya coeficientes de caja para saber la liquidez de las entidades bancarias pero, si los hay, el tipo de interés también muestra las necesidades de liquidez que tiene el sistema bancario para alcanzar los mínimos de coeficiente de caja que exige el Banco Central.

## 2.4 HERRAMIENTAS O INSTRUMENTOS MONETARIOS PRIMARIOS

Para lograr su objetivo principal, la estabilidad de los precios, los Bancos Centrales llevan a cabo la política monetaria mediante unas herramientas o instrumentos que constituyen su marco operativo. Pueden influir sobre la cantidad de dinero y sobre la tasa de interés para alcanzar los objetivos establecidos gracias a cambios en los tipos de interés, variando los coeficientes de caja o realizando operaciones de mercado abierto. Los efectos que pueden tener en la economía de un país depende de su estructura financiera y su desarrollo económico, por ello, no se pueden utilizar igual ni con el mismo grado de intensidad en cualquier país. Algunos ejemplos de estos métodos de control de la liquidez son:

### Operaciones de mercado abierto

Las autoridades monetarias realizan estas *operaciones de compra-venta de activos financieros* con el fin de aumentar o disminuir la liquidez en el mercado. Dichos activos financieros pueden ser oro, divisas, títulos de deuda pública o de renta fija y las operaciones pueden ser en firme o con un compromiso de recompra. Además de afectar a la cantidad de dinero en circulación, también se refleja en las subidas y bajas de los tipos de interés ya que, por ejemplo, si un Banco Central compra una gran cantidad de valores, inyecta dinero al mercado, aumenta la liquidez y caen los tipos de interés.

### El redescuento

Cuando los bancos comerciales están faltos de liquidez, acuden al Banco Central para que les conceda un préstamo a un tipo de interés (tipo de descuento) con o sin garantía de títulos ya que, en ocasiones, el Banco Central acepta (descuenta) títulos que los bancos comerciales tienen en su cartera. El término de redescuento proviene de que los títulos que

descuenta el Banco Central han sido previamente descontados por los bancos comerciales a particulares, por eso se produce un re-descuento.

A la hora de controlar la liquidez del sistema financiero, si el Banco Central pretende inyectar dinero en el mercado para que se eleve la liquidez, ha de bajar el tipo de descuento para que los bancos comerciales se animen a pedir préstamos, aumenten las reservas del sistema bancario y, consecuentemente, aumente la oferta monetaria.

Además de ayudar a los Bancos Centrales a intervenir en la oferta monetaria, esta política puede ser ayuda para aquellos bancos que se encuentren en situaciones difíciles.

### Variación del coeficiente de caja

El coeficiente es el coeficiente legal de las reservas de los bancos que establece qué porcentaje del depósito ha de mantener un banco sin utilizar o prestar para conservar reservas líquidas. Esta cantidad puede ser depositada en el propio Banco Central o conservada en las cajas de las entidades financieras y la suma de las reservas depositadas forman los ACBS.

Las entidades financieras tienen la obligación de informar al Banco Central de la cantidad total de sus depósitos, lo que le permite tener un control sobre la liquidez del sistema financiero. Si el Banco Central toma como medida reducir el coeficiente, esto ayudaría a que los bancos comerciales prestasen más dinero disminuyendo sus reservas y se lograría un incremento de la cantidad de dinero en circulación, habría mayor liquidez en el mercado.

## **2.5 TIPOS LA POLITICA MONETARIA**

### Pol. Monetaria Expansiva

El Banco Central aplica una política expansiva cuando es consciente de que su país está falto de liquidez por una fase de recesión o crisis y busca aumentar la cantidad de dinero en circulación para impulsar un crecimiento económico y creación empleo. Las actuaciones que lograrían este fin serían:

- **Realizar Operaciones de mercado abierto:** adquirir deuda pública y otros activos financieros para que, al pagar a los agentes privados, se introduzca dinero en el mercado y aumente la liquidez.

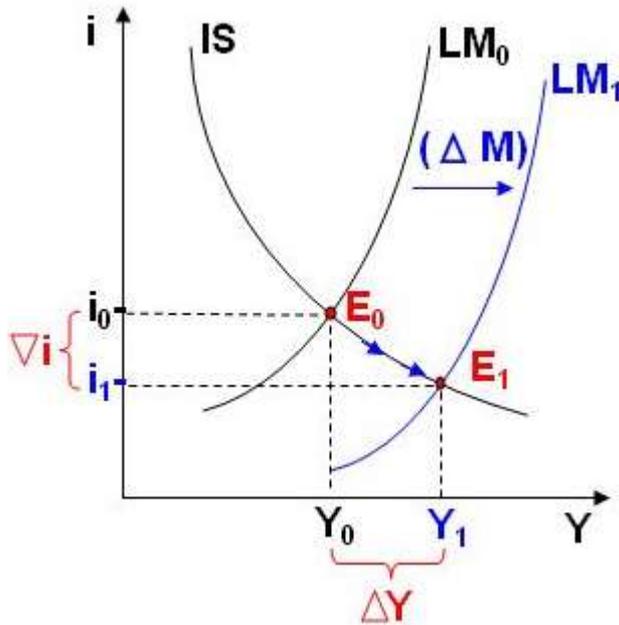
- **Bajar los tipos de interés** para hacer más atractivos los préstamos del Banco Central a los bancos comerciales y éstos podrán ofrecer más préstamos y con menores intereses a particulares. De este modo se estimula la inversión, el consumo, aumenta la Demanda Agregada y se consigue inyectar dinero al sistema.

- **Minorar el coeficiente de caja**, es decir, reducir el encaje legal de los bancos. Con esta medida las instituciones financieras no tendrán que conservar tanto dinero

líquido para cubrir con los depósitos del Banco Central y podrán hacer más préstamos contando con las mismas reservas. Por lo tanto, se consigue un efecto expansivo en  $M_2$  y  $M_3$ .

Un posible efecto negativo al aumentar la producción, el empleo y la cantidad de dinero por encima de las posibilidades es que se produzca una posterior inflación.

**Ilustración 16- EJEMPLO GRÁFICO DE POLÍTICA EXPANSIVA**



Fuente: MARIO OYHANARTE, LAURA SFORMO, GUSTAVO GRASSO (fecha desconocida); <http://economia-2.blogspot.com.es/>

### Pol. Monetaria Restrictiva

Se utiliza cuando en el sistema hay un exceso de liquidez y se busca reducir la cantidad de dinero en circulación. Por otro lado, como el nivel de precios es una variable monetaria, con esta política se consigue reducir la continua subida de precios al controlar la inflación.

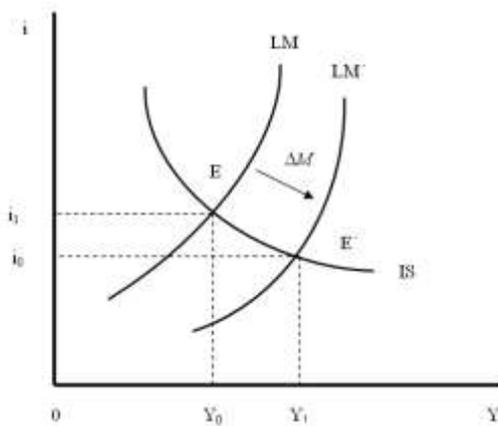
Para conseguir los objetivos propuestos, el Banco Central deberá llevar a cabo una estrategia completamente contraria a la anteriormente explicada en la política de expansión:

- **Vender deuda pública** para que, al cobrar a los agentes privados, se reduzca la cantidad de dinero en circulación del sistema.
- **Subir los tipos de interés** lo que provocará que los bancos pidan menos préstamos al Banco Central por estar más caros. Esto supondrá que los bancos comerciales ofrezcan menos préstamos y cobren mayores intereses de modo que los particulares serán más reacios a pedir créditos y disminuirá la liquidez del mercado.

- Por último, **aumentar los coeficientes de caja**. Así, el Banco Central logra reducir la cantidad de dinero que disponen los bancos comerciales para conceder préstamos a particulares provocando un efecto contractivo en  $M_2$  y  $M_3$ .

En este caso, se puede llegar a un punto de falta de liquidez tal que limite el desarrollo económico y la generación de empleo ya que a las empresas les sale muy caro pedir préstamos y no invertirán nuevos proyectos.

#### Ilustración 17 - EJEMPLO GRÁFICO DE POLÍTICA RESTRICTIVA

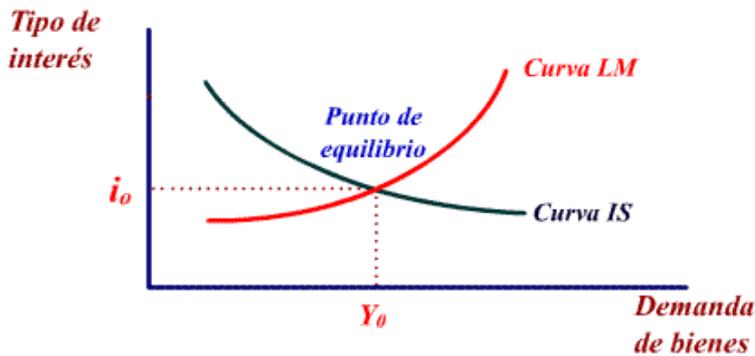


Fuente: Martín Carlos Ramales Osorio (fecha desconocida); <http://eumed.net/>

## 2.6 LA POLÍTICA MONETARIA REFLEJADA EN EL MODELO IS-LM

El **modelo IS-LM** es esencial para comprender el funcionamiento de la política económica. Representa la interacción entre los tipos de interés, la producción real o PIB (Producto Interior Bruto), el mercado de bienes y servicios y el mercado del dinero. Esta interrelación se debe a que según el nivel de la renta que exista, habrá una determinada demanda de dinero con su correspondiente tipo de interés y este precio del dinero, tendrá influencia sobre las inversiones que es una variable que afecta tanto a la renta nacional y como al PIB de un país.

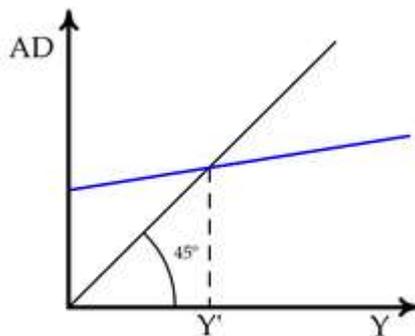
### Ilustración 18 - MODELO IS-LM



Fuente: autor desconocido (fecha desconocida); <http://aulafacil.com/>

La **curva IS** (Investment-Saving) muestra el equilibrio en el mercado de bienes representando todas las combinaciones posibles entre el tipo de interés y la producción. Analíticamente, esta curva se define como  $Y = C[Y - t(Y)] + I(i) + G$ . Esta ecuación, desarrollada más extensamente en el punto “DESARROLLO TRADICIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA”, muestra que la renta de equilibrio está sujeta al consumo (dependiente de la renta disponible), a la inversión (según la tasa de interés real) y al gasto público (variable autónoma).

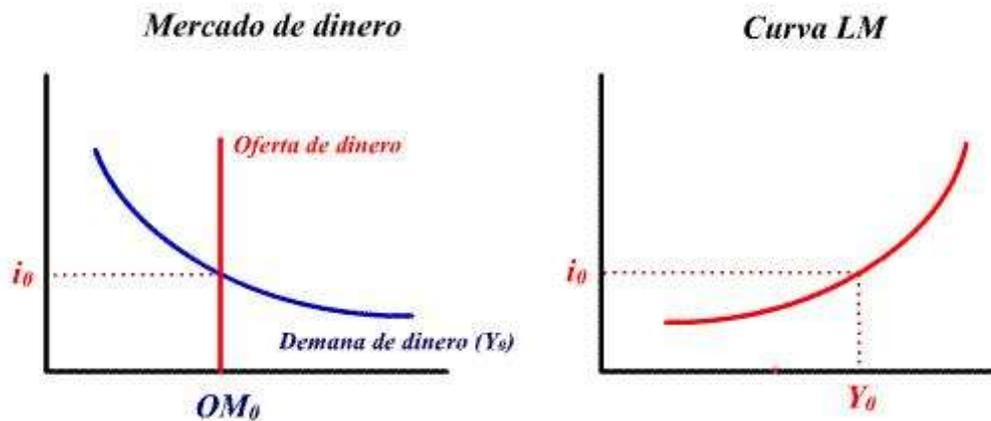
**Ilustración 19- CURVA DE LA DA:** A partir de los puntos de equilibrio donde coinciden la Demanda Agregada y la recta de 45 grados, se compone la curva IS.



Fuente: Tatenkopf (2009); <http://es.wikipedia.org/>

A su vez, la **curva LM** (Liquidity preference-Money supply) muestra todas las posibles combinaciones entre producción y tipo de interés donde se alcanza equilibrio en el mercado monetario. En este caso, la ecuación de equilibrio es  $\frac{M}{P} = L_1(i) + L_2(Y)$  y muestra que la oferta monetaria en términos reales ( $\frac{M}{P}$ , donde M es la cantidad de dinero en circulación y P el nivel general de precios), está en función del tipo de interés (i) y del nivel de producción (Y).

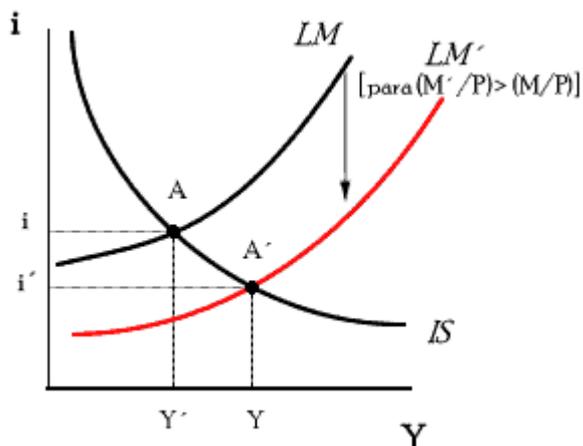
### Ilustración 20 - CURVA LM



Fuente: Maloles (2012); <http://descuadrando.com/>

Una vez entendido el modelo se deduce que un incremento en la cantidad real de dinero ( $M$ ) mediante algún mecanismo propio de una política expansiva, provoca que la curva LM se desplace a la derecha. Debido a este desplazamiento, el nivel de renta ( $Y$ ) aumenta y bajan los tipos de interés ( $i$ ). Gráficamente se puede observar que este nuevo nivel inferior de tipos de interés hace que aumente la inversión y, consecuentemente, la renta aumenta (se desplaza a la derecha) hasta un nuevo punto de equilibrio.

### Ilustración 21 - EFECTO DE LA EXPANSIÓN MONETARIA



Fuente: Javier López Resabala Marlon, Carlos David Zambrano Macías (2004); <http://monografias.com/>

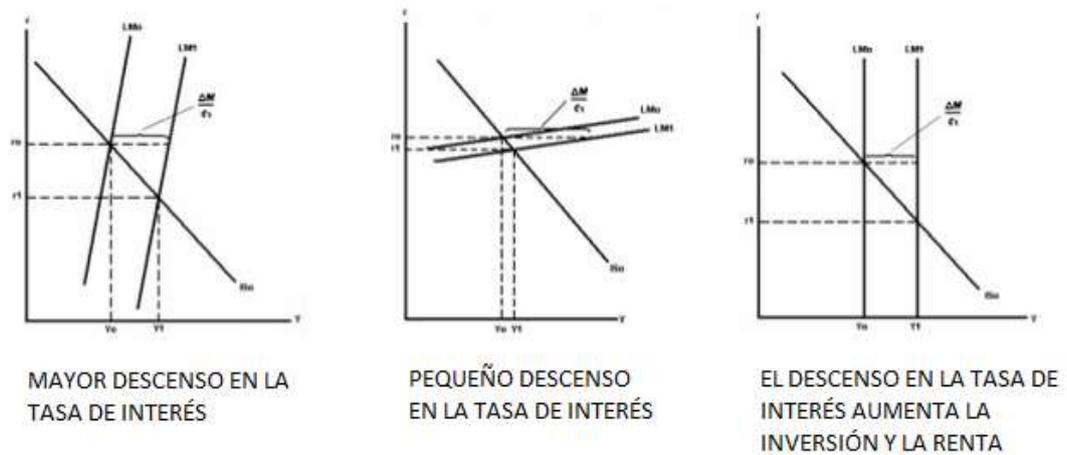
Se ha de tener el papel tan importante que tienen las **pendientes** de ambas curvas para que una política monetaria sea efectiva:

- Si se trata de una curva LM prácticamente horizontal, significaría que la demanda de dinero no depende de la renta y no le afectan los aumentos de nivel de

ingreso. Como la oferta de dinero tampoco varía, el tipo de interés que equilibra el mercado de dinero (la oferta y demanda de dinero coinciden) no cambia. Por lo tanto, sólo varía  $Y$  y se mantiene  $i$ .

- Cuando la curva LM es vertical, la demanda de dinero es insensible a las tasas de interés e implica que el dinero se destinará, principalmente, a financiar transacciones. Una variación en la cantidad de dinero en circulación tendrá un efecto máximo en el nivel de renta.

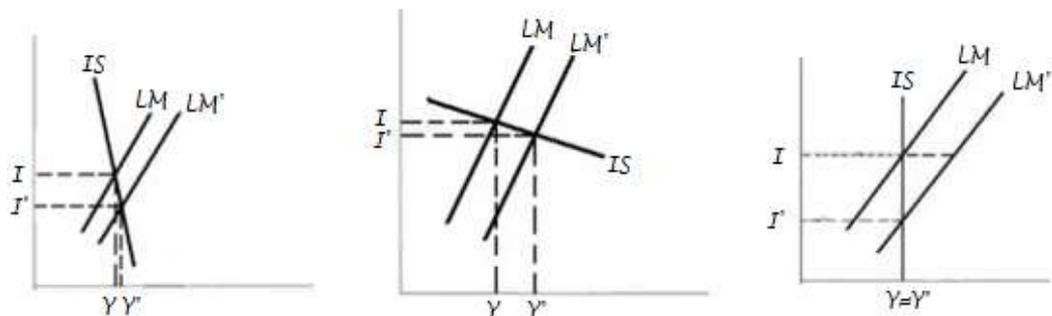
**Ilustración 22 - EFECTIVIDAD SEGÚN LA PENDIENTE DE LM**



Fuente: Elaboración propia (2015)

- Por otro lado, cuanto la curva IS es horizontal, la efectividad de la política monetaria se maximiza y, cuando es vertical (pendiente nula), se cancela. Cuanto menor es la pendiente, más efectivos son los cambios en  $Y$  y menos en  $i$

**Ilustración 23 - EFECTIVIDAD SEGUN LA PENDIENTE DE IS**



Fuente: Elaboración propia (2015)

## 2.7 RESTRICCIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA

No siempre se obtienen los resultados que se desean aplicando la política monetaria ya que, generalmente, ésta sufre algunas limitaciones que le impiden ser perfectamente eficaz. Estas limitaciones suelen ser:

### Los desfases de tiempo o retardos

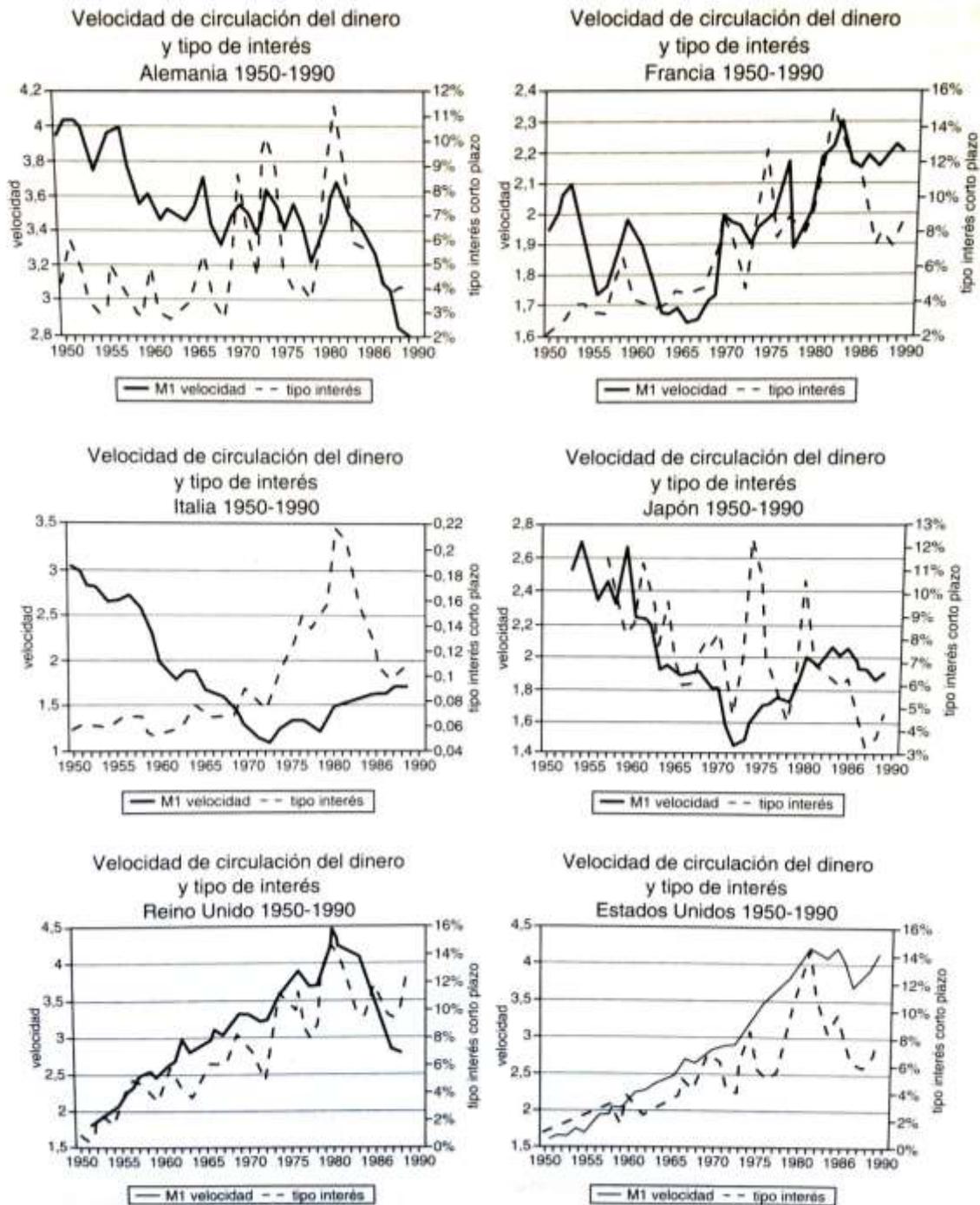
Este problema se puede dar de tres formas. Para empezar, que las autoridades monetarias tarden mucho en darse cuenta de que hay que tomar medidas ante un problema que han detectado debido a que han vivido una etapa de bonanza o que no quieren enfrentarse a malas noticias. En segundo lugar, puede darse el caso de que se las autoridades no sean rápidos en pasar a la acción aun sabiendo qué medidas son necesarias para enfrentar esa crisis. Por último y el más importante, es un problema que se tarde mucho en ver los efectos de las medidas que han tomado los Bancos Centrales para mejorar la economía pero esto se debe a que, a lo mejor, las compañías y los consumidores no pueden o no quieren ajustar sus inversiones a los nuevos tipos de interés establecidos.

### La fluctuación de la velocidad del dinero ( $v$ )

Esta es la velocidad a la que circula el dinero y, refiriéndonos a la ecuación de Fisher, indica la frecuencia con la se realizan transacciones en un periodo de tiempo concreto, para un nivel de renta específico. Hay varias formas de definirla pero, en términos generales,  $v$  explica la razón por la que la renta varía cuando la oferta de dinero y el nivel de precios se mantienen constantes. Que esta velocidad oscile supone que no se tenga una imagen clara de si la oferta monetaria evoluciona o no.

Es interesante observar el punto de vista de los autores Barro y Grill (1994) los cuales defienden que  $v$  depende de las innovaciones tecnológicas y de los tipos de interés a corto plazo. De hecho, en las siguientes graficas se ve como las tendencias de la evolución de la velocidad del dinero en circulación y de los tipos de interés son relativamente paralelas.

**Ilustración 24 - TENDENCIA DE LA VELOCIDAD DEL DINERO Y DEL TIPO DE INTERÉS**



Fuente: Barro y Grilli (1994)

Circunstancias sociales

Dependiendo de las características de la sociedad, el Banco Central podrá llevar a cabo o no una política más o menos contractiva. Esto se debe a que los grupos más afectados por el

problema a solucionar, presionan a los gobiernos para que relajen las medidas de política monetaria contractiva que quieren aplicar.

### La asimetría entre la eficiencia contractiva y expansiva

Se ha podido observar a lo largo de los años que una política monetaria contractiva es más probable que sea más eficaz que cuando se aplican medidas expansivas. Cuando el Banco Central decide subir los tipos de interés, los frutos de esta medida se manifiestan rápidamente. Sin embargo, una disminución de los mismos no siempre supone un incremento de la inversión y del consumo.

Esta desigualdad se puede explicar a partir de la teoría sobre la renta permanente expuesta por Friedman (1957) y el ciclo vital de Modigliani (1986). Ambos defendían que las personas consumen e invierten en función de la renta que esperan recibir el resto de su vida, no guiándose por la renta que tienen específicamente en ese momento. De todos modos, se ha de tener en cuenta la idea de Keynes sobre el consumo ya que, aquellas personas con rentas muy bajas o con falta de liquidez suelen ser muy propensos a gastar según la renta de ese año.

### Inexactitud en las previsiones

Los datos en los que se basan las previsiones y las propias previsiones no suelen ser perfectas. No es fácil estimar como va a evolucionar la economía y esto hace que las medidas aplicadas no sean siempre de calidad

### La trampa de liquidez

Es una de las ideas fundamentales de la teoría de Keynes. Explica que, en épocas de recesión y bajo ciertas condiciones, la política económica puede resultar ineficiente y se necesita medidas de política fiscal para sacar la economía adelante.

En la siguiente ilustración se diferencian tres gráficos relacionados:

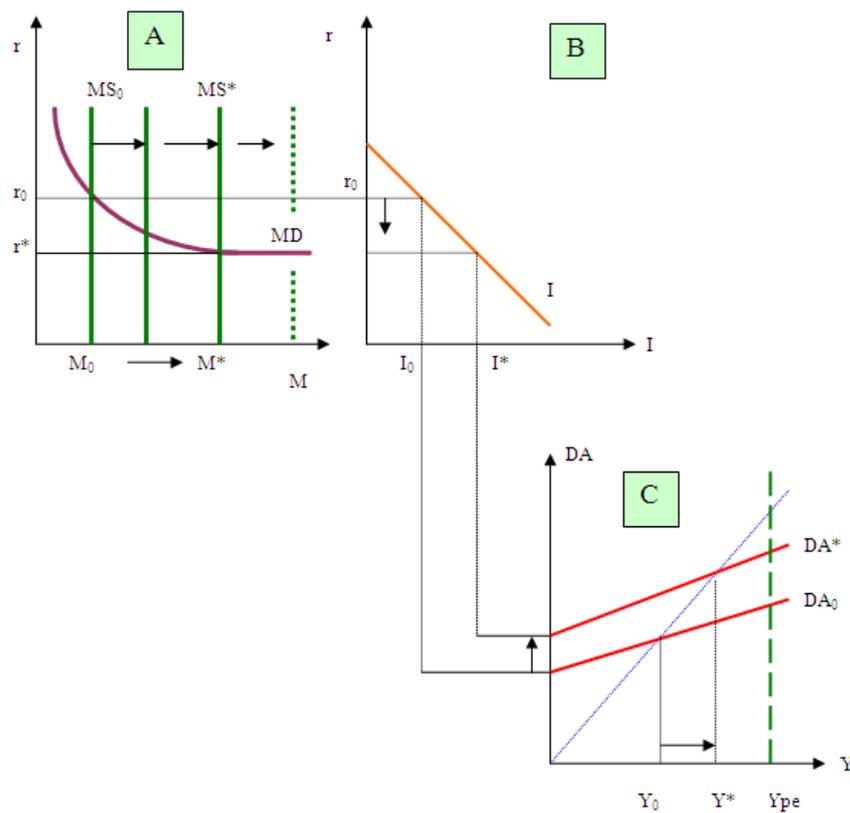
- **El gráfico A** representa el mercado del dinero con su correspondiente oferta ( $MS$ ), demanda ( $MD$ ) y punto de equilibrio que muestra el tipo de interés óptimo.
- **El gráfico B** muestra la inversión ( $I$ ) que corresponde a cada nivel de tipo de interés ( $r$ )
- **El gráfico C** representa la función Demanda Agregada ( $DA$ )

Para luchar contra la recesión, las autoridades monetarias aplican una política monetaria expansiva. Las medidas de esta política pueden llegar hasta un punto en que se produzca un desplazamiento máximo a la derecha de la función oferta de dinero ( $MS_0 \rightarrow MS^*$ ) con su consecuente disminución en el tipo de interés de equilibrio hasta  $r^*$ . Esta bajada en los tipos de interés incrementará las inversiones ( $I^*$ ) y, al ser la inversión una variable de la Demanda Agregada, ésta se desplazará hacia arriba ( $DA^*$ ). Finalmente, este desplazamiento implica un aumento en el nivel de producto ( $Y^*$ ) pero no se logra llegar al punto  $Y_e$  que supondría pleno

empleo. El problema es que ya no se pueden llevar más medidas expansivas porque los tipos de interés están en sus mínimos al estar en el tramo horizontal de la curva de la demanda monetaria **MD**.

Que la **MD** sea completamente elástica quiere decir que la economía se encuentra en tal crisis que los tipos de interés están mínimos y si las autoridades incrementan el dinero, por mucho que se desplace la curva **MS**, siempre se obtendrá el mismo nivel de tipos de interés. Los particulares prefieren mantener todo el dinero excedente como tal en vez de arriesgarse invirtiendo en bonos y la inversión no sube, se mantiene. En este punto, aparece la **Trampa de Liquidez o la preferencia por la liquidez**. A partir de aquí, la política monetaria resulta ineficaz, sus aumentos en la cantidad de dinero tendrían un efecto nulo en los tipos de interés, y el Estado deberá considerar tomar medidas propias de la política fiscal (variaciones en el Gasto Público y los Impuestos).

Ilustración 25- TRAMPA DE LIQUIDEZ



Fuente: Autor desconocido (fecha desconocida); <http://www.eumed.net/>

### 3. MARCO HISTÓRICO. LAS CRISIS FINANCIERAS MÁS IMPORTANTES ENTRE 1873 Y 2015

Una crisis económica consiste en una etapa de cambios negativos en el desarrollo de la economía que si dura más de un año y supone una disminución del PIB, es denominada como **recesión** y se prolonga con consecuencias catastróficas, **depresión**. Estos desequilibrios pueden llegar a contagiarse a otros mercados y países convirtiéndose en una crisis global. Numerosos entendidos defienden que el núcleo de los mercados financieros en el capitalismo moderno es la banca y, si esta cae, se desequilibra el resto de la economía ya que las bancarrotas provocan falta de confianza en las empresas y mercados financieros, los clientes bancarios se empobrecen duramente, se producen ventas en masa en los mercados bursátiles y, consecuentemente, el crédito se reduce.

Suele ocurrir que cuando se percibe una inestabilidad en el ámbito productivo o financiero, se pierde la confianza en la bolsa, las entidades bancarias y, por lo tanto, disminuye el crédito. El crédito es un factor fundamental del sistema financiero y económico y si se ve gravemente afectado, puede suponer una fuerte y dura crisis económica. Una crisis puede ser provocada por otros factores que no sean económicos como pueden ser la psicología de los inversores tanto en etapas de apogeo como de pánico o una guerra o etapa conflictiva que origine o agrave una recesión financiera.

En este proyecto se va a hacer una reflexión sobre la historia de las grandes crisis financieras desde finales del siglo XIX. Numerosos historiadores y estudiosos de la economía han tratado de analizar y explicar las grandes crisis y sus trayectorias durante los últimos dos siglos. Uno de los problemas que han hecho que no se haya previsto la gran crisis financiera del 2008 es que, desde la última década del siglo XX, los expertos se han centrado en estudiar las crisis que podían acontecer en países menos desarrollados al considerar impensable que se desencadenase una en centros financieros mundiales sólidos y prósperos como son Londres o Nueva York. No eran conscientes de los peligros que se estaban incubando en los núcleos del sistema financiero debido a la globalización. Esto ha hecho que nadie se pudiera esperar ni explicar semejante crisis de gran impacto mundial a raíz de una crisis hipotecaria en Estados Unidos. El gran problema fue que tampoco lo previnieron los encargados de vigilar y controlar el mundo financiero y de la banca, es decir, la “Fed” (Sistema de Reserva General de Estados Unidos) y el FMI (Fondo Monetario Internacional).

Llama la atención como actualmente, ante esta gran crisis del siglo XXI, los encargados de las finanzas de países de Norteamérica y Europa, han actuado teniendo en cuenta la historia y basándose en la experiencia para evitar que se hundiese por completo los sistemas financieros mundiales. Esta Gran Depresión ha provocado el mayor índice de paro y la mayor ruina bancaria desde 1930 y nunca jamás se había vivido tales volúmenes de deuda pública en los países más desarrollados para salvar sus bancos.

La historia ha reflejado que las crisis financieras suelen tener características similares como las burbujas financieras, los pánicos bursátiles y bancarios, la caída de grandes empresas y de importantes inversores por ser incrédulos y avariciosos, las grandes estafas y las falsas calificaciones a causa de rumores y contagios que causan expandir el pánico. Barro y Ursúa (2008) sostienen que las crisis económicas de los últimos cien años, de más a menos relevantes, son: la Segunda Guerra Mundial, la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión del 1929, las crisis del comienzo de los años veinte, y otras crisis derivadas de las posguerras como las deudas de América Latina en los años ochenta y las crisis financieras asiáticas del 1997 y 1998. Todas ellas son las denominadas como crisis graves o mayores ya que son altamente peligrosas, con una enorme capacidad destructora y que se solucionen depende de si las autoridades políticas y financieras actúen de forma veloz, coordinada y eficiente. Esta solución no es sencilla y supone una serie de cambios, nuevas iniciativas y regulaciones para evitar que se repita. Este tipo de crisis suponen el final de una época o el comienzo de otra respecto a los sistemas monetarios y financieros y respecto su planteamiento.

Las crisis globales tienen diversos orígenes y efectos, por eso son tan complicadas que un análisis económico no es suficiente, a la vez se han de analizar desde un punto de vista político, histórico e internacional. El propósito de los gobernantes y autoridades financieras es no volver a vivir semejante situación con tales costes sociales y, por ello, buscan mejorar su capacidad de análisis y predicción.

Numerosos estudios como el de Reinhart y Rogoff (2013), demuestran que antes del desplome de una economía a causa de una crisis bancaria sistemática (simultánea en diferentes países), siempre ha habido tanto una época de prosperidad, con burbujas bursátiles e inmobiliarias, como un gran incremento en la disponibilidad crediticia y en las corrientes internacionales de capitales. Sin embargo, no es adecuado insistir en que las crisis son cíclicas ya que si lo fuesen, no serían tan difíciles de vaticinar. Un claro ejemplo es como la gran depresión de 2008 no la previno nadie. Durante las dos décadas anteriores predominaba un esplendor financiero con números excesos y un ingreso muy concentrado causante de una gran desigualdad económica y social.

Antes de comenzar con el estudio de las principales crisis financieras de los siglos XX y XXI, cabe enunciar la observación premonitrice a la crisis actual que hizo en 1972 el economista Galbraith:

*“Como protección contra la fantasía y la demencia financieras, la memoria es mucho mejor que la ley. Cuando el recuerdo del desastre de 1929 se perdió en el olvido, la ley y la regulación no fueron suficientes. La historia es extremadamente útil para proteger a la gente de la avaricia de los demás y de la suya propia”*

Por lo tanto, se podría decir que durante la última década del siglo XX y comienzos del XXI, tanto las autoridades políticas como financieras, los bancos comerciales y los inversores ignoraron la historia que les precedía y, como consecuencia, no predijeron los tremendos

riesgos contenidos en las burbujas más peligrosas de los últimos cien años, causantes de la última gran crisis financiera y cuyos estallidos comenzaron en 2008 en Estados Unidos con la caída de Lehman Brothers.

### **3.1 PERIODO 1870-1914: EL COMIENZO DE LA PRIMERA GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA**

Antes de profundizar en las grandes crisis del siglo XX, vamos a realizar un estudio resumido de los acontecimientos que marcaron la historia económica mundial relacionados con el desarrollo económico y financiero de la etapa de apogeo del capitalismo liberal, es decir, se va a analizar el periodo de tiempo comprendido entre los años 1870 y 1914 denominado como la *primera globalización económica*. Durante esta época se produjeron numerosas migraciones desde países europeos al nuevo mundo, hubo un gran incremento del flujo de capitales y de las relaciones comerciales a nivel mundial y el capitalismo se expandió por todo el mundo suponiendo una gran revolución financiera. De hecho, un poco antes, como a partir de mediados del siglo XIX, comenzó la expansión bancaria y financiera tanto por Europa como por todo el continente Americano hasta crearse una amplia y compleja red de finanzas que propiciaron esta gran globalización. Otro factor que cooperó con la globalización pudo ser las extensas líneas de ferrocarril que se construyeron durante ese siglo por todo el mundo.

#### **3.1.1 LA CRISIS DE 1873**

Al ser una red tan compleja es lógico que se produjeran desequilibrios bursátiles como los del 67 y 72 pero la primera gran crisis mundial no se desató hasta 1873. Esto se debe a que antes no existía realmente el riesgo de que algún desequilibrio en un país se propagase internacionalmente porque los centros mercantiles y financieros no estaban realmente interrelacionados aún. Esta primera gran crisis financiera internacional comenzó en Austria y se expandió por toda Europa hasta llegar a Estados Unidos desencadenando innumerables caídas de bancos, hundimientos bursátiles, quiebras comerciales, grandes tasas de desempleo, contracción de los flujos de capitales, disminución del crédito de los bancos y una larga época de deflación que duró unos veinte años.

Uno de los principales problemas de esta crisis fue el derrumbamiento de los precios de cotización de las acciones de las sociedades más importantes en todos los mercados bursátiles y la brutal caída de las inversiones. En Estados Unidos, con la quiebra de un centenar de bancos, se contrajo el crédito y los contratistas de ferrocarriles paralizaron sus obras constructoras, despidieron a miles de trabajadores y se suprimieron los acuerdos de abastecimiento de las industrias mineras y metalúrgicas. Tras arrasarse con las economías de Europa y Estados Unidos, en 1876, llegó a Oriente Medio y a Sudamérica donde entraron en suspensión de pagos ya que no podían pedir más dinero a Inglaterra o Francia y los inversores extranjeros tenían pavor.

En el caso de Oriente Medio, cuando los gobiernos no pagaban sus deudas a los europeos, países como Inglaterra decidieron tomar medidas militares, tomaron el canal de Suez y con el desembarco de Alejandría comenzó el esplendor del imperialismo europeo y un nuevo apogeo financiero mundial.

Existen autores que achacan esta crisis al derrumbamiento de los precios a nivel mundial con su consecuente disminución del rendimiento de los sectores más importantes de la economía (Juglar, 1862 y Thorp, 1926). Otros estudiosos creen que la crisis fue propia de un claro ciclo económico con la prosperidad y posterior caída del mercado de construcciones ferroviarias, sector muy relevante por aquel entonces (Schumpeter, 1939)

### 3.1.2 EL PAPEL DEL PATRÓN ORO EN ESTA ÉPOCA

Tras la crisis del 73, la producción mundial se fue recuperando y tanto los países europeos más poderosos como EEUU, aceptaron el patrón oro y se expandieron los sistemas bancarios con extensas redes de bancos bajo el control de los bancos globales pioneros (los de Francia, Inglaterra y Alemania). Con esto se produjo una revolución bancaria por todo el mundo.

El patrón oro es un factor esencial en la recuperación de esta crisis ya que se considera que relanzó los flujos de capitales a partir del 1880 y comenzó una larga época de esplendor y desarrollo económico hasta la Primera Guerra Mundial. Durante esos treinta años de auge, reinaba el capitalismo de *laissez faire* con libertad de desplazamiento de existencias y capitales y grandes migraciones desde Europa a toda América y Oceanía. Estos movimientos globales se producían gracias a las innovaciones en los medios de transporte y telecomunicaciones.

Por otro lado, el patrón oro llegó a ser el modelo monetario de economías de numerosos países, tanto céntricos como de la periferia. Los principales bancos comerciales conservaban sus reservas tanto en este metal precioso como en libras esterlinas que se podían convertir a oro. Según Reis y Martín Aceña (2000), este sistema consistía en una serie de normas sobre el uso de las políticas monetarias donde existía un tipo de cambio fijo para la moneda, libertad a la hora de cambiar el efectivo en oro y libre circulación internacional de oro y capitales.

Aún no existían muchos bancos centrales y esto suponía que los bancos comerciales eran libres de obrar como quisiesen. Las normas relacionadas con este patrón sobre la conversión del dinero en oro hacían que los clientes fiaran sus fondos en los bancos de las principales potencias mundiales. Esto provocaba un incremento en la oferta crediticia y de capitales en el sistema financiero. Con la subida del patrón oro, Londres se convirtió en la capital del mundo financiero, su Banco Central en referente mundial y su moneda en la reserva favorita cuando un banco no poseía todo el oro que le gustaría. Inglaterra se convirtió

en el mercado de capitales con mayor flujo y más importante a nivel mundial. La adjudicación del patrón oro no garantizaba que no hubiera riesgo de futuras crisis en la banca o bolsa.

Otro factor impulsor de la globalización fue el apogeo industrial y minero en EEUU que convirtió al país en el mayor productor metalúrgico del mundo y la gran industrialización en casi todos los países de Europa.

### 3.1.3 LA CRISIS DE 1914

A pesar de no suceder ningún desequilibrio global grave, durante las últimas tres décadas del siglo XIX siguió la globalización económica con algún que otro altibajo. Cabe señalar la crisis norteamericana de 1907 gracias a la cual, Estados Unidos se dio cuenta de que necesitaba un banco central para evitar posibles crisis financieras como los que ya existían en Europa y habían resultado eficientes a la hora de establecer políticas monetarias y paliar recesiones. En aquella época, Estados Unidos contaba con el mayor sistema bancario del mundo pero sin ninguna entidad que lo regulase. Finalmente, en 1913 se aprobó que se creara La Reserva Federal pero en 1914 no se llegó a constituir debido a la gran crisis económica internacional provocada por la Gran Guerra de Europa.

Como consecuencia de esta crisis, la gran mayoría de Europa (excepto Inglaterra), abandonaron el patrón oro para proteger sus divisas y reservas. El gobierno británico inyectó dinero en el sistema monetario proporcionando dinero a sus bancos comerciales para sofocar la demanda a corto plazo de sus clientelas.

Esta gran guerra también arrastró a Norteamérica a la ruina. El secretario del Tesoro, McAdoo, decidió cerrar la bolsa de Nueva York para evitar que los inversores extranjeros cogiesen su dinero en masa lo que podría haber desencadenado en una tremenda exportación de oro de EEUU al continente europeo. McAdoo también llevó a cabo una política monetaria expansiva ofreciendo apoyo a los bancos estadounidenses más importantes para garantizar el aumento de las líneas crediticias e impedir que se repitiese el hundimiento de 1907. Por otro lado, para que se mantuviesen las exportaciones al continente europeo, se comprometió en cubrir cientos de contratos anticipados de navíos mercantiles y fundó el *Bureau Of War Risk Insurance*

Ante todo, este secretario estaba obcecado en mantener el patrón oro ya que creía que si lo abandonaba, el dólar americano caería, por lo tanto, vio esencial crear definitivamente aquel banco central americano que se quedó a medias, la “Fed”. Todo este periodo demuestra lo esencial que es la existencia de un banco central o autoridades financieras que rijan la economía de un país y apliquen medidas monetarias para luchar contra los efectos desgarradores propios de una crisis financiera. En 1915, Nueva York se convirtió en la mayor competencia mundial para la capital británica como eje financiero internacional y el dólar americano acabaría derrotando a la libra esterlina.

Durante la Primera Guerra Mundial, también conocida como la Gran Guerra, cayeron una decena de millones de personas, supuso un cambio absoluto del panorama político e implicó el **fin** de la primera globalización financiera.

## 3.2 LA GRAN DEPRESION DE 1929

La Primera Guerra Mundial se desarrolló principalmente en Europa desde 1914 hasta 1918. Los países Aliados salieron victoriosos frente a Alemania y, un año después, firmaron entre todos el Tratado de Versalles de 1919 en el que planificaban como reestructurar Europa tras la tremenda guerra y exigieron que Alemania corriese con los costes de reparación. EL economista británico Keynes estuvo presente en esta Conferencia de Versalles y consideró que con todos los pactos y alianzas que pretendían acordar, lo único que conseguirían es que Europa se hundiese en una futura ruina tanto política como financiera, reflexión que explica en “Consecuencias de la Paz” (1919). Posteriormente se comprobó que sus augurios no estaban desencaminados.

### 3.2.1 CRISIS TRAS LA GRAN GUERRA (1920-1921) Y LA POSTERIOR HIPERINFLACIÓN DE ALEMANIA

La Primera Guerra Mundial supuso una gran crisis, sobretodo, para los países que participaron en ella. La inflación reinaba en gran parte del planeta como consecuencia de la eliminación de la regulación sobre el abastecimiento y precio de materias primas. Esta falta de regulación provocó una demanda descomunal de bienes por parte de todas las industrias que querían prepararse para la recuperación y expansión de la economía con la nueva paz, por lo tanto, aumentaron drásticamente los precios.

Otra causa de la subida de precios fue que durante la guerra y la posguerra, los gobiernos europeos incrementaron la emisión monetaria, produciendo un exceso de dinero en el sistema y su consecuente inflación.

En 1920, se produjo una retracción financiera y comercial en Estados Unidos desencadenándose una deflación de la mayoría de los bienes de exportación. La Reserva Federal, al intuir una posible crisis tras la caída de los precios, decidió tomar medidas como la flexibilización de crédito, aumentando la oferta monetaria concediendo préstamos con altos tipos de interés. Lo único que evitó con esta medida logró que no se desatase el pánico en la banca pero no frenó la deflación. El Banco Central de Inglaterra siguió los pasos de la Fed y tal y como trataron la crisis indicó que los líderes de ambos bancos consideraban que el desplome de los precios y la quiebra de bancos eran parte del proceso de salir de la crisis.

El hecho de que el gobierno estadounidense no mantuviese tasas tan altas motivó aún más la bajada de los precios y la recesión de 1920 fue muy dura. Sorprendentemente, en 1921 la economía de Estados Unidos empezó a resurgir y llegaron a la teoría de que las crisis se

podían levantar solas sin intervención de los bancos centrales. Esta idea errónea se siguió durante toda la década de los años veinte y es una de las causas de la Gran Depresión.

En Rusia y la Europa central en general, la continua inflación se apoderaba de la economía en 1919 debido a que los gobiernos ya no controlaban el tipo de cambio con una política de libre flotación. Esta nueva política resultó desastrosa ya que los países aumentaron la emisión de crédito, las consecuentes inflaciones desequilibraron las economías y disminuyó la producción.

El país más perjudicado con esta gran subida de precios fue Alemania. Tras conocer las grandes cantidades de dinero que tendría que pagar Alemania para cubrir las reparaciones de la guerra, su divisa (el marco) se desplomó. Sus gobernantes y el Banco Central no actuaron contra la devaluación de su moneda para eludir pagar las restauraciones en oro a los Aliados sin causar un crac financiero en Alemania. Como respuesta, en 1923, Francia tomó el Ruhr para cobrarse las reparaciones con el carbón y el hierro de las minas que habían ocupado.

Con el debilitamiento de marco alemán, aumentaron los precios y los sueldos y comenzó un periodo de hiperinflación en el país germano. Esta hiperinflación hizo que el gobierno entrase en un progresivo déficit que no podía disminuir ya que los sindicatos de los trabajadores se negaban a reformas fiscales que estabilizasen el gasto. Poco después, el gobierno germano no podía liquidar sus deudas ni pagar las reparaciones por lo que el Banco Central decidió llevar a cabo una gran emisión monetaria para cubrir los gastos, causando una desorbitada hiperinflación que duró desde el 22 al 23. En 1923, se fijaron nuevas leyes para las reservas monetarias y para la valoración del marco al mismo tiempo que se dejaron de conceder préstamos por parte del Banco Central al gobierno alemán. Se consiguió disminuir el déficit público y cesó la subida de precios.

Un grave problema fue que al Alemania no poder hacer frente a los pagos por las reparaciones a Francia, Francia no podía pagar sus deudas a Inglaterra y ningún país europeo podía pagar a Estados Unidos. Para solucionarlo, la banca neoyorquina decidió hacerse cargo de las reparaciones germanas concediendo un gran préstamo al gobierno alemán para que el Tesoro pudiera cubrir las deudas pendientes en metálico.

Con las acciones anteriores por parte del mercado financiero norteamericano se calmó el panorama económico. A finales de los años veinte, unos 50 países habían vuelto al patrón oro debido a una gran mejora económica presente a nivel internacional. Esta vez, las reservas de los bancos centrales no tenían que ser solo en oro sino que también podían tener monedas extranjeras cambiables. La vuelta de este patrón propició que los gobiernos políticos de los países llegasen a un acuerdo que ayudase a que se disminuyera el déficit y terminara con la subida de precios. De esta forma, las divisas se harían más fuertes y se disminuiría la volatilidad del tipo de cambio. Con estas medidas se pretendía que los inversores confiaran en la deuda pública a largo plazo y, así, aumentarían las inversiones financieras. El resultado final fue la recuperación de la estabilidad monetaria.

### 3.2.2 APOGEO DE LA BOLSA A NIVEL INTERNACIONAL

Con la nueva estabilidad monetaria, se restableció el crédito bancario, los mercados bursátiles de los países europeos y EEUU se volvieron más dinámicos y se volvió a expandir el comercio por todo el mundo. Además, se empezaron a expandir empresas internacionalmente y comenzaron a surgir nuevas industrias de consumo.

Gracias a esta bonanza económica, los inversores volvieron a confiar en los mercados bursátiles y llevando a bolsas como la de Wall Street o la inglesa a su mayor apogeo. A partir de la mitad de la década, la banca comercial y de inversión de varios países europeos recobró una gran solidez.

Durante esta segunda década del siglo XX, la economía de Estados Unidos experimentó un crecimiento del 4% anual con bajas tasas de paro e inflación. Esto convertía a su bolsa muy atractiva y factores como que los fondos de inversión aumentaron y existían con cantidades enormes de crédito a invertir especulando en bolsa.

### 3.2.3 PRIMEROS INDICIOS DE CRISIS

En 1927, la bolsa de Berlín se derrumbó y, para evitar una caída de la economía internacional, los bancos centrales pactaron disminuir los tipos de interés y dar más créditos. Al comienzo del año 1929, varios bancos quebraron en Francia y la bolsa parisina se hundió. Durante el resto del año, el mercado financiero de Europa estaba en declive y se comenzó a invertir en Estados Unidos aprovechando el apogeo de la bolsa de Wall Street que no cesaba aunque la “Fed” continuase subiendo los tipos de interés. Lo que quería lograr el Banco de la Reserva Federal de Nueva York subiendo los intereses es que los inversores cesasen especulando pero no lo lograron y, sin embargo, causaron una contracción del crédito.

Un dato a destacar que ayudó a desencadenar el crac del 29 fue que los Bancos Centrales de Francia y Estados Unidos eran grandes protectores del sistema patrón oro. Poseían más de la mitad de las reservas áureas presionando a otros países que no podían conseguir el oro necesario para cubrir sus cuentas. Por ello, muchos bancos se vieron obligados a subir los intereses causando una expansiva restricción de crédito que desplomó el comercio internacional.

Otro atisbo de la crisis fue que en varios países latinoamericanos se produjo una deflación progresiva en los precios de las exportaciones. Pero en general, la crisis comercial que se empezaba a vivir se expandió y causó una rápida interrupción de las exportaciones de capitales de Norteamérica. Durante el comienzo de 1929, los créditos e inversiones del extranjero se contrajeron absorbiendo con ellos los fondos especulativos de Wall Street.

### 3.2.4 EL CRAC DEL 29

Ya se habían notado inestabilidades en la economía pero el *jueves negro* de Wall Street (24 de octubre de 1929) pilló desprevenidos a todos los inversores, políticos y banqueros del mundo.

Cinco días después llegó el verdadero crac que colapsó los mercados y las bolsas de medio mundo comenzaron a hundirse, sobre todo en los países europeos. El desplome de los valores de la bolsa americana arruinó a miles de personas en muy poco tiempo y se habló de la necesidad de la intervención del gobierno para que dejaran de depreciarse las acciones.

La bolsa de Wall Street siguió cayendo durante muchos años, la riqueza del país disminuyó inmensamente y los inversores, aunque sólo eran un dos por ciento de la población americana, eran los que impulsaban la economía y perdieron la confianza en la bolsa. Las empresas empezaron a no poder vender sus valores y bonos y esto era muy perjudicial para su crecimiento futuro.

Otro gran golpe para la economía fue la caída de numerosos bancos en diferentes países. Con tales quiebras bancarias, se contrajo el crédito, disminuyó el consumo y bajaron los precios radicalmente lo que perjudicó gravemente a muchas empresas ya que disminuyeron las ganancias, no podían descontar letras ni pedir créditos en los bancos al estar todos en quiebra y miles de compañías entraron en suspensión de pagos durante los primeros años de 1930. Al contraerse el crédito, el comercio global cayó y las importaciones y exportaciones disminuyeron drásticamente sumiendo en la pobreza a la población del mundo entero.

A la hora de encontrar las posibles causas que originaron esta hecatombe, economistas como Friedman y Schwartz (1963) culpaban a los dirigentes del Banco Central de Estados Unidos por no haber previsto la crisis que se les venía encima. El problema fue que los directivos de este banco no tomaron ningún tipo de herramienta anticíclica como aumentar la oferta monetaria ofreciendo préstamos al sector económico para incrementar la liquidez y evitar que se produjeran bancarrotas y un desplome de la producción. En pocas palabras, los dirigentes de la Reserva Federal manifestaron que no sabían qué medidas debía llevar a cabo un Banco Central para luchar contra una crisis sistémica y, como consecuencia, Estados Unidos se hundió con la Gran Depresión.

Además de la ineficiencia de la “Fed”, varios estudiosos como Peter Temin (1976; 1989) señalaron otras posibles causas que pudieron desencadenar este tremendo derrumbamiento de la economía. Para empezar, se produjo una gran deflación de los productos agrícolas que afectó a gran parte de la población estadounidense seguía viviendo en entornos rurales. Por otro lado, incluso antes del crac, ya comenzó a disminuir la producción en sectores industriales relevantes como la construcción. Todo esto hizo que disminuyeran los ingresos y sueldos y con ellos, el consumo de la población de Estados Unidos. Otro punto de vista es el de Romer (2004) quien considera que la incertidumbre y falta de confianza sobre que iba a pasar debido a la volatilidad de la bolsa, hizo que tanto los empresarios como los

consumidores disminuyeran drásticamente sus inversiones. Cuando finalmente explotó la gran crisis, todos estos inconvenientes imposibilitaron que la economía se recuperara.

La crisis fue especialmente dura en Estados Unidos, donde llegaron a estar en suspensión de pagos casi 10.000 entidades bancarias, pero sus secuelas también se percibieron en el continente europeo. Se sembró el pánico en varios países porque cayeron bancos tan importantes como el *Creditanstalt* vienes y Alemania entró en tal crisis bancaria y monetaria que le resultaba imposible seguir pagando reparaciones. Además, durante esta época los países se volvieron cada vez más nacionalistas y proteccionistas y se empezaron a aplicar políticas proteccionistas que supusieron el derrumbe del comercio global desde el 29 hasta el 32.

La recuperación costó tanto trabajo porque, al comienzo de la depresión, el sistema patrón oro reinaba en numerosos países y se creía que la intervención de los Bancos Centrales podría resultar perjudicial. De hecho, importantes cargos del Banco Central y el propio secretario del Tesoro de Estados Unidos consideraban que para superar la crisis se debían hundir todas aquellas compañías que resultasen ineficientes. Las economías empezaron a remontar en el momento en que los países decidieron renunciar al patrón oro y devaluaron sus divisas.

### 3.2.5 POLITICAS MONETARIAS CONTRA LA GRAN DEPRESION: EL NEW DEAL DE ROOSEVELT

En 1933, Roosevelt llegó al poder y empezó a tomar medidas políticas para paliar todos los desequilibrios que había causado la crisis. Con su nueva política intervencionista conocida como el programa de reformas *New Deal*, llevó a cabo grandes cambios como ampliar la oferta monetaria, aumentar el gasto público, instaurar una política de creación de empleo y fundar novedosas agencias del gobierno como la *Federal Deposit Insurance Corporation*, encargada de asegurar los depósitos para evitar bancarrotas, y la SEC (*Securities and Exchange Commission*) que vigilaba la especulación y la compraventa de acciones en bolsa. Este presidente es el responsable de que en Estado Unidos, a día de hoy, existan la seguridad social, las pensiones y entidades públicas tan importantes como *Fannie Mae* que aún la mayor gestora de hipotecas del país.

### 3.2.6 SECUELAS DE LA CRISIS: LA DICTADURA NAZI

Casi todos los historiadores que han estudiado el estallido del nazismo comparten que la victoria de Hitler fue impulsada por un enorme desagrado sobre la política y la economía alemana durante la Gran Depresión. En tres escasos meses, Hitler acabó con la democracia e impuso su dictadura cuyo desenlace sería la Segunda Guerra Mundial. Estudiosos del tema como Stögbauer y Komlos (2004) creen que Hitler y su partido de ultraderecha hubieran tenido menos votos si las autoridades monetarias hubieran empleado más dinero en luchar contra el desempleo de gran parte de los alemanes. En el continente asiático, Japón tuvo una

rápida recuperación económica y Alemania vio en él un aliado ideal para lograr la expansión de su imperio.

Es cierto que las consecuencias más viles y crueles de esta gran crisis las sufrió Alemania pero también dejó su huella en el resto de Europa con casos como la dictadura de Mussolini en Italia y la Guerra Civil española. La Gran Depresión generó una serie de circunstancias sociales y políticas que acabarían en el mayor cataclismo con mayores muertes de la historia: La Segunda Guerra Mundial.

### 3.3 LA EDAD DE ORO: DE 1944 A 1971 SIN CRISIS FINANCIERAS GRAVES

Por aquel entonces, el hecho de que en esa época se fijara un marco regulatorio de los sistemas monetarios y financieros a nivel internacional distinto al anterior, ayudó a que se aminorara la volatilidad durante la guerra. De hecho, tras la guerra, se dio una época de auge económico en todo el mundo que duró casi 25 años y se le conoce como la “edad de oro”.

En 1942, cuando la guerra aún no había terminado, varios países comenzaron a aliarse para lograr el triunfo y, estos mismos países, se dieron cuenta que tras la guerra deberían volver a reorganizar toda la economía por lo que comenzaron a llegar a acuerdos multilaterales, formar organismos como las Naciones Unidas y plantearon las líneas de futuras que seguiría de la economía de posguerra.

Esa futura arquitectura financiera y política se empezó a diseñar en **los acuerdos de Bretton Woods** donde participaron los países aliados, varios países de América Latina y otros como Australia, Canadá, Turquía, Irak, Arabia Saudí, Irán, Egipto y China. Durante la conferencia, en base a las proposiciones del economista estadounidense, White, y el inglés Keynes, se ideó la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial.

Keynes defendía que debía existir un Banco Central Mundial con una divisa global que socorriese a los países destrozados por la guerra con el fin de lograr que todos los países alcanzasen una balanza comercial en perfecto equilibrio y, por lo tanto, se estabilizaría el sistema monetario internacional. Los países con superávit deberían ayudar a los deficitarios y, si no, pagarían una tasa por la diferencia. Estados Unidos se negó ante esta propuesta ya que no quería dar dinero a las naciones deudoras y White propuso que se creara el FMI donde EEUU sería el mayor socio debido a sus aportaciones de capital que realizaba al fondo. Años después, en 1944, finalmente se aprobó el Banco Mundial (en un principio conocido como el Banco Central de Reconstrucción y Desarrollo) tan necesario desde el punto de vista de Keynes.

Además de la instauración de estos agentes financieros multilaterales, en la conferencia de Bretton Woods se habló de establecer nuevas políticas monetarias con un tipo de cambio firme y seguro y se tomó como moneda referente el dólar. El resto de las naciones deberían

ajustar sus divisas en función del dólar para controlar los tipos de cambio y que no fluctuasen entre el 1% y el 2%.

A finales de los años 40, Estados Unidos accedió a colaborar con los déficit comerciales de sus mayores socios de Europa con enormes préstamos si éstos aceptaban que el dólar se convirtiese en la moneda reserva dominante. Según el profesor Solomon (1977), esto supuso que Estados Unidos se convirtiera en el propio Banco Central Mundial, podía realizar emisiones de dinero casi ilimitadamente y su divisa tendría la supremacía frente a todas al propagar sus pasivos líquidos por todo el mundo.

A partir de 1947, las economías empezaron a despegar. En los países europeos y Japón, este crecimiento económico fue posible tanto por los pactos sobre las políticas monetarias como por los acuerdos sociales y políticos tras la guerra que armonizaron los objetivos y preocupaciones de todas las clases sociales. Cabe destacar en esta época la importancia del Plan Marshall por el que Estados Unidos programó la reconstrucción de Europa tras la Segunda Guerra Mundial y se logró la restauración del comercio internacional.

La nueva armonía internacional se debía a que las fuerzas militares de La Unión Soviética y Estados Unidos estaban equilibradas y, así, se evitaron durante muchos años grandes recesiones financieras ya que durante los años 50 y 60, estas dos superpotencias estaban muy confrontadas y ninguno de las dos iba a tolerar que se desestabilizasen sus economías provocándose una crisis.. Cuando Estados Unidos se percató de que la Unión Soviética podía avanzar, decidió fijar un plan financiero para apoyar la recuperación de Europa occidental y a Japón emitiendo créditos y donaciones enormes desde 1948 hasta 1952.

Con la vuelta de la calma en Estados Unidos se avivaron todas las industrias relacionadas con el consumo de bienes, los automóviles, la construcción y la industria bélica creando empleo. Este aumento de la actividad industrial provocó que creciera la inversión bursátil ya que se esperaba que gran parte de las compañías que cotizaban en Wall Street fuesen a ser rentables durante un largo periodo de tiempo. Además, el apogeo de la bolsa se afianzó gracias a que, durante más de veinte años, no se produjeron desequilibrios relevantes en el sistema bancario.

Al mismo tiempo, Europa occidental y Japón también registraban elevadas tasas de crecimiento. Se invirtió en restaurar la economía y en desarrollar nuevas infraestructuras y tecnología consiguiendo que se produjera un claro dinamismo en la actividad industrial en estos países. En Europa se firmaron pactos económicos y políticos como el Tratado de Roma (1957), base de la creación de la Unión Europea.

Durante esta época de auge reinaba un sistema económico de “economías mixtas” donde el Estado y el sector privado se coordinan para controlar la economía y evitar que se produzca otra Gran Depresión o que se desencadene una Tercera Guerra Mundial. Los principios de este sistema consistían en vigilar los movimientos de capitales, controlar los

aranceles para moderar el comercio exterior y aceptar la idea de pleno empleo. Al mantener los tipos de interés bajos en la banca comercial, se pudo ampliar el crédito de buena calidad a todas las grandes empresas de Japón y Europa y, esta misma estrategia de bajas tasas aplicada a las hipotecas, potenció la industria de la construcción de hogares. Además, disminuyó la volatilidad de los mercados bursátiles porque se compraban y vendían bonos del Estado junto con acciones de grandes empresas sólidas.

### 3.3.1 DESEQUILIBRIO ECONÓMICO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS DURANTE LA DÉCADA DE LOS 60

Al comienzo de ésta década se produjeron una serie de situaciones que desequilibraron el sistema monetario. Para empezar, el dólar se vio presionado por los déficit comerciales estadounidenses causado por el incremento de exportaciones europeas y japonesas. Asimismo, el crecimiento de los flujos de capitales a nivel internacional fue perjudicado por las políticas de control de capitales que fueron tan importantes las políticas aplicadas tras la guerra.

Ante estas inestabilidades en los países más grandes y desarrollados, el FMI no fue capaz de operar y se pudo apreciar cuando aumentó la hostilidad entre Europa y Estados Unidos principalmente por las equivalencias de las divisas más fuertes. El gobierno de Francia quiso hacer más débil el dólar para restringir el poderío militar y económico de Estados Unidos por lo que advirtió que pretendía cambiar una gran cantidad de sus reservas de dólares en oro y esto supondría una fuerte fuga de oro para Estados Unidos. Esta estrategia fue exitosa pero no se obtuvieron los resultados que esperaban. Los bancos centrales de Europa, Japón y Estados Unidos querían preservar el sistema Bretton Woods durante los años 60 y lo lograron pactando que sólo se podría obtener oro en ciertas coyunturas, favoreciendo la redistribución del mismo a las naciones que tuviesen sus balanzas de pagos desequilibradas.

Un grave problema que tuvo Estados Unidos fue que su gobierno no se dio cuenta de lo relevante que era preservar estrechas cooperaciones con Europa y Japón para conservar el flujo de negociaciones internacionales y la importancia de mantener un equilibrio entre los gobiernos monetarios de los países. Fueron los economistas de la época los que organizaron debates entre Estados Unidos contra Europa, Canadá y Japón y fundaron un consejo que se encargaría de diseñar los créditos que se realizarían entre los países en conformidad con el FMI. Este grupo fue el antecedente de los futuros G5, G7, G14 y G20, relevantes ejecutantes en las crisis económicas.

A finales de la década de los 60, las compañías multinacionales y los bancos internacionales tenían el poder sobre el control de las finanzas de Estados Unidos y Europa. Se incrementaron los flujos internacionales de capitales al aumentar la inversión extranjera y se produjo una difusión de los mercados de divisas.

La guerra de Vietnam supuso un gran déficit para Estados Unidos debido al aumento de los costes militares que desequilibraron la economía estadounidense. El presidente Nixon

pidió ayuda a la Reserva Federal para que incrementara la oferta monetaria lo que produjo un aumento de la inseguridad sobre la paridad del dólar. En 1971, el presidente organizó una conferencia confidencial en la que acordaron que la “Fed” no podría seguir convirtiendo dólares en oro. Esto desencadenó un ciclo de flexibilidad en los tipos de cambio y se finalizaron los acuerdos de Bretton Woods con una etapa en la que primaba la volatilidad financiera a nivel internacional.

### **3.4 DE LOS AÑOS 70 A LOS 90: LA DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO**

A finales de 1973, se produjo un coque petrolero que originó una gran crisis durante la siguiente década que se llevó por delante las economías de muchos países. El desplome de estas economías también se vio afectado por el desgaste de las industrias estadounidenses, europeas y soviéticas que pasaron una época muy grave con tipos de interés que apenas crecían. Además, también afectó la comentada caída del sistema de Bretton Woods con su consecuente aumento de la volatilidad de los mercados. Esta etapa de crisis fue caracterizada por su estancamiento de la economía con inflación. Esta situación se debía a que el Banco Central estadounidense no era capaz de aumento de los precios de su país que existía desde finales de los 60 por los gastos generados por la Guerra de Vietnam y los planes de incremento de gasto público. Estaba claro que el Banco Central de entonces dirigido por Burns no comprendía la relevancia de luchar contra los crecientes déficit públicos con una política monetaria contractiva tal y como argumentaron Salomon y Vokler (1992). Estados Unidos exportó sus dilemas a las naciones con las que mantenía estrechas relaciones comerciales y financieras.

Aunque los países más industrializados pasaran una fuerte crisis, a partir de 1974 comenzó un llamativo incremento de los movimientos de capitales a nivel internacional, la mayoría préstamos desde los bancos de Estados Unidos y Europa hacia los países en desarrollo como toda América Latina. A finales de este decenio, los países deudores se vieron obligados a contratar créditos para poder abastecer los contratados con antelación. Gracias a este endeudamiento, los bancos estadounidenses más relevantes consiguieron expandirse con rapidez internacionalmente. Aun siendo los bancos comerciales de Estados Unidos los más activos gestionando créditos, también se unieron bancos de Europa y Japón. Para ganar grandes beneficios, los bancos fijaban condiciones costosas en los créditos con tipos de interés superiores a los habituales y con plazos cortos de vencimiento.

Entre las razones por las que los países latinos se endeudaron tanto están que pretendían mantener el alto crecimiento económico impulsado por el gasto público. Los préstamos sirvieron para cubrir déficit público, impulsar empresas del Estado y para financiar las dictaduras de los últimos 20 años.

En 1982, comenzaron las dolorosas consecuencias de las crisis de la deuda externa de los países en desarrollo. La subida de los tipos de interés en los mercados financieros

estadounidenses para parar la inflación de la época tuvo tal impacto que se desencadenó una fuerte crisis en Estados Unidos y Europa. Este aumento también supuso que la mayoría de las naciones de América Latina no fuesen capaces de devolver los préstamos a su vencimiento lo que hizo que estos países entraran en una espiral de profundas y largas crisis. El hecho de que varios países latinoamericanos entraran en suspensión de pagos hizo peligrar el sistema bancario internacional.

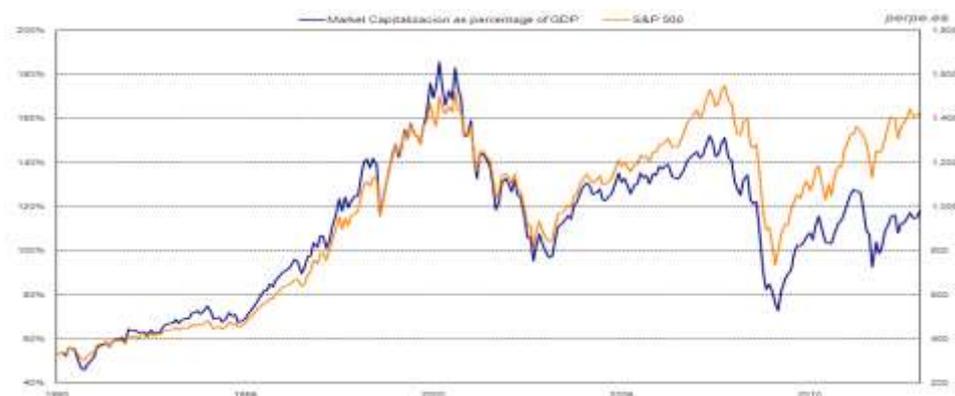
El Plan Brady propuesto a finales de 1985 e instrumentado dos años después, ayudó a disminuir la deuda externa ya que consistía en cambiar los antiguos títulos de la deuda externa por nuevos respaldados por el Tesoro de Estados Unidos. Estos nuevos bonos fueron cupón cero y sirvieron como un fondo de garantía compuesto por aportaciones del Banco Mundial, del FMI, del Gobierno japonés y de cada gobierno deudor. Así, los inversores podrían estar seguros de que no tendrían obstáculos para liquidar sus bonos.

### 3.5 EL AUMENTO DE CRISIS DESDE 1990 HASTA 2006

La destacada globalización financiera de los años 90 fue impulsada por el desarrollo económico mundial derivado de la desregularización y liberalización de todos los mercados financieros, el incremento del intercambio de capitales a nivel internacional y el progreso tecnológico que innovó los instrumentos financieros.

Durante esta década, los gobernantes del Tesoro de Estados Unidos, la “Fed” y el FMI vitoreaban la desregulación financiera mundial, inclusive cuando empezaron a caer las economías de países latinoamericanos y asiáticos. Aparentaba que no se percataban de las amenazas que suponían las burbujas financieras para el mercado bursátil y financiero de Norteamérica. Las grandes inversiones de capital no se destinaron a los países en desarrollo sino a las capitales financieras internacionales, Nueva York y Londres, donde los valores bursátiles de las compañías multinacionales se dispararon y aumentó la inversión en futuros y derivados.

**Ilustración 26- La cotización bursátil de las acciones en tanto por ciento sobre el PIB en Estados Unidos frente a la evolución mensual del índice S&P 500 desde 1990**



Fuente: PERPE (2013); <http://www.perpe.es/2013/03/>

### 3.5.1 EL BIG BANG

A pesar de que se recuerde a Wall Street como el protagonista estrella del apogeo de estos años, su ascenso se produjo gracias a que el mercado financiero de Londres empezó a transformarse a partir de 1986 con iniciativas tecnológicas que supusieron una revolución en las transacciones financieras. A este procedimiento de transformaciones que se contagiaron a numerosos mercados de todo el mundo, se le conoce como el “Big Bang” y comenzó a finales de octubre de 1986 en Londres.

Londres consintió que entraran libremente y cotizaran en su mercado bursátil compañías financieras y corporativas internacionales. Además, crecieron las transacciones de títulos internacionales de gobiernos y entidades de tal modo que, en 2004, la City consiguió controlar hasta el 70 por ciento de las transacciones con bonos globales de todo el mundo. El mercado inglés de divisas internacionales terminó siendo el primero y se llegaron a realizar una gran cantidad de operaciones a nivel mundial casi en el mismo instante gracias a las innovaciones tecnológicas.

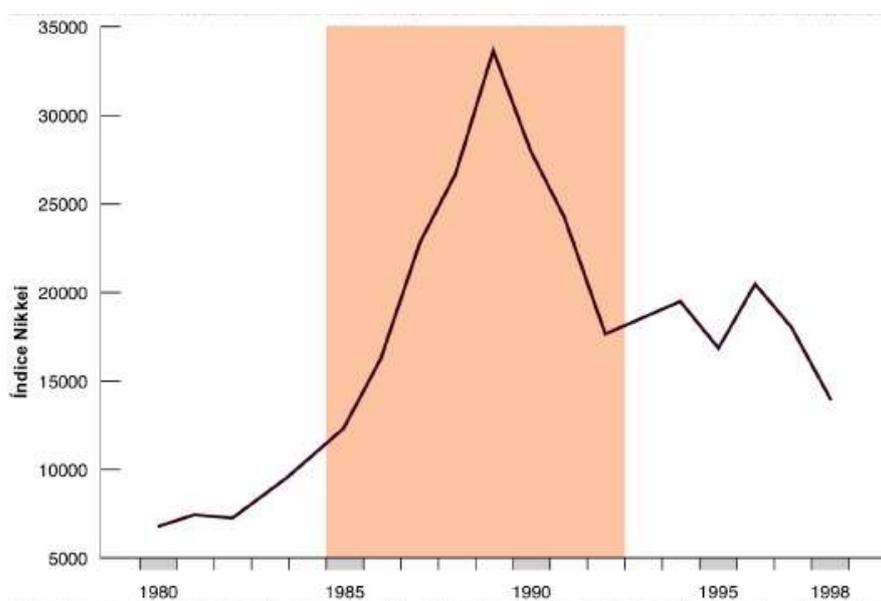
Los cambios en el resto de sistemas financieros europeos fueron más despacio que en la capital inglesa. A partir de 1998 fue cuando se empezaron a abrir los mercados financieros y la bolsa de los países europeos. Otra característica de la globalización financiera en los países europeos fue que se empezaron a privatizar muchísimas empresas del Estado durante esta última década del siglo XX. Por otro lado, las entidades bancarias de Europa empezaron a emprender negocios en otros países convirtiéndose en bancos globales como, por ejemplo, la banca española que se lanzó a conquistar el mercado financiero latinoamericano y lograron que se expandieran numerosas empresas multinacionales españolas que privatizaban compañías de los estados de estas naciones. Junto a la globalización bancaria llegó el despegue de los organismos de inversión en Estados Unidos, Europa y Japón que controlaban carteras compuestas por títulos mucho más internacionales.

Algunos efectos de esta era de globalización en Estados Unidos fue que se desarrollaron grandes mercados como el inmobiliario junto a la construcción de viviendas y los mercados de tecnología y telecomunicaciones. Se debía tener en cuenta que el mercado de Estados Unidos era mucho más grande que el resto de los sistemas financieros del planeta unidos. Por ello, el hundimiento de Wall Street causó tal efecto dominó y arrastró con él a todos los mercados de capitales del mundo. Pocos fueron los que se dieron cuenta de lo arriesgado que era este entusiasmo y ardor financiero (entre ellos el economista colaborador de Clinton, Stiglitz), por lo general, los altos banqueros y autoridades consideraban que estaban viviendo una época óptima sin preocupaciones con poca inflación, cada vez menos deuda pública, más ingresos fiscales e incrementos en el precio de la bolsa y las viviendas.

Un pequeño toque de atención sobre el desastre que se les podía venir encima por expandir excesivamente los mercados financieros fue el crac financiero que se dio en 1990 en Japón que desencadenó en una larga recesión. La raíz de esta crisis fueron las enormes

burbujas bursátiles e inmobiliarias que se habían acumulado durante la década anterior cuando el yen despegó enormemente respecto al dólar por la tremenda especulación que existía en ese momento. El Banco Central decidió aumentar la oferta monetaria y, poco después, disminuyó las tasas de descuento varias veces con el fin de devaluar el yen y apoyar las exportaciones para que los productos nacionales no se volvieran excesivamente costosos en el comercio internacional. La baja de los costes de los créditos tuvo resultados de inmediato. La inversión en bolsa y vivienda aumentó masivamente y sus precios se dispararon. Con semejante especulación se formaron tremendas burbujas financieras que explotaron a principio de los 90 y los precios de las viviendas y los valores bursátiles comenzaron a disminuir en picado. Por suerte, esta gran crisis japonesa no se expandió a otros países.

**Ilustración 27- EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE NIKKEI 255 DE 1980 A 1998 (BOLSA DE VALORES JAPONESA)**



Fuente: Blanchard, Olivier. "Macroeconomía." Pearson Prentice Hall Madrid (2006).

### 3.5.2 EFFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN

A principios de los años 90 aumentó la especulación sobre las principales divisas europeas y este hecho abatió el Sistema Monetario Europeo (SME). Uno de los motivos de esta especulación fue que con la unificación de las dos Alemanias, aumentaron los tipos de interés alemanes y la fusión política obligó al Banco Central alemán a contraer la emisión monetaria para impedir que se provocara una severa inflación. Esto generó un aumento de la volatilidad financiera del resto de países europeos y provocó una presión en los tipos de cambio que desencadenaría en una crisis cambiaria en Europa con aumento de paro.

En América Latina el volumen de deudas externas aumentó aún más durante la última década del siglo XX. A pesar de que incrementó la inversión extranjera en estos países y el

crecimiento económico registrado a partir de 1990, éstos presentaban graves dificultades en sus balanzas de pagos. En México, se produjo una grave crisis financiera a finales de 1994 y se extendió a los sistemas de muchos otros países del mundo. Se manifestó los efectos negativos desencadenados por la desregularización financiera como la inestabilidad y la alta volatilidad en los mercados financieros.

En el continente asiático, países como China e India se registraron altas tasas de crecimiento debido, entre otras causas, por sus propios ahorros internos y el aumento de exportaciones. Sin embargo, Japón vivió una pronunciada recesión debido al crac que se desencadenó en el mercado inmobiliario, la bolsa y la banca.

En los casos del continente africano y Medio Oriente, el principal problema era la inestabilidad política ya que la globalización sirvió para financiar numerosas guerras en estos países y se provocó la huida de dinero a países fiscales que empobrecieron y acabaron con las vidas de la población.

### 3.5.3 LEGADOS DE LOS CRACS FINANCIEROS DESDE 1994 A 2001

Uno de los puntos positivos después de vivir numerosas crisis en los países emergentes durante los años 90 fue la experiencia que ganaron para lograr coordinadamente importantes rescates. Se llegaron a organizar enormes planes financieros entre el Tesoro estadounidense, la “Fed”, el FMI y otras autoridades financieras en los que aprendieron a orquestar acuerdos entre los países deudores y acreedores y se habituaron a concertar reuniones para unificar políticas y recolectar fondos para casos de emergencia.

Tras la crisis cambiaria de 1992-1993, la Unión Europea decidió unificar su moneda y en 1999 establecieron el euro como moneda común ya que no querían seguir arriesgando sus divisas en un sistema cambiario tan volátil. Por su cuenta, China decidió emplear su Banco Central para mantener un riguroso control del yuan y sus grandes reservas de divisas internacionales han reforzado el valor del yuan y han consolidado su economía.

Los países latinoamericanos y asiáticos aprendieron que debían aumentar sus reservas internacionales en dólares y euros para evitar problemas de balanza de pagos y protegerse ante ataques especulativos en masa. Lo comenzaron a poner en práctica cuando se produjo el apogeo de las negociaciones internacionales y se dispararon las exportaciones desde estos países.

### 3.5.4 LA FELIZ INCONSCIENCIA DE ESTADOS UNIDOS HASTA EL 2006

Para las autoridades de Estados Unidos, las crisis que se sucedieron durante la década de los 90, no les hicieron preguntarse sobre la forma en que revisaban y regulaban sus sistemas financieros. Les parecía que estaban viviendo una etapa óptima sin miedo a que el dólar se devaluase ya que era la moneda referente como reserva mundial y su economía era la

más grande del mundo. Tanto Wall Street como Nasdaq (bolsa tecnológica de Estados Unidos) subían sin parar y se expandió el mercado de viviendas que fue el que enriqueció a la población del país. Toda esta exaltación de los mercados se debía al incremento de productividad derivada de las innovaciones tecnológicas aplicadas.

Con el pinchazo de la burbuja especulativa de las compañías informáticas en el 2000 conocida como la crisis *dot-com*, las bolsas de Estados Unidos experimentaron bajadas que no vivían desde la Gran Depresión. La situación empeoró con el ataque terrorista del 11S en 2001. La “Fed” no iba a permitir que su país entrase en recesión ya que arruinaría las economías de todo el mundo y decidió reducir los tipos de interés hasta un suelo del 1 por ciento para impulsar la economía. Los resultados positivos se empezaron a manifestar en la bolsa de Wall Street un año después. El Banco central estadounidense estaba “ciego” y consideraba que era imposible controlar la especulación y las burbujas de su sistema financiero, creían en la autorregulación de los mercados y sus malos cálculos son los causantes de la grave crisis mundial que se desato en 2008.

### **3.6 LA GRAN CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA DE 2008**

Esta crisis financiera mundial comenzó en septiembre del 2008 con la explosión de enormes burbujas y los factores que colaboraron a que se diera este resultado fueron:

- La relajada política monetaria de la “Fed” y la política fiscal expansiva del Tesoro.
- Las reformas legales que promovieron la desregularización e innovación en las finanzas.
- La expansión de las hipotecas *subprime*.

Cuando se hundió la bolsa por la crisis *dot-com* en marzo de 2000, el Banco Central llevo a cabo una política expansiva nunca vista en la que aumentó la oferta monetaria contundentemente para rescatar la economía de Estados Unidos y en 2003 se empezaron a apreciar los resultados ya que la economía empezó a recuperarse. Pero paradójicamente, aun que estuviesen recuperándose los mercados, los tipos de interés de los bancos siguieron bajando debido a la laxa actitud de la “Fed”.

Gracias a las medidas que tomó el Banco Central, las bolsas subieron y al estar los créditos costes tan bajos, aumento la liquidez por endeudamiento y, por lo tanto, el consumo de la población. Se disparó la construcción de viviendas como consecuencia del aumento de la demanda y los créditos factibles y se empezaron a crear novedosos instrumentos financieros de hipotecas. Todos estos hechos fueron culpables de la enorme burbuja inmobiliaria que se fue formando durante estos años.

El consumo y la especulación aumentaron gracias a las políticas fiscales durante el gobierno de Bush cuando se bajaron los impuestos a las entidades y sus ganancias y se incrementó el gasto público (gastos de la guerra de Irak). Las repercusiones fueron que aumentó drásticamente el déficit público y para cubrirlo acudieron a la deuda externa

colocando títulos del Tesoro por todo el mundo. Los países de la periferia poseían grandes ahorros para prevenir y este dinero sirvió para cubrir el déficit financiero y para aumentar el consumo de la población de Estados Unidos. Los estadounidenses ya no ahorraban sino que se endeudaban con el resto de los países.

Estos años de intensa especulación también tienen que ver con los cambios legales que animaron a la banca comercial de Estados Unidos a aumentar su actividad con nuevas transacciones financieras, muy complejas y poco supervisadas. Una de las reformas fue que se permitieron mayores márgenes de apalancamiento, es decir, los bancos podrían endeudarse 12 veces su capital. Los bancos más importantes de Europa y Japón cada vez intervenían más en los mercados de capitales de Nueva York y Londres.

Las novedades y mejoras tecnológicas impulsaron la creación de una gran cantidad de títulos y derivados muy complicados y enrevesados que estaban asentados en la especulación y los bancos centrales y demás autoridades financieras eran incapaces de regularlos o supervisarlos.

### 3.6.1 LAS CONSECUENCIAS DE LAS HIPOTECAS *SUBPRIME*

Como ya se ha mencionado anteriormente, a principios del siglo XXI, el crecimiento de la economía estadounidense vino acompañada de bajas tasas de interés con créditos muy baratos que impulsaron el mayor apogeo de los mercados inmobiliarios de Norteamérica. Desde el 2001 hasta el 2006 se dispararon el precio de las casas y los valores en bolsa de las empresas por lo que se originaron a la vez dos terribles burbujas, la hipotecaria y la bursátil. Comprar una casa resultaba un negocio muy rentable porque las hipotecas estaban muy bajas y los precios de las viviendas no paraba de aumentar.

El problema radicaba en que a la hora de pedir un préstamo, se redujeron las condiciones y avales necesarios. Estos préstamos mal calificados y con mucho riesgo eran los créditos *subprime* que se otorgaban a personas con ingresos muy bajos y con malos historiales crediticios. Este tipo de créditos llegaron a sobrepasar el 10 por ciento del total de las hipotecas.

A pesar de las advertencias sobre el enorme riesgo que entrañaba este sector, los mayores bancos estadounidenses y europeos intervinieron en el mercado hipotecario. Para la banca, la inversión hipotecaria era muy tentadora porque la ingeniería financiera ofrecía nuevas herramientas que diversificaban el riesgo convirtiendo estos préstamos en valores que se podían comerciar formando paquetes de hipotecas que posteriormente se volverían a vender a compradores que buscasen seguridad (las hipotecas estaban calificadas como inversiones muy seguras) en otros mercados. En Estados Unidos se masificó este negocio tan turbio con millones de hipotecas instrumentadas de esta forma.

Estas hipotecas estaban sujetas a tasas ajustables y a partir del 2006 fueron aumentando y coincidió con cuando los compradores tenían que empezar a devolver los préstamos de tal forma que, empezaron a no poder pagar las cuotas del crédito y entraban en suspensión de pagos. Este fue el comienzo del estallido de la burbuja inmobiliaria. Ahora todos los compradores querían vender y se desplomó la demanda al igual que los precios de las viviendas. En septiembre de ese año, el *New York Times* divulgó el fin del apogeo inmobiliario y un mes después, el gobernador Bernarke comunicó en *Bloomberg* que el derrumbe de industria de la construcción de viviendas estaba causando estragos en la economía en general pero, Bernarke, siguió negando que fuese posible una crisis en Estados Unidos derivada del mercado hipotecario. Justo un año después, en septiembre del 2007, el gobernador admitió que el crac derivado de los créditos *subprime* era peor de lo calculado.

El Banco Central tuvo que intervenir numerosas veces para rescatar a los grandes fondos y bancos de sus quiebras inyectándoles liquidez y bajando los tipos de interés para aumentar la demanda crediticia. En 2008, el FMI advirtió sobre el riesgo de expansión de la crisis financiera estadounidense a las economías de otros países.

Lo peor llegó el 14 de septiembre del 2008 con la caída de Lehman Brothers. El Tesoro de EEUU y la “Fed” plantearon el hecho de rescatar este banco igual que lo habían hecho con otros grandes como Freddie Mac o Fannie Mae pero decidieron que lo mejor sería no tomar medidas de rescate para impedir que Lehman actuara arriesgadamente sabiendo que iba a ser intervenido o que otras entidades financieras actuaran irresponsablemente al tener la confianza de que el gobierno les va a salvar. El problema fue que la caída de este banco repercutió en las economías del resto del planeta ya que era crucial para todos los sistemas bancarios y financieros. Con su derrumbe se perdieron casi 690.000.000.000 de dólares del sistema financiero internacional.

Otra gran quiebra fue tres días después, la de la aseguradora de mayor tamaño de EEUU, American International Group (AIG) pero en este caso, sí que fue rescatada por el Banco Central. Con estas dos grandes caídas se demostró que la crisis pasó de ser una crisis por falta de liquidez a corto plazo a una crisis caracterizada por la insolvencia de las entidades financieras que no pueden pagar sus obligaciones y quiebran. Seguidamente, los Bancos Centrales de EEUU, Japón, Europa, Canadá, Inglaterra y Suiza se organizaron para tomar acciones coordinadas y decidieron inyectar miles de millones de dólares en los sistemas bancarios. Durante esta época, gran parte del sistema financiero estadounidense fue nacionalizada.

El 19 de septiembre Wall Street se derrumbó y el Tesoro comenzó el Plan de emergencia Paulson para estabilizar la economía que suponía la utilización grandes recursos fiscales del gobierno. Este plan ya no implicaba la intervención del Banco Central sino que se utilizaba el dinero público de los contribuyentes para la compra de créditos *subprime* a los bancos de Estados Unidos para salvarlos de la bancarrota.

En noviembre de ese mismo año, Obama salió como presidente del gobierno de EEUU y su principal cometido era luchar contra la enorme crisis financiera y económica que acontecía en su país y en el mundo entero. A finales de año, la “Fed” bajo los tipos de interés a la tasa más baja de la historia, entre 0 y 0,25 por ciento. Con el nuevo año 2009, Obama se centró en salvar entidades financieras como bancos de inversión e hipotecarios y en tomar medidas para estimular la economía. Dentro de las medidas que tomó están los programas de compra de activos financieros por parte de la Fed a EEUU conocidos como los QE (*Quantitative Easing*). Se realizaron tres QE en una franja de tiempo desde noviembre del 2008 hasta diciembre del 2011. A partir de ese diciembre se bajó gradualmente el ritmo de adquisiciones de activos financieros.

En otros países también se llevaron a cabo numerosos rescates. En Londres se vivió fuertemente el crac financiero y varios bancos tuvieron que ser intervenidos por el Banco Central de Inglaterra. Al igual que EEUU, el gobierno inglés utilizó recursos fiscales colaborando de cerca con el Banco Central pero se dieron casos tan fatales que grandes bancos tuvieron que ser nacionalizados.

Al ver que la crisis estaba afectando a todos los países de la Unión Europea, los gobernantes de la zona euro organizaron una reunión en octubre del 2008 para pactar qué medidas tomar. En la cumbre acordaron asistir a las instituciones financieras que fuesen a quebrar y se comprometieron a otorgar créditos interbancarios entre ellos.

Cabe señalar como afectó esta crisis en los grandes países del continente asiático como China y Japón. A finales del 2008, sus gobernantes decidieron tomar medidas expansivas fiscales por casi 700.000.000.000 dólares y sus bancos centrales intervinieron masivamente a aquellas entidades financieras que se encontraran en apuros.

Se ha de destacar la solidez y estabilidad de las economías de los países en desarrollo que les ha servido para sortear esta recesión. En estos años no se produjeron crisis de deudas en Latinoamérica, el continente asiático ni en África ya que se conservaron el servicio de sus deudas y ayudaron al buen desarrollo de los bancos a nivel global por lo que no se vivieron quiebras bancarias representativas en casi ningún mercado en desarrollo. Las naciones que padecieron mayores pérdidas al principio fueron aquellos que se dedicaban a la exportación, sobre todo las asiáticas, pero de todos modos, sus economías crecieron mucho más que las de Europa y EEUU.

### 3.6.2 ÚLTIMOS AÑOS DE MEDIDAS MONETARIAS EN EEUU Y LA UE

Las severas medidas que tomó Obama en sus años de presidencia facilitaron estabilizar la economía de EEUU. La primera acción que llevo a cabo fue aprobar un rescate de 800.000.000 de dólares con el Plan Paulson. Dentro de este plan se realizaron diferentes planes entre ellos el programa de tests de estrés y asistencias de capital (*Stress Test and Capital Assistance Program*), conocido como *CAP*, para volver a confiar en las entidades

bancarias; el Plan de Viviendas (*Housing*) para apoyar que los dueños no perdieran sus viviendas al no poder hacer frente a los pagos de las hipotecas o el Programa de Inversiones Públicas y Privadas para avivar la actividad de los mercados.

Además de esos planes, reformó Wall Street y protegió al consumidor mediante la aprobación de la ley Dodd-Frank en julio del 2010. Con esta ley se promovía la transparencia y equilibrio del sistema financiero estadounidense, se trataba de eliminar las dificultades derivadas de las instituciones demasiado grandes para caer, se abrigaba a aquellos que habían contribuido en el rescate bancario y se protegía los inversores de los abusos crediticios e hipotecarios. Este plan ayudó a la recuperación de la crisis y a la prevención de una futura.

A finales de 2014, el Banco Central de EEUU anunció que dejaría de inyectar liquidez en la economía comprando deuda privada y pública, política monetaria que había llevado a cabo durante 6 años para recuperar la estabilidad económica de su país. Pero los tipos de interés no los subiría hasta que no se notase una evolución significativa en el mercado laboral y la inflación. La última noticia registrada sobre el tema data del 4 de junio de 2015 y dice que el FMI disminuye las previsiones de crecimiento de EEUU para el 2015 y pide a la Fed que no suba aún los tipos de interés hasta mediados del 2016, un año después de lo que tenía previsto EEUU al ver el ritmo de su recuperación.

Por otro lado, aunque tras las medidas monetarias de EEUU tras el crac del 2009 comenzaron a hacer efecto poco a poco, en 2011 la zona euro registró una gran recaída que provocó una Gran Recesión para todos los países de la UE con elevadísimas tasas de desempleo que duran hasta día de hoy. El problema por el que la recuperación de esta zona ha sido más lenta que la de EEUU se debe a que el reajuste de los balances bancarios ha ido con retraso. Desde finales del 2008, las políticas que ha tomado el BCE han sido expansivas pero muy tardías y pausadas.

A diferencia de las bajadas drásticas de tipos de interés hasta casi 0 que llevó a cabo EEUU y que todavía no ha aumentado, la UE redujo sus tasas al 2,5 por ciento y siguió bajándolas muy lentamente. Hasta el 2014 el BCE no decidió bajar los tipos de interés a las cifras que había llegado el estadounidense cinco años atrás. Sin embargo, al igual que EEUU, el Banco Central Europeo llevo a cabo inyecciones de liquidez sobretodo en el mercado bancario ya que prácticamente se habían paralizado los préstamos entre ellos. Las políticas monetarias que llevó a cabo el BCE fueron enfocadas principalmente a impedir otro crac bancario en las economías deudoras de los países periféricos donde había una gran fuga de capitales.

En Europa, la deflación cayó mucho más de lo previsto y en mayo del 2010, cuando los bonos de los estados periféricos llegaron a rendimientos excesivamente elevados, el BCE introdujo un programa llamado SMP (*Securities Market Program*) ya que las medidas de tipos de interés bajos no habían surgido efecto y este programa consistía en la compra de deuda pública y privada por parte del BCE a los gobiernos de la periferia.

Aunque hubo una época en la que parecieron que los precios repuntaban a finales del 2014, volvieron a estancarse durante cinco meses. En mayo del 2015, la inflación volvió a aumentar en la UE. Durante todo ese año el Banco Central Europeo llevó a cabo medidas para impedir un estancamiento deflacionario impulsado por la el fuerte desplome del precio global del petróleo. Se ve que el rebote de los precios petroleros y que la inyección de liquidez del BCE mediante los programas de expansión cuantitativas (los QE) surgieron efecto ya que aumentaron los precios un 0,3 por ciento y se revaluó el euro.

## 4. CONCLUSIÓN

Es importante conocer la mecánica y saber en qué consisten las políticas monetarias desde un punto de vista más teórico. Ayuda a entender por qué los Bancos Centrales aplican determinadas medidas monetarias durante etapas de crisis y permite razonar si las decisiones tomadas han sido correctas o no para conseguir la estabilidad que buscan ante tales tesituras.

Las políticas monetarias consisten en medidas tomadas por el Banco Central o Gobierno de un país con el fin de manipular la liquidez de los mercados y el coste del dinero para lograr una estabilidad económica óptima con características como:

- Creación de empleo con bajas tasas de desempleo
- Tasas de crecimiento y desarrollo económico sostenido
- Balanza de pagos equilibrada conservando tipos de cambio estables y protegiendo las reservas internacionales
- Comercio exterior en equilibrio
- Precios con una tasa de inflación baja y estable

Resumidamente, la política monetaria trata del uso de herramientas monetarias para conseguir los anteriores objetivos económicos o políticas de estabilización. Éstas son políticas a corto plazo para conservar una determinada demanda que permita un constante incremento del nivel de renta y de empleo sin que se altere sobradamente el nivel de los precios. Para conseguirlo, el Banco Central en cuestión tratará la oferta monetaria y/o los tipos de interés de su país. Los efectos de las políticas monetarias en la economía de un país no depende sólo de las acciones que las autoridades puedan llevar a cabo sino también de las propias particularidades de la estructura financiera del país y de la política económica y fiscal que sigan los gobiernos. Dichas particularidades pueden ser la dependencia que exista entre el Banco Central y el Gobierno del país, la estructura de su sistema financiero o el desarrollo de sus mercados.

Para lograr la estabilidad de los precios, dependiendo de si el objetivo es alcanzar un agregado monetario, un tipo de interés o un tipo de cambio determinado se utilizará un tipo u otro de instrumento monetario. Para controlar la liquidez se pueden utilizar métodos como las operaciones de mercado abierto, el redescuento o la variación del coeficiente de caja real.

Cuando se lleva a cabo una política monetaria expansiva es porque el Gobierno es consciente de que la economía de su país esta falta de liquidez como consecuencia de una crisis o una etapa de recesión y pretende aumentar el dinero en circulación para impulsar las tasas de crecimiento económico y crear empleo. Por el contrario, las políticas monetarias restrictivas se aplican cuando existe un exceso de liquidez y se pretende disminuir la inflación de los precios.

Para entender mejor la actual crisis financiera que ha abatido a las economías del mundo entero durante la pasada década, es interesante remontarse a finales del siglo XIX para conocer la historia de las grandes crisis financieras del pasado y ver cómo han ido evolucionando las actitudes de los Bancos Centrales y las medidas que han tomado ante las diferentes recesiones.

El marco histórico de este estudio comienza con el apogeo del capitalismo liberal en todo el mundo desde 1870 hasta 1914. Durante este periodo se dieron varias crisis económicas pero la crisis financiera de 1873 marcó esta época ya que fue el mayor crac financiero conocido hasta entonces y la caída de las bolsas de Nueva York y Viena provocaron una terrible recesión a nivel internacional. Durante estos años se produjo la primera globalización con la expansión del comercio y los flujos internacionales de dinero y predomina el sistema patrón oro con el que se lograron altas tasas de desarrollo económico a pesar de que existía una alta volatilidad en los mercados que desencadenó en burbujas y cracs financieros. Con la Primera Guerra Mundial llegó la gran crisis de 1914 la cual acabó con las tres décadas de la *belle époque* y marchitó el patrón oro.

En 1929 se desencadenó la mayor crisis registrada hasta la fecha, conocida la Gran Depresión. Comenzó con el derrumbe de la Bolsa de Nueva York y supuso una etapa de plena inestabilidad financiera y bancarrotas que ahogaron a las economías. Fue el inicio del mayor desplome del comercio exterior mundial. Esta crisis fue especialmente dura en EEUU y Alemania pero dañó a la mayoría de los países del mundo. Lo más importante es que esta gran recesión causó variaciones drásticas en el sistema financiero internacional ya que se abandonó el patrón oro, desapareció el orden debido a una época de nacionalismo político, económico y militar y esto último, impulsó la explosión de la Segunda Guerra Mundial.

A finales de la guerra, en 1944, empezó a plantearse el sistema *Bretton Woods* con el que se crearon y adoptaron normas y organismos multilaterales que fueron el comienzo de una nueva arquitectura financiera internacional cuya estabilidad y crecimiento sostenido de la economía duró hasta principios de los años 70 sin apenas crisis y bancarrotas.

Durante la década de los 70 se produjo un enorme endeudamiento de América Latina que provocó la crisis de las deudas soberanas de los años 80 la cual podía tumbar el mercado bancario internacional y, por ello, el Gobierno de Estados Unidos y el FMI tomaron medidas para evitar que se expandiera el pánico. Esta crisis de deuda soberana amenazó con hacer caer a los bancos estadounidenses, japoneses y europeos más importantes del mundo. Cuando disminuyó la crisis de deuda externa a finales de la década de los 80, crecieron enormemente el flujo de dinero por todo el mundo ya que se liberalizaron los mercados financieros.

En resumen, hasta la caída del sistema Bretton Woods en 1971 reinó la estabilidad pero durante las décadas de los 70 y 80, comenzó una nueva etapa de globalización financiera, con muy poca regulación, hasta que desencadenó finalmente la crisis del 2008.

Esta nueva globalización financiera recuperó la economía y despegó las bolsas de Estados Unidos y Europa durante el último decenio del siglo. Sin embargo, grandes países latinoamericanos y asiáticos presentaron graves crisis que anticipaban problemas internacionales de gran magnitud pero los economistas y banqueros sólo se fijaban en el apogeo de Nueva York y Londres.

En 2008 comenzó la devastadora crisis financiera internacional que aún persisten sus secuelas en la actualidad. Se desató con el estallido de la burbuja inmobiliaria con hipotecas *subprime* en Estados Unidos y posteriormente, se colapsaron los sistemas financieros de Nueva York y Londres, derrumbándose los mercados bursátiles, que contagiaron al resto del mundo empujando a numerosos países a una gran recesión mundial.

Durante todas estas crisis los Bancos Centrales han tomados diferentes medidas. Durante un gran periodo de tiempo, las autoridades económicas y financieras se pensaban que los mercados se autorregulaban y que intervenir durante una crisis, podía empeorar la situación. Se pensaban que las bancarrotas y caídas de grandes entidades eran necesarias para salir de las crisis. La intervención de los Bancos Centrales era mínima pero posteriormente, con Roosevelt durante la Gran Depresión, se empezaron a utilizar las políticas intervencionistas para salir de la crisis.

Las medidas monetarias que han tomado los Bancos Centrales de Estados Unidos y la Unión Europea han sido a destiempo. La Fed comenzó mucho antes que el BCE a luchar contra la crisis y fue mucho más agresivo, por ello, su recuperación parece que es más rápida y eficaz. El lastre de los endeudados países periféricos de la Unión Europea con altísimas tasas de desempleo también han perjudicado su recuperación pero poco a poco se van mostrando que la inflación está siendo controlada y que parece que se está empezando a salir de la crisis en ambos países. Las principales medidas tomadas han sido las bajadas de tipos de interés hasta cero prácticamente y la emisión de QE tanto en Estados Unidos como en Europa y ambas políticas monetarias expansivas poco a poco van mostrando sus efectos.

Ilustración 28 - TASAS DE DESEMPLEO DE EEUU Y EU DURANTE LA CRISIS



Fuente: Sandro Pozzi. "EE UU Reduce El Paro Al 5,5%, Su Tasa Más Baja Desde 2008." El País. N.p., 9 Mar. 2015. Web. <[http://economia.elpais.com/economia/2015/03/06/actualidad/1425650211\\_865302.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/03/06/actualidad/1425650211_865302.html)>.

Ambos países han de continuar siendo duros y constantes con sus políticas y no dejarse llevar por el entusiasmo de pequeñas cifras de recuperación en sus economías. Tras tal época de apogeo y riqueza, cayeron demasiados bancos que se llevaron con ellos a empresas y personas a una profunda crisis de la que todavía se notan las secuelas. El paro actual es alto, se empieza a atisbar pequeñas tasas de inflación pero aún no está del todo controlada y las recuperaciones económicas están siendo muy lentas en algunos países.

No se sabe ni cómo ni cuándo llegará totalmente a su fin esta crisis pero, con gran esperanza en que nos equivoquen, las autoridades financieras anuncian que ya no está tan lejos y por ello deben seguir siendo cautos y severos para lograr una recuperación total con estabilidad económica internacional.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

Aceña, Pablo Martín, and Jaime Reis, eds. *Monetary Standards in the Periphery: Paper, Silver and Gold, 1854-1933*. Vol. 11. Macmillan, 2000.

Alesina, Alberto. "Macroeconomics and politics." *NBER Macroeconomics Annual 1988, Volume 3*. MIT Press, 1988.

Argandoña, Antonio. *La política monetaria y los tipos de interés*. Universitat de Barcelona. Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales. Divisió de Ciències Jurídiques, Econòmiques i Socials, 1987.

Barro, Robert J., and Vittorio Grilli. *European macroeconomics*. Houndmills, Basingstake (Eng.): Macmillan, 1994.

Barro, Robert J., and José F. Ursúa. *Stock-market crashes and depressions*. No. w14760. National Bureau of Economic Research, 2009.

Brunnermeier, Markus Konrad, et al. "The fundamental principles of financial regulation." (2009).

Cassel, Gustav. "Money and foreign exchange after 1914." (1923).

Carrera, J. "El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional" (No. 2009/45). Working Paper, Central Bank of Argentina (BCRA). (2009)

Cukierman, Alex. *Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence*. MIT press, 1992.

Cuadrado Roura, Juan R. (coord.) et al. "Introducción a la Política Económica". *McGraw-Hill* (1995).

Díaz, Andrés Fernández. *Política monetaria. Fundamentos y estrategias*. Editorial Paraninfo, 2011.

Eichengreen, Barry J., and Harold James. *International monetary cooperation since Bretton Woods*. Oxford University Press, 1996.

"El FMI Insta a La Fed a Retrasar La Subida De Tipos De Interés a 2016." *Cinco Días*. N.p., 4 June 2015. Web. 04 June 2015. <[http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433427934\\_334671.html](http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433427934_334671.html)>.

Elisabeth Blaha. "¿Son Suficientes Las Políticas Monetarias Para Impulsar El Crecimiento En La Zona Euro?" *InfoLibre*. N.p., 03 July 2014. Web. 04 June 2015. <[http://www.infolibre.es/noticias/opinion/2014/07/02/posibilidades\\_limites\\_las\\_politicas\\_monetarias\\_para\\_impulsar\\_crecimiento\\_empleo\\_zona\\_euro\\_19081\\_1023.html](http://www.infolibre.es/noticias/opinion/2014/07/02/posibilidades_limites_las_politicas_monetarias_para_impulsar_crecimiento_empleo_zona_euro_19081_1023.html)>.

Enrique Castro. "El Fin De Los QE En Estados Unidos." *Paradigmas*. N.p., 6 Nov. 2014. Web. 01 June 2015. <<http://www.paradigmas.mx/el-fin-de-los-qe-en-estados-unidos/>>.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. "Alternative approaches to analyzing economic data." *The American Economic Review* (1991).

Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 2008.

Friedman, Milton. *A theory of the consumption function: A study by the National Bureau of Economic Research*. Princeton University Press, 1957.

Friedman, Milton. "Monetary policy: Theory and practice." *Journal of Money, Credit and Banking* (1982)

Galbraith, John K. "El crac del 29". *Editorial Ariel, Barcelona* (1972): p.9.

Juglar, Clement. "Des Crises Commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis, Paris: Guillaumin." (1862).

Kindleberger, Charles P., and Robert Z. Aliber. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, 2011.

Extrait d'une conférence de Laurent Carroué, "Mondialisation - Globalisation: le regard d'un géographe", APHG, Caen. 2006.

Mankiw, Gregory. "Macroeconomia, IV edizione." *Zanichelli, Bologna* (2004).

Marichal, C. *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*. Random House Mondadori. (2013).

McKinnon, Ronald I. "international standard for monetary stabilization." (1984).

Modigliani, Franco. "Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations." *The American Economic Review* (1986)

Ohmae. K. "Triad power: The coming shape of global competition." *Canadian Journal of Communication* 11.4 (1985).

Parás. "FMI Advierte Menor Crecimiento Mundial." *CNN EXPANSIÓN*. N.p., 17 Mar. 2008. Web. 01 June 2015. <<http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/03/17/fmi-advier-menor-crecimiento-mundial>>.

Pedro Calvo. "La Deflación Se Aleja De Europa Tras El Mayor Repunte De Los Precios Desde Noviembre." *El Confidencial*. N.p., 2 June 2015. Web. 3 June 2015. <[http://www.elconfidencial.com/economia/2015-06-02/La-deflacion-se-aleja-de-europa-tras-el-mayor-repunte-de-los-precios-desde-noviembre\\_866703](http://www.elconfidencial.com/economia/2015-06-02/La-deflacion-se-aleja-de-europa-tras-el-mayor-repunte-de-los-precios-desde-noviembre_866703)>.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. "Banking crises: an equal opportunity menace." *Journal of Banking & Finance* 37.11 (2013)

Repullo, Rafael. "Sobre la independencia de los Bancos Centrales." *Papeles de economía española* 57. 1993.

Romer, Cristina D. "Great depression." *Encyclopedia Britannica* (2004).

Schumpeter, Joseph Alois. *Business cycles*. Vol. 1. New York: McGraw-Hill, 1939.

Solomon, Robert. "international monetary system, 1945-1976." (1977).

Stögbauer, Christian, and John Komlos. "Averting the Nazi seizure of power: A counterfactual thought experiment." *European Review of Economic History* 8.02 (2004)

Temin, Peter. *Did monetary forces cause the Great Depression?*. New York: Norton, 1976.

Temin, Peter. *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, 1989.

Thomas, Terrence J. "Triad power: The coming shape of global competition." *Canadian Journal of Communication* 11.4. 1985.

Thorp, Willard Long. "Business annals." *NBER Books* (1926).

Viñals, J. "La Incorporación de España al SME y sus Consecuencias para la Política Monetaria." *La Política Monetaria en España, FEDEA, Madrid* (1987).

Volcker, Paul A., and Toyoo Gyohten. *Changing fortunes: The world's money and the threat to American leadership*. Crown, 1992.

Wicker, Elmus R. "A Reconsideration of Federal Reserve Policy during the 1920–1921 Depression." *The Journal of Economic History* 26.02 (1966)

Wicker, Elmus. *Banking panics of the gilded age*. Cambridge University Press, 2006.