

## INTRODUCCIÓN

Entre el quince de septiembre y fines de octubre de 2008, las bolsas y los sistemas bancarios e hipotecarios de los Estados Unidos y de gran parte del resto del mundo sufrieron el efecto de un verdadero *tsunami financiero*. Se colapsaron con extraordinaria rapidez varios de los bancos de inversión más connotados de Nueva York, el mayor mercado de capitales del planeta, y estuvieron a punto de quebrar algunos de los principales bancos comerciales en Londres, el mayor mercado financiero de Europa. Siguió una cadena de pánicos bancarios y bursátiles que se extendió a escala mundial y ha sido señalada como la peor crisis financiera en ochenta años.

No hay día que pase sin que se formulen nuevas preguntas en todo el mundo. ¿Cuáles fueron las causas del enorme descalabro financiero? ¿Por qué no anticiparon los banqueros centrales los peligros y por qué no tomaron medidas para desinflar las inmensas burbujas financieras? ¿Por qué fue tan prolongada la recesión? ¿Fueron suficientes y adecuadas las medidas de rescate adoptadas por gobiernos y bancos centrales en todo el planeta?

Los historiadores y economistas han dedicado grandes esfuerzos en los últimos dos decenios a analizar algunas de las grandes crisis financieras del pasado y proponer explicaciones de sus trayectorias. Pero desde los años noventa los expertos habían fijado más atención en las crisis financieras en los países en desarrollo —especialmente en Latinoamérica y Asia— que en las naciones más ricas, con los mercados financieros más profundos. Existía una especie de consenso de que no podían quebrar bancos de Nueva York y Londres, los dos centros financieros mayores y más globalizados. Y no había una conciencia suficientemente clara de las tendencias más peligrosas y más insidiosas que había generado la globalización en el propio corazón de los sistemas financieros más avanzados.

El gigantesco descalabro que estalló en el otoño de 2008 no sólo era inesperado sino que parecía inexplicable: ¿cómo pudo una crisis hipotecaria desatar un colapso financiero de escala sísmica? Esta misma pregunta fue la que inmediatamente se hicieron centenares de destacados economistas en los Estados Unidos y alrededor del mundo. Uno de los prominentes analistas de las crisis- pasadas y contemporáneas- el profesor Bradford De Long, de la Universidad de California en Berkeley, exclamó de manera cándida: “¡Ésta no era la crisis financiera que estábamos esperando!” En pocas palabras, los académicos no habían comprendido la dimensión de la crisis hipotecaria, ni vislumbraban que el sistema de financiamiento de las viviendas, especialmente las hipotecas negociadas con sectores humildes en el país más rico del mundo, podía ser la mecha de una explosión financiera fenomenal. Mucho más grave era el hecho de que tampoco lo previnieron, con suficiente antelación, las personas responsables de supervisar la evolución de la banca y las finanzas, en particular los directivos del *Federal Reserve Bank* de los Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional.

Que una serie de problemas sumergidos del mundo inmobiliario estadounidense pudieron emerger como una especie de dragón implacable con capacidad para devorar los bancos de inversión más reputados y poderosos de Wall Street parecía un cuento fantástico y terrorífico. Pero, en la medida que avanzaba el caos financiero y se extendía mundialmente, las preguntas se multiplicaban. Y también la urgencia de actuar para apagar un fuego que amenazaba con arrasar al sistema bancario y bursátil de la primera potencia del mundo y de varios países europeos, especialmente de Gran Bretaña.

Una de las facetas más singulares del colapso financiero contemporáneo del bienio 2008/2009 es que un buen número de los principales responsables de las finanzas en los Estados Unidos y Europa y en muchos otros países han actuado con plena conciencia histórica de los peligros de una nueva Gran Depresión. En este sentido, la historia se ha convertido en

un actor central en el presente. Es más, puede sugerirse que este hecho posiblemente haya contribuido a que se evite el derrumbe total de los mercados financieros mundiales, lo cual era una auténtica posibilidad en septiembre de 2008. Los rescates puestos en marcha por los gobiernos son enormes. En el momento actual, los sistemas financieros están todavía en la unidad de cuidados intensivos, y el diagnóstico sigue siendo reservado. No obstante, las noticias del primer semestre de 2009 indican que la recuperación económica está en marcha en un número considerable de países. Por consiguiente, para muchos analistas, el término más adecuado para describir nuestra época puede ser la de *Gran Recesión* ya que el desempleo a escala mundial se ha mantenido muy alto en diversas regiones del mundo durante años. De todas formas, lo que debe quedar claro es que la crisis de 2008 y 2009 no es menor. Ha causado más bancarrotas y mayor desempleo que cualquier evento desde los años de 1930-1933. Además, los enormes volúmenes de deuda pública que acumulan los países más ricos para financiar los rescates bancarios no tienen precedentes históricos.

Con objeto de mejor entender la gran crisis contemporánea en términos comparativos, el presente libro ofrece una síntesis histórica de las grandes crisis financieras del pasado y de nuestra época. El enfoque que adoptamos consiste en situar estos eventos en el contexto internacional, haciendo una distinción entre crisis menores y las crisis financieras *mayores*, las cuales tienen un impacto global. Cuando éstas se producen, el resultado es un verdadero colapso de los mercados bancarios, bursátiles y financieros -de manera conjunta- en un alto número de países a la vez. Sin duda, tanto la Gran Depresión de los años de 1930 como la crisis actual de 2008/2009 entran en esta categoría, pero también pueden identificarse otros momentos y eventos que tuvieron un grave impacto en las finanzas globales.

En el esfuerzo por clasificar y diagnosticar las características de las crisis, resulta pertinente citar el reciente trabajo de los economistas matemáticos y teóricos, Robert Barro y José F. Ursúa que ha circulado desde marzo de 2008, el cual se titula “Stock Market Crashes

and Depressions”. Estos investigadores han reunido información sobre 25 países y un total de 195 pánicos bursátiles y 84 depresiones a lo largo de un poco más de un siglo, pero hacen énfasis en la necesidad de identificar aquellos momentos cuando se dieron el mayor número de pánicos en un corto período y, por ende, los colapsos económicos más graves. Afirman:

“Las principales *crisis económicas mundiales* en orden de importancia son la Segunda Guerra Mundial, la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión, las crisis de principios de los años de 1920, y una serie de eventos de la posguerra como las crisis de las deudas de Latinoamérica en los años de 1980 y las crisis financieras asiáticas (de 1997 y 1998).”<sup>1</sup>

Evidentemente, las grandes guerras tienen características propias en tanto son períodos cuando los mercados dejan de funcionar con libertad, siendo controlados por los gobiernos y/o severamente dañados por los conflictos. No son, por lo tanto, enteramente comparables a las grandes crisis económicas como la Gran Depresión de 1929/1933 o el colapso de 2008/2009, pero no hay duda que también constituyen mojones fundamentales en la historia de los regímenes monetarios y financieros del mundo en el último siglo y medio.

Es bien sabido que a lo largo del capitalismo moderno se han producido gran número de crisis bancarias y bursátiles en diferentes países, normalmente con una duración relativamente corta y sin convertirse en descalabros globales. La historia comparada nos habla de paralelos notables en las causas y consecuencias del estallido de las crisis: éstas suelen incluir una sucesión de burbujas y pánicos bursátiles o bancarios, las acciones de los mayores especuladores y estafadores, la credulidad y/o la avaricia de muchos de los inversores, las alianzas entre banqueros y políticos, el papel frecuentemente irresponsable de agencias financieras calificadoras y de la prensa, los rumores, el contagio y la transmisión nacional y/o internacional a diversos mercados de crédito, el impacto sobre la economía real, las consecuencias sociales y políticas de la crisis.<sup>2</sup>

Estas facetas de los mercados financieros pueden ser altamente perjudiciales pero no necesariamente provocan un colapso económico a escala nacional o internacional. En cambio, las crisis mayores son terremotos financieros que requieren su propia *escala de Richter* para medirse: puede sugerirse que se colocan en el más alto nivel de peligrosidad y tienen un enorme potencial destructivo. Su desenlace depende de la capacidad que tienen las elites financieras y políticas en los países más afectados en responder de manera rápida, enérgica y coordinada, así como de la confianza que el público tiene en tales respuestas. Es más, hoy en día, queda muy claro- en medio de una crisis mayor- que los mercados *no se autorregulan*, como se venía pregonando en los últimos decenios. Cuando los sistemas bancarios y financieros se colapsan en los centros neurálgicos del capitalismo, sólo pueden ser salvados por los gobiernos. Pero el rescate del sistema financiero y económico es de enorme complejidad, al igual que las nuevas propuestas e inevitables regulaciones para impedir un nuevo descalabro del sistema financiero mundial. Pues, en efecto, cada una de las crisis mayores suele marcar el fin o el inicio de una época nueva en lo que se refiere a los sistemas monetarios y financieros; es decir, una crisis mayor provoca un cambio fundamental en el diseño político de la arquitectura financiera internacional.

Todo ello nos lleva a plantear otra pregunta: ¿se pueden entender las grandes crisis y sus desenlaces *solamente* en función de teorías económicas? No pensamos que sea así. Al fin y al cabo, estos eventos son tan complejos que su comprensión *también* requiere mirarlos a través de los lentes de la política, de las relaciones internacionales y de la historia. De hecho, puede argumentarse que una crisis constituye un momento clave porque es cuando la “economía” se vuelve objeto de atención por parte de la opinión pública debido a sus múltiples y severos impactos sobre la sociedad. Por otra parte, el colapso contemporáneo de los mercados financieros a escala global ha demostrado que la inmensa mayoría de los economistas fracasaron en prever la catástrofe. Esta situación no debe volver a repetirse en el futuro, dados

los enormes costos humanos que implica. No es justo pensar que el sufrimiento y los desequilibrios planetarios que producen las grandes crisis son inevitables. Se requiere un mejor análisis y una mayor capacidad de previsión.

Precisamente por ello es importante romper con la idea de que solamente los expertos - léase economistas y banqueros- pueden entender y discutir de las finanzas. Es de suma importancia conocer la literatura económica y financiera, pero no hay que considerar que la comprensión de los grandes problemas financieros sea impenetrable o incomprensible para el ciudadano a pie. Es indispensable que se abra el debate utilizando un lenguaje que permita entender cómo se entrelazan las finanzas, la política, y las relaciones internacionales en coyunturas claves. Para ello una revisión histórica siempre es de utilidad. Pues ¿qué duda cabe que la historia ofrece una de las formas más integrales para ampliar nuestro entendimiento de fenómenos tan complejos como las grandes crisis financieras y la forma en que han cambiado y están cambiando nuestro mundo?

En el presente libro estudiamos *seis* épocas consecutivas pero diferentes de la historia financiera y económica del último siglo y medio con base a una amplia literatura de economistas e historiadores sobre la temática. Comenzamos con una revisión de las crisis financieras en la época de temprana globalización económica que se sitúa entre la debacle de 1873 y el estallido de la Primera Guerra Mundial en 1914. Pasamos después al análisis del período de entreguerras y el debate sobre las causas de la Gran Depresión en los años treinta, haciendo referencia a la amplia polémica entre los expertos sobre el tema, que continúa hasta nuestros días. En el capítulo tercero exploramos la discusión sobre un gran interrogante: ¿por qué no hubo crisis financieras importantes en los treinta años que siguieron a la Segunda Guerra Mundial? Evidentemente, las posibles respuestas a esta pregunta no carecen de interés para el momento actual. A continuación, pasamos a considerar las paradojas del despegue de la nueva fase de globalización financiera y económica que puede fecharse en los dos decenios

que van desde 1971, cuando se produjo el fin del sistema Bretton Woods hasta 1989, año de la caída del muro de Berlín. En el capítulo cinco analizamos al período de 1990 hasta 2007, años de globalización aún más intensa y peligrosa que la anterior, que se reflejó en la multiplicación de las crisis financieras en muchas naciones del mundo. Finalmente, en los dos últimos apartados de este libro se analiza el sorprendente colapso global de los años de 2008 y 2009, haciendo hincapié tanto en causas como posibles consecuencias para el futuro relativamente próximo.

Nuestro relato se inicia en el primer capítulo con una síntesis de los eventos claves en la evolución económica y financiera del período de auge del capitalismo liberal a escala mundial (1870-1914), período muy similar, en muchos aspectos, al de nuestro tiempo. Resumimos algunas de las principales interpretaciones sobre la amplitud y las consecuencias de la crisis de 1873, que fue sin duda el mayor colapso financiero de su época, aunque se sigue debatiendo si provocó una depresión económica mundial. La evidencia histórica sugiere que la severidad de los pánicos bancarios y bursátiles de la época no impidió una recuperación bastante rápida. La expansión del comercio mundial y de los flujos internacionales de capitales desde mediados del decenio de 1870, en adelante, impulsó no sólo a las economías de los países dentro sino también de a las de la periferia, contribuyendo a un temprano y poderoso proceso de globalización económica. Por otra parte, tuvo lugar en tiempos del surgimiento del patrón oro, que llegó a funcionar como eje del sistema monetario internacional a lo largo de varios decenios. Bajo dicho régimen, se alcanzaron altas de crecimiento pese a un grado relativamente alto de volatilidad financiera. En este sentido, es necesario prestar atención a las características de una secuencia de burbujas y colapsos financieros, incluyendo las crisis de 1890 y los pánicos bancarios de 1893 y 1907, que reseñamos con base a la importante literatura nueva de historia financiera sobre estos eventos.

Cerramos el primer capítulo con la crisis de 1914 que se vincula directamente con el estallido de la Primera Guerra Mundial, la cual marcó el fin de más de treinta años de gran crecimiento económico mundial, conocidos como la “*belle époque*”. Habitualmente, no se consideran a las guerras estrictamente como crisis financieras pero, en la práctica, muchos conflictos internacionales tienen efectos devastadores y modifican profundamente el orden económico y financiero, nacional e internacional : en el caso de la Gran Guerra de 1914-1918, un reciente libro de Niall Ferguson así lo demuestra, reuniendo los resultados de una amplia reflexión sobre esta problemática.<sup>3</sup> En efecto, este enorme conflicto debilitó de manera importante al régimen del patrón oro en su fase más brillante a escala internacional, aunque no su muerte definitiva, pues tuvo un breve renacer a mediados de los años de 1920.

Sin duda, la mayor crisis financiera del capitalismo moderno ocurrió a partir de 1929 y se convirtió en la Gran Depresión de los años de 1930, aunque vale la pena subrayar que no todos los países del mundo sufrieron este colapso con la misma intensidad. Este es el tema de nuestro segundo capítulo, pero debe resaltarse que hay un gran debate sobre la causalidad del derrumbe. Para muchos, aunque no para todos los autores que han estudiado este enorme evento, el desplome bursátil y los subsiguientes pánicos bancarios asfixiaron a las economías y desencadenaron la caída más pronunciada del comercio exterior mundial que se conozca en la historia del capitalismo moderno. A su vez, provocaron una caída de la producción industrial y agrícola en numerosas naciones, con el resultado de que literalmente decenas de millones de personas perdieran sus empleos durante años. Estas circunstancias propiciaron un nacionalismo económico rampante y detonaron una carrera armamentista que habría de concluir de manera trágica. Los dirigentes políticos *de nuestra época* están viviendo en la sombra de esa tenebrosa historia que desembocó en la más devastadora guerra mundial de la historia de la humanidad.



De acuerdo con la visión tradicional, los orígenes de la Gran Depresión, se derivan del “crac” de Wall Street el 24 de octubre de 1929 y subsiguientes desequilibrios en los mercados financieros en los Estados Unidos. Pero ¿por qué se transmitieron con tal rapidez a gran parte del mundo? Hoy en día, se sigue debatiendo cuales fueron las causas de este espectacular colapso bursátil y la multiplicidad de pánicos bancarios entre 1930 y 1933 con el consiguiente hundimiento de las economías reales, durante el período de la Gran Depresión. La vasta literatura económica e histórica sobre esta problemática refleja la amplitud de las discusiones y la complejidad del problema. Como ha señalado Ben Bernanke (gobernador actual del Federal Reserve Bank) en una obra titulada *Essays on the Great Depression* (2000), las causas domésticas se vinculaban con las internacionales. Nuestro resumen pone el acento en la interconexión entre la trayectoria descendiente de las economías y el rígido manejo del sistema monetario y bancario internacional a fines del decenio de 1920 y los primeros años de 1930. Aquí es ineludible la referencia a la obra de un gran experto en historia monetaria, Barry Eichengreen, quien a partir de su gran obra, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression* (1992) ha formulado la explicación más influyente de la relación entre la historia económica y la política internacional de la época: en especial pone énfasis en el desempeño desigual del patrón oro en diferentes países en los decenios de 1920 y 1930 y su relación con el derrumbe posterior y los procesos muy diversos de recuperación económica.

En suma, la crisis de 1929-1933 fue una combinación de pánicos bancarios y bursátiles, agudizados por crisis monetarias y de deudas soberanas. La caída en el crédito tuvo impactos amplios y profundos sobre la economía real: la industria, agricultura, minería, construcción y comercio. El derrumbe económico fue especialmente desgarrador en los Estados Unidos y Alemania, pero afectó a casi todos los países del mundo. Para entender las ramificaciones internacionales del colapso es fundamental hacer referencia, entre otras, al estudio clásico de Charles Kindleberger sobre la Gran Depresión, obra que fue clave en impulsar el campo de la

historia económica comparada.<sup>4</sup> En este sentido, es importante señalar que después de un impacto inicial muy fuerte en la economía mundial, se produjo una recuperación desde 1932 en varias regiones: este fue el caso en Japón, en la mayoría de los países del viejo imperio británico en Asia y África, y en la mayor parte de los países latinoamericanos. Ello confirma un fenómeno común a todas las crisis, en tanto se observa que éstas afectan de manera diferenciada a las naciones y las economías. De lo que no hay duda es que la Gran Depresión provocó cambios radicales en la arquitectura financiera internacional que incluyeron, en primer lugar, el abandono del patrón oro y, después, el hundimiento más o menos veloz del orden financiero existente, para entrar en una etapa del más craso y agresivo nacionalismo económico, político y militar.

Los historiadores siguen discutiendo en que medida la prolongada crisis financiera y económica de los años treinta fue factor decisivo en crear las condiciones que generaron la Segunda Guerra Mundial (1939-1945). También debaten si la Gran Depresión terminó con la guerra o si se debe fechar antes. Es claro que el comercio internacional se recuperó desde 1933 en adelante, impulsado por un incremento en las tasas de inversión y de crecimiento económico en muchas naciones. No obstante es cierto que en muchas de las economías industriales el aumento del gasto público en los ejércitos es considerado un elemento clave en la salida de la crisis, aunque ello no implicaba un regreso a la normalidad financiera. Esto no fue posible hasta concluir el conflicto mundial. No obstante, ya desde 1944 comenzó a ponerse en marcha un plan para el reordenamiento de la regulación y organización financiera global, conocido en la jerga de los economistas como el *sistema de Bretton Woods*. Este sistema consistió en la creación y adopción de una serie de reglas e instituciones multilaterales que sentaron las bases de una nueva arquitectura y dinámica financiera internacional, que -en buena medida- se mantuvo en pie hasta al menos 1971.

Durante la posguerra y a lo largo de un cuarto de siglo, no hubo apenas pánicos bancarios, escasos desplomes bursátiles y ciertamente ninguna crisis financiera sistémica. ¿Que explica el éxito del régimen de Bretton Woods? Este es un interrogante central de nuestro capítulo tercero. Más específicamente cabe preguntar ¿por qué hubo tan pocas crisis financieras internacionales en la posguerra? Una respuesta respaldada por muchos investigadores es que se debió al fuerte y sostenido crecimiento económico que se experimentó a escala mundial desde fines de los años cuarenta hasta los setenta. Otra respuesta complementaria es que la estabilidad monetaria y financiera estaba estrechamente vinculada al sistema de relaciones internacionales en la posguerra. Este enfoque es pertinente para esa época pero también para nuestros días. Nosotros argumentamos que la Guerra Fría tuvo efectos paradójicos. Pese a la constante puja durante más de treinta años entre los Estados Unidos y la Unión Soviética para lograr la hegemonía, en la práctica se mantuvo un equilibrio de poderes. Y por ello, tanto en el ámbito del socialismo real como del capitalismo, se sostuvo una relativa estabilidad monetaria y financiera. De hecho, no sería hasta después del abandono del sistema de Bretton Woods en 1971, bajo la administración de Nixon y durante la guerra de Vietnam, que se acentuaría la inestabilidad monetaria y financiera. Posteriormente, a lo largo de los decenios de 1970 y 1980, arrancó una nueva fase de globalización financiera, cada vez más desregulada, que ganó fuerza por rachas hasta concluir con el estallido fenomenal del año de 2008.

En el cuarto capítulo de este libro se analiza el auge de endeudamiento de los países latinoamericanos en la década de 1970 que precedió al colapso de las deudas soberanas en el decenio de 1980, lo cual amenazó con cimbrar al sistema bancario mundial. De hecho, el concepto moderno de *crisis de deuda* puede fecharse desde agosto de 1982, cuando el gobierno mexicano anunció a sus acreedores extranjeros que estaba al borde de la bancarrota. Las implicaciones de esta noticia resultaban tan ominosas que tanto los mayores bancos

internacionales como el propio gobierno de los Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional se vieron obligados a actuar rápidamente para evitar un pánico generalizado. Luego siguieron las suspensiones de pagos por los gobiernos de casi todos los gobiernos latinoamericanos y una serie de prolongadas recesiones en los países de la región. A todas luces, esta serie de colapsos puede calificarse como un conjunto de *crisis de deudas soberanas* con impacto global, sobre todo porque durante algún tiempo amenazaron a los principales bancos de los Estados Unidos, Japón y Europa. En este sentido, un interrogante importante consiste en preguntarse: ¿por qué los grandes desplomes de las deudas externas de los años de 1980 se dieron de manera casi simultánea?

En el quinto capítulo reseñamos las paradojas financieras del decenio de 1990-2000. Cabe recordar que tras la mengua de la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo a fines de los años de 1980, se produjo un aumento enorme de los flujos de capitales a escala global. Ello era resultado, en buena medida, de la creciente liberalización de los mercados financieros que, en el caso específico de Londres, se conoció como el “big bang”. La globalización financiera, sin embargo, tuvo efectos contradictorios. Por una parte, generó una recuperación económica y un extraordinario auge de las bolsas en los Estados Unidos y -en menor grado- en Europa desde aproximadamente 1994 hasta finales del decenio. En cambio, en este período diversos países latinoamericanos volvieron a experimentar graves problemas financieros, en particular México (la crisis financiera de 1995), Brasil (las crisis de 1997 y 2001) y Argentina (2001-2002). Al mismo tiempo, en los años de 1997/98 estallaron gravísimas crisis financieras en cinco países asiáticos, Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur, que provocaron el hundimiento de sus economías y requirieron la organización de enormes rescates por el Fondo Monetario Internacional, entre otros organismos.

Para economistas como Paul Krugman, premio Nobel de 2008, tanto la prolongada crisis financiera en Japón de los años 90 como los colapsos en los llamados *mercados emergentes* de Asia en 1997, anticipaban problemas globales más serios. Pero curiosamente, los expertos financieros no prestaron una atención suficiente a los desequilibrios que se estaban generando al interior del impresionante auge de los dos mayores mercados financieros internacionales, que eran los de Nueva York y Londres. La pregunta central es ¿por qué no hubo mayor clarividencia con respecto a los peligros que presentaban las mayores burbujas financieras de la historia del capitalismo moderno?

Esta problemática nos lleva indefectiblemente en el capítulo sexto a una consideración de la crisis enorme y cada vez más globalizada que arrancó en 2008 y que se ha profundizado en 2009. Todo el mundo se ha preguntado si el colapso contemporáneo es equivalente a los mayores descalabros del pasado. También se debate si podría ser un momento definitorio de cambios trascendentales en la economía mundial.<sup>5</sup> Sin duda, una de las razones por las que el derrumbe financiero contemporáneo ha sido tan desgarrador tiene que ver directamente con el colapso de los mercados de capitales y bancarios en los Estados Unidos, que son los mayores del mundo. Cuan mayores sean las economías y los mercados financieros donde comienza una crisis, es posible que sea mayor su impacto mundial.

Pero también es importante considerar el grado de interrelación de los mercados financieros a escala internacional, factor que ayuda a explicar el fenómeno de contagio y transmisión y la posibilidad de que se genere una crisis sistémica. Precisamente por eso, en este libro se plantea el estudio de las grandes crisis en el contexto de la historia global. Pero ¿cuál es la naturaleza del contrapunto entre lo nacional e internacional? Esta es una pregunta difícil de contestar pero esencial. En el caso de la crisis de 2008, por ejemplo, se argumenta que las causas inmediatas fueron domésticas porque se fincaban en el debilitamiento de los gigantescos mercados inmobiliarios de los Estados Unidos, aunque no hay duda que también

se vinculaban con el fenómeno de la globalización contemporánea que se expresó en los enormes flujos de capitales que llegaron del exterior a alimentar los mercados crediticios y bursátiles en ese país.

Es temprano para tener seguridad sobre la naturaleza del desenlace de la actual crisis aunque ya es evidente que su anatomía es bastante singular y contiene una combinación muy compleja de factores: en 2008 se entrelazaron una enorme crisis hipotecaria con pánicos bancarios, derrumbes bursátiles y una fuerte recesión mundial que ha amenazado con convertirse en una depresión. En algunas naciones de la periferia se iluminaron algunas señales de crisis cambiarias en potencia, pero significativamente hasta la fecha no se han producido ni crisis de deudas externas ni crisis bancarias en dichos países. Al contrario, tanto Asia como Medio Oriente como Latinoamérica, han demostrado una considerable fortaleza. ¿Quiere decir esto que la periferia pueda sufrir menos que el centro en el torbellino financiero actual? Sin duda, para los países en vías de desarrollo, ésta es una pregunta clave que aún no tiene respuesta.

La trepidante situación actual ha obligado a replantear problemas y diagnósticos tradicionales sobre las causas del derrumbe financiero y, aún, sobre el futuro del capitalismo en años venideros. Nuestro texto ofrece una muestra del amplio espectro de estudios y fuentes de información sobre las mayores crisis del último siglo y medio. Pero dada la complejidad de los temas bajo consideración, nos parece fundamental proporcionar sugerencias de lecturas adicionales que pueden ser de utilidad. Por ello, y como complemento del libro, hemos incluido una bibliografía selecta al final del libro. Para los interesados también hemos elaborado una pequeña [página web](#)<sup>6</sup> que remite a una buena parte de la literatura de referencia así como tablas y gráficas estadísticas que pueden ser de interés para aquellos lectores que desean ahondar en esta temática y efectuar sus propias exploraciones. Ello permite aligerar el texto pero permite contar con acceso a bibliografía y materiales de apoyo esenciales.

## Pasado, presente y teoría

Antes de iniciar nuestro recorrido histórico, conviene hacer unas pocas preguntas sencillas pero esenciales que nos remiten a la literatura económica que pueden ayudar a la hora de interpretar los grandes colapsos financieros que se analizan en las páginas que siguen. Para comenzar, y en corto, conviene plantearse cómo se define una *crisis económica*, pregunta que tiene múltiples respuestas posibles. En principio, una explicación ortodoxa indica que se refiere a un severo ajuste en las tendencias de crecimiento de una economía, que puede ser de corta o mediana duración. Si se prolonga más de un año e implica una caída del producto bruto interno (PIB) de varios puntos porcentuales, es frecuente que se clasifique como una *recesión*. Si se alarga aún más, con efectos realmente devastadores, puede considerarse que se ha convertido en una *depresión*.<sup>7</sup> A lo largo del último siglo, casi todos los países han sufrido múltiples crisis y algunas recesiones, pero las depresiones suelen ser infrecuentes. Cualquiera de estos desequilibrios suele tener una manifestación local pero en determinadas circunstancias también pueden transmitirse, con réplicas en otros mercados y naciones, y convertirse en un fenómeno internacional. Evitar una depresión global ha sido la meta principal de los dirigentes políticos y de los bancos centrales en el período que ha seguido al estallido de la crisis en septiembre de 2008.

En segundo lugar, conviene preguntar cómo se originan las crisis económicas y más precisamente por qué suele ser en los mercados financieros donde se observan los primeros síntomas de colapso. A todas luces, ello se debe fundamentalmente al rol crucial del sistema de crédito en cualquier economía moderna. El crédito es, en efecto, el componente esencial

del sistema nervioso del cuerpo de las finanzas y de la economía de cualquier país. Cuando el crédito se ve afectado por una caída abrupta de precios (en los mercados de valores o de activos), el efecto puede ser desgarrador y producir una convulsión que desemboque en una severa crisis económica. La metáfora médica suele aplicarse para describir aspectos de las crisis, y de allí también sea habitual hablar de grados de *contagio* y mecanismos de difusión con objeto de determinar si el desequilibrio se localiza o se generaliza.

De lo que no hay duda es que el origen y los principales transmisores de las crisis suelen partir de los desequilibrios en el sistema financiero. Desde esta perspectiva, resulta importante tener presente que el conjunto de diagnósticos sobre la naturaleza específica de *las crisis financieras* es amplia y diversa. Para algunos de los mayores expertos contemporáneos en esta temática, es necesario prestar una atención especial al hecho de que en el capitalismo moderno los bancos están en el corazón de los sistemas financieros, y por ello su debilitamiento se convierte en disparador de los desequilibrios al resto de la economía. Las razones tienen que ver con las amplias vinculaciones que tienen los bancos con clientes, empresas y sectores económicos diversos, las cuales se describen en la jerga de los economistas como “externalidades”. En lenguaje llano, las quiebras bancarias suelen tener efectos de impacto diversos que incluyen el contagio de desconfianza en las firmas y mercados financieros, el empobrecimiento súbito de los clientes de los bancos, el debilitamiento de las balanzas de empresas que mantienen relaciones con un banco en problemas, las ventas masivas de activos en bolsa y, finalmente, la contracción del crédito.<sup>8</sup> El grado de intensidad de esta última es considerado determinante en la posibilidad de que se desate una recesión o depresión.

Si bien no hay duda que los bancos son actores fundamentales en los sistemas de crédito, la historia de las crisis financieras demuestra que son eventos en extremo complicados y diversos y requieren ir más allá del análisis de los pánicos y las quiebras



bancarias. Por este motivo en el presente libro hacemos frecuente referencia a las lecciones de grandes expertos contemporáneos, entre ellos, Michael Bordo y Barry Eichengreen, quienes han insistido en la importancia del estudio histórico de la *compleja anatomía de las crisis financieras* en el tiempo largo. Ellos han argumentado que éstas se componen de desequilibrios en diferentes mercados financieros: pánicos bursátiles, pánicos bancarios, crisis cambiarias, crisis de deudas soberanas, y crisis hipotecarias.<sup>9</sup> En diferentes ocasiones, se combinan una con otras, por lo que se puede hablar de *crisis gemelas*, que son más severas (Ver Gráfica I.1). Evidentemente, las crisis mayores o *sistémicas* suelen contener todos estos componentes, y es precisamente por ello que son tan devastadores.

Otro elemento fundamental que salta a la vista cuando se analizan las crisis financieras mayores es que no resulta posible ni razonable pensar en una causalidad única. Las crisis globales tienen múltiples causas y también diversas consecuencias. De allí que un enfoque lineal o unilateral en términos teóricos tiene una utilidad limitada para explicar estos cataclismos. Por ello son de importancia las comparaciones y el intento por establecer paralelos y/o contrastes. En un trabajo reciente muy citado, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff analizan dos siglos de *crisis bancarias* tanto en países avanzados como en la periferia, y curiosamente sus datos refuerzan una tesis clásica que encuentra que las crisis bancarias *sistémicas* (en varios países a la vez) siempre son precedidos por períodos de auge, incluyendo burbujas bursátiles y de mercados inmobiliarios, así como un fuerte aumento en los flujos internacionales de capitales y la disponibilidad del crédito, antes del desplome.<sup>10</sup>

Éste enfoque es similar a la tesis de Christian Suter, quien escribió uno de los trabajos pioneros más completos sobre los *ciclos de deuda* a nivel mundial (*Debt Cycles in the World-Economy*<sup>11</sup>) desde principios del siglo XIX hasta fines del siglo XX. Este investigador suizo encontró que todas las grandes crisis de deuda soberana eran precedidas por fases de rápida expansión o globalización financiera. Sin embargo, otros investigadores -más inclinados a la

macroeconomía- han señalado que los estudios de largo plazo indican que es necesario analizar con mucho cuidado la relación entre ciclos financieros y tendencias productivas para determinar cuando los primeros inciden de manera determinante sobre la economía real. Este contrapunto en las discusiones nos demuestra que es útil enlazar los estudios recientes sobre la secuencia de crisis (mayores y menores) de los últimos dos decenios con la literatura más tradicional que recogía el debate sobre la naturaleza de los ciclos económicos en el tiempo largo. Y precisamente por ello es importante tener en cuenta la multiplicidad de escuelas económicas, políticas e históricas que han analizado las crisis en el pasado y también en el presente.

¿Cuáles serán las consecuencias de la crisis de 2008 y 2009 a nivel nacional y global? Estas son grandes preguntas que todo el mundo se plantea hoy en día y las retomamos en el epílogo de este libro. En América Latina- desde donde se escribe este libro- no se trata solamente de debatir cuánto puede durar la crisis sino también cual será el diseño de la nueva arquitectura monetaria y financiera y cómo podrá influir en nuevas estrategias de desarrollo, con especial atención a las necesidades perentorias de impedir una peor distribución del ingreso y de detener el deterioro del medio ambiente. ¿Habrá un regreso a Bretton Woods, impulsado por los Estados Unidos, Europa y Japón? ¿Se impondrá de nuevo el keynesianismo en políticas públicas? ¿Podrán prosperar aquellas propuestas para que se reemplace al dólar como moneda de reserva mundial (como ha sugerido el Banco Central de China) con otros signos o canastas de divisas?

En los últimos dos decenios, el auge financiero mundial ha conducido a incontables excesos y a una tendencia hacia una fuerte concentración del ingreso, que impulsa un grado de desigualdad económica y social que es a la vez inmoral y peligroso. Ningún país se ha escapado a este proceso y por ello es fundamental reflexionar e interrogarse acerca de las causas y consecuencias de dicho fenómeno y de las formas en que las respuestas a la crisis

que sufrimos actualmente podrían influir en un cambio: por ejemplo contribuyendo a reducir la especulación financiera y alternativamente aumentando la inversión en bienestar social, salud y educación. En este sentido, nos parecen especialmente apropiadas las observaciones del economista canadiense, John Galbraith, en su breve y clásica historia del “crac” del 29. Galbraith señalaba en 1972, de manera claramente premonitoria para nuestra época:

“Como protección contra la fantasía y la demencia financieras, la memoria es mucho mejor que la ley. Cuando el recuerdo del desastre de 1929 se perdió en el olvido, la ley y la regulación no fueron suficientes. La historia es extremadamente útil para proteger a la gente de la avaricia de los demás y de la suya propia”.<sup>12</sup>

Hoy en día resulta meridianamente claro que durante los años de 1990 y principios del siglo XXI, los inversionistas, los banqueros centrales y privados y los dirigentes políticos se olvidaron de la historia. De allí que no previeron los peligros inherentes en las mayores burbujas bursátiles, inmobiliarias y financieras del capitalismo moderno, especialmente en los Estados Unidos. El estallido de la crisis en 2008 obliga a preguntar ¿qué pasó y por qué? Pero también sugiere que debe revisarse la experiencia financiera –en el largo plazo- para determinar si hay lecciones que aprender del pasado para pensar el presente y el futuro.

---

<sup>1</sup> Robert J. Barro y José F. Ursúa, “Stock Market Crashes and Depressions,” National Bureau of Economic Research Working Paper 14760, <http://www.nber.org/papers/w14760>.

<sup>2</sup> Uno de los estudios clásicos comparativos de la crisis financieras es sin duda Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, Nueva York, Basic Books, 1978.

<sup>3</sup> Niall Ferguson, *The Pity of War: Explaining World War I*, New York, Basic Books, 1998.

<sup>4</sup> Charles Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley, University of California Press, 1973.

<sup>5</sup> Un punto de referencia para comparaciones históricas es la obra de Michael Bordo, Claudia Goldin y Eugene White, *The Defining Moment: the Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago Press, 1998.

<sup>6</sup> Véase la página La Crisis/The Crisis en sitio Internet de la Biblioteca y del Centro de Estudios Económicos de El Colegio de México: <http://www.colmex.mx/>

<sup>7</sup> Para una discusión reciente ver Gonzalo Fernández de Córdoba y Timothy J. Kehoe, “La Crisis Financiera Actual: ¿Qué debemos aprender de las Grandes Depresiones,” Junta de Andalucía, Proyecto de Excelencia P07-SEJ-02479, con traducción al inglés publicado por Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 421, febrero de 2009 en [web.usal.es/~gfdc](http://web.usal.es/~gfdc) y en [www.econ.umn.edu/~tkehoe](http://www.econ.umn.edu/~tkehoe)

<sup>8</sup> Ver el magnífico estudio y diagnóstico reciente por un grupo de cinco expertos que han reflexionado sobre algunas de las lecciones de la crisis financiera contemporánea: Markus Brunnermeier, Andrew Crochet, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud, Hyum Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Ginebra International Center for Monetary and Banking Studies y CEPR, (Geneva Reports on the World Economy no. 11) julio 2009.

<sup>9</sup> Bordo, Michael y Barry Eichengreen, “Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of financial Globalization”, Working Paper National Bureau of Economic Research, 8716, <http://www.nber.org/papers/w8716>

<sup>10</sup> Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace”, NBER Working Paper No. 14587, December 2008.

<sup>11</sup> Christian Suter, *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820—1990*, Boulder, Colorado, Westview, 1992. Ver también un enfoque similar en Carlos Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, Madrid, Alianza, 1992.

<sup>12</sup> John Kenneth Galbraith, *El crac del 29*, Barcelona, Editorial Ariel, 1972, p. 9.