

EL PROCESO DE AJUSTE ECONÓMICO DESPUÉS DE CRISIS FINANCIERAS:  
UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

## EL PROCESO DE AJUSTE ECONÓMICO DESPUÉS DE CRISIS FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Este artículo ha sido elaborado por Galo Nuño, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La severidad de los desequilibrios financieros generados en las economías avanzadas durante la fase expansiva previa estuvo en el origen de la crisis actual y explica que desde el año 2008 un elevado número de países desarrollados haya experimentado la recesión más profunda de las últimas décadas y que la recuperación se esté produciendo a un ritmo extremadamente lento. En el gráfico 1 se ilustran la fuerte contracción en el crecimiento del PIB y el notable repunte de la tasa de desempleo, para los casos de Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro.

La literatura económica ha puesto de manifiesto que las recesiones asociadas a crisis financieras resultan especialmente agudas y prolongadas<sup>2</sup>. Estos trabajos subrayan que las recesiones asociadas a crisis financieras son el resultado de expectativas excesivamente optimistas sobre el crecimiento de la renta y la riqueza, que propician una expansión muy pronunciada del crédito y del apalancamiento de los agentes privados. Cuando estas expectativas no se materializan, se produce una brusca corrección del gasto privado —tanto mayor cuanto más amplios sean los desequilibrios acumulados en los balances privados— y la posterior recuperación de la economía debe apoyarse prioritariamente en la demanda pública y en la externa, mientras dura el proceso de saneamiento de la posición financiera de familias y empresas. Como se aprecia en el gráfico 1, tras la crisis actual se ha producido una importante recuperación del saldo ahorro-inversión del sector privado, en paralelo con un deterioro del saldo público, resultante del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la adopción de medidas fiscales discrecionales encaminadas a atenuar el impacto de la recesión.

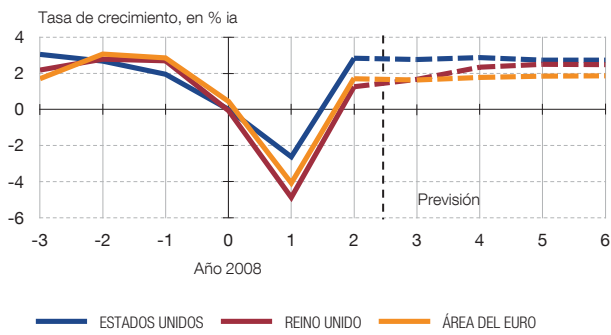
Dada la similitud que se observa entre las dinámicas económicas de los distintos países en el episodio actual, en este artículo se analiza en qué medida este patrón de ajuste está en consonancia con la evidencia histórica de crisis anteriores y cuál es el perfil de evolución previsible en la recuperación actual. Para ello, se utiliza una base de datos con información de 46 crisis financieras ocurridas en el período que se extiende desde 1980 hasta 2008 y se estudia la dinámica de las principales variables macroeconómicas tras el inicio de una crisis. Las características de las fases de recuperación de las economías después de un período recesivo dependen, en gran medida, de la naturaleza de la expansión que precedió a la recesión —y, por tanto, de los desequilibrios presentes en la economía— y del marco de políticas macroeconómicas vigente. Por este motivo, en el presente artículo se exploran las diferencias en el perfil de recuperación tras una crisis financiera en función de la posición externa de la economía (con déficit o superávit por cuenta corriente) y del régimen de tipo de cambio al comienzo de la crisis.

El grado de sincronización de las crisis es un elemento que condiciona decisivamente el perfil de la recuperación. Esto supone un obstáculo adicional en la coyuntura actual, en la que la recesión ha adquirido un carácter global y muchas economías avanzadas aún están lastradas por la existencia de desequilibrios. Así, cuanto más global sea la crisis, menor será el papel potencial de la demanda externa en la salida de la misma. Los episodios incluidos en la muestra de crisis financieras empleadas en este artículo no han alcanzado la

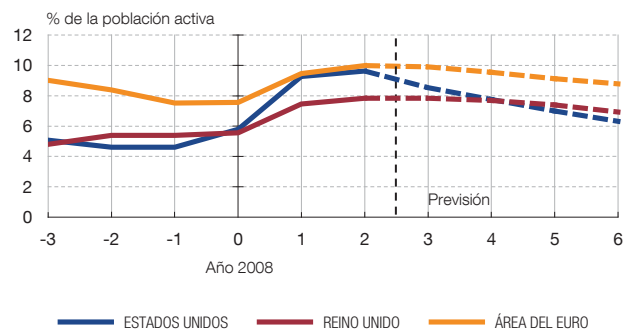
<sup>1</sup> El autor desea agradecer la asistencia técnica de Gabriel Aparicio, Álvaro Claudio y Richard Doval.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Terrones et ál. (2009) y las referencias allí citadas.

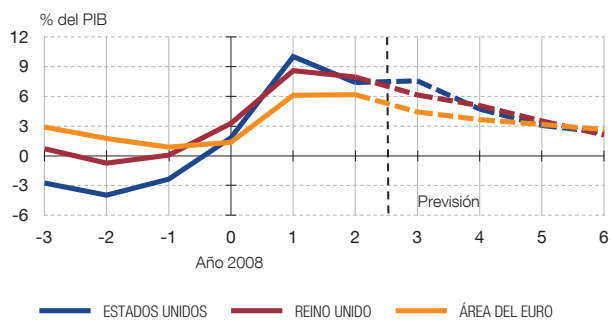
PIB



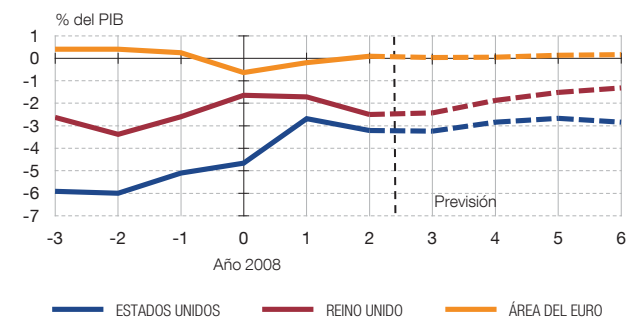
DESEMPLEO



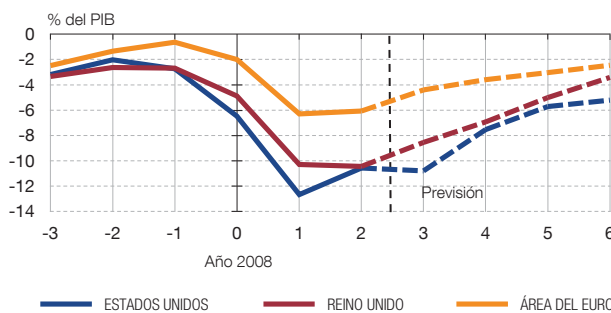
SALDO PRIVADO (b)



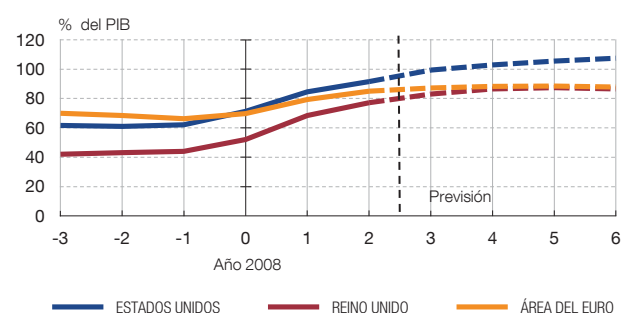
SALDO EXTERNO



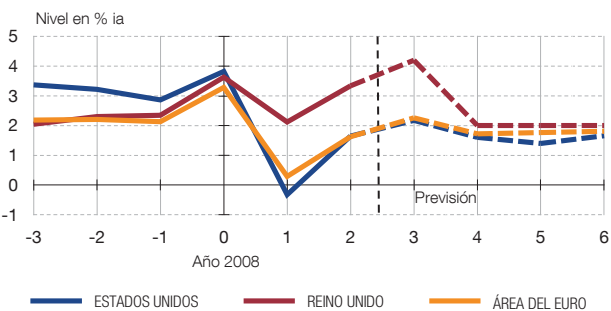
SALDO PÚBLICO



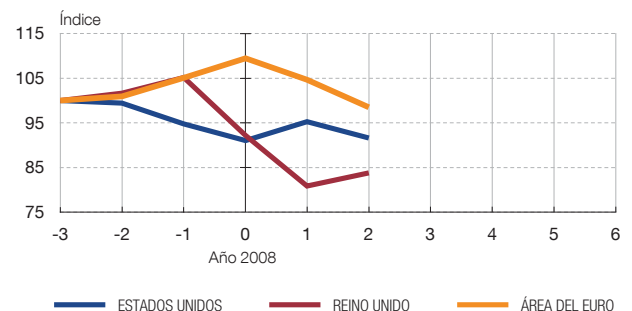
DEUDA PÚBLICA



INFLACIÓN



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: World Economic Outlook (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

- a Los datos correspondientes a las previsiones provienen de FMI (WEO abril 2011). El año 0 corresponde al año 2008.
- b El saldo privado se calcula como la diferencia entre el saldo por cuenta corriente y el saldo público.

extensión geográfica de la actual. Esta se ha comparado con la Gran Depresión de 1929-1933 —la última gran crisis financiera de carácter global—, que propició un período prolongado de estancamiento económico y que sigue constituyendo una importante referencia en el diseño de las políticas macroeconómicas. Por este motivo, se incluye un recuadro que repasa el origen y la evolución de la crisis de 1929 (con especial énfasis en Estados Unidos, a la sazón eje central del sistema monetario internacional) y el papel de las políticas macroeconómicas y del régimen del patrón oro en la génesis y resolución de aquella crisis.

La comparación de la recuperación actual con otras fases de salida de crisis financieras puede permitir evaluar mejor las perspectivas de crecimiento a corto y a medio plazo, y explicar las dificultades que las economías avanzadas están teniendo para retomar, de un modo sostenido, tasas de crecimiento similares a las del período previo a la crisis.

## Aspectos metodológicos

El análisis de los procesos de ajuste macroeconómico tras crisis financieras presentado en este artículo descansa en la compilación de una base de datos con información sobre las principales variables macroeconómicas en episodios de crisis financieras en diversos países —tanto avanzados como emergentes— durante el período 1980-2008. Conviene enunciar los aspectos metodológicos más relevantes del ejercicio realizado. En primer lugar, la datación de las crisis financieras se basa en el enfoque de Reinhart y Rogoff (2009), quienes definen una crisis financiera como una situación en la que se produce la liquidación, fusión, adquisición o rescate, con intervención del sector público, de una o más entidades financieras, sea o no consecuencia de un pánico bancario<sup>3</sup>. Con los datos disponibles, se han identificado 46 crisis financieras en 29 países.

Se han utilizado dos criterios para dividir la muestra de episodios de crisis financieras: el signo del saldo de la cuenta corriente y el régimen cambiario existentes en el momento previo al desencadenamiento de la crisis. La muestra incluye 34 crisis en las que el país correspondiente partía de una situación de déficit por cuenta corriente; de ellas, 24 ocurrieron en países con tipos de cambio fijo, y las diez restantes, en economías con tipos flexibles. Los doce episodios restantes tuvieron lugar en países que registraban superávit por cuenta corriente al inicio de la crisis. En este caso, debido a su reducido número, no se realiza ninguna subdivisión<sup>4</sup>.

El artículo se centra en el análisis de la evolución seguida por diversas variables macroeconómicas en torno al momento de ocurrencia de la crisis financiera, de acuerdo con la datación realizada<sup>5</sup>. Para ello, en los gráficos donde se muestran los principales resultados se presentan el valor medio de cada variable en los distintos episodios y una banda que indica una desviación estándar respecto a dicha media. Para facilitar la comparación entre episodios, todas las variables se normalizan tomando como cero el año previo al inicio de la crisis, con excepción de la tasa de crecimiento del PIB y la inflación, que se presentan en desviaciones con respecto a sus medias de largo plazo<sup>6</sup>.

3 En la terminología de Reinhart y Rogoff (2009), a estos episodios se les denomina «crisis bancarias».

4 Los episodios considerados incluyen 15 casos de crisis en economías desarrolladas y 31 en emergentes.

5 Las variables utilizadas y sus fuentes son las que se indican seguidamente. PIB real: *World Economic Outlook* (WEO); inflación: WEO y Economist Intelligence Unit (EIU); saldo externo (saldo de la balanza por cuenta corriente): WEO; saldo público: WEO y EIU; deuda bruta pública: WEO; tasa de desempleo: Banco Mundial, WEO y EIU; tipo de cambio efectivo real: Reinhart y Rogoff (2009).

6 La normalización se lleva a cabo del siguiente modo. Para las series en tasa de crecimiento interanual (crecimiento del PIB e inflación), se calcula la diferencia respecto a un promedio. Para el PIB, el promedio usado corresponde a las tasas de crecimiento del mismo durante los diez años anteriores a la crisis. Para la inflación, este promedio es de los tres años anteriores. En el resto de variables se resta el valor obtenido en el año anterior a la crisis, de modo que dichas variables tienen valor cero en ese punto.

Finalmente, cabe destacar que el ejercicio realizado adolece de algunas limitaciones. Por un lado, la muestra presenta una notable heterogeneidad: en particular, los episodios contemplados incluyen crisis experimentadas tanto por países desarrollados como por emergentes. Es bien sabido que en períodos de estrés las economías emergentes tienden a enfrentarse a dificultades severas en el acceso a la financiación, sobre todo externa, lo que tiende a agudizar la magnitud del ajuste. Por otro lado, los criterios de ponderación y normalización utilizados no tienen en cuenta el peso económico de cada país considerado ni la magnitud y profundidad de las diferentes crisis, por lo que los resultados reflejan las dinámicas de ajuste ante una «crisis financiera media», pero no permiten valorar la incidencia de la intensidad de la crisis sobre el perfil de evolución de las variables macroeconómicas. Ambas limitaciones obligan a interpretar los resultados del análisis con una cierta cautela.

### La dinámica del ajuste macroeconómico tras una crisis financiera

La actual crisis no es, en absoluto, la primera crisis financiera del período de postguerra, si bien ha alcanzado una severidad y un grado de sincronización sin precedentes posteriores a la Gran Depresión. No obstante, el episodio actual comparte algunas características con recesiones ocurridas en las últimas décadas que, aunque han revestido un carácter más local y han tenido una menor profundidad, han estado también vinculadas a crisis financieras. Así, al final del último ciclo expansivo numerosas economías desarrolladas —y algunas emergentes— presentaban una situación caracterizada por un elevado endeudamiento de los agentes privados —como resultado de un período prolongado de expansión crediticia— y una sobrevaloración de activos. Estos rasgos estuvieron también presentes, en diverso grado, en las crisis financieras acaecidas en las tres últimas décadas. Por este motivo, resulta relevante conocer cuál fue el patrón de ajuste posterior.

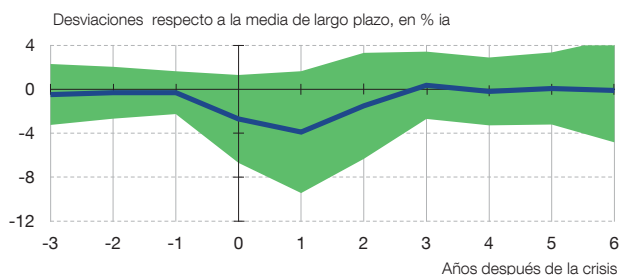
### EL PAPEL DEL SALDO EXTERIOR: PAÍSES CON DÉFICIT FRENTE A PAÍSES CON SUPERÁVIT

El proceso de recuperación tras una crisis financiera se caracteriza —en comparación con los que tienen lugar tras una recesión causada por otro tipo de perturbación— por una marcada recomposición de los balances de empresas y familias, que contribuye a la atonía prolongada de la demanda interna, y por el saneamiento de las cuentas de las entidades bancarias. No obstante, como se mencionó en la introducción, la naturaleza de los desequilibrios presentes en la economía al comienzo de la crisis condiciona la senda de las principales variables macroeconómicas en la fase de recuperación. En particular, las necesidades de financiación exterior al comienzo de la crisis —reflejadas en una balanza por cuenta corriente negativa— constituyen un determinante importante en la dinámica de salida de la recesión.

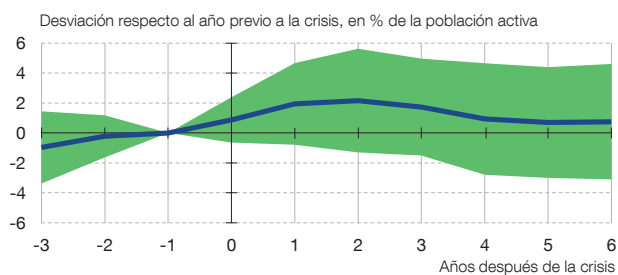
En los gráficos 2 y 3 se presenta el perfil de evolución promedio de un conjunto de variables macroeconómicas en el período posterior al desencadenamiento de una crisis financiera, distinguiendo entre la evolución en países que presentaban un déficit por cuenta corriente al comienzo de la crisis y en economías que exhibían un saldo exterior positivo. Las bandas de color verde dan una idea de la dispersión del comportamiento medio y, por lo tanto, de la significatividad de los resultados. La principal diferencia entre los patrones de ajuste en ambos casos estriba en la marcada corrección del saldo externo que se produce en aquellos episodios que tuvieron lugar en países deficitarios, mientras que en las economías con superávit no solo no se produce dicha corrección, sino que el saldo exterior se deteriora ligeramente tras el inicio de la crisis.

La razón para este comportamiento diferencial es que, en el caso de los países deficitarios, donde la fase expansiva está financiada por capital externo, las crisis financieras

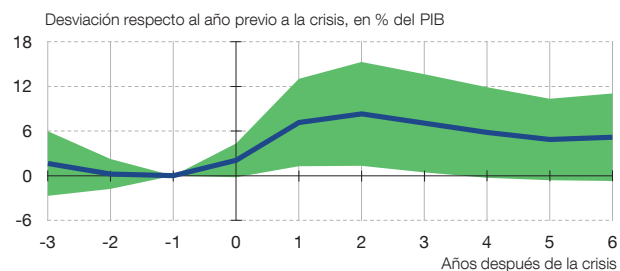
PIB



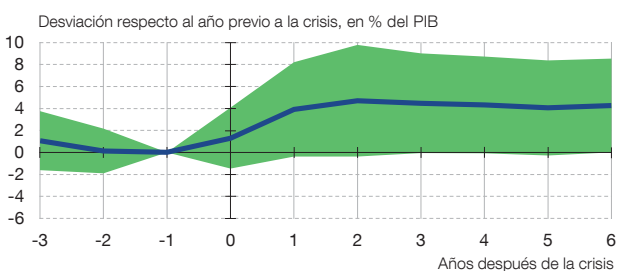
DESEMPLEO



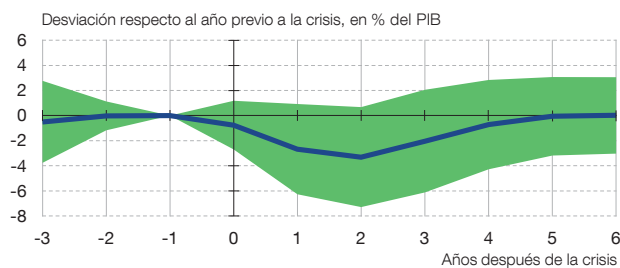
SALDO PRIVADO



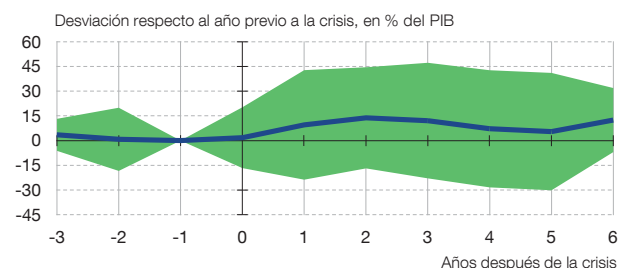
SALDO EXTERNO



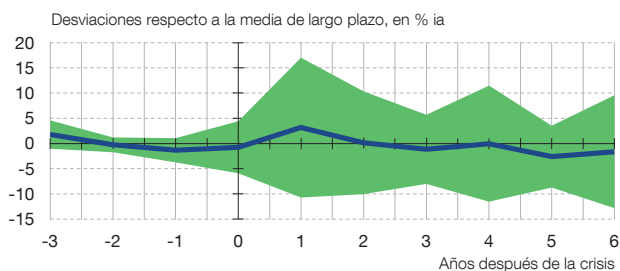
SALDO PÚBLICO



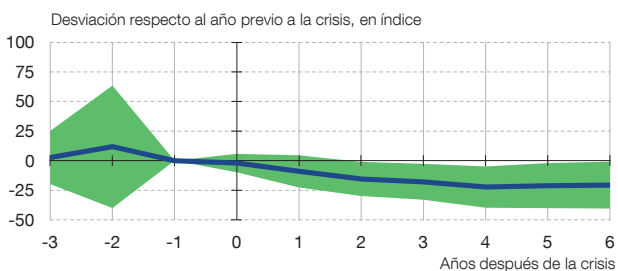
DEUDA PÚBLICA



INFLACIÓN



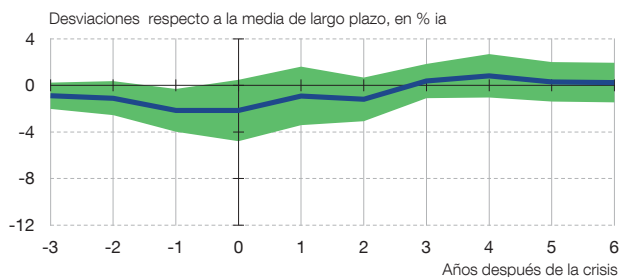
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



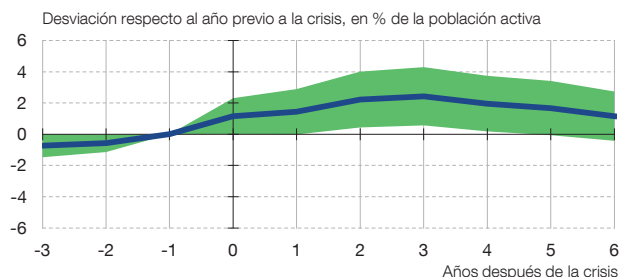
FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

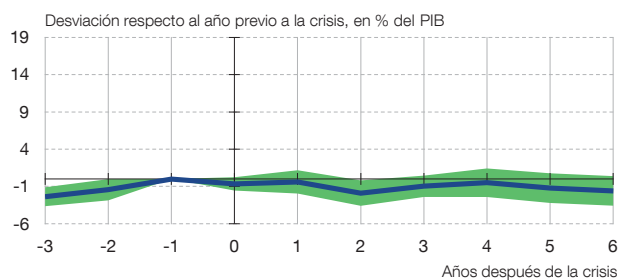
PIB



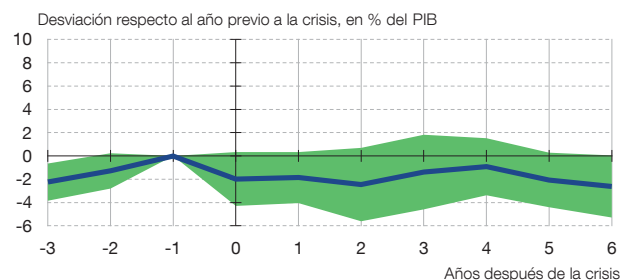
DESEMPLEO



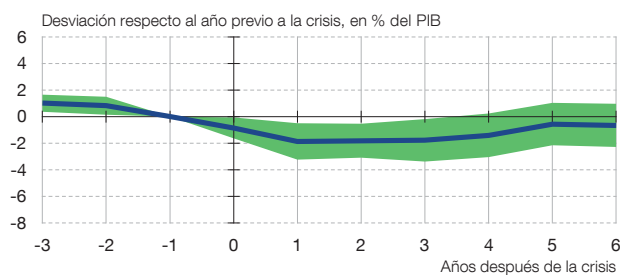
SALDO PRIVADO



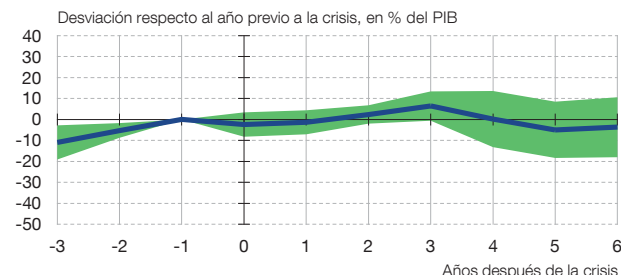
SALDO EXTERNO



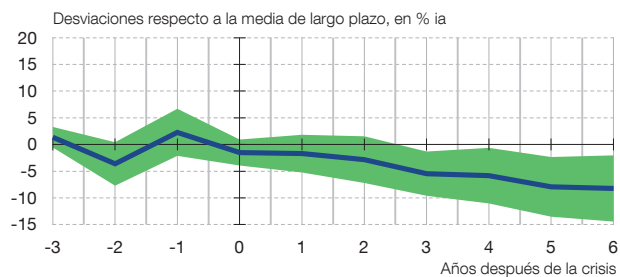
SALDO PÚBLICO



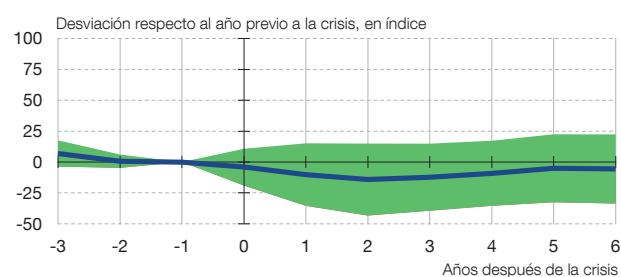
DEUDA PÚBLICA



INFLACIÓN



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

favorecen una disminución de las entradas de capitales extranjeros, por lo que la financiación del déficit exterior se reduce, forzando al sector privado (hogares y empresas) a reducir su consumo e inversión<sup>7</sup>. Como señalan Kaminsky y Reinhart (1999), en las recesiones que se producen tras un período prolongado de expansión sostenido por un crecimiento pronunciado del crédito y por entradas de capitales no es infrecuente que la crisis del sector bancario acabe dando lugar a una crisis cambiaria (*twin crisis* o crisis gemelas), en la que los inversores extranjeros intentan liquidar rápidamente sus posiciones internas. Como se aprecia en el gráfico 2, en los episodios de crisis que han afectado a países deficitarios la intensidad del proceso de saneamiento del sector privado permite compensar el deterioro de las finanzas públicas asociado a las crisis, de modo que el saldo por cuenta corriente experimenta una mejoría en relación con la situación previa. El deterioro fiscal observado es el resultado de la caída de ingresos impositivos, derivada de la contracción de la actividad y, en algunos casos, del incremento del gasto público (por ejemplo, de los subsidios de desempleo). También las medidas de estímulo fiscal aplicadas para contener la crisis pueden contribuir a este deterioro fiscal, si bien las dificultades de financiación suelen inducir, sobre todo en las economías emergentes —y, en particular, en las que presentaban elevadas necesidades de financiación—, un sesgo contractivo en la política fiscal en períodos de estrés financiero<sup>8</sup>.

Por su parte, en el caso de los episodios de crisis experimentados por países con superávit, el ahorro interno disponible en estas economías al inicio de la crisis proporciona un mayor margen de maniobra en el ajuste. Al no depender del ahorro exterior, estas economías son menos vulnerables a las perturbaciones externas y tienen mayor capacidad para poner en marcha medidas estabilizadoras. En el gráfico 3 se aprecia —para el promedio de los episodios de crisis que han afectado a países con superávit corriente— que el aumento del déficit público no se ve compensado por una mejora del ahorro privado, de modo que, a diferencia de lo observado en las crisis de países deficitarios, no se produce una mejora del saldo externo. Por otro lado, también es reseñable la menor contracción en términos de PIB de las crisis que afectan a países con superávit, lo que sería también indicativo de ese mayor margen de maniobra para poner en marcha políticas de estímulo a la demanda interna.

#### EL PAPEL DEL TIPO DE CAMBIO: FIJOS FRENTE A FLEXIBLES

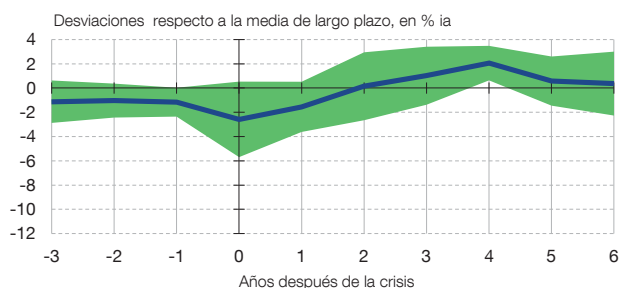
Junto con la dependencia de la financiación exterior, otro factor que condiciona el patrón de ajuste tras una crisis financiera es el marco de políticas macroeconómicas, y en particular el régimen de tipo de cambio y la estrategia de política monetaria. En los gráficos 4 y 5 se presenta el patrón de ajuste promedio tras las crisis financieras padecidas por países deficitarios, en función del régimen de tipo de cambio en vigor en el momento de la crisis. En principio, los países con tipos de cambio flexibles están más expuestos a sufrir un fuerte ajuste cambiario. No obstante, aquellas economías con tipos de cambio fijo también pueden estar sometidas a importantes presiones depreciatorias, que pueden derivar, eventualmente, en una crisis cambiaria, si no logran defender la paridad. Como contrapartida de la mayor variabilidad del tipo de cambio, los países con flexibilidad cambiaria disponen de una mayor capacidad en la instrumentación de la política monetaria para hacer frente a los efectos de las crisis. No obstante, también en ocasiones los países con tipo de cambio flexible han tenido que instrumentar políticas monetarias contractivas (incrementos en los tipos de interés) en situaciones de estrés, para mitigar la salida de

7 En algunos casos, principalmente en economías emergentes, pueden llegar a producirse procesos de «frenazos repentinos» (*sudden stops*). Véase, por ejemplo, Aguiar y Gopinath (2007).

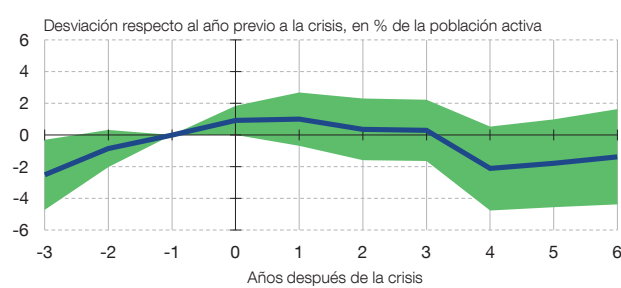
8 Véase Alberola y Montero (2006).



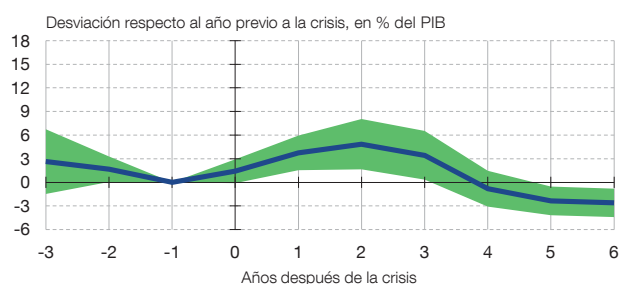
PIB



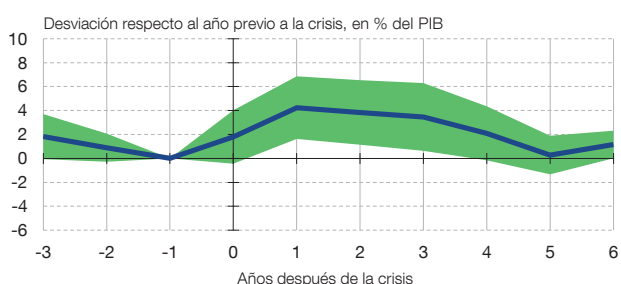
DESEMPLEO



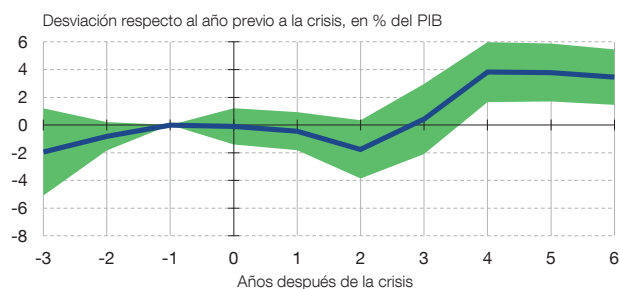
SALDO PRIVADO



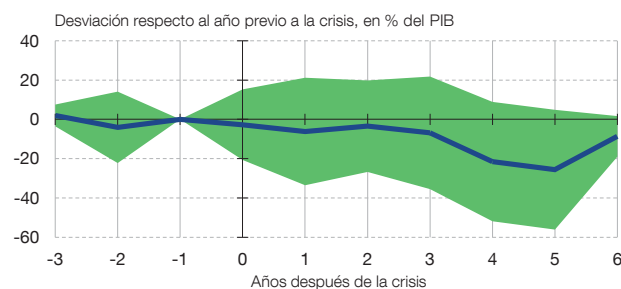
SALDO EXTERNO



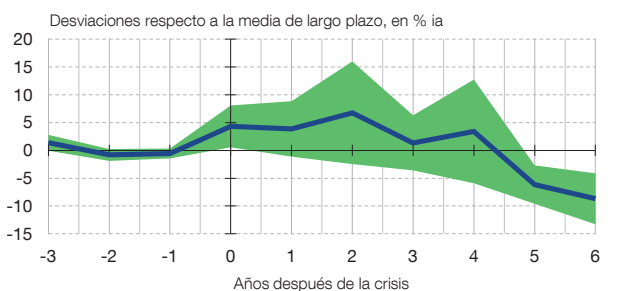
SALDO PÚBLICO



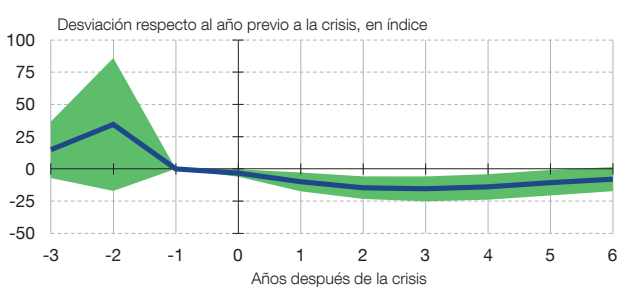
DEUDA PÚBLICA



INFLACIÓN



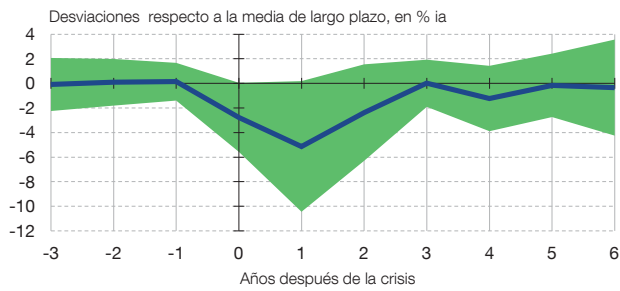
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



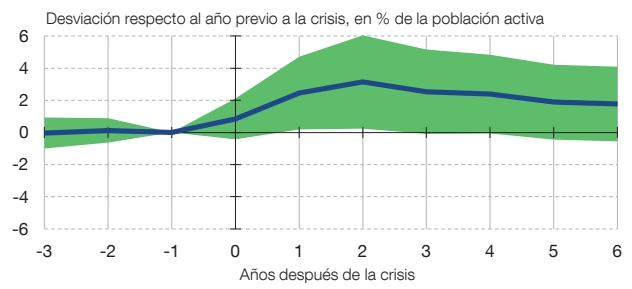
FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

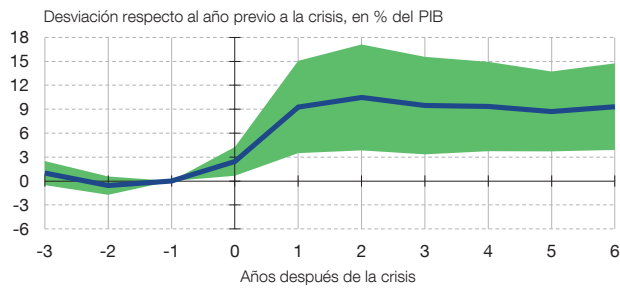
PIB



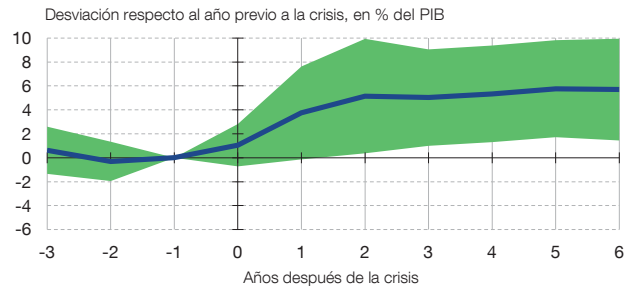
DESEMPLEO



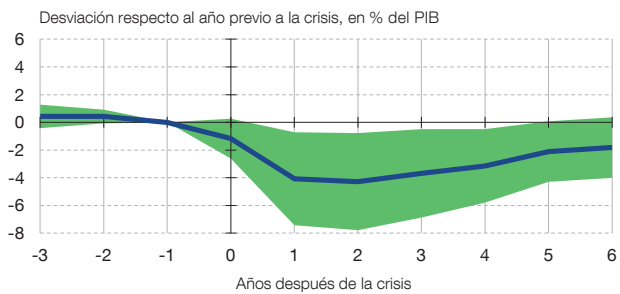
SALDO PRIVADO



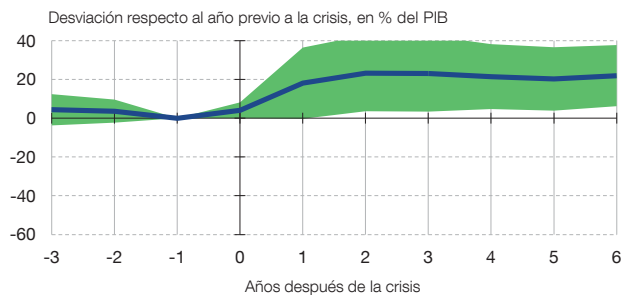
SALDO EXTERNO



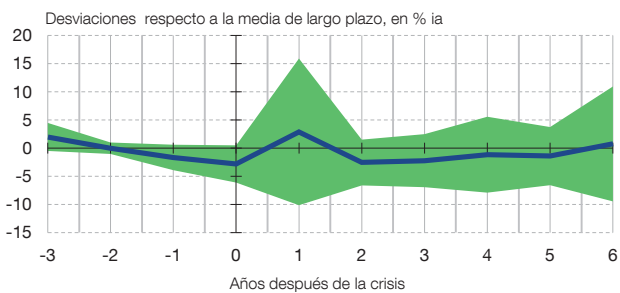
SALDO PÚBLICO



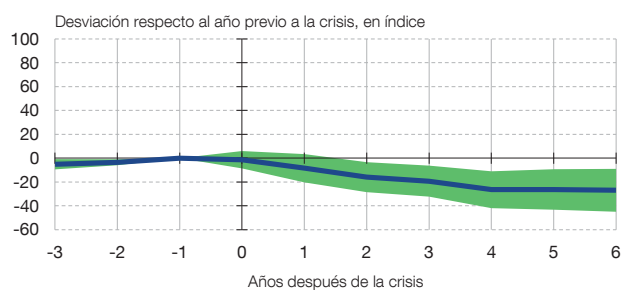
DEUDA PÚBLICA



INFLACIÓN



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

flujos de capitales. Además, la expansión monetaria como vía de ajuste, aunque potencialmente útil para acomodar el ajuste real, puede propiciar el desanclaje de las expectativas de inflación y llevar, en último término, a la persistencia de elevadas tasas de inflación, que acaben mermando el crecimiento en el largo plazo<sup>9</sup>.

La evidencia empírica muestra que en el momento de la crisis, los países deficitarios con tipo de cambio flexible experimentan una salida neta de capitales que contribuye a la depreciación de su tipo de cambio nominal y a la mejora de su competitividad, lo que facilita la corrección del déficit exterior en el corto plazo. Como se aprecia en el gráfico 4, la mejora de la balanza por cuenta corriente en los episodios de crisis en países deficitarios con tipos de cambio flexibles alcanza, en promedio, un 4 % del PIB. En paralelo, la depreciación tiene una incidencia inflacionista y la experiencia histórica muestra que los bancos centrales tienden a acomodar este impacto, facilitando unas condiciones monetarias más laxas, bien a través de menores tipos de interés nominales, bien acomodando la reducción de los tipos reales derivada del incremento de la inflación. Este sesgo expansivo de la política monetaria contribuye a mitigar el impacto sobre el sistema financiero y facilita la recuperación. En la muestra de episodios analizados, la tasa de inflación se situó, en promedio, 5 pp por encima de su media de largo plazo en el primer año posterior al inicio de la crisis (véase gráfico 4). Este aumento de la inflación contrarresta en parte la depreciación nominal, de modo que la depreciación del tipo de cambio real se revierte gradualmente. Este patrón de ajuste basado en la reducción de los tipos de interés reales, impulsada fundamentalmente por el aumento de la inflación, favorece la recuperación de la demanda privada en el grupo de países con tipos de cambio flexibles. Otro canal a través del cual la mayor inflación potencia la demanda es a través de la reducción de la carga de la deuda. No obstante, esta reducción depende del porcentaje de deuda en moneda local. Si la proporción de deuda denominada en moneda extranjera es elevada, la depreciación cambiaria puede contrarrestar tal impacto e, incluso, generar un severo deterioro del endeudamiento.

En promedio para los episodios analizados de crisis en países deficitarios con flexibilidad cambiaria, la crisis genera una caída media del crecimiento del PIB de 2 pp respecto a la tendencia y un aumento de la tasa de desempleo de 1 pp. Por su parte, el déficit público aumenta en 2 pp el segundo año tras la crisis. No obstante, esta tendencia se corrige a partir del tercer año en línea con la reducción del desempleo y el aumento de la tasa de crecimiento del PIB, por lo que el saldo público mejora a partir del cuarto año posterior a la crisis. En la muestra analizada, los episodios de crisis en países con tipo de cambio flexible generan efectos negativos menos persistentes y desaparecen aproximadamente a los tres años del inicio de la misma. Por otro lado, la ratio de deuda pública sobre PIB no aumenta a pesar del ligero deterioro fiscal, debido al impacto de la inflación sobre el *stock* de deuda nominal, sobre todo si está denominado predominantemente en moneda local.

En el caso de los países deficitarios que al inicio de la crisis cuentan con un régimen de tipo de cambio fijo, la política monetaria debe orientarse a mantener el compromiso cambiario, condicionando de este modo la senda de ajuste macroeconómico; en algunos de los casos —11 de 24 en la muestra— la paridad cambiaria fue finalmente abandonada, generalmente en contra de la voluntad inicial de las autoridades. El ancla cambiaria y la consiguiente restricción sobre los instrumentos monetarios tienen notables ventajas en los períodos de estabilidad, pero puede dificultar la estabilización de la economía tras la

---

9 Para una revisión de la literatura sobre los costes de la inflación, véase Woodford (2002).

crisis, una lección que se conoce bien desde la Gran Depresión, como muestra el recuadro 1. Como se observa en el gráfico 5, en la muestra analizada de episodios de crisis en países con tipo de cambio fijo la tasa de crecimiento del PIB cae en promedio 4 pp en relación con su media de largo plazo, el doble que en el caso de tipos flexibles, y tarda entre tres y cinco años en recuperar su ritmo de crecimiento histórico, mientras que el desempleo aumenta en 3 pp y se recupera muy lentamente. En contrapartida, tanto el mantenimiento de la paridad como el tono más contractivo de la política monetaria generan una caída de la inflación respecto a su media de largo plazo. La combinación de un tipo de cambio fijo y una menor inflación se traduce en una depreciación del tipo de cambio real y, por ende, en una mejora de la competitividad exterior de la economía. Este resultado apunta a que el comportamiento del tipo de cambio real es más favorable que en los países con tipos flexibles, donde, como se ha señalado, la depreciación nominal es contrarrestada parcialmente por el aumento de la inflación.

El deterioro del saldo público en porcentaje del PIB también ha resultado más intenso en los episodios de ajuste en países con tipo de cambio fijo que en presencia de flexibilidad cambiaria. Esto puede deberse a que, en el caso de las fases de recuperación de países con compromisos cambiarios, el papel de estímulo de la demanda privada recae en mayor medida sobre la política fiscal, al estar limitado el margen de actuación de la política monetaria por la defensa de la paridad. Adicionalmente, la combinación de un mayor deterioro fiscal con una menor inflación supone un mayor incremento de la ratio de deuda sobre producto —de 25 pp en promedio—, frente a lo que sucede en los regímenes con tipo flexible, donde esta ratio llega a reducirse (véase gráfico 4). Finalmente, el mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras más estrictas favorece un aumento más pronunciado del ahorro de los agentes privados, que contribuye a ampliar el saldo privado y el superávit exterior. Para el promedio de los episodios analizados, estos saldos se incrementaron en 10 pp y 5 pp, respectivamente, en relación con los previos a la crisis.

**El proceso de ajuste en las economías desarrolladas en la crisis actual a la luz de la experiencia histórica**

La crisis financiera ha alcanzado a gran número de economías, tanto desarrolladas como emergentes, si bien en estas últimas el impacto ha sido, en general, menos intenso y prolongado. Aunque el grado de sincronización internacional que ha mostrado hace difícil establecer paralelismos precisos con episodios precedentes, resulta útil evaluar en qué medida los perfiles de recuperación de las economías tras la última crisis responden a lo que cabría esperar de acuerdo con la experiencia histórica. El análisis de los patrones de ajuste de tres de las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, área del euro y Reino Unido) revela que, si bien, en términos generales, encajan cualitativamente con la experiencia histórica descrita en los epígrafes anteriores, existen algunas diferencias reseñables.

El ajuste mostrado por la economía británica es, quizás, el más asimilable al registrado en episodios pasados de crisis financieras en países deficitarios con flexibilidad cambiaria. Tras una crisis de una gran profundidad —reflejada en una contracción del PIB de en torno a 8 pp y un moderado aumento del desempleo, de alrededor de 2 pp— se produjo una acusada depreciación de la libra esterlina y la inflación se ha llegado a situar de modo persistente por encima del 4 %. Este nivel relativamente elevado de inflación ha supuesto, en un contexto de cierta estabilidad del tipo de cambio, una apreciación real en el último año considerado. Los estímulos fiscales se plasmaron en un aumento sustancial del déficit público, que fue compensado por el fuerte ajuste del sector privado, que ha pasado a tener una amplia capacidad de financiación, de modo que el saldo externo ha mejorado con respecto al período anterior a la crisis.

La actual crisis financiera se ha comparado reiteradamente con la Gran Depresión de 1929, no solo por su profundidad, sino también por su origen financiero y por el prolongado período de ajuste que conllevó. En las últimas décadas, la investigación sobre este período histórico ha propiciado la aparición de un cierto consenso en el mundo académico acerca de las causas de la misma y la efectividad de las distintas políticas en su resolución, si bien existen aún opiniones divergentes y el tema sigue siendo objeto de investigación<sup>1</sup>. También es importante subrayar que al hilo de la Gran Depresión se desarrolló la teoría keynesiana, sobre la que se ha sustentado buena parte del instrumental macroeconómico que ha fundamentado, en diversas etapas, el diseño de la política económica y que ha sido aplicada efectivamente tras la crisis actual.

Si bien la Gran Depresión se inicia en 1929, sus orígenes se remontan al final de la Primera Guerra Mundial, una década antes. Durante el conflicto bélico, muchos de los contendientes habían suspendido el sistema de «patrón oro», acuciados por las necesidades fiscales del esfuerzo de guerra y la escasez de metal. El patrón oro operaba aproximadamente desde 1874 y garantizaba la convertibilidad de las monedas nacionales en su equivalente en metal áureo, lo cual restringía notablemente el margen de maniobra de las políticas monetarias, subordinadas al mantenimiento de tal paridad. Aunque la suspensión del patrón oro se fundamentó en una emergencia económica, la elevada inflación y la mala situación de las economías europeas dificultaban su reinstauración tras la guerra. Sin embargo, las fuertes oscilaciones de los precios y tipos de cambios y la necesidad de disciplinar las expansiones fiscales durante el período 1919-1925 convencieron a las autoridades de la mayoría de los países de la necesidad de recuperar un ancla nominal que mantuviera la estabilidad de la inflación y los tipos de cambio, como había sucedido en el período prebélico<sup>2</sup>. De este modo, a lo largo de la década de los veinte, la mayor parte de los países europeos recuperaron la convertibilidad de sus monedas con el oro<sup>3</sup>. El Reino Unido lo reinstauró en 1925, con una paridad igual a la previa a la contienda, con el propósito de recuperar el papel de moneda central que tenía la libra antes de la guerra. La decisión de mantener la paridad previa implicaba una sustancial revaluación real

de la libra, que generó fuertes presiones deflacionistas y un proceso recesivo. Esto favoreció a su principal competidor comercial, Estados Unidos, que aumentó significativamente su cuota en el comercio internacional, pasando de una posición de déficit a otra de superávit a nivel externo. El superávit comercial, bajo el patrón oro vigente, implicaba la entrada de oro en Estados Unidos, y este excedente financiero se reinvertía en forma de créditos a Alemania y a Austria. Con estos préstamos, Estados Unidos facilitaba que Alemania y Austria pudieran satisfacer las reparaciones de guerra contraídas con Francia y Reino Unido por el Tratado de Versalles; y estos, a su vez, las deudas de guerra con los propios Estados Unidos.

Este circuito de crédito se vio favorecido por la política de bajos tipos de interés de la Reserva Federal estadounidense. Esta combinación de políticas facilitaba la convergencia de precios entre Reino Unido (a la baja) y Estados Unidos (al alza), en un entorno de concertación entre las autoridades monetarias de ambos países. Durante esa fase se aceleró la tendencia alcista en el mercado bursátil en Estados Unidos, impulsado por las buenas perspectivas económicas y por la entrada de nuevos capitales. A este proceso también contribuyeron los procesos de innovación financiera e integración internacional de los mercados. Así, por ejemplo, la popularización de la compra apalancada de acciones en Estados Unidos, es decir, la posibilidad de recibir créditos para comprar acciones (que se utilizaban, a su vez, como colaterales), favoreció la redirección de los flujos financieros privados desde Europa a los propios Estados Unidos, lo que generó problemas financieros en países como Alemania.

La percepción de que se estaba entrando en una fase expansiva descontrolada propició la decisión de la Reserva Federal de endurecer su política monetaria para retomar el control, lo que detuvo el crecimiento de la burbuja especulativa en el mercado y acabó provocando el hundimiento de la bolsa estadounidense y del resto de mercados bursátiles que desembocó en la crisis bursátil del 29. A partir de ese momento, la caída bursátil se trasladó a la economía norteamericana y mundial a través de un mecanismo de «acelerador financiero»<sup>4</sup>. La caída de los precios de los activos forzaba a los agentes a liquidar posiciones para conseguir efectivo y mejorar la solvencia, pero esa liquidación simultánea de posiciones deprimía aún más los precios de los activos, reduciendo el valor del colateral en los préstamos. Esto generó un aumento de las quiebras de bancos y empresas, reduciendo el crédito y la cantidad de dinero y amplificando el efecto de la recesión.

Las políticas económicas no reaccionaron adecuadamente y el sistema de patrón oro contribuyó a transmitir este proceso a escala internacional, magnificándolo. La contracción monetaria forzaba a los países a elevar sus tipos de interés para evitar quedarse sin reservas de oro, lo cual tendía a amplificar los efectos recesivos y deflacionarios de la depresión. Estados Unidos, que se había

1 En este recuadro no se pretende revisar el gran volumen de literatura existente, sino ofrecer un breve resumen. La visión aquí expuesta intenta recoger la tesis más extendida, desarrollada, entre otros trabajos, en Friedman y Schwartz (1963), Bernanke (1983), Romer (1992) y Eichengreen (1992). Otros autores, como Cole y Ohanian (2002), ofrecen explicaciones alternativas, destacando aspectos como la cartelización y el aumento de poder de negociación de los sindicatos para explicar la persistencia de la recesión.

2 Ha existido una disputa sobre si la inestabilidad cambiaria durante el período 1919-1925 fue causa de la inestabilidad económica, como sostenía Ragnar Nurske, o consecuencia, como afirmaba Milton Friedman. Véase Eichengreen (1996).

3 Los primeros países en recuperar la convertibilidad de sus monedas en oro fueron aquellos que habían experimentado los efectos de la hiperinflación: Austria (1923), Alemania y Polonia (1924) y Hungría (1925). Tras ellos vinieron las restantes grandes naciones y sus colonias: Inglaterra y Bélgica (1925), Italia (1927) y Francia (1928).

4 Véase Christiano, Motto y Rostagno (2004).

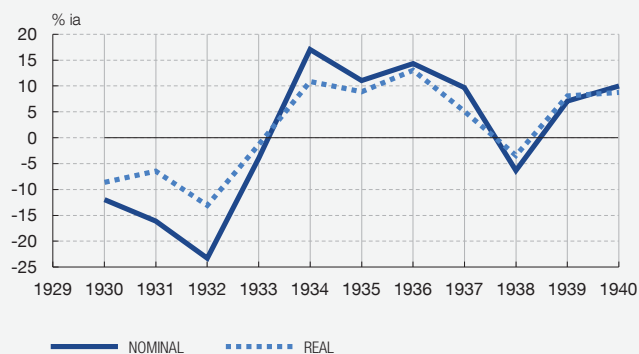
erigido tras la guerra como el nuevo país central del sistema monetario, podría haber seguido el ejemplo del Reino Unido en el siglo XIX, interrumpiendo temporalmente la convertibilidad para aumentar la liquidez en el sistema y actuar como «prestamista de última instancia» de bancos comerciales y otros bancos centrales. Sin embargo, las autoridades norteamericanas actuaron de modo pasivo hasta bien entrada la década de los treinta, lo que profundizó

la magnitud de la depresión y su duración. El gráfico adjunto recoge los principales indicadores económicos de Estados Unidos en el período posterior a 1929.

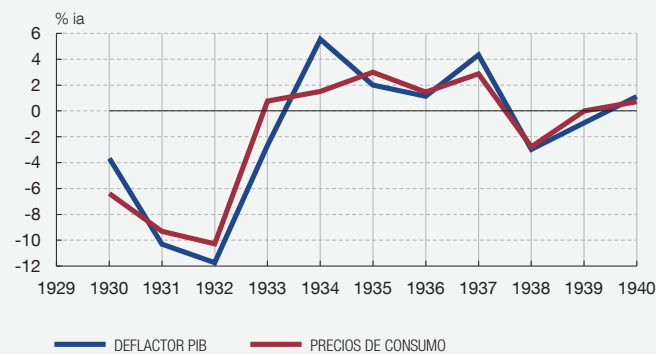
La salida de la crisis fue muy heterogénea, como lo fueron las políticas adoptadas. En 1931, países como Austria o Reino Unido abandonaron la convertibilidad con el oro, lo que se vio acompañado

EVOLUCIÓN ECONÓMICA DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN: ESTADOS UNIDOS

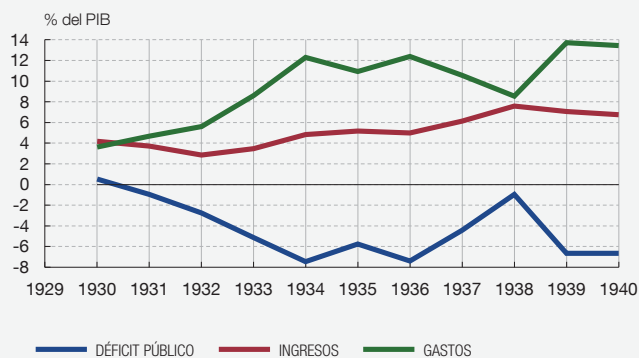
PIB



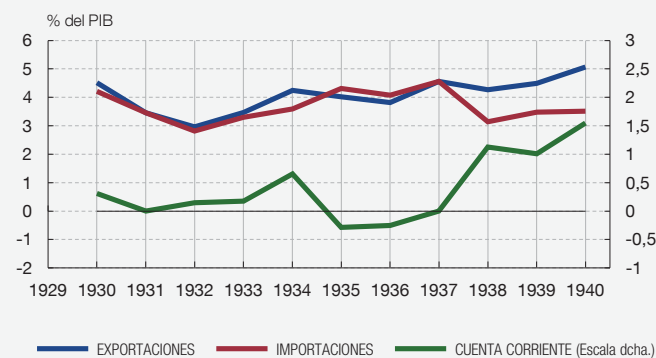
INFLACIÓN



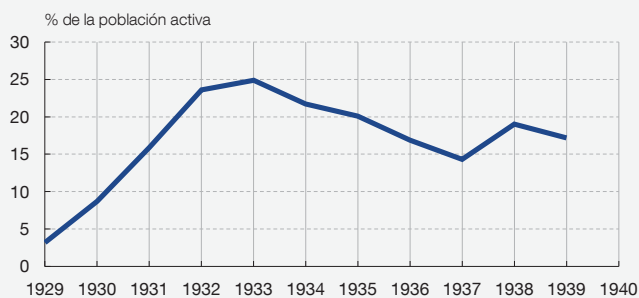
FINANZAS PÚBLICAS



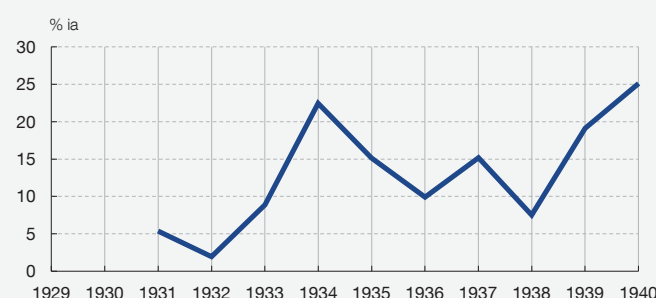
SALDO EXTERIOR



DESEMPLEO



BASE MONETARIA



FUENTES: Federal Reserve of St. Louis e International Historical Statistics.

por una recuperación económica en estos países, consecuencia de la expansión monetaria que siguió al abandono. La expansión monetaria contribuyó a mejorar las condiciones de financiación y desbloqueó la oferta de crédito, lo que facilitaba la recuperación de la inversión y el consumo; por otro lado, el abandono del patrón oro mejoró el saldo externo temporalmente a través de la depreciación del tipo de cambio; por último, la mayor inflación propició la reducción del montante real de la deuda y facilitó el desapalancamiento. Por el contrario, países como Francia, que mantuvieron la convertibilidad hasta 1936, arrastraron una situación económica frágil hasta el inicio de la Segunda Guerra Mundial.

En el caso de Estados Unidos, la situación no ofreció signos de mejora hasta la llegada de la nueva Administración de Roosevelt en 1933, que se había comprometido a luchar contra la deflación. Así, suspendió la convertibilidad con el oro en 1933, permitiendo

una expansión monetaria y la depreciación del dólar. En segundo lugar, decretó unas «vacaciones bancarias» para poder sanear el balance de los bancos y liquidar los insolventes. Adicionalmente, anunció el objetivo inflacionista de que los precios aumentasen hasta alcanzar los niveles previos a 1929<sup>5</sup>. Esto generó un fuerte repunte en la inflación y el inicio de la recuperación económica a partir de 1933. Estas decisiones acabaron siendo mucho más trascendentes que la expansión fiscal que también se puso en marcha al hilo del *New Deal*, que fue moderada dada la magnitud de la recesión, según la mayoría de los autores<sup>6</sup>.

5 Véase Eggertsson (2008).

6 Véanse Romer (1992) o Brown (1956). El déficit público nunca superó el máximo del 8 % de PIB alcanzado en 1934. Sin embargo, al volverse contractiva a partir de 1937, sí que contribuyó a una recaída en recesión de la economía americana.

La economía de Estados Unidos, que ha registrado persistentemente déficits por cuenta corriente —apoyados en unas elevadas necesidades de financiación del sector privado—, también ha sufrido una crisis de intensidad sin precedentes recientes, con una caída de la tasa de crecimiento del PIB de en torno a 4 pp en relación con su promedio histórico y un aumento del desempleo de unos 5 pp respecto al nivel previo a la crisis. A diferencia de lo sucedido con la libra, la tendencia a la depreciación experimentada por el dólar ha sido modesta y se han producido episodios de cierta apreciación, asociados a la elevada y persistente incertidumbre en el período posterior a la crisis. Este comportamiento está muy condicionado por la posición central de Estados Unidos en el sistema monetario internacional, al constituir su moneda el activo refugio por excelencia. Al mismo tiempo, pese a la laxitud de la política monetaria implementada por la Reserva Federal con el fin de potenciar la reactivación económica —materializada en el mantenimiento del tipo de interés de referencia ligeramente por encima del 0 % y en la adopción de medidas no convencionales—, la inflación aún no ha recuperado las tasas previas a la crisis, lo que contrasta con la evidencia histórica. Esta característica subraya las particularidades de esta crisis financiera, donde la fragilidad del sistema financiero ha bloqueado los mecanismos de transmisión monetaria, provocando que la elevada liquidez inyectada por las autoridades monetarias —en Estados Unidos y en el resto de economías avanzadas— haya quedado «embalsada» en gran medida en los balances de los bancos centrales y de las entidades financieras.

Destaca también la fuerte expansión fiscal, con déficits superiores al 10 % del PIB, que, al igual que en el caso británico, fue contrarrestada por una mejora de la capacidad de financiación del sector privado, lo que se ha traducido en una cierta corrección del déficit exterior.

El caso del área del euro es particular. La UEM en su conjunto puede considerarse una economía con tipo de cambio flexible y con un saldo exterior que históricamente ha estado próximo al equilibrio. La reciente crisis financiera ha venido acompañada de una recesión de intensidad similar a la de Estados Unidos en términos de producto, aunque menos intensa en términos de destrucción de empleo. Al igual que en Estados Unidos, la inflación se ha mantenido por debajo de sus niveles precrisis, pero el tipo de cambio ha tendido a



apreciarse respecto al dólar, aunque con fuerte volatilidad, mientras que en términos efectivos reales ha experimentado un movimiento de ida y vuelta. Aunque al comienzo de la crisis la UEM partía de una posición exterior con ligero superávit, el patrón de ajuste interno se ha asemejado al de las otras dos economías, que presentaban un déficit exterior importante. Es decir, se ha producido un aumento del ahorro privado que ha compensado el crecimiento del déficit público en el período inmediatamente posterior a la crisis. No obstante, estos movimientos han sido de menor intensidad, sobre todo en lo que respecta al saldo público, lo que ha permitido que el incremento de la deuda sea globalmente menor que en los otros dos países analizados.

## Consideraciones finales

A la luz de la evidencia histórica de las tres últimas décadas, el impacto inmediato de una crisis financiera es una reducción sustancial en la tasa de crecimiento del PIB, un aumento del desempleo y un incremento del déficit público. Al margen de estas respuestas comunes, el patrón de ajuste ante una crisis financiera difiere en función de diversos factores, entre los que destacan la posición exterior de la economía y su régimen cambiario. En el caso de países que presentan déficits por cuenta corriente, la crisis financiera lleva aparejado un fuerte ajuste de la posición exterior. Especialmente en las economías emergentes, este ajuste suele venir exacerbado por el bloqueo, más o menos intenso y prolongado, a la financiación exterior (*sudden-stops*) lo que fuerza al sector privado a reducir drásticamente su consumo e inversión, amplificando el efecto recesivo de la crisis. En el caso de los países con superávit, no se verifica un ajuste externo significativo, por lo que el aumento del déficit público puede ser financiado externamente sin necesidad de que se incremente el ahorro privado o se reduzca la inversión.

Por otro lado, el análisis revela que el ajuste tiende a ser más breve y suave en las economías que cuentan con tipos de cambio flexibles, favorecido por la depreciación del tipo de cambio nominal, que, por otro lado, propicia un mayor repunte de la inflación. Los riesgos en este contexto radican en la posibilidad de desencadenamiento de una crisis cambiaria, especialmente nociva en aquellas economías que tengan un elevado volumen de deuda denominada en moneda extranjera, y en el eventual desanclaje de las expectativas de inflación, que podría acabar incidiendo en el crecimiento a más largo plazo. Además, se observa que en el medio plazo la inflación erosiona las ganancias de competitividad obtenidas. En el caso de las economías con tipos de cambio fijos, el mantenimiento del compromiso cambiario limita el ajuste nominal, vía tipos de cambio más depreciados, y también el margen de actuación de la política monetaria. Esto tiende a propiciar un ajuste real más intenso y sitúa a la política fiscal como el principal instrumento de apoyo a la recuperación. Ambos factores se traducen en mayores deterioros fiscales. No obstante, la paridad cambiaria tiende a favorecer un entorno de inflación reducida y una mayor disciplina en el proceso de ajuste, que, a la larga, puede resultar beneficioso.

En todo caso, la crisis actual muestra varias diferencias con las analizadas en este trabajo. En primer lugar, cabe mencionar su carácter global y su persistencia en las economías avanzadas; este último elemento contrasta con el predominio de las crisis financieras previas en las economías emergentes. El carácter global de la crisis limita la posibilidad de que la demanda externa suavice los ajustes. Por el contrario, el hecho de que la crisis se haya centrado en los países desarrollados, con mercados financieros más profundos y más integrados a escala internacional, podría haber mitigado la propia intensidad del ajuste. A pesar de ello, el patrón de ajuste que están mostrando las principales economías avanzadas está bastante en línea con la experiencia de episodios anteriores, que también muestran que la salida de la crisis pasa necesariamente por un período de desapalancamiento de los agentes privados.



La otra diferencia fundamental, que se evidencia de la comparación con la experiencia histórica, es el nivel relativamente bajo de inflación que se registra en las tres economías analizadas —todas ellas con tipos de cambio flexible—, a pesar de la notable expansión de la liquidez instrumentada durante la crisis. Este comportamiento benigno de la inflación sin duda ha estado parcialmente apoyado en la credibilidad de las políticas monetarias. Sin embargo, las severas perturbaciones que la crisis —y su impacto en los sistemas financieros— ha generado en la transmisión de los estímulos monetarios también han podido mitigar las presiones de precios en algunas de estas economías.

De cara al futuro, frente a un escenario central de recuperación gradual de las economías avanzadas y normalización del tono de las políticas económicas, aparecen dos escenarios de riesgo, de carácter opuesto. El primero sería que la situación de parálisis financiera y su interacción negativa con el sector real se consolidara, lo que podría llevar a un entorno análogo al desenlace de la crisis japonesa, de carácter deflacionista, que aún perdura después de dos décadas. El segundo sería que la normalización de la situación financiera y económica escapara al control de las autoridades y acabara desencadenando un proceso inflacionista, derivado de la elevada liquidez presente en el sistema, en un contexto de elevados déficits públicos. En cualquier caso, la mejor manera de acometer estos riesgos es que la formulación de la política monetaria siga teniendo como eje fundamental la consecución de la estabilidad de precios en el medio plazo.

16.9.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGUIAR, M., y G. GOPINATH (2007). «Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend», *Journal of Political Economy*, vol. 115 (1), pp. 69-103.
- ALBEROLA, E., y J. M. MONTERO (2006). *Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0611, Banco de España.
- BERNANKE, B. S. (1983). «Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73 (4), pp. 257-276.
- BROWN, E. C. (1956). «Fiscal Policy in the 'Thirties': A Reappraisal», *American Economic Review*, vol. 46 (1), pp. 857-879.
- CHRISTIANO, L. J., R. MOTTO y M. ROSTAGNO (2004). *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis*, NBER Working Papers n.º 10255, National Bureau of Economic Research.
- COLE, H. L., y L. E. OHANIAN (2002). «The U.S. and U.K. Great Depressions Through the Lens of Neoclassical Growth Theory», *American Economic Review*, vol. 92 (3), pp. 28-32.
- EGGERTSSON, G. B. (2008). «Great Expectations and the End of the Depression», *American Economic Review*, vol. 98 (4), pp. 1476-1516.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Nueva York.
- (1996). *Globalizing Capital*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- FRIEDMAN, M., y A. J. SCHWARTZ (1963). *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- KAMINSKY, G. L., y C. M. REINHART (1999). «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», *American Economic Review*, vol. 89 (3), pp. 473-500.
- REINHART, C., y K. S. ROGOFF (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- ROMER, C. D. (1992). «What Ended the Great Depression?», *Journal of Economic History*, vol. 52, pp. 757-784.
- TERRONES, M., A. SCOTT y P. KANNAN (2009). «From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?», *World Economic Outlook*, abril, cap. 3, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- WOODFORD, M. (2002). *Interests and Prices*, Princeton University Press, Nueva Jersey.