



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

# **TIPOS DE INTERÉS Y CRISIS HISTÓRICAS**

**Políticas y consecuencias**

**AUTOR: Iñigo Ramírez de Cárdenas Cabello de los Cobos**

**DIRECTOR: Francisco Sastre Peláez**

**Madrid**

**Marzo, 2014**

## Resumen

En este trabajo relacionamos tipos de interés y crisis a lo largo de la historia. Para ello analizamos cuatro de las grandes crisis históricas del último siglo: la hiperinflación alemana, el “crack de Nueva York”, la crisis japonesa y la crisis de las hipotecas “subprime”. Debemos tener claro que los tipos de interés, como podemos observar a lo largo de la exposición del trabajo, son un método de control de la liquidez y de los precios en el mercado. En muchas ocasiones, la mala gestión de los tipos, como en el caso del “crack”, ha ocasionado un mayor empobrecimiento de la situación económica durante la crisis. Por otro lado, en la hiperinflación alemana el problema producido por una política de tipos bajos acarreó mucha liquidez y descontrol inflacionario; al igual que en la crisis japonesa, con una política de tipos ceros, a la que se suma a estos dos problemas, el fenómeno de la trampa de liquidez. Así mismo, la aplicación de fuertes políticas monetarias restrictivas ha sido uno de los detonantes de la crisis financiera actual. Por último señalar que existe un factor país que influye en los tipos de interés.

**Palabras clave:** crisis económica, liquidez, tipos de interés, banco central, inflación, burbuja financiera, política monetaria, contracción monetaria, expansión monetaria, crédito, quiebra.

## Abstract

In this work we connect interest rates and economic crisis throughout history. For this reason we focus on the behaviour of this variable during each of the four crisis we are going to examine: the German hyperinflation, the crash of the New York Stock Exchange, the Japanese crisis and the actual financial crisis of the subprime mortgages. We have to take into account that the interest rates are used to control liquidity and market prices. In many occasions the bad manage of the interest rates have increase the negative effects of a bad economic situation, as we can see in the crisis of 1929. In the German hyperinflation and in the Japanese crisis, the low interests were the reason of the high raise of liquidity and prices that result in a liquidity trap. Finally, the current economic crisis is the result of a high interest rates policy.

**Keywords:** economic crisis, liquidity, interest rates, central bank, inflation, financial bubble, monetary contraction, monetary expansion, credit, bankruptcy.

## Tabla de contenido

1. Objetivos y metodología.....	5
2. Introducción: la crisis económica .....	6
3. ¿Qué son los tipos de interés?.....	11
3.1 Los tipos de interés dentro de la política monetaria de un Estado. ....	13
3.2 El caso de Europa y Estados Unidos .....	16
3.3 Repercusiones prácticas del movimiento de tipos de interés .....	19
4. La hiperinflación alemana: la inflación, los tipos de interés, la inversión y el consumo..	21
5. El “crack” de la bolsa de Nueva York: la subida de los tipos de interés ¿Causa o consecuencia de la Gran Depresión estadounidense?.....	27
6. La crisis Japonesa: la trampa de liquidez. ....	34
7. La crisis de las hipotecas <i>subprime</i> : la evolución de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa durante la crisis financiera actual .....	38
8. Cuadro de síntesis.....	44
9. Reflexiones finales: la crisis según Albert Einstein y la regla de Taylor .....	45
10. Conclusiones.....	47
11. Bibliografía.....	49

## Tabla de contenido 2: Gráficos y Cuadros

Figura nº 1: “Fases del ciclo económico”.....	8
Figura nº2: “Stock Market Index y Préstamos a los brokers durante el "crack" de Nueva York”.....	28
Figura nº3: “Tipos de interés en Estados Unidos en el periodo 1926-1931”.....	33
Figura nº 4: “Tipos de interés en Estados Unidos, período 2000-2014”.....	41
Figura nº5: “Tipos de interés en Europa, en el periodo 1999-2014”.....	43
Figura nº6 “Cuadro-resumen grandes crisis-tipos de interés”.....	45

## 1.- Objetivos y metodología:

Este trabajo tiene por objetivo principal descubrir de qué manera han afectado las grandes crisis económicas a la vida y la economía de los principales países afectados por ciudadanos. Por otro lado, a través de este trabajo pretendemos evaluar de qué manera los gobiernos pueden dar solución y prever situaciones de crisis económicas, dando uso a los tipos de interés, como una de las medidas de política monetaria de que disponen. De tal manera que vamos a determinar como los tipos de interés pueden ser causa y método de auxilio en las situaciones de crisis económica. Estos objetivos nos facilitaran conocer mejor cómo ha sido y en qué ha consistido cada una de las cuatro crisis que estudiamos en este trabajo y de qué manera los gobiernos citados las enfrentan. A su vez vamos a confirmar una serie de hipótesis: i) La existencia de un factor país ii) La mala gestión de los tipos como razón de las crisis económicas iii) la validez de la regla de Taylor.

En cuanto a la metodología utilizada, es principalmente cualitativa. Ante la gran cantidad de documentos: de investigación, periodísticos, relativos a datos económicos que analizan los pormenores de las grandes crisis económicas, dos de las dificultades a las que nos enfrentamos a lo largo de este trabajo son la capacidad de síntesis y de selección de la información relevante de cara a investigar la relación entre las grandes crisis, los tipos de interés y la repercusión en el ciudadano de a pie. Por otro lado, trataremos de establecer recurriendo a metodología cuantitativa, analizando gráficos e índices económicos, una relación entre crisis y política monetaria de tipos de interés.

## 2.- Introducción: la crisis económica.

En primer lugar, en este primer capítulo, debemos referirnos al estado de la cuestión. Se trata de un tema novedoso. No obstante, es verdad que los investigadores se han interesado por el estudio de las distintas políticas monetarias y el análisis de las crisis económicas que citamos en este trabajo, pero nunca ha sido enfocado este tema desde la perspectiva en la que la estamos tratando aunando crisis, historia y tipos de interés.

Analizados los objetivos del trabajo, la metodología empleada y el estado de la cuestión, ya sólo resta referirme al por qué del trabajo. No resultará extraño que la ocurrencia de este tema vino al hilo de la situación actual de crisis. Por otro lado la historia es un factor que siempre hay que tener presente, de hecho una expresión popular bien conocida por todos es que “la historia siempre se repite”, de ahí la utilidad de su análisis. Por lo decidí combinar crisis e historia y delimitar el tema a través de un elemento económico muy de moda actualmente los tipos de interés. La alusión a los tipos de interés, forma parte del día a día de la vida de los ciudadanos, tanto en prensa, como en la televisión la referencia a las subidas y bajadas de los tipos es constante, pero el ciudadano medio puede no saber qué implica una y otra acción, ni su repercusión en épocas de crisis. Por lo que mi intención, como he señalado en los objetivos, es poder entrar a esclarecer de qué forma a través de los tipos de interés, los gobiernos influyen en la economía del país y si verdaderamente estas medidas funcionan, son válidas, como método de salida de la crisis.

### La crisis económica

Ya desde un primer momento tenemos que tener claro el concepto de crisis económica, por ello lo incluiremos en esta introducción.

Economía es un término de procedencia griega “*okomos*” y era utilizado para designar a la “administración de la casa”, puede definirse como la ciencia que se ocupa del estudio de la administración de los recursos escasos en la sociedad humana (Lange, 1936)<sup>1</sup>. Por lo tanto de esta definición podemos extraer tres notas características:

- I. Se trata de una ciencia.

---

<sup>1</sup> Lange, Oskar (1936) “*teoría económica del socialismo*”, Edit. Ariel 1970

- II. Estudia la administración de los recursos escasos, es decir, los procesos de producción, consumo e intercambio de bienes y servicios.
- III. Se construye en el seno de la sociedad humana.

Se puede definir crisis como escasez, carestía, situación dificultosa o complicada<sup>2</sup>. Así pues crisis económica es un periodo de situación dificultosa, escasez, carestía en la producción, intercambio y consumo de productos y servicios. Autores como Gregory Mankiw (2002)<sup>3</sup>, definen la economía como "*el estudio del modo en que la sociedad gestiona sus recursos*".

Podemos encontrar múltiples definiciones de crisis económicas dependiendo de qué es lo que el autor pretenda enfatizar del concepto, podemos encontrar definiciones más técnicas que profundizan aún más en el concepto y dan pistas sobre las consecuencias que atañe la propia crisis económica. Una de esas definiciones pudiera ser la contenida en la Gran Enciclopedia de Economía (2014)<sup>4</sup>, definiendo crisis económica como una "*ruptura del equilibrio entre la oferta y la demanda de bienes y servicios, que genera una fase depresiva de la coyuntura económica*".

Así mismo, en dicha Enciclopedia (2014) encontramos las dos categorías de ruptura:

- Por un lado la que se basa en una escasez de demanda de los consumidores, ejemplo de ello fue la gran crisis económica de 1929, que trataremos en el capítulo cuarto. En este tipo de ruptura encontramos "las crisis de sobreproducción" en la que las Empresas no son capaces de vender sus productos, producen más de lo necesario de tal manera que se origina este desequilibrio entre oferta y demanda. Esta ruptura se corrige mediante reducción de precios, que deriva en una reducción del beneficio y que, finalmente, origina el cierre de muchas empresas.
- En el segundo supuesto encontramos el supuesto inverso, "la crisis de infra-producción", en la que se produce menos de lo que demandan los consumidores. De tal manera que hay un desequilibrio propiciado por el exceso de demanda, que ocasionará un encarecimiento de: los productos, la energía, las materias primas y que en última

<sup>2</sup> (Diccionario de la Real Academia española, 2001).

<sup>3</sup> Mankiw, Gregory (2002): "*Principios de Economía*", Tercera Edición, Mc Graw Hill, Pág. 3.

<sup>4</sup> En <http://www.economia48.com/spa/d/crisis-economica/crisis-economica.htm> consultado el 3 de Febrero de 2014.



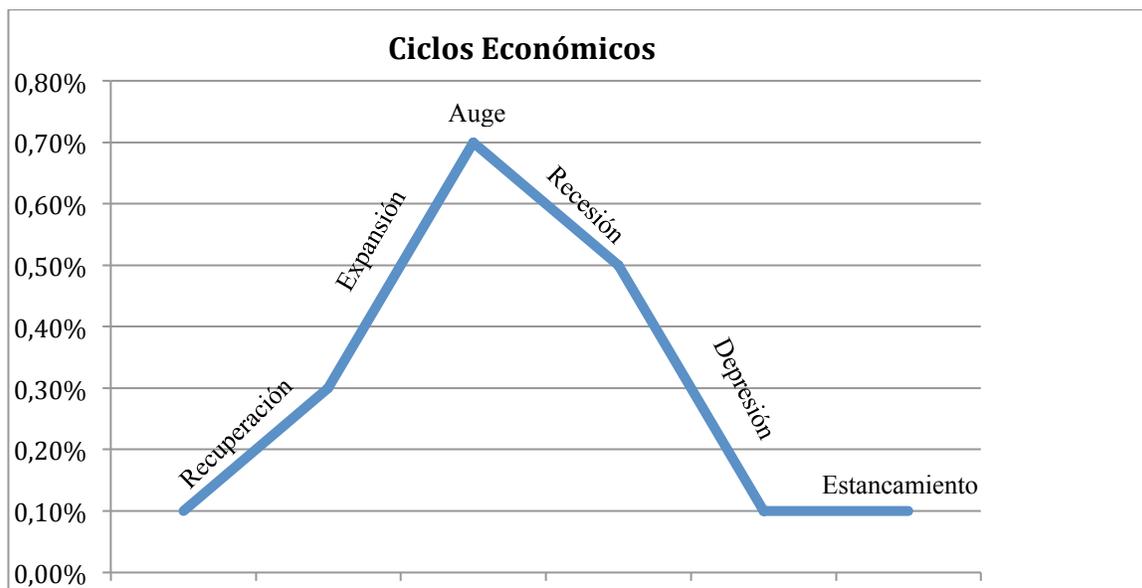
instancia conlleva también el cierre de las empresas que no pueden asumir esos costes. Mientras que las supervivientes deben “*reducir drásticamente sus capacidades productivas, para adaptarse a la nueva situación*”, ejemplo de ello es la crisis de 1970.

A continuación debemos tener en consideración un punto sobre el que los economistas han discutido mucho, los ciclos y las crisis económicas. Debemos tener claro, que una crisis económica atañe siempre a un periodo temporal debido a que la economía es cíclica. Esto quiere decir que la economía se compone de ciclos, formados por distintas fases, en concreto cinco, las cuales introducimos en el gráfico siguiente. Desde un primer momento debemos señalar que el periodo de crisis se encuadra dentro de una fase del ciclo denominada recesión y sólo cuando ésta es especialmente abrupta.

A continuación ilustramos un cuadro donde se muestra un ciclo de la Economía:

PIB

Figura nº 1: “Fases del ciclo económico”



Tiempo

Fuente: elaboración propia

del ciclo económico pueden clasificarse y definirse de la siguiente manera:

i) la recuperación, que comienza cuando las acciones se recuperan por las caídas en los precios y los ingresos; ii) la expansión, momento en el que se produce un incremento en la producción y los precios, y bajan los tipos de interés; iii) el auge, cuando la inversión, producción y el consumo alcanzan su punto álgido; iv) en la recesión se produce una caída en los precios y la actividad con un aumento del desempleo y de las tasas de interés; y v) la depresión, que suele comenzar por las crisis en los mercados de capitales continuándose en quiebras bancarias y empresariales. (Resico, 2012).

Ya asentado el concepto de crisis económicas, quiebra de la estabilidad de la oferta y la demanda, volvemos a las causas por las que se originan éstas. Para ello acudimos a la división efectuada por Cachanosky (2003) para recoger explicaciones recientes sobre los motivos que dan lugar a la crisis económicas. Se pueden diferenciar tres teorías doctrinales:

- i. La explicación keynesiana: basada en un interés preferente por la liquidez que acarrea un fuerte descenso en la demanda global. Lo que demuestra ese interés preferente por la liquidez, es que el ahorro no es invertido, ni se traduce en un mayor consumo. Las empresas no dan salida a todos sus productos que se acumulan en sus almacenes por encima del nivel deseado, por lo que se reduce la producción y se despiden trabajadores para adecuar la nueva producción y las necesidades de recursos a esta nueva producción. Se produce menos y el desempleo aumenta.
- ii. La explicación monetarista: el máximo exponente es Milton Friedman cuya explicación es muy parecida a la anterior. La crisis se debe a que los bancos centrales no incrementan la oferta monetaria al mismo ritmo en el que la demanda de dinero incrementa. *“Friedman defiende la existencia de los bancos centrales debido a que tienen que operar como prestamistas de última instancia frente a una corrida generalizada de bancos”*. (Cachanosky, 2003)
- iii. La explicación de la escuela austriaca de economía: Los economistas de esta escuela, entre los que destacamos: Ludwig von Mises, Hayek y Sennholz. Estos autores tienen una perspectiva distinta respecto a la crisis económica. Esta teoría sostiene que las dos anteriores no son causa sino consecuencia de la crisis, la caída de la demanda agregada y la contracción de la oferta monetaria es debido a la crisis,

no son motivadores de la misma. Para estos autores *“la causa esta en una mala inversión que produce una mala asignación de los recursos productivos”*.

Por último, también debemos señalar distintas causas prácticas (ya no teóricas) que han desencadenado ese desequilibrio entre oferta y demanda, propio de las situaciones de crisis, entre otros, cabe señalar: la burbuja financiera o bursátil<sup>5</sup>, la burbuja inmobiliaria (que son dos de los factores que han motivado la Crisis actual como veremos en el capítulo correspondiente) y la crisis del petróleo, entre otros.

Así pues, en este capítulo introductorio hemos dado unas pinceladas esenciales sobre el concepto de crisis económica y concluimos de esta manera nuestra introducción. A continuación veremos el capítulo segundo que versa sobre los tipos de interés, capítulo de importancia suma, en el que desarrollamos antes de ponernos a desgajar cada una de las crisis históricas que analizamos.

---

<sup>5</sup> Este tipo de crisis ocurre cuando las acciones se negocian a un precio muy superior al de su valor intrínseco hasta que dejan de ser compradas y caen abruptamente.

### 3. ¿Qué son los tipos de interés?

Según John Stuart Mill (1848)<sup>6</sup>: *“El tipo de interés será aquel que iguale la demanda de préstamos con su oferta. Será aquel al cual se iguala lo que cierto número de personas desean tomar prestado a lo que otras desean prestar”*. Pues bien de una manera más simple podríamos definir tipo de interés como el precio del dinero. En este punto, nos podríamos plantear porqué existe precio para el dinero, la explicación no es otra que el paso del tiempo. Keynes afirma que *“las preferencias psicológicas de tiempo de un individuo requiere de decisiones para realizarse por completo. La primera se relaciona con el aspecto de preferencia de tiempo que he denominado la propensión a consumir, la cual, (...) determina qué parte de un ingreso consumirá cada individuo y cuánto guardará en alguna forma de poder adquisitivo de consumo futuro”*. En este sentido, el individuo lo que trata de buscar es mantener su poder adquisitivo de consumo futuro a un cierto nivel. De tal manera, que conectando dicho poder adquisitivo con el tipo de interés del dinero, Keynes formuló su función de preferencia por la liquidez. Así pues, el individuo sobre el dinero que no consume tiene unas expectativas de liquidez futuras que se materializan aplicando un tipo de interés y este tipo de interés dependerá de la oferta y la demanda de dinero.

Así pues, el dinero se comercializa como cualquier otro producto, unos dejan dinero (oferta) mientras que otros individuos lo piden prestado (demanda), pero los primeros únicamente prestaran su dinero a cambio de un precio. Es fácil entender como consecuencia de ello, que exista un mercado del dinero, denominado mercado monetario. En este mercado, los tipos de interés juegan un papel fundamental, puesto que a través de ellos se fijará el precio de la operación de financiación o préstamo, de acuerdo con la oferta y la demanda de mercado. El tipo de interés se representa como un porcentaje sobre la cantidad que se presta. Como hemos dicho en el párrafo anterior ese precio va a cubrir las necesidades de liquidez futura del prestamista, por lo que los tipos de interés siempre van a tener en cuenta el tiempo que transcurra desde el préstamo hasta la devolución del mismo.

*“En todas las economías hay personas e instituciones que tienen excedentes de ahorros (prestamistas), y otras que tienen necesidades de fondos para gastos e inversión*

---

<sup>6</sup> Stuart Mill, John (1848) *“Principios de Economía Política”*, página 547 Editorial Síntesis, citado por Plaza Vidaurre, Marco Antonio (2003): *“la teoría de la tasa de interés y la preferencia por la liquidez”*



*(prestatarios).” (Euroresidentes, 2014)<sup>7</sup>*

Existen diferentes categorías de tipos de interés, cada categoría fija un tipo teniendo en cuenta la operación de préstamo de que se trate: las características del cliente al que se le concede, la capacidad de préstamo del emisor y de devolución por parte del receptor del préstamo, esto último unido a la relación propia entre la rentabilidad y el riesgo de la operación de financiación, principio básico de economía.

Siguiendo la clasificación establecida en la obra citada anteriormente, podemos encontrar los siguientes tipos de interés:

- Tipo de interés nominal: *“es el que comunican los bancos y que aparecen en los medios de comunicación o contratos; se caracteriza porque en él no se descuenta la tasa de inflación.”*
- Tipo de interés real: *“tipo de interés corregido para tener en cuenta los efectos de la inflación. Suele medirse por la diferencia entre el tipo de interés nominal menos la tasa de inflación esperada”.*
- Tipo de interés interbancario: *“tipo de interés que aplican los bancos al intercambiarse dinero entre sí.”*
- Tipo de descuento: *“tipo de interés de los préstamos que concede el Banco Central a las entidades de crédito. También se denomina tipo de intervención del Banco Central o tipo de regulación monetaria. El BCE lo denomina «tipo de interés oficial» y lo define como tipo de interés que fija el BCE y que indica la orientación de la política monetaria expansiva o restrictiva.”*

Debemos tener en cuenta que el tipo de interés que aquí nos interesa es el tipo de interés oficial que, como señala su definición, va a orientar la política monetaria de un país o conjunto de países, como es el caso de la Unión Europea, quedando fuera del ámbito de investigación de este trabajo el resto de tipos de interés.

---

<sup>7</sup> Consultado el 6 de febrero 2014 en [www.euroresidentes.com/finanzas](http://www.euroresidentes.com/finanzas)

### 3.1 Los tipos de interés dentro de la política monetaria de un Estado.

Tras haber asentado el concepto de tipos de interés es necesario entender la relevancia que tienen dentro de la política económica de un país. En primer lugar, hay que tener en cuenta que los tipos de interés, determinan en gran medida la política monetaria que sigue un Gobierno. Antes de entrar a analizar los dos tipos de política monetaria existentes, vamos a exponer como se fija el tipo de interés oficial y el papel que desempeña un banco central.

El Banco de España<sup>8</sup> afirma que:” *El proceso por el que las decisiones de política monetaria afectan a la economía en general y al nivel de los precios en particular se denomina mecanismo de transmisión de la política monetaria y se trata de una larga cadena de causas y efectos que vincula las decisiones de política monetaria con el nivel de los precios.*”

Los Bancos Centrales tienen un protagonismo principal, puesto que son los únicos organismos con capacidad para proveer, emitir y poner en circulación dinero. El procedimiento mencionado por el Banco de España, se inicia con “*la distribución de liquidez y el control de los tipos de interés a corto plazo por parte del banco central*”<sup>9</sup>. El proceso continua con la variación de los tipos de interés oficiales, ello repercute en el resto de tipos de interés bancarios y de mercado<sup>10</sup>, que a su vez incide en las expectativas de futuro de los individuos acerca del futuro económico del país que afectan a su vez a: i) el precio de los activos financieros; ii) a las decisiones de ahorro e inversión de los agentes financieros; iii) a la oferta de crédito; iv) al tipo de cambio de la moneda; y, finalmente, v) repercute en la fijación de los salarios y los precios en el mercado de bienes.

Por lo tanto la fijación de los tipos de interés es el inicio de una cadena que al final va a repercutir de lleno en la vida de los ciudadanos, puesto que afectará a su salario y a los

<sup>8</sup> Consultado en su página oficial el 6 de febrero 2014

<sup>9</sup> Tipo de interés oficial

<sup>10</sup> Dado que el sistema bancario demanda dinero -que emite el banco central para satisfacer la demanda de efectivo en circulación, compensar los saldos interbancarios y cumplir las exigencias de reservas mínimas que han de depositar en el banco central-, la variación de los tipos oficiales influye en los tipos de interés bancarios. Indirectamente afecta a los tipos de mercado, pues el sistema bancario los traslada a sus clientes, modificando tanto la remuneración de los depósitos como el coste de los créditos

precios de los bienes que va a comprar. No obstante no toda la política monetaria de un Estado se reduce a la fijación y control de los tipos de interés, existen otras formas de actuación. También tenemos que tener claro que dichas medidas no afectan de forma inmediata en la evolución de los precios, sino que suelen repercutir en éstos en un periodo de tiempo considerable, todo dependerá de la entidad e intensidad de la medida y el estado de la economía. Por ello, analizar los efectos que pueden tener la fijación y control de los tipos de interés, subidas y bajadas, es una tarea difícil.

El análisis de dicha repercusión precisa es una tarea ardua. En primer lugar, porque lo que se trata es de buscar una relación entre la medida tomada y su resultado en el estado de la economía y en el caso de los tipos de interés puede transcurrir mucho tiempo hasta que se haga notar dicha medida. Además que ese estado futuro en el que se encuentre la economía, no sólo se va a ver afectado por las variaciones de los tipos de interés (y demás medidas de política monetaria) sino que existen distintas perturbaciones que no pueden ser controladas por dicha política, que afectan de la misma manera al estado de la economía y que anulan en efecto de estas medidas, lo intensifican o reducen. Hay, por lo tanto, que identificar y tener siempre presentes en el análisis del efecto de la política monetaria en el estado de la economía del país esas perturbaciones.

Dentro de estas perturbaciones podemos señalar por ejemplo: las variaciones en el precio del crudo y otras materias primas, políticas fiscales, inversiones del país en el extranjero, todas ellas influyen en los precios.

Por todo ello, afirma el Banco de España que: *“los Bancos Centrales suelen utilizar algunas reglas para contrastar las medidas que adoptan. Una de ellas se basa en el hecho de que la inflación, a medio y largo plazo, es siempre un fenómeno monetario. Esto significa que un crecimiento monetario excesivo genera inflación, debido a que produce un aumento de la demanda de bienes y, por ende, de su precio, además de influir en las expectativas futuras de los precios. De forma análoga, un crecimiento monetario insuficiente puede generar deflación.”*

Así pues es necesario tener en cuenta indicadores monetarios como la inflación, y otros índices como el IPC, puesto que nos proporcionarán datos de utilidad para poder sacar



conclusiones acerca de efectividad de la política monetaria empleada. Estos datos también deben ser útiles de cara a la valoración de la política monetaria a emplear, pues determinaran la tendencia que concurre en el mercado (inflacionista/deflacionista) y brindan la posibilidad de adelantarnos a situaciones futuras y emplear los medios que estén a nuestro alcance para frenar tendencias que indudablemente conducen estados de crisis económica.

Es decir, los tipos de interés son fijados por los bancos centrales de cada Estado (salvo el caso especial de la Unión Europea que analizaremos en el siguiente punto) su fijación y corrección, subida o bajada, es una medida de política monetaria y la repercusión en la economía y, por ende, en la vida de los ciudadanos de ese Estado es innegable y trascendental, a pesar de que el análisis exacto de sus consecuencias sea una tarea difícil.

Existen dos tipos de políticas monetaria, expansivas y restrictivas. Estas últimas tienen como finalidad evitar que las economías se recalienten y que, por lo tanto, suban los precios en exceso, para lo cual los tipos de interés se elevan, se accede al dinero a un precio más caro y se reduce la inversión y el consumo. Mientras que, por otro lado, la política monetaria expansiva, tiene como objetivo relanzar la economía y generar crecimiento, para fomentar inversión, consumo y reducir la tasa de paro no inflacionista mediante la bajada de tipos de interés, que propiciará un acceso más barato al dinero, y desencadenará la subida de la demanda y de los precios. Se podría pensar por lo tanto que mantener los tipos bajos genera crecimiento económico, que no existe tope para crecer y que siempre va a interesar a los bancos centrales mantener los tipos bajos. No obstante, como ya hemos señalado esto nos llevará a la larga a que los precios suban de manera desorbitada y a que la economía se recaliente. Como veremos más adelante, por ejemplo en el caso de la crisis japonesa, no tiene porque asociarse tipos de interés bajos a crecimiento. Teóricamente genera crecimiento pero, como analizaremos en la práctica, hay que tener en cuenta además otros factores.

Así mismo *“Dentro de las políticas económicas, las políticas monetarias tienen un protagonismo decisivo a la hora de mantener sendas de crecimiento estables y sin tensiones inflacionistas. El tipo de interés es utilizado por los responsables de las*

*decisiones de política monetaria para la consecución de determinados objetivos.”<sup>11</sup>*

### 3.2 El caso de Europa y Estados Unidos

En el caso de Europa, el papel fundamental lo desempeña el Banco Central Europeo<sup>12</sup> llevando a cabo dos tareas de suma importancia, la gestión de la moneda de la Unión Europea<sup>13</sup> y la estabilización de los precios dentro de la UE.<sup>14</sup> El BCE, actúa conjuntamente con los bancos centrales de los países miembros de la unión europea que componen el Sistema Europeo de Bancos Centrales y como director de los países de la eurozona (17 países que han adoptado el euro)

Algunas de las funciones del BCE son, como refleja el propio banco central: “i) *Establecer los tipos de interés fundamentales para la zona del euro y controlar la oferta de dinero. ii) Gestionar las reservas de divisas de la eurozona y comprar o vender divisas en caso necesario para mantener el equilibrio de los tipos de cambio. iii) Ayudar a garantizar que las autoridades nacionales supervisen adecuadamente los mercados e instituciones financieros y que los sistemas de pago funcionen bien. iv) Autorizar a los bancos centrales de los países de la eurozona a emitir billetes de euros. v) Vigilar la evolución de los precios y evaluar el riesgo que esta supone para su estabilidad.*”

El BCE cuenta con los siguientes organismos decisorios:

- El Consejo General, que como su propio nombre indica hace las funciones de consulta y de coordinación del BCE, así mismo “*ayuda a preparar la adopción del euro en nuevos países*”. Formación: Presidente, Vicepresidente, 28 Gobernadores de los bancos centrales de cada país de la unión.
- El Consejo de Gobierno, es el órgano encargado de definir la política monetaria de los 17 países que han adoptado el euro, fijan los tipos de interés a los que pueden

<sup>11</sup> Euroresidentes, (2014). Consultado el 6 de febrero 2014 en [www.euroresidentes.com/finanzas](http://www.euroresidentes.com/finanzas)

<sup>12</sup> A partir de ahora BCE

<sup>13</sup> A partir de ahora UE.

<sup>14</sup> [http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index\\_es.htm](http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_es.htm) consultado el 10 de febrero pagina oficial de la Unión Europea

obtener dinero del BCE los distintos bancos. Composición: Comité ejecutivo y gobernadores los bancos centrales de cada país de la eurozona.

- El Comité ejecutivo encargado de la supervisión de la gestión diaria, formado por seis miembros, nombrados para un periodo de 8 años por cada uno de los presidentes de los países de la eurozona.

El BCE se rige por el principio de independencia, esto es, no puede *“pedir o aceptar instrucciones de cualquier otra instancia. Todas las instituciones y gobiernos de la UE deben respetar este principio.”*<sup>15</sup>

Por otro lado, en el caso de Estados Unidos<sup>16</sup> la Reserva Federal<sup>17</sup> hace las veces de banco central, *“es el sistema bancario central de Estados Unidos cuyos objetivos, de acuerdo con la documentación de la FED, es tomar las decisiones de política monetaria del país, supervisar y regular instituciones bancarias, mantener la estabilidad del sistema financiero y proveer de servicios financieros a instituciones de depósito, al gobierno de los Estados Unidos y a instituciones extranjeras oficiales.”*

En cuanto a las funciones principales de la Fed actualmente son, entre otras: i) actuar como banco central de Estados Unidos; ii) Dirigir la política monetaria, fijando los tipos de interés y llevando a cabo operaciones de mercado abierto; iii) supervisar y regular a bancos y a consumidores de dichos bancos estadounidenses; iv) lograr robustecer la posición de primacía de su moneda y de su economía en el mundo. Para ello cuenta con una serie de organismos decisorios que desempeñan dichas funciones, entre los cuales podemos destacar: La Junta de Gobernadores, la *Federal Open Market Comitee*, 12 Bancos de la reserva federal.

No hay que dejar a un lado las peculiaridades que afectan a la determinación del tipo de interés oficial en Estados Unidos y el impacto que tienen las operaciones de mercado

<sup>15</sup> [http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index\\_es.htm](http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_es.htm) consultado el 10 de febrero pagina oficial de la Unión Europea.

<sup>16</sup> FED (Sistema de Reserva Federal) | Definición <http://www.efxto.com/diccionario/f/3716-fed-sistema-de-reserva-federal#ixzz2swqkc72t>

<sup>17</sup> A partir de ahora la denominaremos FED (Federal Reserve system)

abierto. En primer lugar tenemos que señalar que el tipo de interés (*Official tax rate*) que fija la Fed lo hace teniendo en cuenta que es el tipo al que los bancos federales van a pedir préstamos. Esta tasa o tipo, no está fijada propiamente por la Fed sino por el propio mercado (oferta, demanda), pero indirectamente la Fed determina esta tasa participando en las denominadas operaciones de mercado abierto. Estas operaciones, básicamente se reducen a la compra o venta por parte de la Fed de instrumentos financieros (por ejemplo deuda soberana) y con lo cual inyectan más liquidez al sistema o la reducen, por consiguiente variando los tipos.

*“Con más dinero disponible, las tasas de interés tienden a disminuir, y así más dinero es prestado y gastado. Cuando la FED vende instrumentos financieros, saca de circulación el dinero, causando que las tasas de interés aumenten, haciendo los préstamos más caros y, por lo tanto, menos accesibles.”*<sup>18</sup>

En la actualidad, como analizaremos en el capítulo 6, que trata de la crisis financiera actual, los tipos de interés se encuentran en mínimos. El BCE bajó los tipos de interés al 0,25 (mínimo histórico) ante la sorpresa de todos, durante el último periodo de 2013. La mayoría achaca esta bajada a la fortaleza del euro, y a la baja inflación, que como hemos dicho es uno de los indicadores a los que acude el BCE a la hora de tomar esta clase de medidas. No tendría sentido bajar los tipos de interés con una inflación alta ya que desencadenaría una subida en los precios (más inflación). Esta noticia fue recibida en el mercado de forma fabulosa, alcanzando las distintas bolsas europeas máximos anuales, el mismo Ibex-35 supero la barrera de los 10.000 puntos básicos.

*“El mercado había pedido en las últimas dos semanas al presidente del BCE, Mario Draghi, que bajara el precio del dinero para reactivar la demanda interna y el crédito debido a que los niveles de inflación en la zona euro rozaban el 0% y ello podía provocar que la zona euro entrara en deflación. La bajada de tipos de interés inundará al mercado de liquidez, lo que permitirá mayores flujos de capitales a un precio que roza el 0%”. (La Vanguardia, 7 de noviembre 2013).*

---

<sup>18</sup> Texto extraído de <http://www.efxto.com/diccionario/f/3716-fed-sistema-de-reserva-federal>, consultado el 20 de febrero de 2014

De la misma manera, tal y como asegura el diario *El Economista* el día 5 de noviembre de 2013, Eric Rosengren<sup>19</sup> afirmó que los tipos de EE.UU podrían continuar con un tipo de interés cercano al cero hasta 2016. Las razones por la que la Fed, continuará con esta política monetaria expansiva no es otra que el ritmo de crecimiento lento de la economía en general, unido a una baja inflación y a la esperanza de disminuir el índice de desempleo.

Al margen de esta situación de tipos en mínimos, que no se había dado nunca en la historia, conviene apuntar que, EE.UU es más propenso a la utilización del tipo de interés, como medida para relanzar su economía y estabilizar las situaciones de recalentamiento. Bajan los tipos de interés en más ocasiones que en Europa buscando crecimiento para su economía. Mientras que en Europa se opta por una posición más conservadora con periodos largos en los que los tipos de interés se mantienen altos para evitar un exceso de inflación.

### 3.3 Repercusiones prácticas del movimiento de tipos de interés

A modo de cierre de este segundo capítulo, nos planteamos qué trascendencia real tiene un acrecimiento en los tipos de interés, para ello debemos tener claros una serie de puntos, que recogemos a modo de conclusiones prácticas:

1. Cuando los tipos de interés suben, la renta variable suele bajar (La Bolsa) y viceversa. Mientras que la renta fija (bonos) suben, esto es debido a que la rentabilidad ofrecida en el mercado de bonos es mayor cuando suben los tipos, y el riesgo sigue siendo menor que en Bolsa.
2. Ante una subida de tipos de interés, la moneda del país o países en cuestión queda fortalecida, puesto que se reduce su oferta de tal manera que considerando la demanda de la moneda igual, se incrementaría su valor. (El economista, 5 de febrero de 2014).
3. Así mismo los tipos de interés juegan un papel relevante para acceder al crédito las familias de tal manera que repercute en el consumo, y no sólo en las familias sino también para los negocios empresariales así pues repercute también en la inversión y la producción. A mayores tipos te finanzas de forma más cara, incurres en

<sup>19</sup> Presidente del Banco de la Reserva Federal de Boston.



mayores costes.

Como podemos observar, una subida de tipos de interés, no es algo negativo *per se*, sino que habrá que estar al contexto en el que se produzca dicha variación para poder valorar sus efectos *expost*. Prueba de ello es que una consecuencia positiva de la subida de tipos de interés, es el control de una alta inflación, que como veremos en el capítulo siguiente trajo consecuencias desastrosas para Alemania en la República de Weimar.

#### 4. La hiperinflación alemana: la inflación, los tipos de interés, la inversión y el consumo

Para poder comprender mejor este capítulo tercero es necesario partir del contexto histórico de esta gran crisis. Debemos tener claro que en muchas ocasiones las decisiones que se toman en el ámbito de la política económica, en nuestro caso, son fruto de la interacción de decisiones racionales y factores históricos. Por ello, muchas veces las soluciones que se han ido imponiendo en cada caso hay que explicarlas en términos de racionalidad histórica. La historia impone unos condicionantes que hay que tener en cuenta para comprender las situaciones y las decisiones que se toman en cada momento puesto que una medida no puede ser valorada sin tener en cuenta el contexto social que la rodea.

La hiperinflación alemana ocurre en un periodo de la historia de Alemania conocido como la República de Weimar (1918-1933), es un periodo de entre guerras, la I y II Guerra Mundial. Esta crisis tuvo acontecimiento en concreto durante los años 1921 a 1923, dentro de la primera fase de la República (1919-1923) llamada *la crisis de la posguerra*. Los historiadores discuten acerca de la importancia de este periodo histórico para Alemania, los más conservadores consideran que la república fue un “*paréntesis en la historia de Alemania fruto de los preceptos democráticos anglosajones, ajenos e inadecuados a la realidad socioeconómica del pueblo alemán, impuesto a Alemania por el tratado de Versalles. Fue una época de gran debilidad comprendida entre dos etapas en la historia de Alemania de auténtica potencialidad.*” (Vega, 2001)<sup>20</sup> Pero como veremos a continuación tiene mucha más repercusión de la que se piensa, por lo menos en el plano económico.

Así pues, durante la República de Weimar encontramos dos sectores sociales totalmente opuestos:

- i) los sectores conservadores de la sociedad alemana, que son los que controlaron los resortes económicos. Seguido del dominio económico dominaron también la política. Fueron sectores propulsores de la unidad de Alemania.
- ii) los sectores sociales partidarios del cambio, éstos eran los demócratas y los socialistas, cuya situación empeoró con la crisis. Las dificultades promovieron la

---

<sup>20</sup> Historia Universal. El siglo XX(I): Europa hasta 1945; editorial Espasa, 2001

radicalización del pueblo hacia el nacionalsocialismo y hacia posturas marxistas revolucionarias.

En cuanto a las circunstancias que determinaron el futuro de Alemania y el fracaso de esta República, debemos señalar:

- a. La pérdida de la primera Guerra Mundial y revolución de 1919, que dejaron a Alemania en una profunda depresión con un colapso total de su economía.
- b. Inestabilidad política y social, que se manifestaban en numerosas represiones militares, la más conocida fue la represión militar del bolchevismo que culminó con la Semana Sangrienta en enero de 1919. El gobierno al mando no gozaba tampoco de mayoría absoluta, sino que se formó una coalición entre los tres partidos mayoritarios el SPD, el Zentrum y el Partido Demócrata<sup>21</sup>. Durante este tiempo se sucedieron los golpes de estado (*putsch*), por ejemplo el del 13 de marzo de 1920 en Berlín y el “*putsch*” de Múnich en 1923 encabezado por Von Ludendorff y Hitler. Esta república nunca tuvo la legitimación suficiente para el pueblo ni para las instituciones, de ahí los sucesivos golpes de Estado.
- c. El tratado de Versalles de 28 de junio de 1919. “*J. M. Keynes calificaba las cláusulas de Versalles como «una paz cartaginesa», tanto más intolerables y humillantes las consideraba la inmensa mayoría de los alemanes*”<sup>22</sup> Que provocó la pérdida de territorios, la prohibición de la anexión con Austria y la no aceptación en la Sociedad de Naciones, entre otras medidas punitivas.
- d. Inestabilidad económica ocasionada por los efectos de la inflación, junto al descenso de los índices de producción y al aumento de los de desempleo. Estas son algunas claves del proceso de declive del pueblo alemán y de la confrontación civil, puesto que las clases medias estaban en la ruina.

Según Jorge Perepérez Ventura (2009)<sup>23</sup> “*el estudio de la República de Weimar es importante desde un punto de vista económico para comprender el grave perjuicio económico que puede causar en los países la implantación de una política económica que*

<sup>21</sup> Friedrich Ebert, fue el presidente del “Sozialdemokratische Partei Deutschlands” y fue elegido presidente, puesto que ocuparía hasta su muerte en 1925.

<sup>22</sup> <http://perseo.sabuco.com/historia/Weimar.pdf> consultado el 12 de febrero

<sup>23</sup> Revista *Audit Iberica Corporate finance*, 15 Agosto 2009, en su artículo “*La república de Weimar, la hiperinflación y la quiebra de los estados*”.

*se aparta de las mas elementales reglas de la ortodoxia económica, olvidando los principios más elementales como el que no se puede financiar una parte importante del presupuesto de gastos corrientes recurriendo al endeudamiento y/o a la creación de dinero. También lo es desde un punto de vista social, para comprobar la descomposición en la sociedad consecuencia de la quiebra o depresión económica que es siempre el resultado final de unas malas praxis económicas...”*

### **La inflación, los tipos de interés, la inversión y el consumo.**

La inflación<sup>24</sup> comenzó a estar presente en Alemania desde el inicio de la primera Guerra Mundial (1914). Los gastos de esta contienda militar fueron costeados a base de emitir deuda, que pretendía ser cubierta con los recursos obtenidos en los territorios que se fuesen ocupando. El problema de este sobreendeudamiento, como podemos intuir, fue que Alemania perdió la guerra y, por ende, no tenía dinero para pagarlas. Por lo que su moneda se devaluó a la mitad, el tipo de cambio marco/dólar pasó de 4,2 a 8,9 marcos por cada dólar intercambiado.

Según Perepérez (2009), las consecuencias de la inflación al principio fueron positivas, hasta 1921:

- La devaluación continua, incluso diaria del marco hizo que los productos del país ganaran competitividad.
- Las ganancias empresariales se tradujeron en subidas de salarios que podían ser pagadas, hubo un principio de recuperación económica.
- La inversión creció por la subida de los precios de los productos destinados a consumirse, creció la producción y también la exportación.

Estas consecuencias, en un principio políticas para la economía alemana fueron el germen de la crisis económica que se avecinaba, puesto que la burbuja había comenzado a fraguarse en esta economía. El mercado era fuertemente especulativo debido a las continuas

---

<sup>24</sup> Inflación: La inflación es el aumento sostenido y generalizado de los precios. El Banco central Europeo afirma que: “*Se habla de inflación cuando se produce un aumento generalizado de los precios que no se limita a determinados artículos. Como resultado, pueden adquirirse menos bienes y servicios por cada euro, es decir, cada euro vale menos que antes.*”

devaluaciones de la moneda y la inestabilidad del Gobierno.

Factores que desencadenaron la hiperinflación ese año 1921:

- La reconstrucción y reparación de los desperfectos ocasionados por la guerra. Los productos alimenticios subieron exponencialmente a razón de un incremento del 600% cada semana, de tal manera que el IPC<sup>25</sup> de julio a noviembre de 1923 aumentó un 56.000.000%
- En 1923, franceses y belgas invadieron la cuenca del Ruhr, región con más industrias de Alemania como medida de presión para que se pagase lo acordado en Versalles, se paró la producción a cambio de subvenciones.

Ante esta situación de pobreza, nos debemos preguntar de dónde sacaba dinero Alemania, para pagar tales cantidades de reparaciones, subvenciones y deuda. Pues bien, la respuesta a esta pregunta reside en la emisión de papel moneda, imprimir billetes, de tal manera que tuvo lugar una ingente inyección de dinero al mercado, que provocaba que los precios de los productos subieran todavía más. Mientras que los impuestos no se elevaron.

Algunas consecuencias negativas:

En el plano de la inversión, los especuladores de los que hablábamos supra, nacionales e internacionales, tenían posiciones bajistas respecto del valor del marco y optaron por ventas en descubierto de éste. Es decir, vendieron todos los marcos y adoptaron posiciones en monedas más fuertes y valores seguros como el oro. Se salieron de sus posiciones afectadas por el marco por las continuas devaluaciones, cosa que influyó todavía más negativamente.

La hiperinflación *“causó la ruina de miles de ahorristas que habían invertido su dinero depositándolo en los bancos, quedando a salvo de este riesgo tan sólo la minoría de personas que poseía bienes cuyo valor no era afectado por la inflación (joyas de metales preciosos, inmuebles o similares)”* (Asesoría Pérez-Tarracogest, 2011)<sup>26</sup>

En cuanto a los trabajadores sólo les quedó soportar la pérdida de sus “conquistas sociales”

<sup>25</sup> IPC: Según el Instituto nacional de Estadística es “El Índice de Precios de Consumo (IPC) que mide la evolución del conjunto de precios de los bienes y servicios”

<sup>26</sup> Tarracogest asesoría Pérez: *“hiperinflación en Alemania 1923”*, 2011

como la reducción de las horas de trabajo, eran años de pobreza y tensión social. El Estado de Bienestar desapareció, el dinero se depreciaba en cuestión de horas, la gente compraba a toda velocidad y saqueaban las cosechas. Alemania se encontraba en quiebra.

### ¿Por qué pierde valor la moneda con la hiperinflación?

Según Ludwig von Mises (2010)<sup>2728</sup>: *“Si un aumento de la oferta de dinero se ve acompañado por un aumento equivalente de la demanda de dinero, los precios en general y el poder de compra del dinero permanece sin cambios. Sin embargo, una vez que la gente empieza a intercambiar sus existencias aumentadas de dinero en otros bienes, los precios empezarán a aumentar y el poder de compra del dinero caerá. Dicho esto, es el aumento de la oferta de dinero relativa a la demanda lo que trae a primera plana los evidentes efectos de un aumento en la oferta monetaria: los precios que suben.”*

¿Qué ocurrió con los tipos de interés? Alemania se financió con tipos por debajo de la inflación. Hasta un 50% de déficit había en el país, que trataba de tapar sus gastos con endeudamiento y nuevas impresiones de moneda, sin contención. El hecho de tener los tipos de interés por debajo de la inflación, incidió todavía más en la quiebra del país, esto es debido que al tener los tipos bajos, acarreaban más liquidez en el mercado monetario contribuyendo los tipos a una mayor devaluación del marco y *“menoscabo del dinero que tienen los ahorradores guardado”*. (El economista, 5 de febrero de 2014)

Debemos tener en cuenta, en la relación crisis-tipos de interés que pretendemos indagar, que aunque en este tercer capítulo tratemos sobretodo el problema de la inflación, *“la inflación es la variable que más determina la evolución de los tipos de interés”* (artículo Bolsa y tipos de interés)<sup>29</sup>.

Hay que considerar también que el tipo de interés, como precio del dinero en un determinado mercado monetario, es conocido por todos los inversores y ahorradores. De tal manera que se trata de una *“variable globalizada que hace que los flujos de dinero vayan buscando las mayores retribuciones en cualquiera de los mercados financieros del*

<sup>27</sup> “Ludwig Heinrich Edler von Mises (1881-1973 fue un economista austriaco de origen judío, historiador, filósofo y escritor liberal que tuvo una influencia significativa en el moderno movimiento libertario en pro del mercado libre y en la Escuela Austríaca”

<sup>28</sup> En la página web: <http://mises.org/daily/4016> “Hiperinflación, demanda de dinero y colapso inflacionario”

<sup>29</sup> <http://ciberconta.unizar.es/bolsa/111.htm> consultado el 13 de febrero

*mundo*”. No obstante, para la valoración real de dichas “retribuciones” el precio del dinero tiene que deflactarse, es decir debe tenerse en cuenta, el dinero recibido después de haberlo prestado, y el incremento del precio de los productos en ese periodo de tiempo, tiempo que ha transcurrido desde que se prestó hasta que te devolvieron (inversión/desinversión). De tal manera que el banco central de un determinado país estará obligado a subir los tipos de interés, cuando la inflación en ese país suba, para mantener esa “*retribución real del dinero*”. Sentado lo anterior, de la misma manera que ocurrió en la Hiperinflación alemana de 1923, las consecuencias de la inflación, provocada por la deuda y por la impresión de billetes fundamentalmente, fue el ataque a la divisa, pasando a patrones seguros como el patrón oro y el dólar, que acrecentó todavía más la devaluación de la moneda.

Una medida de control que no fue tomada en cuenta, fue la subida de los tipos de interés, puesto que buscaron financiarse barato a toda costa. Se mantuvieron en mínimos, por debajo de la inflación, (más oferta de dinero = menos valor de la moneda, más inflación). Es la primera conclusión que podemos extraer del análisis de tipos de interés en esta crisis.

El fin de la crisis llegó en 1923, pero no se optó ni mucho menos por una subida de tipos, había billetes impresos por doquier, la economía alemana había quebrado, una subida de tipos llegaría demasiado tarde, se optó por un cambio de moneda. Habían caído en una trampa de liquidez similar a la que experimentaría Japón a finales del siglo XX.

En 1923 se decretó el estado de excepción, el Decreto-Ley pasa a ser la manera de gobierno. Por este tiempo entró en juego en el panorama político el futuro economista del Tercer Reich, Hjalmar Schacht, como Comisionado de Moneda. Se crea a finales del año una nueva moneda el “Reichmark” y se puso en marcha un Plan de Estabilización para parar la inflación, basado en una recta política monetaria controlada por el Banco Central alemán, se eliminaron los préstamos de los especuladores contra el marco y se volvió al patrón oro. No obstante estas medidas llegaron tarde, consiguieron parar la inflación pero todos los ahorradores ya estaban arruinados. Según estudios contemporáneos, Casell o Landsburgh “*demuestran que las razones del alza de los precios no debe vincularse con la balanza de pagos sino con la inmensa deuda nacional y el masivo incremento de la moneda emitida por el ‘Reichbank’*” asegura Perepérez (2009).



## 5. El “crack” de la bolsa de Nueva York: la subida de los tipos de interés ¿Causa o consecuencia de la Gran Depresión estadounidense?

El crack de la bolsa de Nueva York, 1929, comenzó a fraguarse tal y como indican Hernández, Moraleda y Sánchez (2011)<sup>30</sup> después de acabar la I Guerra Mundial. Estados Unidos, a diferencia de los países europeos en reconstrucción, salió favorecida de esta contienda, paso a ser el principal abastecedor de alimentos, materias primas y productos industriales del mundo, era su “*principal acreedor*”. Las consecuencias, que en una situación normal sólo se puede pensar en que son positivas, como veremos, no lo fueron. El problema residía en que la oferta y la demanda de productos estaba comenzando a desequilibrarse, desestabilizando la economía. En 1925, una demanda insuficiente dio lugar a que se comenzasen a acumular los stock de diversos productos, ello trajo consigo durante la gran depresión a “*la caída de los precios, desempleo y pérdida de capacidad adquisitiva de la población*”.

No obstante, años antes de la devacle Estados Unidos vivía una época de gran esplendor, el mismo presidente de la nación, Calvin Coolidge, afirmó el 4 de diciembre de 1928 que “*en ningún otro momento el Congreso de los Estados Unidos se había reunido en medio de tanta prosperidad*”. Esta afirmación era correcta, para Estados Unidos la década de los años 20 fue de mucha bonanza, prueba de ello fue el comportamiento del mercado bursatil. La bolsa de Nueva York, llevaba “*en alza continua desde 1924. El volumen diario de transacciones supero los tres millones de títulos en 1925 y 1926 (...) se intensificó a partir de 1927 y al año siguiente ya cabía hablar de verdadera euforia, de un boom que parecía bien asentado en una economía real en permanente estado de gracia.*” (Pablo Martínez-Aceña, 2010).

Aún así, incluso los mercados secundarios, mostraban síntomas de que la economía americana estaba en peligro, prueba de ello era que la mayoría de los precios de las empresas que cotizaban en la bolsa de Nueva York durante esa época experimentaron subidas continuas, pero esa subida de las cotizaciones no se correspondía con el

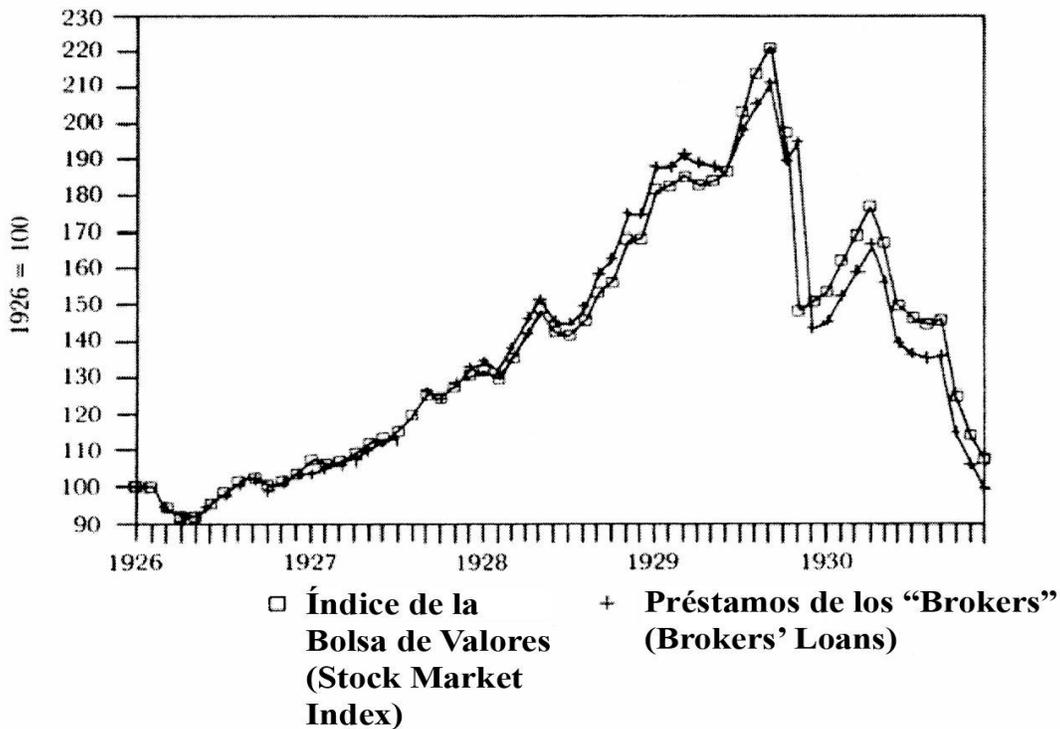
---

<sup>30</sup> En su trabajo “*Crisis históricas a lo largo de la historia*” Amparo Hernández, Victoria Moraleda, María Teresa Sánchez y la Agencia Estatal de Administración Tributaria.

crecimiento de muchas de ellas. “*Los inversores americanos invirtieron todos sus ahorros, comenzando a pagar por medio de créditos dados por los bancos, sin garantías ni medios (...) a su vez los bancos tuvieron que endeudarse con el país, y no podían pagar a la Reserva Federal los préstamos, ante la insuficiente demanda (...) esta situación era insostenible y se produjo el crack del 29*”(Hernández, Amparo *et al*, 2011)

En el siguiente gráfico podemos analizar, las cotizaciones y el nivel de endeudamiento de los bancos de 1926 a 1931:

**Figura nº2: “Stock Market Index y Préstamos a los borkers durante el “crack” de Nueva York”**



Fuente: White<sup>31</sup> 1990

El día señalado para el crack fue el jueves negro, 29 de octubre de 1929, tal y como asegura

<sup>31</sup> White, Eugene (1990): “The stock market boom and crash of 1929 revisited”, The Journal of Economic Perspectives, vol. 4, 2, pp. 67-83



Martinez-Aceña (2010), fue “*el día más devastador de los 112 años de la historia de la Bolsa de Nueva York*”.

De forma concisa podemos señalar una serie de sucesos y consecuencias del crack del 29 que acarrearón el inicio de la gran depresión estadounidense:

1. Abalancha de órdenes de venta, se vendieron 16,4 millones de títulos.
2. Caída de los precios, las cotizaciones sufrieron caídas que rondaban de media un 30-40%.
3. Desplome del Dow Jones casi 50 puntos.
4. Banqueros desconcertados y superados por la situación.
5. Quiebra de importantes compañías. Empresarios sin beneficio para reinvertir en producción, además de la poca capacidad adquisitiva de los ciudadanos que invirtieron todos sus ahorros en bolsa.
6. Bancos en suspensión de pagos y clientes en la ruina.
7. En el campo, bajada de precios, ruina de granjeros y campesinos por la sobreproducción.
8. Disminución del índice de natalidad.
9. Descrédito de las instituciones políticas, movimientos revolucionarios.
10. El colapso continuo por un mes y desembocó en el comienzo de la Gran Depresión en Norte America.

### **La subida de los tipos de interés ¿Causa o consecuencia de la Gran Depresión estadounidense?**

En este punto vamos a tratar de analizar los tipos de interés, las variaciones que llevo a cabo la Reserva Federal en materia de política monetaria que en cada momento se fueron aplicando.

Es de señalar, como veremos en el gráfico ilustrativo que incluimos al final del capítulo, que en un primer momento, anterior a la crisis, los tipos de interés fueron reducidos. Esta medida adoptada en 1927 en Long Island impulsó el crecimiento de las cotizaciones bursátiles y resultó ser de toda suerte innecesaria puesto que la economía estadounidense ya

gozaba de buena salud y este estímulo era de toda suerte innecesario, a pesar de las justificaciones que dieron en el momento de adoptarla, tales como la presión deflacionaria y de huida de capitales.

Galbraith (1955)<sup>32</sup> afirmó que *“la amplia disponibilidad del crédito barato facilitó que aquellos que lo desearan pudiesen entrar en Bolsa, tanto si comprendían las operaciones que realizaban como si las desconocían, tan solo fiándose de la supuesta capacidad de sus agentes. Pirámide de endeudamiento record 670 millones de dólares.”*

Toda esta liquidez que provocó fuertes inversiones especulativas en bolsa, disparó la alarma en la Reserva Federal de Nueva York, su presidente Benjamin Strong propuso ante el Consejo de Gobernadores una subida de tipos de interés en marzo de 1929 que fue denegada por el resto de gobernadores.

A diferencia de lo que ocurría en la Reserva Federal Neoyorkina, cuyas medidas fueron expansivas, como ha observado Hamilton (1987) entre otros, *“la reserva federal preocupada por el boom inició una política monetaria contractiva en enero de 1928, con ventas en el mercado abierto y una subida del tipo de descuento del 3,5 al 5 por ciento. Luego, el encarecimiento del crédito continuó escalando para llegar a máximos en la segunda mitad de 1929”*. No obstante, la inversión no se redujo seguía habiendo liquidez suficiente en el mercado para seguir comprando acciones, los motivos a los que aluden los economistas, para explicar esta incongruencia fueron que los préstamos de los brokers no se redujeron, aumentaron, ante la fuerte subida del precio de las acciones y la euforia que reinaba antes del boom.

En Nueva York sabían que la crisis que acababa de estallar era de una índole tal que podía arrastrar al país a una crisis económica y no sólo bursátil, prueba de ello fue la actuación de George Harrison sustituto de Strong, como señala Martínez-Aceña (2010) *“dió instrucciones para evitar que las entidades neoyorquinas de crédito llegasen a una situación insostenible de falta de liquidez. Excediendo sus competencias, Harrison, ordenó compras masivas de títulos en el mercado por una cantidad superior a la que estaba autorizado. Inyectó suficiente liquidez para impedir que se produjera una catástrofe*

---

<sup>32</sup> Galbraith, John Kenneth (1955): The Great Crash of 1929. Sentry Edition.

*financiera como consecuencia de la crisis bursátil y redujo la tasa de redescuento del 6 al 5 y del 5 al 4,5 en dos semanas.”* Pero esta actuación no fue seguida por los demás bancos centrales. Debemos precisar que estas bajadas tienen sentido, puesto que se encontraban ya en una situación de crisis, en la que se pretendía salvar inyectando liquidez a las entidades de crédito y con ellas a los ahorradores. Pero nada tiene que ver con que sean justificables las bajadas anteriores a la crisis que propiciaron la especulación y que son sumamente criticables.

En cuanto a la justificación de cómo se llegó a tal situación y por qué se produjo la burbuja bursátil, existen tres teorías:

i) En primer lugar la más conservadora (Keynesiana) sostiene que la crisis sobrevino como causa de una euforia especulativa, de un alto endeudamiento, además de una fuerte subida del precio de las acciones que no se ajustaban a la realidad del crecimiento de la empresa cotizada.

Dentro de esta postura encontramos economistas e historiadores económicos como Temin (1976) que afirmaba que: *“la aplicación de la política monetaria restrictiva es propiciada por el mantenimiento del patrón oro que exigió la adopción de políticas monetarias y fiscales restrictivas para combatir el doble desequilibrio interior y exterior. Elevaciones de los tipos de interés para frenar la salida de capitales y recortes del gasto público para compensar la reducción de los ingresos”* Defendiendo la política monetaria llevada a cabo por la Fed.

ii) Otros más críticos como White y Rappoport (1993) señalan que la crisis fue el resultado de una mala gestión de los tipos de interés. El aumento de los tipos de interés según estos autores fue lo que ocasionó el final de la burbuja, unido a la recesión industrial que mencionábamos supra que empezaba a aflorar (fruto de la sobreproducción, excesiva oferta)

En la misma línea autores como Fishcher y Sirkin (1975), niegan que hubiese una *“irracionalidad inversora”* que ocasionara el crack, sino que de acuerdo con los ingresos esperados de las sociedades cotizadas, la subida de los precios y la especulación estaba fundamentada racionalmente. Y el problema fue por la mala política de tipos de interés

de la Fed, que debió haber continuado inyectando liquidez para generar más crecimiento.

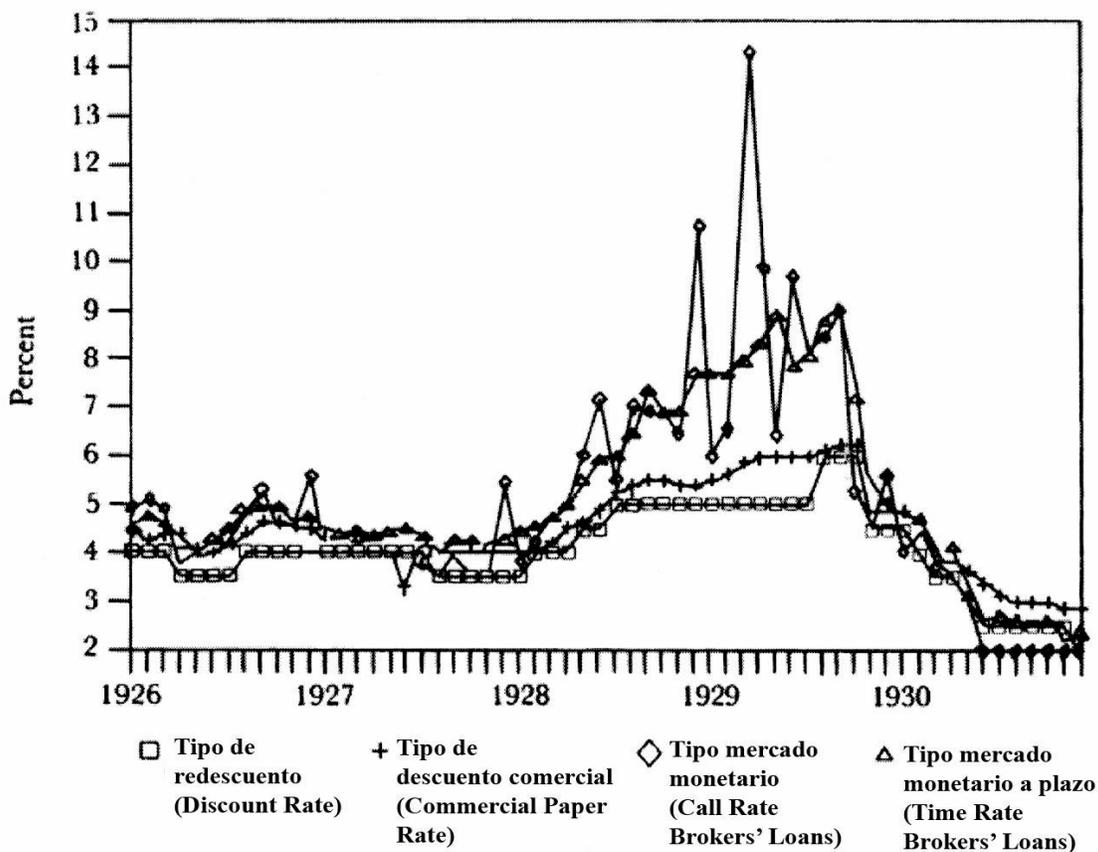
Friedman y Schwartz (1963) sostienen que *“la causa de la Gran depresión hay que buscarla en la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Elevados tipos de interés reales combinados con una reducción del volumen de liquidez provocaron un fuerte descenso de la cantidad de dinero del sistema lo que, conforme a los modelos monetaristas provocó una caída de la renta de la producción del empleo y de los precios”*.

iii) Como podemos observar son dos posturas totalmente extremas y opuestas, unas liberan de responsabilidad a la Reserva Federal mientras que los otros cargan toda la culpa del crack a la misma. A nuestro modo de ver lo que origino el crack fue una mezcla de ambas posturas, defendemos una tesis mixta. En la que sin duda no se libera de culpa a la política monetaria de la Reserva Federal que mantuvo los tipos de interés bajos durante la burbuja y excesivamente altos tras su estallido, propiciando en el momento de exceso de liquidez una mayor liquidez, y en el momento de falta de liquidez todavía menos liquidez, haciendo que el crédito no fluyera. Los autores que defienden esta tesis intermedia son Swartz y Hamilton.

Para Hamilton igual que para Anna Schwartz (1981) la política monetaria restrictiva, subida de tipos de interés, llevada a cabo por la reserva federal fue llevada a cabo para controlar la fuerte subida de las cotizaciones bursátiles, ésta última señala que *“el crédito aplicado en la actividad productiva se traducía en aumentos de la producción y no era por tanto inflacionario. En cambio los prestamos para financiar la compra de títulos en la bolsa tenían un claro componente especulativo que podía perjudicar la economía. Esta convicción fue lo que llevo al banco central a endurecer la política monetaria. Querían encarecer el crédito para cortar la demanda de liquidez que los bróker canalizaban hacia el mercado bursátil.”* No obstante la política restrictiva, para estos autores fue desmesurada y señalan que una de las razones que explican la crisis que siguió al crack del 29 fue una política monetaria dañina y la fuerte contracción de la cantidad de dinero.

Por último recogemos a modo ilustrativo, un gráfico que muestra la evolución de los principales tipos de interés de 1926 a 1931 en Estados Unidos:

**Figura nº3: “Tipos de interés en Estados Unidos en el periodo 1926-1931”**



Fuente: White 1990<sup>33</sup>

<sup>33</sup> White, Eugene (1990): "The stock market boom and crash of 1929 revisited", The Journal of Economic Perspectives, vol. 4, 2, pp. 67-83; Pablo Martín-Aceña: ¿Qué pasó en 1929? El año que cambió el mundo

## 6. La crisis Japonesa: la trampa de liquidez.

*“Japón fracasa de nuevo: imprimir billetes no soluciona la crisis”* Este titular y otros parecidos podíamos encontrar a finales del año 2013<sup>34</sup>. La prensa nos da tres claves de la situación actual de la economía japonesa y cuestiona la necesidad de aplicar una *“ronda extra de estímulos monetarios para impulsar la recuperación económica y el empleo”*. La política económica llevada a cabo en Japón es conocida como *“Abenomics”* y se puede estructurar en torno a tres premisas:

- Tipos de interés en mínimos históricos, casi al 0%.
- Compra masiva de deuda pública y privada, para intentar expandir el crédito.
- Gasto público en máximos para impulsar la inversión y ayudar a las grandes empresas.

El año en que Japón entró en crisis fue el 1990, hasta entonces la economía japonesa estaba en auge, venía creciendo en torno a un 5% anual, *“el auge fue especialmente espectacular en los mercados bursátil e inmobiliario (...) también estuvo presente en los mercados de activos industriales...”* dice Ángel Vilariño (2006)<sup>35</sup>.

A partir de ese año, comenzó una etapa de bajo crecimiento de su economía, en torno al 1% anual durante la siguiente década. Ese mismo año, tanto los precios de las acciones, como los inmobiliarios cayeron de forma asombrosa. A estas bajadas se unió una subida exponencial de la deuda pública, el paro y los déficits públicos. Los bancos entraron en una profunda crisis, que salvo algún periodo de repunte (1996), está durando ya más de 20 años.

Lo que ocurrió en Japón es un ejemplo más de burbuja financiera, en la que tal y como afirma Vilariño (2006) *“...se encuentra siempre la formación y retroalimentación de fuertes expectativas alcistas sobre los precios de ciertos activos financieros, que más adelante se revelan insostenibles y que caen bruscamente con el cambio de sentimiento de los inversores.”*

Entrando ya en el terreno de los tipos de interés, en primer lugar hay que tener en cuenta que los analistas económicos han buscado una explicación al periodo de auge, donde

<sup>34</sup> Periódico Libre mercado, 23 de noviembre de 2013.

<sup>35</sup> En su trabajo *“La larga crisis de la economía japonesa”*.

comenzó a formarse la burbuja, que vivió Japón antes de 1990. Ciertamente existen razones que justifican esa euforia económica alcista, entre ellas: la bajada de tipos de interés y la revalorización de los inmuebles, el alivio de la presión fiscal y el descenso de la inflación. Todo ello repercute en la fluidez del crédito, que gozó de una fuerte expansión, y con ello la liquidez de los consumidores y la inversión. Al igual que cuando vimos el “crack” en la bolsa de Nueva York, todo ello acarreó que las cotizaciones subieran por encima de su crecimiento real, y en ese momento es cuando podemos decir que estaba empezando a germinar la futura crisis.

De 1980 a 1987 los tipos de interés se redujeron del 9% al 2,5%, propiciando un lanzamiento exponencial de su economía. Las causas de estas reducciones asegura el Banco de Japón *“fue el compromiso entre los criterios propios de las autoridades monetarias japonesas y las exigencias de la agenda política”* entendida ésta, como el compromiso con la política económica de Estados Unidos. Es decir, ambas economías fueron a la par, por presiones de Estados Unidos, mediante acuerdos en el G-7.

Uno de los problemas que acarreó este descenso de los tipos de interés y su respectivo aumento de crédito, es que fue entendido por el Banco central de Japón *“...como más volumen de negocio y no como mayor riesgo (...) la política monetaria y fiscal emanaban del Ministro de Finanzas (...) y la liberalización de los tipos de interés fue otro de los hechos que impactó en el sistema bancario(...) que presionó a la baja sobre los márgenes financieros...”*(Vilariño, 2006)

El estallido de la burbuja y el inicio de la crisis ocasionó que durante el año 1990 el Nikkei 225 sufrió una caída de en torno al 40% desde los máximos del año anterior. Los tipos fueron subidos ese mismo año, para contener la inflación, dejando a un margen los efectos de la caída de las acciones, en la actividad económica y bancaria del país. Pero al año siguiente, las autoridades monetarias tuvieron que dar marcha atrás, reduciendo sucesivamente los tipos de interés puesto que, al igual que ocurrió en la bolsa de Nueva York en 1929, las familias y las entidades de crédito comenzaron a quedarse sin fondos para dar crédito y para pagar sus respectivas deudas y consumos. Los tipos de interés en Japón han continuado cayendo desde esa fecha, hasta la situación actual en la que estamos ante una política monetaria de tipos en torno al 0-1%.



A excepción de un breve periodo de recuperación en 1996 en el que la economía japonesa experimentó un fuerte crecimiento, apoyado por los aumentos de la deuda pública del Gobierno impulsando medidas como la inversión en el sector de las telecomunicaciones, para mejorar la competitividad de las empresas japonesas, la economía japonesa ha vivido estancada. Ese año fue considerado el inicio de la recuperación, no obstante ese repunte llegó en el momento menos oportuno, puesto que al año siguiente se inició la crisis asiática, que afectó de manera negativa a la economía japonesa, y devolvió a su economía al perfil de bajo crecimiento de los años anteriores.

Como señalan Aranzadi y Lucena (2003), con la política económica conocida como Abenomics se trata de aplicar medidas de corte keynesiano que no están funcionando. Japón se encuentra en una posición muy difícil y el panorama pinta desolador:

- El crédito no fluye: a pesar de la política monetaria expansiva, de tipos en torno al 0%, no hay liquidez en el mercado, no se están concediendo créditos bancarios, no hay demanda de crédito por parte de empresarios y ahorradores
- Depreciación y déficit comercial: *“Por otro lado, esta agresiva política monetaria ha logrado depreciar el yen de forma muy sustancial respecto al dólar y el euro en el último año, abaratando así las exportaciones japonesas, el principal motor económico del país”*. Pero el problema reside en que en la actualidad Japón importa más de lo que exporta, y con la devaluación de su moneda, las importaciones resultan más caras y las exportaciones ocasionan ingresos más reducidos.
- Futuro riesgo de quiebra, debido al sobreendeudamiento del Estado.

*“En 1991, Larry Summers, a la sazón Secretario del Tesoro de EE.UU., predijo que el manejo monetario con la restricción de tipos de interés del 0% se situaría en el centro del debate económico en la nueva era de bajas tasas de inflación. Pues bien, en Japón los tipos de interés nominales ya han alcanzado el suelo del 0% y, por consiguiente, el control de los tipos de interés reales a corto plazo (...) depende exclusivamente de la intensidad del proceso de disminución de los precios”*. De tal manera que Japón se encuentra atrapado, en lo que los economistas llaman una trampa de liquidez. (Lucena, Aranzadi, 2003)<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> “Dos experiencias económicas: Japón y Estados Unidos desde 1990” *Ekonomiaz* N.º 52, 1.er Cuatrimestre, 2003. Claudio Aranzadi, Maurici Lucena

## 7. La crisis de las hipotecas “subprime”: la evolución de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa durante la crisis financiera actual

La crisis financiera actual, se desató en 2007, también es conocida como la crisis de las hipotecas “*subprime*”, debido a que la causa directa de la crisis fue el estallido en Estados Unidos de la burbuja inmobiliaria.

Las hipotecas “*subprime*”, son: “*hipotecas de alto riesgo (...) preferentemente utilizadas para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos*” apuntan Hernández, Martín, et al (2011)<sup>37</sup>. El hecho de que el riesgo de impago fuera superior se tradujo en que el tipo de interés de la hipoteca estuviera por encima del de un préstamo personal.

El problema de las burbujas financieras, como hemos visto en capítulos anteriores, es el desconocimiento del riesgo por parte del inversor. Teniendo en cuenta que el mercado inmobiliario estaba al alza, los precios de las viviendas subían de manera constante, comprarse una casa era considerado una inversión bastante segura. El problema residía en que los compradores carecían de liquidez para lo cual acudieron a las entidades de crédito y se financiaron a través de hipotecas con elevados tipos de interés. Posteriormente, teniendo en cuenta que el mercado estaba al alza, cuando el precio de la vivienda subiera podían vender el inmueble y sacar un beneficio extra considerable a través de estas posiciones fuertemente apalancadas. Así pues la adquisición de la vivienda se podría considerar un negocio especulativo.

Pero como toda burbuja llega un momento que estalla, y los que compraron una vivienda endeudados con una hipoteca que no podían permitirse ya no podían vender, porque nadie compraba. Además el precio de los inmuebles cayó a niveles muy bajos, así pues muchos acabaron arruinados no sólo en Estados Unidos, sino a nivel internacional. Prueba de ello es que en España el año pasado los desahucios estaban a la orden del día.

---

<sup>37</sup> Hernández, Amparo *et al* (2011): “*Crisis económicas a lo largo de la historia*”. Cuadernos de Formación. Colaboración 5/11. Volumen 12/2011.

El panorama era desolador, el mercado inmobiliario arrastró al bancario y al bursátil, esto fue debido a que *“la deuda puede ser objeto de venta y transacción económica mediante compra de bonos o titulaciones<sup>38</sup> de crédito, las hipotecas “subprime”, podían ser retiradas del activo del balance de la entidad concesionaria, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones”*. (Hernández, et al, 2011)

Sentado lo anterior, podemos extraer una serie de notas de esta crisis:

La primera, la existencia de un alto grado de morosidad, la gente no se podía permitir las hipotecas que contrataba para adquirir esas viviendas, y muchos se aventuraron a contratar con fines especulativos.

Segundo, estas hipotecas, inyectaron una falsa liquidez al mercado monetario, que la Reserva Federal y la Unión Europea trataron de frenar mediante subidas de los tipos de interés (más morosidad). Decimos que se inyectaba falsa liquidez porque, al fin y al cabo, la hipoteca es un crédito y al financiarse todo el mundo que compraba una vivienda con este tipo de créditos, mucho del dinero que debían emplear para la compra de la vivienda lo destinaban a invertir o a consumir. Esto provocaba una falsa bonanza económica y sobretodo inflación que los bancos centrales controlaban a través de los tipos de interés. Hablamos de una liquidez falsa puesto que en realidad ese dinero que tenían disponible, tenía que cubrir la deuda hipotecaria que ninguno se podía permitir realmente, pero que por sus expectativas alcistas podían especular con una venta posterior a un mayor precio y sacar incluso beneficios. Pero al destaparse la crisis esa falsa liquidez, se pasa a una situación de liquidez nula, puesto que ahora sí que tenían que enfrentarse de manera directa al pago de la hipoteca, al no poder especular, y ésta era inasumible.

Por último, nos podemos preguntar el porqué se concedían estas hipotecas de alto riesgo. Pues bien no sólo eran interesantes para los especuladores inmobiliarios sino también para las entidades de crédito. *“Importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo, esto provoco una repentina contracción del crédito y una enorme volatilidad de los valores bursátiles”*, teniendo en

---

<sup>38</sup> *“La titulación de activos es una innovación financiera que ya tiene cerca de treinta años, consiste en convertir un préstamo o un activo no negociable (una hipoteca, por ejemplo) en un título negociable (bonos titulizados hipotecarios)”* Revista de Antiguos Alumnos del IEEM página 64

cuenta que la deuda, como hemos dicho supra, podía ser objeto de transacción, las entidades podían hacer negocio con ella. Todo ello degeneró en una situación de desconfianza y pánico inversionista y en una “*repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo*”. Con la caída de las bolsas y del precio de las viviendas, todo inversor se vio fuertemente afectado de manera negativa, sobretodo los que hubieron invertido, directa o indirectamente, en bienes inmobiliarios. (Hernández, *et al*, 2011)

La burbuja estalló en Estados Unidos, pero este problema estaba presente en todo el ámbito internacional, no sólo se trata de que Estados Unidos arrastrara a los mercados europeos y asiáticos, sino que en estos últimos también estaban dentro de la misma burbuja inmobiliaria, por lo que puede hablarse de una crisis financiera.

Iturricastillo y Tejedor (2012) aluden a una serie de motivos para justificar esta crisis financiera internacional, entre los que consideramos más relevantes:

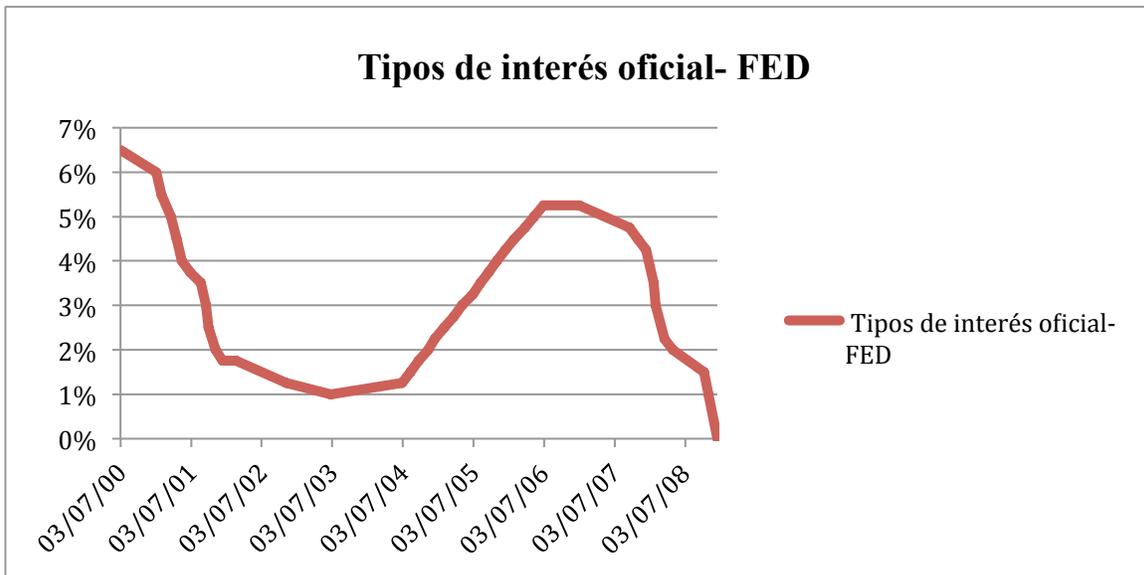
1. La desregulación , de los mercados financieros a nivel global, en este punto dichos autores exponen una fuerte crítica al libre mercado. Apoyándose de argumentos como los de Smith (1776) que señalaba que “*las Compañías de Indias, al disponer de posiciones de dominación del mercado, impiden que se genera una mayor bienestar para la sociedad*”. De tal manera que el libre mercado actual lo que genera son grandes compañías que adquieren competencia suficiente para imponer sus propios fines. Ejemplo de ello sería la eliminación de la división de los departamentos de banca comercial y de inversión, que actualmente pueden desempeñarse en un único departamento unificado.
2. La burbuja inmobiliaria, las hipotecas “*subprime*” y su titulización, que ya hemos explicado.
3. Los efectos económicos del sistema democrático actual, aluden a la “*tendencia a realizar políticas pro-cíclicas*”. Los gobiernos tienden a disminuir los impuestos y aumentar el gasto público cuando la economía del país crece, de tal manera que los políticos alimentan la formación de burbujas financieras.
4. Pánico financiero, haciendo alusión a Keynes (1936) el pánico no es fruto de caídas en los precios en las acciones, sino más bien es una “*consecuencia del desconocimiento sobre qué se había estado negociando y quién lo había*

*comprado*”. Hoy en día es innegable, la dificultad que hay en saber que es en lo que verdaderamente se está invirtiendo prueba de ello es la inversión en fondos de inversión, o de manera más general en sociedades que no sabes en qué invierten exactamente, con tu dinero.

### **Evolución de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa durante la crisis financiera actual:**

Llegados a este punto, vamos a mostrar gráficamente la evolución de los tipos de interés desde el año 2000, para poder establecer un análisis y una comparativa del comportamiento de los tipos durante la crisis de las hipotecas “*subprime*”:

**Figura nº 4: “Tipos de interés en Estados Unidos, período 2000-2014”**



Fuente: elaboración propia<sup>39</sup>

Como podemos observar esta figura muestra lo que ya apuntábamos con anterioridad. Antes de estallar la burbuja inmobiliaria en el año 2006 en Estados Unidos se estaba llevando a cabo una política monetaria restrictiva, con subidas de tipos de interés del 1% en 2003 a más del 5% durante el año de inicio de la crisis. Esto fue debido a lo que

<sup>39</sup> Datos obtenidos en <http://www.datosmacro.com/tipo-interes/usa>

llamábamos la falsa liquidez que dirigía el mercado monetario ocasionada por la especulación inmobiliaria, no sólo por inversores, sino también por entidades de crédito y adquirentes de viviendas que actuaban como inversores, financiándose con esas hipotecas de alto riesgo que no podían permitirse.

Lo que sigue después del 2007 es una política monetaria de bajada de los tipos de interés, hasta alcanzar los mínimos en los que nos encontramos actualmente, política de tipos cercanos al 0%. Esta política es llevada a cabo por varias razones:

En primer lugar, por la falta de liquidez del sistema, motivada como antes hemos señalado por desconfianza y pánico en el mercado financiero, los bancos no quieren prestar dinero por el alto índice de morosidad, tanto de empresas como de ahorradores. Esto genera que a pesar de los tipos, el crédito no fluya.

En segundo lugar, por la alta deuda y el riesgo de quiebra del mercado monetario estadounidense. En la actualidad, el dólar, moneda que había dominado el panorama internacional, se encuentra en una posición muy inestable y cabe la posibilidad de que pierda su hegemonía. Hasta ahora el dólar había sido siempre la moneda de referencia, de hecho incluso los barriles de Brent están valorados en dólares. ¿Qué es lo que hace cuestionarse dicha continuidad de la hegemonía del dólar? La alta deuda estadounidense, esta deuda es inasumible por la Reserva Federal, por lo que la solución que dan para repagarla es la impresión de moneda, de tal manera que se produce, al igual que ocurrió en la hiperinflación alemana de los años veinte, una devaluación de la moneda, y una huida de capitales “*Capital Flight*”<sup>40</sup> que puede acarrear la dicha pérdida de la hegemonía y junto con la quiebra del mercado monetario, la inversión, la producción y el consumo.

Hasta ahora la impresión de billetes no había sido un problema puesto que la demanda del resto del mundo ha sido un estimable beneficio para la economía de Estados Unidos. Permitía que se consumiera más de lo que se estaba produciendo debido a que esta posición

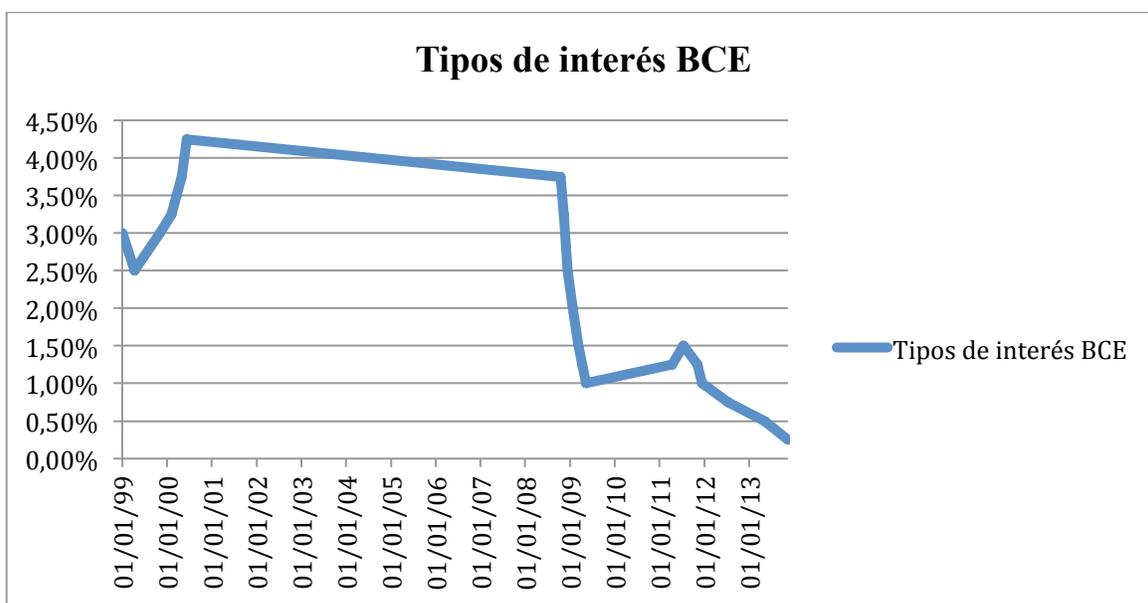
---

<sup>40</sup> La huida de capitales consiste en que los inversores abandonan toda clase de inversiones en dicha moneda y las traspasan a valores más seguros como es el caso del oro. Actualmente países como China y Rusia están abandonando el dólar

otorga a Estados Unidos una especie de crédito infinito. No obstante el sobreendeudamiento y la impresión de moneda por encima de sus posibilidades presenta riesgos de inflación y de devaluación de moneda que hace que se cuestione la futura hegemonía de la moneda, y si ocurriera Estados Unidos podría entrar en una de las mayores crisis de su historia.

En cuanto al caso de Europa, el gráfico muestra la siguiente evolución:

**Figura nº5: Tipos de interés en Europa, en el periodo 1999-2014”**



Fuente de los gráficos: elaboración propia<sup>41</sup>

Como podemos observar a diferencia del caso de estados unidos los tipos se mantuvieron altos hasta 2009, fecha en la que se produjo una fuerte bajada de los tipos de interés. Hasta el mínimo histórico actual de tipos al 0,25%. Esto es debido principalmente a los siguientes motivos, cambiar los tipos de interés en Europa es más complicado, puesto que a pesar de ser un mercado único, las decisiones de política monetaria aprobadas por el BCE tienen distinta repercusión en los Estados Miembros. De la misma manera que el peso de las decisiones, a pesar de regir el principio de independencia, muchas veces puede cuestionarse si no se está atendiendo más a la voluntad e intereses de las principales potencias europeas

<sup>41</sup> Datos obtenidos en <http://www.datosmacro.com/tipo-interes/usa> consultado 10 de febrero.

como Alemania y Francia que al resto de países. Dejando la cuestión a un lado, únicamente la toma de decisión es mas compleja que en Estados Unidos.

En Europa, y ya no digamos en Alemania como comprobamos con el caso de la hiperinflación alemana, el principal temor de los economistas es precisamente la inflación por lo que por lo general, los tipos se suelen mantener altos para controlarla.

¿Por qué se ha decidido cambiar la política monetaria y bajar los tipos a mínimos históricos? Pues principalmente porque no hay liquidez, el dinero no circula y mucho menos el crédito, después de la gran crisis internacional que se está viviendo. Otro indicador como la inflación está en mínimos y como apuntábamos en el capítulo segundo, el euro podría entrar en deflación, por ello se ha decidido inyectar liquidez al sistema.

Al margen de todo ello, podemos establecer diferencias entre la política monetaria estadounidense y europea, la más llamativa es la de índole cultural, por lo general la Fed lo que trata de impulsar es el crecimiento económico. Existe un miedo a que la economía no crezca lo suficiente, por lo que suelen llevar a cabo políticas monetarias expansivas cuando tienen la más mínima posibilidad, para inyectar liquidez al sistema. Mientras que en Europa, culturalmente el temor a una excesiva inflación hace que la política monetaria llevada a cabo sea mucho más prudente, bajando los tipos a mínimos precisamente cuando la inflación esta en torno al 0%.

## 8. Cuadro de síntesis

Figura nº6 “Cuadro-resumen grandes crisis-tipos de interés”

	TIPOS ANTES	CONSECUENCIAS	TIPOS DURANTE	CONSECUENCIAS
HIPERINFLACIÓN ALEMANA	Bajos por debajo de la inflación	Inyección de liquidez al mercado monetario Más Inflación Más endeudamiento y devaluación de la moneda	Cambio de moneda	La solución alemana fue el cambio de moneda, por lo que los tipos de cambio no jugaron un papel relevante sino que se recortó la liquidez con el cambio.
EL “CRACK” DE NUEVA YORK	Bajos	+ Liquidez +Inversión especulativa	Altos	La gente había invertido toda esa liquidez en bolsa, con el crack, el dinero del que disponían no era real, estaba invertido al desplomarse la bolsa la gente carecía de capital y el exceso de los tipos ahogó más la economía y sumió a Estados Unidos a la Gran Depresión
LA CRISIS JAPONESA	Bajos	Expansión económica Mucha deuda Inflación Sobrepuestos	Bajos	- Riesgo de quiebra - No fluye el crédito - Depreciación déficit comercial - Trampa de liquidez
CRISIS FINANCIERA ACTUAL	Ligeramente bajos (más en EE.UU, que en la UE)	Sobreendeudamiento Hipotecas arriesgadas Expectativas alcistas exorbitantes	Bajos (En mínimos históricos)	Está por ver

Fuente: elaboración propia

## 9. Reflexiones finales: La crisis según Albert Einstein y la Regla de Taylor.

En primer lugar, las crisis económicas no tiene porque suponer una penumbra absoluta dentro del plano económico. No queremos decir con esto que la quiebra de grandes empresas y de las economías familiares sea algo positivo, sino que dentro de lo malo de las crisis siempre surgen experiencias positivas y que siempre hay luz al final del túnel. Para ello me gustaría apoyarme en las palabras del renombrado físico alemán Albert Einstein<sup>42</sup>:

*“La crisis es la mejor bendición que puede sucederle a personas y países porque la crisis trae progresos. La creatividad nace de la angustia como el día nace de la noche oscura.*

*Es en la crisis que nace la inventiva, los descubrimientos y las grandes estrategias. Quien supera la crisis se supera a sí mismo sin quedar “superado”. Quien atribuye a la crisis sus fracasos y penurias violenta su propio talento y respeta más a los problemas que a las soluciones. La verdadera crisis es la crisis de la incompetencia.*

*El problema de las personas y los países es la pereza para encontrar las salidas y las soluciones. Sin crisis no hay desafíos, sin desafíos la vida es una rutina, una lenta agonía. Sin crisis no hay méritos.*

*Es en la crisis donde aflora lo mejor de cada uno, porque sin crisis todo viento es caricia. Hablar de crisis es promoverla, y callar en la crisis es exaltar el conformismo. En vez de esto trabajemos duro.*

*Acabemos de una vez con la única crisis amenazadora que es la tragedia de no querer luchar por superarla.”*

Así mismo dando un repaso a las grandes crisis históricas, no sólo las que aquí hemos analizado, podemos ver que han sido numerosas y que siempre han estado presentes en nuestra historia. La situación actual no es un acontecimiento novedoso, y debemos estar preparados para afrontarlas, prestar ojo a indicadores como la inflación y tener cuidado con el apalancamiento (endeudamiento) tanto a nivel familiar, como empresarial aunque nos

---

<sup>42</sup> En <http://amauryagoracaracas.blogspot.com.es/2013/11/einstein-sin-crisis-no-hay-desafios-sin.html>

encontremos en periodos de bonanza, puesto que tras el auge siempre llega la recesión.

Por otro lado debemos plantearnos, en un plano más didáctico cómo podemos saber si los tipos de interés que se están aplicando son los correctos en un determinado momento, Puesto que el considerarlos altos o bajos es una precisión relativa. Va a depender de con qué lo estemos comparando para ver si son altos o bajos, pero la información que nos proporcionaría dicha comparación puede ser no relevante, puesto que lo que nos interesa es saber si en ese momento son correctos. Por ello hay que enfocar la solución a esta cuestión, no desde una perspectiva de una posible comparación relativista de si son altos o más bajos sino que hay que averiguar si son los correctos.

Para dar solución a esta valoración que planteamos, proponemos como solución la que nos ofrece John Taylor (1993), que inventó y dio a conocer la regla que lleva su propio nombre. Esta regla *“consiste en un simple algoritmo que describe el tipo de interés que un banco central debe elegir como función de los desvíos de la inflación con respecto a su nivel deseado y de los desvíos del producto respecto del producto potencial. De esta forma, si la inflación se encuentra por encima del nivel deseado por un banco central, la Regla de Taylor aconseja una subida de tipos para combatirla, mientras que si el producto se encuentra por debajo de su potencial, la Regla propone reducir los tipos para generar un mayor crecimiento.”*

Aplicando esta regla a la situación de crisis actual se ve que en Estados Unidos y en Europa se estaban aplicando tipos por debajo de los debidos, pero la diferencia era mayor en el primero.

De tal manera que este método no sólo ayudaría a evitar crisis ocasionadas por una inyección desmesurada de liquidez, o todo lo contrario, por una falta de liquidez asfixiante. Sino que puede ser un método eficaz para paliar otras causas que pueden motivar las crisis, como por ejemplo la del mercado inmobiliario, subiendo los tipos de interés evitas que se genere disponibilidad de dinero en exceso, reduces la inflación y el desplome es por lo tanto menor.

## 10. Conclusiones

Como hemos podido ver a lo largo de la exposición de este trabajo, los tipos de interés juegan un papel de suma importancia en las crisis financieras, de tal manera que pueden jugar los dos papeles, pueden ser tanto causa de una crisis, como el remedio para la misma:

1. Es causa de las crisis, tanto cuando se fijan unos tipos de interés por debajo de lo que exige el tránsito y la situación económica, como cuando se fijan por encima. Las consecuencias de fijarlo por debajo, son la generación de una excesiva liquidez en el mercado, a la que acompañara una inflación que si no es controlada con la correspondiente subida de tipos puede degenerar en situaciones parecidas a las ocurridas en Alemania durante la hiperinflación. Cuando se fijan por encima, ahogas la economía, los precios y los salarios caen, no hay liquidez y por lo tanto no hay crecimiento.
2. El control de los tipos de interés, es una medida que bien empleada podría ayudar a salir de crisis económicas e incluso ayudar a prevenirlas. La mayoría de las crisis que hemos visto, surgen a raíz de una burbuja: financiera, inmobiliaria, etc. De tal manera que se genera una amplia liquidez ilusoria en el mercado, que cuando estalla se traduce en una gran depresión y en pérdidas cuantiosas de dinero en inversiones, ya sean en activos financieros, inmobiliarios u otros. Por ello si dentro de una situación de bonanza, comenzamos a percatarnos de síntomas de burbuja (sobreendeudamientos, especulación, sobrevaloración de activos) se puede prevenir una crisis, mediante subidas de tipos de interés para reducir la inversión especulativa y el sobreendeudamiento, dos de las causas de las crisis económicas. Por eso para medir a qué nivel deben estar los tipos de interés en una determinada situación económica, que es lo que va a dar estabilidad y va a ayudar a prevenir crisis económicas, que es tarea ardua, nos apoyamos en la regla de Taylor ya comentada.

Por otro lado, también nos hemos podido percatar de la existencia de cierta influencia del factor país para el tratamiento de la política de interés. De un lado podemos diferenciar el trato que le dan en Estados Unidos a Europa, en el primero de ellos su preocupación reside

en no generar suficiente crecimiento y por ende mantienen una política monetaria expansiva de tipos bajos. Mientras que, por otro lado, en Europa la preocupación cultural por la inflación hace que los tipos de interés se mantengan más altos que en Estados Unidos. Por ello podemos afirmar que las grandes crisis han afectado a la cultura del país, de tal manera que el comportamiento de cara a los tipos es distintos en ambos países por sus respectivos temores al pasado. Hiperinflación en Alemania y gran depresión en Estados Unidos.

Así mismo, debemos tener en cuenta la dificultad que entraña predecir las futuras crisis. Es fácil observar el pasado y criticar a aquéllos que pudieron solventar, o por lo menos frenar, los efectos nefastos de una crisis. No obstante, salvo excepciones, que comprenden aquellos casos en los que los gobiernos fueron inoperantes y no atendieron a razones ni antes ni durante la crisis, es comprensible que muchas de las medidas tomadas llegaran a destiempo.

Con esto queremos decir que en una época de “boom”, de bonanza económica, en la que los gobiernos y los bancos centrales buscan aprovechar la situación y generar el máximo crecimiento posible, valorar la posibilidad de aproximación de una crisis económica es complicado. Primero, por la propia situación de euforia que se vive bajo estas condiciones económicas. Segundo, porque valorar la posibilidad de que estemos acercándonos a una burbuja sea del tipo que sea fomenta el pesimismo en los mercados. Tercero, valorar esta posibilidad acarrearía tomar medidas contractivas de la economía, subir los tipos de interés, encarecer el dinero, para así evitar la especulación y una mayor caída después cuando se entre en situación de crisis. Estas medidas de política monetaria contractiva no serían recibidas de buena gana por nadie y serían criticadas por la mayoría. Por todo ello, tomar esas decisiones es difícil y es comprensible que muchos prefieran esperar a que llegue la crisis y no frenar el crecimiento hasta el auge, antes de cortar el crecimiento. Aunque como todos sabemos más tarde o más temprano el ciclo económico cambiará de fase (*cf.* Fases del ciclo económico, página 8 del presente trabajo).

Como solución a este problema, hemos propuesto en el trabajo, no como criterio irrefutable ni como solución absoluta al problema, sino como indicador y de alguna forma soporte para fundamentar de forma objetiva las medidas de política de tipos de interés la regla de Taylor que tal y como exponíamos en capítulos pasados puede ser de gran ayuda para los bancos

centrales. Y no caer ni en subjetivismos ni en presiones mediáticas, ni crítica alguna al objetivarse en cierto modo las medidas que se aplican. No obstante señalamos que no es una solución plenamente válida puesto que existen muchas variables, perturbaciones que mencionábamos en el capítulo tercero, que hacen que encontrar una fórmula objetiva para fijar los tipos de interés sea una tarea casi imposible.

Sabemos que las crisis económicas son periodos de la historia que han estado presentes siempre y que por desgracia, probablemente continúe habiendo muchas más. Lo que muchas veces no valoramos es que la solución de las crisis reside en nosotros mismos, los propios ciudadanos, en la cultura y la educación financiera de cada uno de los ahorradores, consumidores e inversores, que son la gran parte de los sujetos que operan en el mercado económico y que son los que en mayor medida sufren las consecuencias de las crisis. Al margen de la influencia de los bancos centrales y de los gobiernos en la economía, como hemos observado en las crisis analizadas, en muchas el problema, en gran parte, sobrevino por una actuación financiera arriesgada y de algún modo irresponsable por parte de muchos inversores. Tanto en el “crack” de Nueva York, como en la actual crisis financiera, la burbuja se concibió con ayuda de los inversores especulativos financiados con fuertes hipotecas y deudas, que de manera generalizada provocaron la burbuja y su estallido, al quedar tanto inmuebles como acciones fuertemente sobrevalorados. Posteriormente, al estallar la crisis y por ende la burbuja, los activos no sólo vuelven al precio que deberían tener sino que se desploman y se traduce en la ruina de estos inversores, de las entidades de crédito acreedoras de las deudas y con ello se arrastra al resto del mercado.

Así pues concluimos que los tipos de interés son causa y posible solución a las crisis y en ellos se refleja la cultura económica y los grandes temores de los estados, Europa a la inflación y Estados Unidos al estancamiento. Y que la actuación de cada uno de nosotros es trascendental de cara a controlar la buena salud económica de un Estado, trabajando, invirtiendo y operando en el mercado con responsabilidad.



## 11. Bibliografía

Aranzadi, Claudio y Lucena, Maurici (2003), “*Dos experiencias económicas: Japón y Estados Unidos desde 1990*”, Ekonomiaz N° 52. Bilbao.

Banco de Japón (2001), “*Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*”, septiembre 21.

Cachanosky, Juan (2003), “*Crisis económicas: causas y consecuencias*”, revista Libertas nº 36, Instituto Universitario ESEADE.

Fisher, Irving (1930), “*The stock market crash-and afterwards*”, New York, Macmillan.

Friedman, Milton & Anna Schwartz (1963), “*A monetary history of the United States*”, 1867-1960, Princeton, National Bureau of Economic Research.

Friedman, B (1975), “*Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy*”, Journal of Monetary Economics.

Galbraith, John Kenneth (1955), “*The Great Crash of 1929*”, Sentry Edition, New York.

Hamilton, J.D. (1987), “*Monetary factors in the Great Depression*”, Journal of Monetary Economics, nº19.

Hernández, Amparo *et al* (2011), “*Crisis económicas a lo largo de la historia*”, Cuadernos de formación, colaboración 5/11, volumen 12/2011.

Iturricastillo, I. & Tejedor, J. (2012), “*Reflexiones sobre la crisis actual en España*”, *Ikastorratza. e-Revista de Diáctica*, 9-2. Retrieved from [http://www.ehu.es/ikastorratza/9\\_alea/crisis2.pdf](http://www.ehu.es/ikastorratza/9_alea/crisis2.pdf) (ISSN: 1988-5911).

Keynes, John Maynard (1930), “*A Treatise on Money*”. Ediciones Aosta. Madrid. 1996.

Keynes, John Maynard (1936), “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”, Fondo de Cultura Económica. México. 1965.

Klein, Naomi (2007), “*The Shock Doctrine. Published by Alfred A. Knopf. Canada*”, Ediciones Paidós Ibérica, Barcelona.

Iñigo  
Ramírez de Cárdenas  
Cabello de los Cobos

Krugman, Paul (2007), *“The Conscience of a Liberal: Reclaiming America from the right”*, W. W. Norton & Company Inc. Reeditado por Penguin Books en 2009.

Krugman, Paul (2009), *“The return of depression economics and the crisis of 2008”*, W. W. Norton & Company Ltd. London.

Lange, Oskar (1936), *“Teoría económica del socialismo”*, Edit. Ariel 1970.

Martínez-Aceña, Pablo (2010), *“¿Qué pasó en 1929? El año que cambió el mundo”*.

Perepérez Ventura (2009), artículo *“La república de Weimar, la hiperinflación y la quiebra de los estados”*, Revista *Audit Iberica Corporate finance*.

Pérez-Tarracogest, Asesoría (2011), *“Hiperinflación en Alemania 1923”*, en <http://www.tarracogest.com/?p=1016>

Rappoport, and Eugene White (1993), *“Was there a Hubble in the 1929 stock market”*, Journal of Economic History.

Resico, Marcelo F. (2012), *“Introducción a la Economía Social de Mercado”*, Editorial Konrad Adenauer Stiftung.

Roubini, N. (1996), *“Japan’s Economic Crisis”*, [www.stern.nyu.edu/nroubini/](http://www.stern.nyu.edu/nroubini/).

Stuart Mill, John (1848), *“Principios de Economía Política”*, Editorial Síntesis.

Schwartz, Anna (1981), *“Understanding 1929-1933”*, Money in Historical Perspectives, The University of Chicago Press.

Sirkin, Gerald (1975), *“The stock market of 1929 revisited: a note”*, Business History Review, XLIX, 2, pp. 223-231

Temin, Peter (1976), *“Did monetary forces cause the Great Depression? New York”*, Norton.

Vega, Francisco (2001), *“Historia Universal. El siglo XX(I): Europa hasta 1945”*, editorial Espasa.

Vidaurre, Marco Antonio (2003), *“la teoría de la tasa de interés y la preferencia por la*

*liquidez*”, en <https://www.yumpu.com/es/document/view/14422125/teoria-de-la-tasa-de-interes-y-la-preferencia-por-la-liquidez>.

Vilariño, Angel (2006), “*La larga crisis de la economía japonesa*”, en [http://www.angelvila.eu/Publicaciones\\_PDF/Larga\\_Crisis\\_Economia\\_Japonesa.pdf](http://www.angelvila.eu/Publicaciones_PDF/Larga_Crisis_Economia_Japonesa.pdf)

Weberpals, I. (1997), “*The Liquidity Trap: Evidence from Japan*”, Bank of Canada, Working Paper 97-4, February.

White, Eugene (1990), “*The stock market boom and crash of 1929 revisited*”, The Journal of Economic Perspectives, vol. 4, 2, pp. 67-83.