

**LAS CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERAS
DE LA DICTADURA, DE LA TRANSICIÓN
Y
DE LA DEMOCRACIA**

*

Joan Hortalà Arau

Catedrático Emérito de Teoría Económica (U.B)



Asociación Cuadernos de Economía



ÍNDICE *

1. INTRODUCCIÓN	1
2. ANTECEDENTES. LAS CRISIS DEL XIX Y PRINCIPIOS DEL XX	2
3. LA CRISIS DE 1945. LOS AÑOS DEL HAMBRE	11
4. LA CRISIS DE 1957. EL FINAL DE LA AUTARQUÍA.....	14
5. LA CRISIS DEL PETRÓLEO DE 1973 (y 1979).....	16
6. LA CRISIS “FANTASMA” DE 1987	21
7. LA CRISIS DEL AÑO 2000. EL FIASCO DE LAS “PUNTOCOM”.	25
8. CRISIS DE 2007-08. HIPOTECAS SUBPRIME Y CAOS FINANCIERO.....	27
9. CRISIS MARZO 2020. “CORONAVIRUS”.	30
- REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35



(*) Versión abreviada de la Ponencia presentada en los *Cursos de la Granda* (julio 2020) y del trabajo publicado en *Cuadernos de Economía* (vol. 43, núm. 123, 2020).

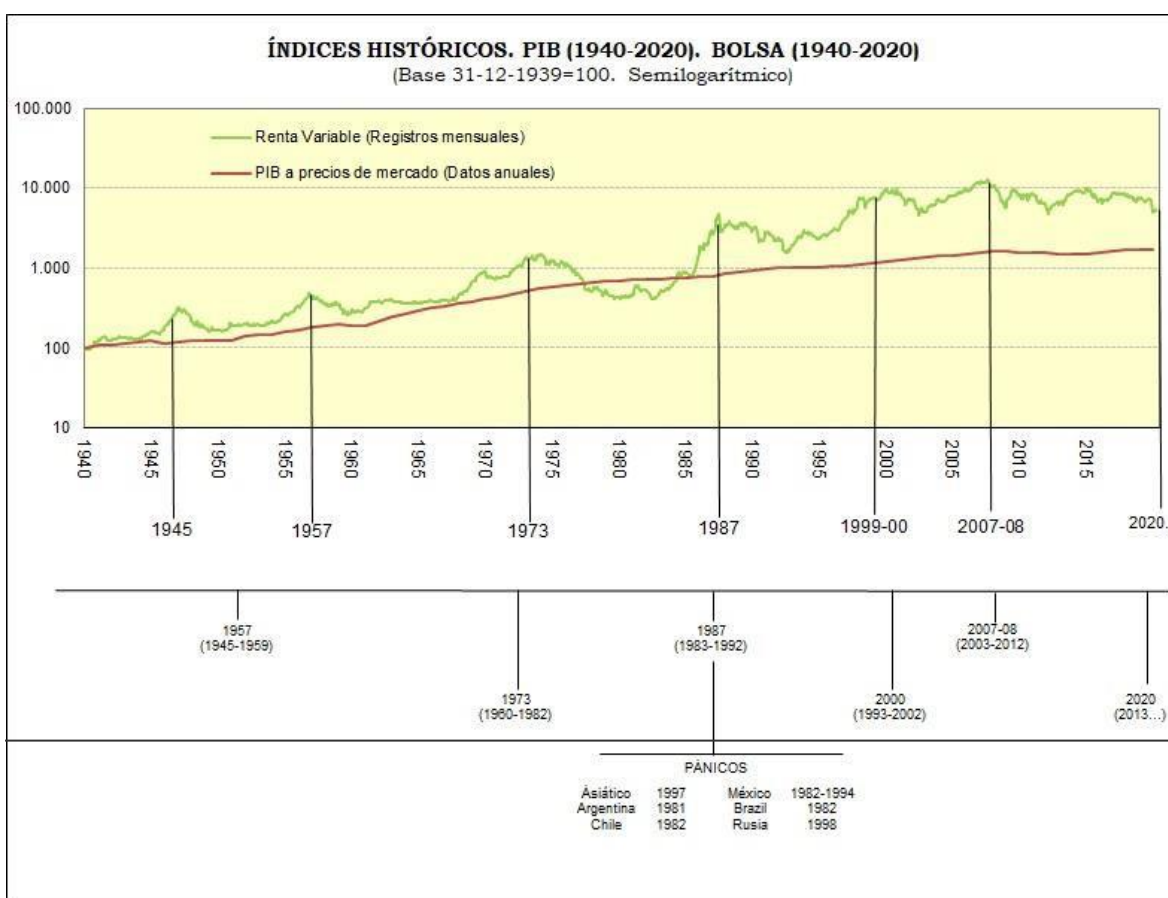


1. INTRODUCCION.

La economía se mueve a través de períodos de expansión y de contracción que se van sucediendo en el tiempo. Es decir, en *ciclos económicos* (si se atiende a la periodicidad y a la recurrencia) o *fluctuaciones económicas* (si solo se atiende a la recurrencia). Su estudio, por supuesto, es parte fundamental del Análisis Económico que, con todo, no se hizo evidente hasta la segunda mitad del siglo XIX cuando el médico y economista francés, Joseph Clément Juglar, publicó su celebrada obra sobre la materia (*Des Crisis Commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre, et aux États-Unis*, 1862). Hasta entonces, y no es que no hubiera habido abundantes fenómenos de este tipo a lo largo de los siglos (sin olvidar el apunte bíblico sobre los “siete años de vacas gordas y siete años de vacas flacas”), la pertinente consideración analítico-académica no iba más allá de la referencia descriptiva del colapso en sí mismo. Incluso los padres de la Economía Política, que la conceptualizaron coetáneamente con el surgimiento de la Revolución Industrial, descuidaron un hecho tan obvio como el que la actividad económica transcurre cíclicamente. Más aun: negaban la existencia de “crisis generales de sobreproducción”, adscritos a la Ley de Say según la cual “cada oferta crea su propia demanda”.

Contrastado empíricamente y aceptado conceptualmente el ciclo, la crisis, en tanto que *turning-point* entre la fase expansiva y la fase contractiva, define su naturaleza y alcance, al tiempo que visualiza, en términos generales, la distinción entre “crisis económica” y “crisis financiera”, en el bien entendido que mientras la primera manifiesta aspectos de la economía real concretados en la evolución de la producción y del empleo, la segunda atiende cuestiones de economía monetaria relacionadas con problemas crediticios, de deuda, cambiarios y, por supuesto, bursátiles. Sin embargo, en la práctica una tal distinción no deja de ser un referente conceptual, porque el correspondiente desajuste muestra, interrelacionada o secuencialmente, factores propios tanto del sector real como del sector monetario de la economía, configurando así una problemática conjunta *económico-financiera*, con la salvedad adicional que el correspondiente referente explícito suele ser un *crac bursátil*.

Las crisis del capitalismo contemporáneo, entendido como tal la forma de organización de la economía a raíz de la Revolución Industrial, son, pues, crisis *económico-financieras* cuya erupción la provee el colapso bursátil y su dimensión la pujanza de la transmisión cíclica internacional. En el cuadro que sigue se ilustra, para el período temporal de referencia, la evolución del PIB (a precios de mercado y moneda corriente) y la de la Bolsa (índice histórico del mercado barcelonés de renta variable), con indicación expresa de las crisis acontecidas en los respectivos años. A pie de gráfico, la primera línea refiere estos datos para el caso español y la segunda, los correspondientes a nivel internacional enmarcados en los respectivos ciclos.



Desde los orígenes del capitalismo industrial se fueron sucediendo crisis en tanto que el punto superior de inversión que señala el paso de la expansión a la contracción. Todas estas cumbres, obviamente, fueron identificando los correspondientes movimientos cíclicos. En ese escenario y en un contexto de general aceptación, se contabilizan 8 crisis en el siglo XIX, dejando de lado los colapsos ocurridos cuando las Guerras Napoleónicas. Las fechas en concreto, con márgenes de variación de unos 12 a 14 meses según el país considerado, son 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1883 y 1890. Y en cuanto al siglo XX hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial, 5 crisis más en fechas 1900, 1907, 1913, 1920 y 1929.

Los estudios historiográficos al respecto, con base en el trabajo pionero de Juglar, hacen principalmente referencia a los países industrializados del momento, Reino Unido, Francia y Estados Unidos, añadiéndose en función de las circunstancias propias otros países comenzando por Alemania. La crisis, por supuesto, se manifiesta en un lugar de origen que, en función de la transmisión cíclica internacional, afecta al resto de países interrelacionados. El alcance responde, de manera determinante, al grado de implicación con los motores que alimentan, precisamente, la transmisión cíclica. Por un lado, el peso relativo en el comercio exterior; por otro lado, el nivel de participación en los movimientos internacionales de capital.

De acuerdo con tales particularidades, es evidente que los primeros estadios de crisis quedaran circunscritos a los países avanzados de la época. Al fin y al cabo, se trata de crisis incardinadas en el capitalismo industrial. Sucedió entonces que países con altas cuotas de aislamiento y registros notables de atraso económico en términos de industrialización experimentasen sus propias crisis que obedecían fundamentalmente a factores asociados a la evolución de las cosechas. No tenían cabida en los efectos de la transmisión cíclica internacional, con independencia que los problemas derivados de las crisis en los países industrializados pudieran contribuir, por esta razón, a empeorar la coyuntura de países atrasados.

En este encuadre hay que situar a España a principios del siglo XIX y, consiguientemente, constatar que las primeras crisis del capitalismo industrial no llegaron como tales a territorio español. Sin embargo, a partir de los intentos en las décadas de los treinta y cincuenta en pro del equipamiento industrial, el panorama empezó a cambiar. Tanto en un caso como en el otro estos intentos resultaron fallidos, pero el país, gracias a ello, había conseguido disminuir relativamente su nivel de aislamiento y atraso. El comercio exterior adquirió mayor relevancia y la inversión extranjera, poco a poco, llegó para proyectos mineros, ferroviarios, industriales o bancarios. Y así fue, en medio de interrupciones por los sobresaltos de origen político, militar y social, que a España le afectaba la transmisión cíclica internacional. Esta afectación, se hizo evidente por primera vez a partir de la crisis “global” de 1857 y desde entonces, con mayor o menor impacto, las crisis económico-financieras que golpeaban a los países dominantes llegaban también a España. De hecho, los puntos críticos que recoge el cuadro anterior para el período considerado, Dictadura, Transición y Democracia, sincronizan, a excepción de la de 1945, con las crisis experimentadas por las economías mundiales relevantes.



Los primeros contratiempos del capitalismo industrial no alcanzaron, pues, al caso español. Efectivamente, ni el de 1825 ni los posteriores de 1836 y 1847 llegan a España como tales. Se trata de percances de los comienzos de la Revolución Industrial

y, lógicamente, con incidencia directa en los lugares en que esta se desenvolvía. La crisis 1825, afincada principalmente en el Reino Unido y con repercusiones menores en América del Norte, incide en el sector textil y en el del carbón. También, en el descenso del tráfico exterior asociado a la pérdida de capitales invertidos en las minas de América del Sur. Las crisis de 1836 y 1847, de mayor alcance y amplitud, derivan de los problemas relacionados con el desarrollo del ferrocarril, una vez consolidado el proyecto originario de 1832 que enlazaba *Stockton* con *Darlington*. Se había producido una espectacular burbuja que al final explotó, poniendo fin a la “*Railway Mania*”. El crac de 1847, además, conllevó una importante crisis de subsistencia. En Irlanda derivó en la “Gran Hambruna”, que ocasionaría casi un millón de muertos y otro millón de emigrantes a Norteamérica (y que, académicamente, dio lugar a que se consideraran los “bienes inferiores” o *Bienes Giffen*, en honor al estadístico que los puso de manifiesto).

En el caso español, la evolución cíclica de este período obedeció a móviles propios. No hay crisis en 1825, pero sí dos años más tarde, en 1827. Y ello debido a la caótica situación que gradualmente vivió el país: reconocimiento de las colonias americanas por parte de Inglaterra, desplome hacendístico y financiero (por rechazar el monarca el reconocimiento de la deuda emitida cuando la Guerra de la Independencia) y, si ello no fuera poco, por pésimas cosechas. A partir de aquí, sin embargo, la economía se rehizo gracias a diferentes iniciativas. En política comercial con un *Arancel* con toques librecambistas; en el marco jurídico-institucional por la puesta en vigor del *Código de Comercio* de 1829, y en el ámbito financiero por la ordenación de la deuda que derivó de la *Ley de Bolsas* de 1831. El clima, consecuentemente, mejoró, empezando una tímida industrialización con la construcción de la “siderurgia andaluza” (*Altos Hornos de Marbella, Huelva y Sevilla*) y con la introducción del *vapor* en el sector textil catalán. También en el mundo de las finanzas, con la reestructuración del *Banco de San Carlos* a favor del *Banco Español de San Fernando* y el nacimiento de la primera entidad de ahorros, la *Caja de Jerez* en 1834. Asimismo, empiezan a constituirse sociedades anónimas, siendo la pionera la *Compañía Barcelonesa de Seguros Marítimos* con andadura a partir de 1838. Este tímido proceso industrializador, que de triunfar hubiera sido el inicio de la Revolución Industrial en España aunque fuera con más de cuatro décadas de retraso, quedó yugulado al estallar la Primera Guerra Carlista.

Vinieron luego años complicados. La crisis que vivieron los países avanzados en 1836, en España coincidió con tiempos de guerra civil y no fue hasta 1839 en que, pacificado el panorama, comenzara una incipiente recuperación auspiciada por ciertas iniciativas financieras (el *Banco de Barcelona* se constituye en 1844 y el *Banco de Cádiz*, en 1846) así como por inversiones para los primeros proyectos ferroviarios. En el ínterin, se emprendió una importante reforma hacendística bajo la batuta de Alejandro Mon (1845). El primer ferrocarril enlazaba *Barcelona* con *Mataró*, inaugurándose en 1848. Fue el inicio en la Península, ya que en Ultramar se había construido en 1837 la línea entre *La Habana* y *Bejucal*.

Así las cosas, la siguiente crisis, la de 1847, que afectaba importantemente a las economías avanzadas, no llegó a influir en la coyuntura española en lo tocante a la actividad productiva. En el sector bancario, además, se funda el *Banco de Isabel II* que luego se fusionaría con el *Banco de San Fernando* para concluir en 1856 en el *Banco de España*. En el intermedio, de todas formas, sí que surge un percance de gran calado que afecta al mercado de Deuda Pública con cotizaciones que llegan a mínimos históricos en 1848, momentos en que precisamente estos activos, muy presentes en el parquet parisino, sufren las consecuencias de la Revolución Francesa de este año.



Por lo que respecta a la crisis de 1857, su impacto en el devenir económico hispano golpea a unos niveles de actividad que habían ido mejorando y que, al tiempo que consolidaban los logros del período anterior, recogían las ventajas derivadas de la entrada de capitales extranjeros. Estos se decantaban preferentemente por el ferrocarril, pero también para actuaciones nada desdeñables en otros sectores, tales como la minería (*Real Compañía Asturiana, Tarsis Sulphur, Almagrera...*) o el bancario (*Bilbao y Santander* entre otras siete entidades). Al mismo tiempo se iba consolidando la siderurgia en el Norte (*Mieres, Baracaldo...*) y la obra pública adquiría relieve (*Canales del Ebro y Lozoya-Isabel II*). Y en toda esta movida, otros notables desarrollos sectoriales complementaban este segundo período de ansias industrializadoras. En el naval (*López y Cía. y Vasco-Andaluza*); en el textil (*La España Industrial*); en el metalúrgico (*La Maquinista Terrestre y Marítima*)... Este ambiente emprendedor choca, pues, con la estampida de 1857.

Esta crisis está considerada, en puridad, como la primera de tipo “global” puesto que afecta a todas las economías avanzadas del momento y, como se dijo, también a la española por primera vez en su historia. Sobrevino después de un periodo de prosperidad caracterizado por el desarrollo del telégrafo, las grandes obras urbanísticas y mayores movimientos de capital como consecuencia del aumento considerable de la producción de oro al descubrirse nuevas minas en California y Australia. Los bancos de inversión adquieren resonancia. En Francia sobresale la creación del “*Crédit Mobilier*” de los hermanos Pereire. La euforia es una realidad que explota el 22 de agosto de este año de 1857 en la Bolsa de Nueva York. Quiebran masivamente entidades financieras encabezadas por la “*Ohio Life Insurance and Trust Company*”, con repercusión inmediata en el Reino Unido que agranda el pánico que surge como consecuencia de la suspensión de la *Bank Act* de 1844 (es decir, por la suspensión de la *Ley de Peel* que había supuesto el triunfo de la “*currency school*” sobre la “*banking school*” que estructuraba el Banco de Inglaterra en dos departamentos, el comercial y el monetario, emitiendo éste billetes con un encaje de oro del cien por cien). Esta crítica situación afecta a los países del continente europeo en un momento en que finalizan los réditos derivados de la Guerra de Crimea, réditos estos que en España fueron muy remarcables

(“*Agua, Sol y guerra en Sabastopol*”) y que sumaban al aludido proceso de industrialización. El desenlace, en cualquier caso, fue importante: en el ámbito productivo abonó una recesión que duraría hasta 1859 y en el ámbito financiero, la fallida de las en otrora tan pujantes compañías marítimas.



El nuevo ciclo, con cúspide en 1866, empezó en los países industrializados beneficiándose de la base productiva que la crisis anterior no había dañado en demasía. Sus desarrollos se vieron potenciados al imponerse con fuerza las prácticas librecambistas, en particular en el Reino Unido y también en Francia. Aumentó el tráfico exterior. España, superado el marasmo, repara el maltrecho aparato productivo que tan importantemente se estaba construyendo desde comienzos de los cincuenta con una euforia “exógena” derivada de la exitosa finalización de la guerra de Marruecos (*Tratado de Wad-Ras* de 1860). En este sentido, se priorizó la obra pública (*Canal de Urgel*). También aumentó la inversión en el sector minero, con la explotación de las *piritas de Huelva* y, particularmente, comienza con mucho ánimo el desarrollo del sector de seguros con la creación del *Fénix Español*. El horizonte se ve amenazado, sin embargo, por el estallido de la Guerra de Secesión Americana. Su desenvolvimiento afectará a la economía mundial con decantamiento evidente en perjuicio del sector textil por el encarecimiento del precio del algodón. Suman, en sentido negativo, las quiebras ferroviarias y el toque de alarma que definitivamente supuso la fallida de la casa *Overend Gurney* de Londres. Y todo ello con un panorama político complejo en Europa: tensiones entre el Imperio Austro-Húngaro, el reino de Prusia y el joven reino de Italia. La crisis es una realidad que se hace evidente en 1866.

En España, el agrio clima político llevará a la Revolución de 1868 y huída de la Reina. Los desequilibrios exteriores de tipo financiero encabezados por la citada casa *Overend Gurney* conjuntamente con la bancarrota del *Crédit Mobilier*, primer banco de negocios francés, repercuten en el panorama doméstico llevando también a la quiebra a una gran cantidad de sociedades de crédito que, aprovechando la bonanza y gracias a las facilidades de la *Ley Bancaria* de 1856, habían proliferado. Los respectivos percances provocan, a su vez, graves desequilibrios en el sector real de la economía que, ya tocado por las consecuencias de la guerra americana, sufría la restricción crediticia derivada del hecho de que tales sociedades de crédito habían ido expandiendo su negocio a base de emitir dinero fiduciario, incumplándose, obviamente, los compromisos inherentes. La crisis sobreviene el 12 de mayo de 1866 con una virulencia tal que provoca un pánico extremo que lleva a la economía a una situación de mínimos. El PIB pierde más de un 10% y el Índice Bursátil registra una caída de alrededor del 53%. Este descenso lleva al mercado español de renta variable al descalabro más grande del siglo, dando al traste por segunda vez, a los intentos industrializadores llevados a cabo en los años previos.



Maltrecha la economía española, la recesión subsistirá durante un largo período en que el país vivirá la Revolución de 1868, la proclamación y abdicación de Amadeo I, la Primera República y la Restauración Monárquica. Los emprendimientos económico-financieros de aquellos tiempos son, a pesar de todo, meritorios (puesta en práctica de un arancel librecambista, nominación de la peseta como moneda nacional, otorgamiento al Banco de España del monopolio de emisión...). Mientras tanto en el exterior sobrevino una nueva crisis, la de 1873, que en España no tuvo mayor incidencia precisamente por no haber superado los mínimos del crac anterior. Pero, en el contexto mundial este crac sí fue trascendente. Se originó cuando la especulación se adueña de las bolsas de Berlín y Viena, que vivían los buenos momentos de la victoria alemana con la anexión de Alsacia y Lorena y la percepción de la indemnización francesa. Del mismo derivaron cambios importantes en el orden mundial. Primero, el fin de la supremacía económica británica y de la expansión basada en el algodón, el carbón, la siderúrgica y el ferrocarril. Estados Unidos surge como potencia económica. Segundo, acaba el “periodo del librecambio” que predominó entre 1850 y 1870, propiciándose a partir de entonces prácticas proteccionistas y la operatividad monopolista a través de cárteles o trust. Tercero, el maquinismo se consolida, caen los costos laborales y se agudizan los conflictos sociales con un notable desarrollo del sindicalismo. Y cuarto, descubrimiento y difusión de nuevas fuentes de energía (electricidad y petróleo), de nuevas técnicas de producción (motores de combustión, dinamos eléctricas, radio), de nuevos sectores industriales (química y electricidad) y de nuevas formas de organización empresarial, dan la entrada a la “Segunda Revolución Industrial”, en un contexto en que asoma el imperialismo económico-militar y los rudimentos de lo que en el futuro serán crisis sistémicas del capitalismo.



En este escenario, la coyuntura económica comienza a despertar a partir de 1876. Un tercer proceso de emprendimiento económico, a modo de Revolución Industrial propia, concluirá, ahora sí, de modo definitivo con el *Equipamiento Industrial de España*. La recuperación es una realidad que se manifiesta con fuerza en el conjunto de la economía, con iniciativas remarcables en el sector minero, en el del transporte, en el de los suministros municipales, naturalmente en el industrial en todas sus manifestaciones y, de manera muy sobresaliente, en el ámbito bursátil. Desde finales de los setenta hasta diciembre de 1880 se crearon 24 entidades bancarias, 9 sociedades de crédito, 6 compañías de servicios y así hasta 68 nuevos registros en el listado bursátil. El país vive una época de un gran florecimiento económico como no lo había vivido a lo largo del siglo. La novela de Narcís Oller, “*La Febre d’Or*”, enfatiza los altos grados de prosperidad, describiendo situaciones que en otros tiempos y en otros lugares habían

hecho lo propio autores tales como Walter Bagehot con “*Lombard Street*” para la situación inglesa o Emile Zola con “*L’Argent*” con referencia al país vecino. La euforia tocó cima en 1880-82, con comportamientos de auténtico desafío especulativo que, como no podía ser de otra manera, concluyeron en un estrepitoso crac. En España, que se habían alcanzado en términos comparativos hitos singulares, el hundimiento fue aún mayor, pues a las penalidades coyunturales se añadió una profunda crisis agrícola y un aumento extraordinario de la deuda para atender a los conflictos coloniales, hundiendo respectivamente el sector privado y el sector público.



Después del “*boom and bust*” de los años ochenta, se inicia un nuevo ciclo que se prolongará hasta finalizar la centuria con puntos críticos: en 1890, con la crisis y rescate por parte del Banco de Londres de la *Casa Baring Brothers*; en 1893, con la suspensión de pagos de la *Northern Pacific Line* en Estados Unidos y el cierre de la empresa que construía el *Canal de Panamá* con repercusión directa en Francia; en 1894, con la “batalla de las ferrocarriles” en España. Una batalla que comportó la concentración de empresas y la consiguiente desaparición del capital doméstico a favor de grupos extranjeros. De las dos grandes empresas resultantes, la *Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España* (“Norte”), entraba definitivamente en la órbita del grupo francés de los Pereire y Crédit Mobilier y la *Compañía del Ferrocarril Madrid-Zaragoza-Alicante* (“M.Z.A.”) en el británico de la *Casa Rothschild*.

La fase recesiva del ciclo continuará, con intensidades diferentes según los lugares, hasta 1896, iniciándose a continuación una fase de recuperación de sosegada robustez. En el caso español y a pesar del abatimiento generalizado que supuso la pérdida colonial de 1898, la economía se moverá al alza. De hecho, la actividad productiva que había experimentado un bajón en el suelo de la recesión con un PIB a 11,9 millones de pesetas, en 1898 retorna a los niveles previos a la crisis. Los mercados financieros, por su parte, se mueven al alza a excepción de la debacle profunda del de deuda y efectos públicos. El precio de las acciones pasa de un índice de 149,32 puntos en el año crítico de 1894 a los 161,03 en 1898, en buena medida debido al retorno de “capitales indianos” que se invierten en compañías cotizadas, mayormente bancarias e industriales.



La bonanza relativa se extenderá hasta el final de la centuria y principios de los años del siguiente siglo. En el escenario internacional, por el contrario, sobreviene una nueva crisis en 1907, la primera del siglo XX. Afecta a un amplio grupo de países. A

Inglaterra, Francia y Alemania se añaden Japón y Rusia y, a distancia, el crac bancario que sacudió a Australia. En este contexto, Estados Unidos que, en sentido negativo, acababa de salir de la trifulca por el control del *Ferrocarril del Pacífico Norte* y, en sentido positivo, se encamina hacia la consolidación de los sectores eléctrico y químico conjuntamente con el teléfono y los primeros automóviles, sufre las consecuencias de un movimiento especulativo en la Bolsa de Nueva York que intentaba acaparar las acciones de la *United Copper Company*. Además y con el trasfondo del terremoto de San Francisco, el país tiene que enfrentarse al bloqueo de capitales por parte de la *City* londinense y también, una ley de fijación de topes máximos para tarifas ferroviarias. Además, sufre una seguidilla de malas cosechas. El crac es de consideración con suspensiones, cierres y quiebras de un sinnúmero de entidades bancarias. En realidad, este crac se le conoce como “*el pánico de los banqueros*” y es a raíz del mismo que el Presidente Theodore Roosevelt ordenará una investigación que, ya en 1913 y con otro Presidente Woodrow Wilson, implantará el *Sistema de Reserva Federal* (FED).

En España, como se dice, esta crisis pasa de soslayo. El ciclo económico iniciado a partir de 1896 continúa con su trayectoria expansiva, obviamente con traspiés puntuales de índole político y/o social. El fortalecimiento es notable en todo aquello relativo al equipamiento industrial iniciado a principios de los ochenta del siglo anterior. Sobresalen los adelantos en el sector químico (*Unión Española de Explosivos, Electroquímica de Flix, Anónima Cros...*) y en el eléctrico (*Hidroeléctrica Española, Catalana de Gas y Electricidad, Unión Eléctrica Madrileña, Energía Eléctrica de Cataluña* y singularmente, *Barcelona Traction Light and Power “La Canadiense”...*). La economía española seguirá, pues, en expansión con el tirón importante que supuso su neutralidad en la Primera Guerra Mundial, hasta el colapso de 1920 y en un marco en el cual los desequilibrios en el exterior, unos de base político-militar, otros de base social-revolucionaria, propiciarán una nueva crisis en 1913, que tampoco llegará a España pero que afectará principalmente a Europa y a las repúblicas iberoamericanas, en un caso por las implicaciones prebélicas en la actividad productiva y financiera y en el otro caso, por los graves desajustes en las balanzas de pago.



La crisis de 1920, se inscribe en el ciclo que va desde el inicio de la guerra europea hasta 1922 en que comienza la llamada “*Belle Époque*”. El correspondiente colapso es el resultado de los problemas planteados por la reconversión de una economía de guerra en otra de paz. Y ello en un contexto con una doble caracterización. Por un lado, la situación de los Estados Unidos de América que salieron reforzados del conflicto europeo y que, de país deudor neto, se convierte en el primer acreedor del mundo. Por otro lado, los países europeos que tenían que levantarse de sus ruinas con bases mucho más problemáticas en la Europa central y oriental que en la Europa occidental. En España, la neutralidad en la contienda proporcionó una coyuntura alcista

con excelentes resultados. El oro afluyó al país en grandes cantidades y permitió el rescate de una buena parte del capital extranjero invertido en empresas nacionales y, desde luego, el logro de muchas fortunas privadas. Conformarán los “nuevos ricos”, que disfrutaban de la riqueza acumulada sin que, lamentablemente, la apliquen a causas productivas, lo que comportaría graves perjuicios en el futuro. Las desigualdades sociales abonaron la desazón política que llevó a la Revuelta de 1917, (con la vista puesta en lo que sucedía en la Rusia de los zares). Tal Revuelta no prosperó pero puso de manifiesto el claro exponente del malestar de la época y con un triple soporte. Primero, la rebelión de los parlamentarios que acabó con la Asamblea de Barcelona; segundo, el descontento militar que dio origen a las Juntas de Defensa; y, tercero, una huelga general convocada por primera vez al alirón por CNT y UGT. Toda esta conflictividad político-social primó sobre la evolución económica que tocó fondo, precisamente, en 1920. El marasmo subsiguiente adquirió aún mayores proporciones como consecuencia de la derrota de Annual. Y así las cosas, surge el golpe militar de Primo de Rivera en septiembre de 1923.

Consolidada la dictadura, la economía emprendió de nuevo una senda alcista que, con independencia de otros ingredientes de orden político y social, alcanzaría las máximas cotas de toda la primera mitad del siglo XX. Efectivamente, los niveles de producción y riqueza registrados en el trienio 1928-1930 marcan un hito en la historia económica del país, un hito que se interrumpe, siquiera sea transitoriamente, al proclamarse la Segunda República en abril de 1931 y también durante el Bienio Progresista y que, en términos de producción global, volverá a rozarse al final del Bienio Conservador. La victoria del Frente Popular en febrero de 1936 da al traste con el ritmo de crecimiento que se había conseguido, entrando a continuación en todo lo caótico que supuso la Guerra Civil. En esta época, mientras tanto, estalla el *Crac del 29*, la crisis más emblemática de todas las acaecidas, por lo menos, hasta las de hoy en día.



Esta crisis del 29 es originaria y genuinamente norteamericana al registrar su mercado bursátil por antonomasia, Wall Street, una caída estrepitosa con un volumen de contratación que marcaba record histórico. Sucedió el jueves 24 de octubre de este año de 1929. Era el inicio, ya que en la sesión que siguió, la del lunes 27, el “*Black Thursday*” anterior se convirtió en el “*Black Monday*” y aún fue peor la del día siguiente, el martes 28. Este “*Black Tuesday*” sentenció definitivamente la hecatombe. El grueso de las pérdidas a lo largo de aquella semana patética se situó en los 30.000 millones de dólares, un importe mayor que el Presupuesto anual del Gobierno Federal y más alto, incluso, de lo que los Estados Unidos gastó en la Primera Guerra Mundial. La bolsa en particular y la economía en general iniciaron a continuación un derrotero catastrófico que a lo largo de la fase contractiva, de 1929 a 1932, el *Dow Jones* perdió,

entre el punto máximo y el mínimo, casi un 90%, registrando suelo el día 8 de julio de 1932 (un suelo que no se había visto desde 1800).

Los niveles de cotización previos al *Great Crash* no volverían a anotarse hasta 1954. Por su parte, el Producto Nacional Bruto se había ido reduciendo para alcanzar mínimos en 1933 con una disminución del 30,5% respecto del de 1929. Y el empleo sobrepasaría, en el mismo período temporal, el 37% de la población activa no agrícola. La crisis fue mundial con intensidad y duración diferentes según los países. Después de Estados Unidos, los mayormente afectados fueron Alemania y las naciones de la Europa Oriental, mientras que los países nórdicos tuvieron impactos de menor alcance. Y en cuanto a duración, con una media de aproximadamente 6 años, en Estados Unidos y Francia se prolongó a lo largo de 10, mientras que en Suecia y Noruega no llegó a los 4.

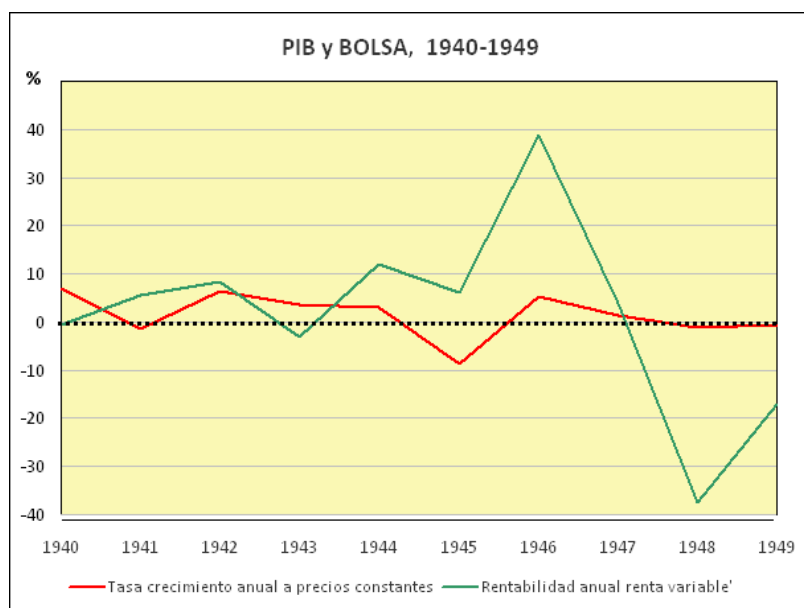
En España, en que el proceso recesivo discurriría entre el final de la Dictadura de Primo de Rivera y la Guerra Civil con el grueso de su incidencia durante la República, la Gran Depresión llegó más tarde y con menos intensidad que a los países industrializados de la época. Las peculiaridades propias (inestabilidad política, desafíos territoriales, conflicto social y agitación obrera junto a la sublevación castrense y posterior golpe militar) ahondaron por ellas mismas el clima depresivo. En los primeros momentos, los planteamientos de política económica no tuvieron mayor relevancia, acaso por no entreverse el problema en su plenitud, acaso por las implicaciones derivadas del fin del régimen dictatorial. Luego, la República no abordó la problemática más allá de los efectos que en toda economía supone un giro ideológico. Primaron, en cierto sentido, medidas de carácter educativo y social y también las relativas a los deseos de una transformación agraria. Sectorialmente, de todos modos, el impacto fue desigual. En términos comparativos, relevante en las disminuciones de volúmenes del tráfico exterior y de intensidad menor en los variados componentes de la producción industrial, con la excepción de la textil que incluso registró ligeras mejoras. Sorprendente fue el comportamiento del sector bancario, pues si bien en otras latitudes los percances que afectaron a las respectivas entidades fueron extensos y profundos, en España el único establecimiento que quebró fue el *Banco de Cataluña* (y no precisamente por los efectos de la crisis sino por la inquina del Ministro de Industria del momento, Indalecio Prieto, contra la familia propietaria, los Recasens de Reus). Con tales referentes y en un ambiente, por supuesto enrarecido, la correspondiente política económica, con sus matices en cada bienio, se ajustó en términos generales a los requerimientos del momento en función, claro está, de capacidades y conocimientos. La crisis del 29 llegó obviamente a España, pero la Gran Depresión se viviría, lamentablemente, en los años cuarenta a título propio

3. LA CRISIS DE 1945. LOS AÑOS DEL HAMBRE.

En septiembre de 1945 acaba la Segunda Guerra Mundial con las obvias consecuencias de todo tipo sobre lo que será el “nuevo orden”. En España, el bando

vencedor de la Guerra Civil se había alineado con los países totalitarios del Eje, adoptando el sistema económico que proveía el modelo ítalo-alemán. Es decir, un nacionalismo económico sustentado en la autosuficiencia y en el intervencionismo, en el sentido que el Estado era quien mejor podía organizar y dirigir la actividad productiva. El resultado fue nefasto, dando lugar a lo largo de todo este ciclo a lo que se conoce como “*los años del hambre*”. El correspondiente recorrido, enmarca dos etapas, siendo precisamente la crisis de 1945 el punto de separación. Hasta esa fecha, el Régimen, anclado en sí mismo, no tenía otra conexión exterior que no fuera Alemania y sus aliados (principalmente exportación de trigo y wolframio). La correspondiente política autárquica apuesta por la industria pesada en detrimento de la de consumo e incluso del mismo sector agrícola. Se aprueba la Ley de Industrias de Interés Nacional y a su amparo se crea, en 1941 la *Red Nacional de Ferrocarriles Españoles* (RENFE) y cuatro años más tarde se nacionaliza la *Compañía Telefónica Nacional*. También en aquel año de 1941 se crea el *Instituto Nacional de Industria* (INI) presidido por el ingeniero naval militar Juan Antonio Suances. Este organismo estaba destinado a impulsar la creación de empresas públicas y, en ese sentido, se priorizaron las vinculadas con la defensa militar, hidrocarburos, vehículos de transporte, construcción naval y siderurgia. En la alargada sombra, nace *Iberia* (1943), *Endesa* (1944) y, más adelante *Ensidesa* (1949) y *Seat* (1950), entre otras.

En el escenario de esta primera fase, es decir, de 1939 a 1945 el promedio quinquenal de la tasa de crecimiento del PIB es negativo y, en concreto, su cuantía en 1945 toca mínimos con un volumen de 373,8 mil millones de pesetas constantes (= 1958), bien alejada de los 430,5



de 1935 (en realidad, esta cifra no retornaría hasta 1951-52). La autarquía, sustentada en la peregrina creencia de que el país era autosuficiente, provocó una drástica disminución del comercio exterior el cual estaba bajo el total control del Gobierno. La política arancelaria se sustituyó por un sistema de licencias, contingentes y acuerdos bilaterales, con un férreo control de cambios y monopolio en el mercado de divisas, en el cual se mantenía una peseta completamente sobrevaluada. La escasez de productos que todo ello provocó, incentivó aún más el intervencionismo que controlaba la distribución de materias primas y de productos básicos mediante el establecimiento de cupos y la fijación de precios oficiales. En un alarde patriótico, incluso se anunció “la

disciplinación de precios”, según la proclamación rotunda y castrense contenida en el *Fuero del Trabajo*. En cualquier caso, el racionamiento y el mercado negro fueron los exponentes por antonomasia del período, al amparo de la *Comisaría General de Abastecimientos y Transportes*, por una parte y por la otra, del *Servicio Nacional del Trigo*.

El fin de la contienda mundial alteró el panorama, poniendo fin a esta primera fase, conocida como “período falangista” o “período azul”. El punto de cambio lo determina, pues, la crisis de 1945, en la medida que la escasa y bilateral relación exterior del país desaparece por completo sin posibilidad de recambio alguno, puesto que los organismos internacionales de los vencedores prohibieron toda relación con el Estado Español (*Conferencia de Postdam*). El aislamiento caracterizó así la segunda fase, calificada en términos economicistas como de “sustitución de importaciones” (políticamente empezó a desaparecer la expresión “Falange” a favor de la de “Movimiento Nacional”, queriéndose sustituir la de “totalitarismo” por la de “democracia orgánica”). Dentro de la subsiguiente penuria y con el trasfondo de la promulgación en julio de 1945 del *Fuero de los Españoles* (norma que se suma a las “leyes fundamentales”), la actividad productiva experimenta ligeras mejoras que cambian la dirección del PIB de la fase anterior. Con todo, se refuerza la autarquía a raíz de la Resolución de la ONU (diciembre de 1946) de retirar los embajadores de los países extranjeros acreditados en España y, en particular por la decisión del gobierno francés de cerrar las fronteras. Este reforzamiento se dirige principalmente a la economía, puesto que en el orden político se insinúa una cierta apertura al dar entrada en el nuevo gobierno a políticos provenientes de la antigua CEDA, inaugurándose así el llamado “nacionalcatolicismo”.

El ostracismo, sorprendentemente, empieza a diluirse porque en el orden internacional estalla la “Guerra Fría” y el bloque del llamado “mundo libre”, capitaneado por los Estados Unidos, considera que España tiene valor estratégico. En 1947, la ONU no renueva la condena ni sanciona a España y al año siguiente Francia reabre las fronteras, al tiempo que veladamente empiezan a firmarse acuerdos comerciales y financieros con este país y con el Reino Unido. En el ínterin, aparte de las relativas ventajas derivadas del *Pacto Ibérico* que se había suscrito con Portugal en 1942, el Régimen recibió la ayuda argentina (*Protocolo Franco-Perón*) concretada en líneas de crédito para la importación de trigo y maíz. En este clima de incipiente reconocimiento internacional, España obtiene el primer crédito de la banca americana a principios de 1949, con la importante salvedad que recibe la aprobación de su gobierno. A continuación el avance adquiere mayor relieve a partir de 1950 cuando comienza la Guerra de Corea, que el gobierno español, tan hábilmente como ingenuamente, ofrece al americano ayuda militar para combatir al comunismo. Así las cosas, el 4 de noviembre de 1950 la Asamblea General de la ONU retira definitivamente la condena a España y acepta que participe en organismos internacionales. Cinco años más tarde entrará a formar parte del organismo, con el bagaje de haber entablado un *Concordato* con *El Vaticano* y la celebración de los *Pactos de Madrid* con Norteamérica, todo ello en 1953.

Ser miembro de pleno derecho de la ONU, abonó la apertura al exterior y propició un remodelo doméstico, con un nuevo gobierno (el sexto del franquismo) en el cual participaban ministros de cierto talante liberal, ya lo fueran por convicción, ya por acoplamiento.

4. LA CRISIS DE 1957. EL FINAL DE LA AUTARQUÍA.

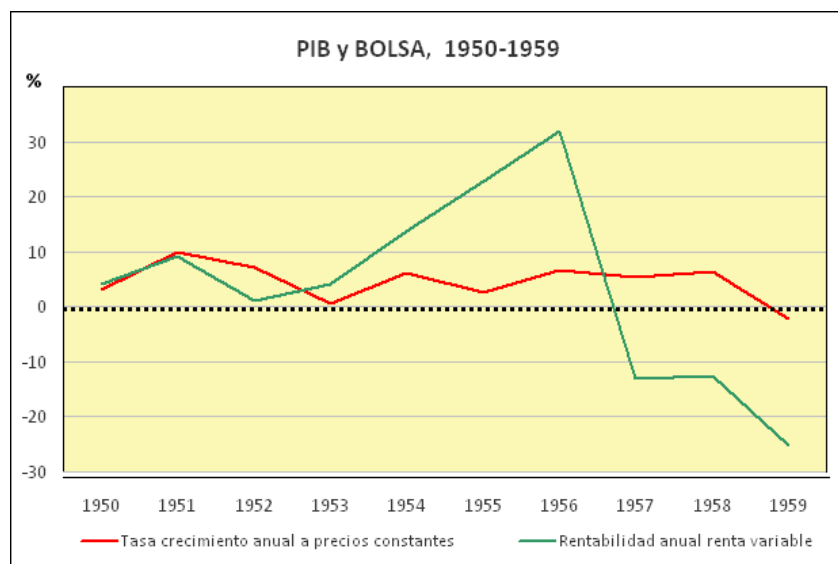
A partir de 1951 la situación empieza a cambiar, tanto en lo político como en lo económico. Cambios poco perceptibles; pero cambios al fin y al cabo. Políticamente, nació una oposición conservadora y, por el otro lado, movimientos contestatarios (el primero fue la “huelga de tranvías” de este mismo año de 1951) reprimidos, según el caso, con menor o mayor violencia y que propiciarían más adelante la draconiana legislación contenida en la *Ley de Orden Público*. En lo económico y con un trasfondo de iniciación tecnocrática, las iniciativas fueron relativamente amplias. En el ámbito agrícola se impulsaron los regadíos y las concentraciones parcelarias. En el ámbito industrial, se fomentó la actividad en su conjunto con incidencia especial, sin embargo, en el tema energético (Plan Eléctrico Nacional), en el sector naval (astilleros) y en automoción (con la *Sociedad Española de Automóviles de Turismo*, SEAT, con el modelo “600” tan emblemático en la época del crecimiento acelerado). El turismo adquiere reconocimiento ministerial. En el orden financiero, fueron notables los esfuerzos para combatir la inflación al tiempo que continuó, en esta época con matices, la política de monetización de la deuda que, adquirida por la banca nacional, se pignoraba directamente en el Banco de España. Este entarimado se ensombrece en 1957 cuando estalla una crisis de ámbito global y que, obviamente, afecta a la economía española con implicaciones sociales y políticas.

El factor desencadenante de este colapso residió básicamente en la disminución del comercio mundial como consecuencia de la acumulación de los efectos derivados de las políticas proteccionistas emprendidas una vez consolidadas las ayudas americanas (*Plan Marshall 1948-52*) a los países europeos participantes en el conflicto mundial, conjuntamente con una serie de circunstancias confluyentes en el periodo. De orden geopolítico (crisis del Canal de Suez), sanitario (gripe asiática), armamentístico (carrera espacial y energía atómica), nacionalista (independencia Marruecos, países asiáticos y revolución cubana), ordenación europea (Tratado de Roma)... Todo ello simultáneamente propició un crac extenso aunque poco profundo y de escasa duración, pero con afectación geográfica amplia al extremo que se le considera como antecedente de “una crisis de la globalización”. En Estados Unidos la repercusión se centró en la disminución de actividad derivada del menor tráfico exterior, si bien con una repercusión financiera más bien liviana. En Europa, el crac afectó principalmente al Reino Unido y Francia y en menor medida a Alemania e Italia. También resultaron afectados algunos países iberoamericanos, básicamente con problemas en sus balanzas de pagos, como fue el caso de Méjico y Colombia. Brasil, adicionalmente, anotó una caída bursátil importante y Chile se vio afectado, asimismo, por una epidemia de ámbito

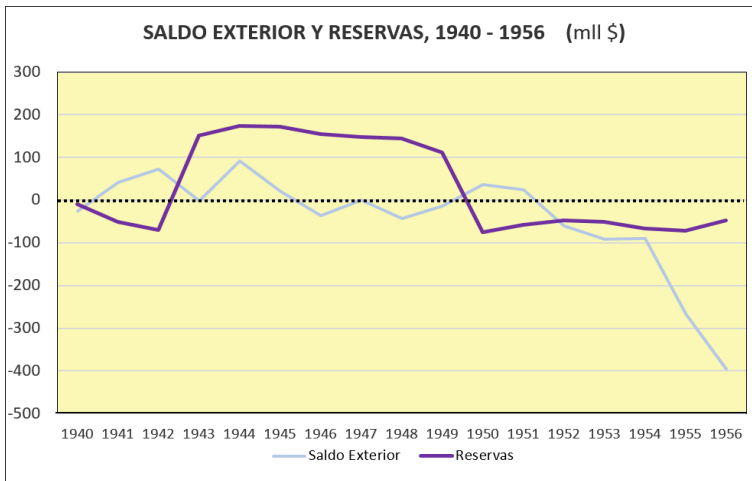
nacional debida a un significativo brote de influenza. En Venezuela la crisis supuso el comienzo de un largo y lamentable declive a partir de unos momentos en que, ni más ni menos, ocupaba el cuarto lugar en la clasificación mundial por renta per cápita (solo por detrás de Estados Unidos, Inglaterra y Francia).

En España a lo económico se añaden factores políticos y sociales. En efecto, en una coyuntura en que iba empeorando aceleradamente la política comercial por el agotamiento de las reservas, se le suma en lo político un cambio de gobierno con la entrada de los tecnócratas del Opus Dei y socialmente, una contestación tanto en las calles (segunda huelga de tranvías) como en la Universidad (primeras asambleas libres de estudiantes). La actividad productiva se ve afectada por todos estos cambios. El PIB se estanca respecto del año anterior (alrededor de los 500.000 millones de pesetas corrientes) y la Bolsa experimenta una fuerte caída (el índice de cotizaciones pasa de 1.172 puntos a

735) a raíz del discurso pronunciado en el Fomento del Trabajo Nacional de Barcelona por el recién nombrado ministro sin cartera, Pedro Gual-Villalbí (al percarce se le llamó jocosamente “Crisis de Gual-Street”).



Ahora bien, el núcleo de la crisis residía, como se ha indicado, en el ámbito del comercio exterior, en un contexto en el cual las exportaciones se situaban a mínimos históricos por el hecho relevante de mantener un tipo de cambios sobrevalorado. En esas circunstancias, el país colapsaba. La balanza por cuenta corriente registró un déficit considerable que, a falta de fuentes de financiación externas, originó un fuerte descenso de las reservas (el stock se redujo por debajo de los 5 millones de dólares y se hizo necesaria la venta de oro). Se procedió entonces a unificar el tipo de cambio (hasta el momento se aplicaban paridades diferenciales según la naturaleza de las operaciones), con lo cual el cambio oficial registró una fuerte devaluación (de 10,95 pesetas/dólar a 42). Así las cosas, se abandonó el sistema de tipos de cambios autárquico por la reinstauración del sistema de cambios múltiples, con el matiz que, en vez de fijar un tipo diferente para cada operación, a partir de mayo de 1958 se ponía en vigencia un régimen de primas y recargos que se aplicaban sobre el cambio oficial. El reajuste fue importante, pero insuficiente a la postre. Primero porque la devaluación se quedó a medias y segundo, porque no se eliminaron los instrumentos que introducían



complejidad y desigualdad en el sistema, en vez de permitir, efectivamente, la aparición de cambios múltiples. Al no superarse el bache satisfactoriamente, la depresión derivada de la crisis no solo se hizo presente sino que intensificó su alcance. Para revertir la situa-

ción, el nuevo gobierno tecnócrata (octavo del franquismo), y en concreto los ministros de Comercio y de Hacienda en colaboración con el Banco de España, dio el gran paso adelante que fue el Plan de Estabilización, que empezó a andar en julio de 1959. El *Plan Nacional de Estabilización Económica* cambiaría la faz del país.

5. LA CRISIS DEL PETRÓLEO DE 1973 (y 1979).

En el verano de este año de 1973, el precio del carburante experimentó una repentina y elevada subida que provocó un crac, de base inflacionista, que afectó al mundo entero. Este aumento del precio obedeció a la decisión de los países árabes exportadores de no vender crudo a los países que habían apoyado a Israel durante la guerra del *Yom Kipur* (06/08/1973 a 24/10/1973) que enfrentaba a este país con Siria y Egipto. El precio del petróleo, que antes del comienzo del conflicto, en agosto de 1973, estaba en 1,8 dólares por barril, pasó a final de año a los 3,39 dólares. Al siguiente, alcanzó los 11,6.

En las épocas previas a esta crisis, el mundo industrializado solía disponer de petróleo abundante y barato. Su consumo había ido creciendo desde finales de la Segunda Guerra Europea. Estados Unidos, con un



6% de la población mundial, consumía el 33% de la energía de todo el mundo. El petróleo procedía sobre todo de Oriente Medio, se pagaba en dólares y los precios se expresaban también en dólares. A medida que la recuperación de la posguerra se tornó en fase de prosperidad y con ella la aparición de síntomas inflacionistas, la política económica relevante se decantó por encarrilar el problema. En este sentido, fue importante la decisión del presidente americano, Richard Nixon, de suprimir la convertibilidad del dólar y, con ello, abandonar el Sistema Patrón-Oro (15 de agosto de 1971) vigente desde los acuerdos de Breton Woods de 1945. A reglón seguido, el dólar fue devaluado en relación con el oro en un 8% (diciembre de 1971), lo cual repercutió en el precio del crudo, generando el obvio malestar entre los países productores. Estos, desde septiembre 1960 se habían agrupado constituyendo la OPEP (*Organización de Países Exportadores de Petróleo*), justamente para protegerse contra la presión de las grandes compañías que pretendían el control sobre los precios en perjuicio de los productores. En principio, su actividad se centraba en maximizar beneficios por la venta de crudo a los destinatarios occidentales, así como mejorar sus niveles de producción. Pero, a partir de 1971, esta actitud inicial cambia en pro de la adopción de una mayor capacidad decisoria en la convicción de que debían ser los países vendedores, y no los compradores, los que determinasen el precio. Adicionalmente, se producen movimientos de nacionalización (Argelia y Libia) así como la constitución de grandes conglomerados (*Aramco* en Arabia Saudí). Todo junto, deriva a una posición de mayor fuerza que se hizo valer, sumando diferentes intereses particulares, para responder con el cese del suministro a los países favorables al ataque israelí. El impacto fue monumental, pues en aquellos momentos el petróleo y el gas representaban el 64,4% de la provisión energética mundial.

Con el precio encarecido y la consiguiente repercusión inflacionista, el mundo industrializado, a parte del *shock* inicial, se vio obligado a optar por la adopción tanto de medidas restrictivas, como de políticas de sustitución. Lo primero no era fácil y lo segundo no podía conseguirse de manera rápida (de hecho, los descubrimientos de Alaska, Mar del Norte o Méjico, tardarían). Y mientras tanto, la recesión se hizo realidad, en un panorama donde un nuevo concepto, “*estanflación*”, caracterizaba su naturaleza, es decir, la existencia simultánea de inflación y estancamiento con altos niveles de paro. Una y otro se dispararon. Si desde 1958 la tasa mundial de inflación anual se movía alrededor del 2%, a partir de 1973 se situó en los dos dígitos. Y en cuanto al paro, que no sobrepasaba el 5% en promedio para los países de la OCDE antes de estallar la crisis, dobló esta cuantía a lo largo de la contracción. Los países industrializados como resultado de una coyuntura tan adversa, registraron obviamente descensos importantes en la actividad productiva. El PIB americano anotó un 0,7% negativo, el Reino Unido un 1,5%, Alemania un 1,7%... Se pusieron en práctica planes de austeridad (racionamientos, limitaciones de velocidad, cambios de horario, disminuciones de cilindrada, etc, etc) que inevitablemente produjeron una disminución del consumo y una rebaja del nivel de vida. En este clima, la economía sufre una doble reacción: industrialización del terciario y terciarización de la industria. El suelo del período contractivo, ya digerido el impacto inicial, se registra a lo largo de los años de

1974 y 75 seguido de un estancamiento notable hasta finales de 1977. De todos modos, el embargo se levantó en marzo de 1974 y los países más afectados por las restricciones resultaron ser Estados Unidos y Holanda.

La crisis devino mundial y junto a la problemática de los países ricos, el impacto en los países subdesarrollados fue igualmente importante, si bien con implicaciones diferentes. En un extremo, con Arabia Saudí a la cabeza, optaron por la industrialización (en este país el PIB se incrementó un 250% en el transcurso de tan solo el periodo 1973-74). En el otro extremo, con países pobres y carentes de petróleo, su situación comparativamente se agravó a extremos límite, con casos realmente dramáticos en África. Fue debido precisamente a este estado de cosas que las potencias occidentales pusieron en práctica procedimientos imaginativos para aliviar la cuestión. Los Estados Unidos propusieron la creación de una Agencia Internacional de la Energía. Francia, que no aceptó la propuesta, planteó por su parte la celebración de una conferencia entre países industrializados, subdesarrollados y productores de petróleo. Se intensificaron las reuniones Norte-Sur y, en fin, la CEE acordó un programa de ayuda financiera a los países en desarrollo. Ahora bien, al final lo más resolutivo fue la adopción de un principio de concertación que concluyó con celebrar una reunión a la que asistieran las potencias europeas junto con los Estados Unidos y Japón, sumándose luego Canadá. Como resultado se estableció un mecanismo de respuesta destinado a convertirse en un instrumento permanente de consulta que, además, propiciaba la aprobación por el GATT de acuerdos para la desaparición de barreras arancelarias. Porque, en realidad, en tanto la depresión estuvo instalada, todos los países afectados recurrieron a políticas más o menos proteccionistas, dado que las soluciones centradas en la crisis tardaban en llegar, tanto por su perplejidad como por su peculiaridad. En este escenario, dos líneas genéricas tuvieron resonancia. Por un lado, habida cuenta que el Patrón-Oro había muerto, legalizar los cambios flotantes con un capital de reserva del sistema monetario internacional asegurado por los llamados “derechos especiales de giro”. Por otro lado, la adopción de medidas particularizadas, entre las cuales destacó la del presidente de la Reserva Federal Norteamericana, Paul Volcker, consistente en limitar la masa monetaria mediante incrementos sin precedentes de las tasas de interés para conseguir, a la vez, atacar la inflación y atraer capitales al país para presionar al alza el dólar.

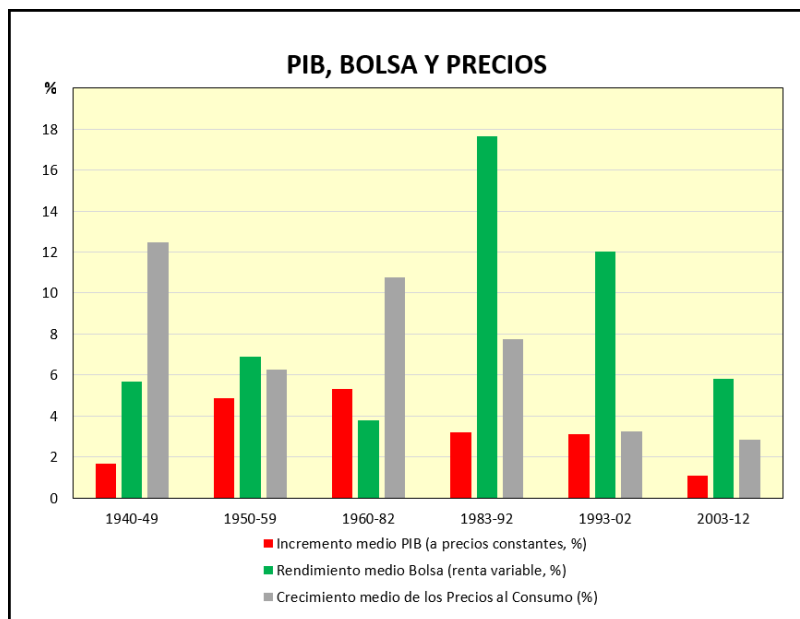
Superado el bache, resultó que la crisis había contribuido al declive de la industria tradicional en favor de nuevas industrias, en especial las vinculadas a la comunicación y a la informática. También resultó que la crisis evidenció los fallos del estado del bienestar, enfatizándose como orientación futura la reducción de las desigualdades como objetivo esencial de los presupuestos públicos. Finalmente, de la crisis derivaron diferentes repercusiones de orden político, unas de ruptura y otras de reforma.

En el ínterin, de todos modos, tuvo lugar una recaída. En concreto, una nueva crisis ligada también a una nueva subida del precio del carburante, crisis ésta que se la conoce como “*segunda crisis del petróleo*”. Se produjo en 1979, bajo los efectos

conjugados de la revolución iraní (revuelta contra el Sha, que huye del país a comienzos de este año de 1979) y luego de la guerra Irán-Irak. Nuevamente, el precio del crudo se dispara multiplicándose inmediatamente por 2,7. El colapso se sobrepone a los efectos que se iban desarrollando desde la primera crisis, pero en un momento en que, precisamente, parecía consolidarse una cierta recuperación. En efecto, la tasa de crecimiento de 1978 se situaba alrededor del 4%, en conjunto, con exponentes sobresalientes como el caso de Estados Unidos (5,2%), Alemania (4,6%) o Japón (4,2%). También Italia mostraba cifras similares (4,6%), superiores a las de otros países de la OCDE como Canadá (3,2%), Gran Bretaña (3%) y Francia (2,3%). Todos estos datos, incluyendo por el lado positivo la mejora del comercio exterior (de un saldo negativo en 1977 se pasó al año siguiente a otro favorable de 5,9 millones de dólares) y por el negativo la perseverancia de altos índices de inflación, confluían en la esperanza de que la recuperación era una realidad, realidad que daba al traste, pues, el crac de 1979. Las economías continuarían luego sumergidas en un estancamiento oscilante hasta 1982 o 1985, según el país.

Esta relativa mayor duración afectó particularmente a la economía española, ya que a la crisis de 1973, por ella misma, se añadiría el fin de una época para dar comienzo a la transición entre dictadura y democracia. Además y con mayor hincapié que en los países de la OCDE, el encarecimiento del precio del petróleo frenó *ipso facto* el progreso económico que vivía España desde 1960 y que reportó el mayor empuje de la época contemporánea. Y ello, a pesar de sufrir movimientos inflacionistas de alto voltaje y promocionar una industrialización fuerte pero anárquica. Esta “época dorada”, que para el caso se la conoce como *milagro español*, respondía a los cambios que, después del desastre de la autarquía, derivaban del Plan de Estabilización de 1959, seguido a continuación de los Planes de Desarrollo así como de los cambios que también se estaban experimentando en la Europa Occidental. El Plan de Estabilización liberaliza la economía, persigue la estabilidad económica, el equilibrio de la balanza de pagos y el fortalecimiento competitivo de la divisa; los Planes de Desarrollo, siguen por esta línea con énfasis específico en la política comercial y en el fomento de la actividad productiva mediante los llamados “polos de crecimiento”, y la influencia europea se centra de manera particular en la entrada de capitales y llegada de turistas. En este panorama, el PIB contabilizó crecimientos espectaculares. En magnitudes constantes, con base 100 en 1960 pasó a 233 en 1973, lo que traducido en pesetas corrientes da como resultado una triplicación, que evidencia la importancia del proceso inflacionista que se vivió (en los años previos a la crisis el ritmo de crecimiento anual superaba en promedio el 9%). El cambio, en cualquier caso, fue trascendental, modificando profundamente la estructura económica del país: la industria se diversificó con localizaciones más allá de las regiones tradicionalmente fabriles; el turismo impulsó la construcción y los servicios y la configuración demográfica propició una migración que convirtió a millones de campesinos empobrecidos en trabajadores urbanos mejor remunerados y con mejores expectativas de futuro.

La crisis de 1973 trastocó el estatus conseguido y se instaló con ímpetu en la economía española desquebrajada en buena medida por la acumulación de ineficiencias y sobre todo porque a lo económico se añadió lo político. Ni más ni menos que a los tres meses de estallar el crac,



moría asesinado en Madrid el almirante Carrero Blanco, presidente del Gobierno Español y hombre de confianza del Generalísimo. El Régimen que ya requería muletas por el clima subversivo interno anclado fundamentalmente en la reivindicación obrera y estudiantil, enfiló su recorrido final que sería una realidad el 20 de noviembre de 1975. Hasta el momento, los gobiernos de turno habían intentado administrar la crisis con unos instrumentos un tanto diferentes de los utilizados por los países vecinos y además esperando comparativamente la comprensión de los países árabes al ser, según su criterio, amigos fraternales. En este convencimiento, se argumentó que la crisis tendría para España duración corta y, en consecuencia, procedía un programa *ad hoc*. En este sentido, se optó por repercutir el alza del precio del crudo solo parcialmente a los consumidores (aumentos en torno a un 20%), cargando la diferencia al Presupuesto Nacional. El tema era de calado, pues no solo afectaba al transporte sino, y muy principalmente, a la producción de electricidad que en su mayor parte se producía en centrales térmicas consumidoras de fuel. Y ello, teniendo en cuenta que, como consecuencia de la subida del precio del petróleo, la factura a pagar aumentaba hasta los 2.500 millones de dólares, lo que significaba, por sí solo, un incremento del déficit comercial del 50%.

Se decidió asimismo mantener la misma política monetaria. Una política laxa, que si bien contribuía importantemente a cebar el movimiento inflacionista, era un resorte crucial para facilitar la financiación empresarial. Así, contentando consumidores y empresas, se pretendía sostener (por el tiempo que durase la crisis, poco según el Gobierno como se ha dicho) la demanda interior ante la previsible y segura disminución de la demanda exterior (que, de hecho, fue una realidad, pues los ingresos procedentes del turismo se redujeron en más de en 30% y las exportaciones cayeron cerca de un 8%). Sorprendentemente, esta política daba resultados. Sin entrar en el fondo del replanteamiento estructural, el país crecía, entre 1973 y 1976 por encima del de los principales países europeos. Quizá por ello, esta política económica se mantuvo tras la

muerte de Franco y el inicio de la Transición política. Al correr el tiempo, empero, la situación se fue complicando sobre todo por el lado de la inflación, cuya tasa se acercaba al 20%, y también por el lado de la balanza exterior por cuenta corriente cuyo déficit, a su vez, superaba los 4.000 millones de dólares, sin olvidar el ritmo creciente del déficit público. Ante tal situación y superados los procedimientos políticos al efecto (dimisión de Arias Navarro, nombramiento de Adolfo Suárez, debate constitucional y convocatorias electorales), el gobierno democrático decidió una negociación multilateral en la que debían participar el propio Ejecutivo, las fuerzas políticas representativas, los sindicatos y las patronales. Así nacieron los llamados *Pactos de la Moncloa* firmados en octubre de 1977. Cambió naturalmente la política económica con el contrapié de estallar al poco tiempo la segunda crisis del petróleo. De nuevo los precios del crudo se multiplicaron, de los 12,7 dólares por barril se pasó a los 26 para acabar en los 37. Ahora los precios incorporaron plenamente las subidas en un contexto de un fuerte desajuste macroeconómico. Rebrotó la inflación, que se mantuvo oscilante alrededor del 15% anual durante varios años. La balanza por cuenta corriente volvía, una vez más, a registrar saldo negativo de aproximadamente 5.000 millones de dólares anuales. El déficit público, que se había situado en el 1,7% del PIB, pasó al 6%. La inflación, básicamente de costes, se manifestaba a lo largo y ancho del proceso productivo, con el referente de que el precio del fuel había pasado de las 1.800 pesetas a más de 20.000 por tonelada. El estancamiento volvió a ensombrecer la economía. Inflación y paro retornaron la estanflación, en un lapso temporal con mínimos a principios de los ochenta e indicios de recuperación a partir de 1985.

La singularidad de esta crisis en España, habida cuenta la conjunción económico-política, quedó reflejada en la propia configuración del ciclo bursátil. Comparativamente, España vivió una etapa depresiva de más de 8 años, desde la constatación del crac en abril de 1974 hasta septiembre de 1982, siguiendo luego una fase de recuperación hasta marzo de 1986 en que se alcanzaron los niveles del comienzo. En Estados Unidos, la etapa depresiva fue de 2 años, de finales de 1973 a principios de 1976, con una recuperación no exenta de oscilaciones a lo largo de 8 años. En España el ciclo bursátil se extendió por un período de 12 años; en los Estados Unidos, por 10. Y, de máximos a mínimos, el índice español perdió un 73% y el americano, un 45%.

6. LA CRISIS “FANTASMA” DE 1987.

Esta fue una crisis repentina, de gran profundidad y corta duración. Se la conoce como “*Lunes Negro*”, aludiendo a equiparable denominación del crac del 29. En esta ocasión fue el lunes 19 de octubre de 1987. Empezó por la mañana en la Bolsa de Hong Kong y, habida cuenta las diferencias horarias, llegó por la tarde a Nueva York, y se extendió al conjunto de mercados mundiales. La caída fue espectacular. La más profunda vivida por la bolsa americana si se exceptúa la sesión del día en que se declaró la Segunda Guerra Mundial. El Dow Jones bajó un 22,6%, provocando un pánico

generalizado que obligó a una rápida intervención por parte de las autoridades competentes. En esta fecha, hacía escasos meses que Alan Greenspan había accedido a la presidencia de la FED y, efectivamente, actuó con rapidez y contundencia. Primero, emitiendo un comunicado de tranquilidad; segundo, actuando como valedor crediticio en tanto que banquero de última instancia y tercero, evitando que los responsables bursátiles cerraran el mercado neoyorquino.

El colapso fue fantasmal y de afectación globalizada, sobreviniendo después de un periodo de más de cinco años de prosperidad en un contexto coyuntural en el cual no se avizoraban tempestades inmediatas. Los índices bursátiles fueron cayendo a renglón seguido. El de Hong Kong, plaza de origen de la hecatombe, un 45,8%, Australia un 41,8%, Reino Unido un 26,4%, Canadá un 22,5%, Japón se movió igualmente por estos niveles... En los mercados españoles la repercusión tuvo lugar al día siguiente, o sea, el 20 de octubre, precisamente por la disparidad horaria. En aquel entonces, la bolsa española se guiaba por el sistema tradicional, es decir, aún no había entrado en vigor la Ley de Reforma del Mercado de Valores y, por lo tanto, la sesión duraba dos horas, de 10 a 12 de la mañana, y la contratación se realizaba a “viva voz” en corros especializados. Sucedió algo que nunca había ocurrido desde mediados del siglo XIX: a las ofertas de papel no le seguían respuestas en dinero. El pánico era de tal envergadura que, con independencia del nivel de cotización, no había compradores dispuestos a cerrar operaciones. El Índice Histórico de Renta Variable registró un descenso de alrededor de un 30%, en un contexto en el que desde enero el mercado se había revalorizado por encima del 16% y la rentabilidad del año anterior se había situado en el 108% (una de las mejores de la historia). Esta situación se repetía en el conjunto de los mercados y de ahí el gran fiasco que trajo consigo el crac.

Las explicaciones del porqué fueron muy variadas y ninguna suficientemente consistente. En cada país sobresalían circunstancias que, *a posteriori*, permitieron entrever la caída de las cotizaciones, pero en conjunto ninguna de ellas, por sí mismas, resultaba explicativa de la profundidad que experimentaron los precios de las acciones. Genéricamente, se adujo que, “como todo lo que sube, baja”, la bonanza del quinquenio previo había ido hinchando un globo que al final explotó. Y lo hizo en el campo financiero, porque la economía real apenas estuvo influida globalmente por esta crisis de 1987 que fue, por lo tanto, sustancialmente bursátil. Ahora bien, al lado de que la burbuja se deshinchara por abuso especulativo, también se esbozaron otras motivaciones, sobre todo referidas al caso americano por ser donde, en el momento inicial, el desastre fue comparativamente mayor. Se argumentó así el enorme déficit público del “reaganismo”, las importantes subidas de tipos de interés que adoptó la administración americana en el mes previo a la crisis, los cambios operativos que se introdujeron en el mercado mediante una nueva tecnología que conectaba el mercado al contado de Nueva York con el mercado de derivados de Chicago, entre otros avatares de menor relevancia.

La crisis fue de gran profundidad pero de una duración corta. En Estados Unidos, los niveles previos de 1987 se alcanzaron dos años más tarde, una vez digerido el desastre de los *saving banks* precisamente de ese año de 1989. Con todo, la coyuntura subsiguiente registró oscilaciones notables tanto por los efectos negativos de la burbuja inmobiliaria del Japón y las tensiones del precio del petróleo ocasionadas por la Guerra del Golfo. En cualquier caso, el ciclo como tal, duró tres años, uno de contracción y dos de rápida y sostenida recuperación. En España, después de la caída inicial, se produjo también un rápido rebote que, con todo, fue transitorio. En la situación española concurrieron factores internos de tipo político y, en particular, la nueva orientación de la política económica que a lo largo de 1992 puso en vigor dos devaluaciones, la primera en septiembre de un 5%

y la segunda en noviembre de un 6%. Todo ello alargó la fase depresiva, con nuevos suelos en 1993, año este en que se vivió una nueva devaluación de la peseta de un 8%. Fueron momentos críticos en los que la deuda pública rozaba el 70% del PIB y el déficit del conjunto de las administraciones superaba el 7%. Además, y particularmente, empezó el período de las elevadas tasas de paro (ya en este año de 1993 el registro fue de 24,9%, con un número de desempleados de 3,9 millones). Este ciclo fue, pues, más largo en el caso español



que en el global, ya que la recuperación no empezaría hasta 1995 y con la salvedad, por lo que a la Bolsa atañe, que los niveles previos de la crisis de 1987 no se alcanzarían hasta diez años más tarde.

Es importante observar que, en este estado de cosas, las economías de los países avanzados marcaban la pauta que caracterizaba la coyuntura de cada momento. Sucedió, sin embargo, que a nivel “local” aparecían desajustes que, obviamente, afectaban a la región originaria, pero sin mayores consecuencias para terceros. Estos desajustes empezaron a hacerse sentir desde principios de los ochenta y se extendieron hasta casi finalizar la década siguiente, configurando *pánicos* y *burujas* de diferente intensidad y

alcance. Se sitúan en el inicio la *crisis de deuda latinoamericana* en 1980 y la *crisis chilena* de 1982. La primera, fruto de una notable falta de liquidez asociada a una masiva fuga de capitales, lo cual provocó una importante depreciación de los tipos de cambio e incremento del interés de la Deuda; la segunda, derivada de las reformas económicas que impuso la Dictadura Militar del general Pinochet con el referente de una moneda sobrevalorada (el extraño engranaje de paridad con el dólar). Vinieron luego otros percances, también en América Latina. En 1994 *Venezuela* padeció un generalizado proceso de insolvencia que afectó a más de un tercio de la banca privada del país. A finales del mismo año, la falta de reservas, en medio de una importante devaluación de la moneda nacional y con notorias disfuncionalidades en relación con el recién suscrito Tratado de Libre Comercio de América del Norte, provoca un pánico en *Méjico*, cuyas consecuencias se conocen como “*efecto tequila*”. En los años sucesivos, réplicas genéricas de estos fenómenos se fueron sucediendo en otras repúblicas sudamericanas, destacando la de *Ecuador* y de modo especial el estallido de diciembre de 2001 en *Argentina*, llamado “*crisis del corralito*”. La denominación obedece a la restricción a la libre disposición de dinero en efectivo, en plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorro impuesta por el gobierno (Fernández de la Rúa) desde el tres del citado mes de diciembre hasta el día dos del mismo mes del año siguiente.

Paralelamente a estos pánicos y burbujas del continente americano se sumaron colapsos relevantes en Europa y Asia en la década de los noventa. En Europa fue principalmente el desajuste del día 16 de septiembre de 1992, el “*Miércoles Negro*”, en que el gobierno conservador británico se vio obligado a retirar la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo. Las implicaciones se fueron sucediendo en medio de un movimiento especulativo encabezado por el financiero George Soros (comprador de marcos y vendedor de libras) que obligaron a las autoridades a replantear la política financiera con una devaluación de la libra que suponía una caída del 15%. De los diferentes damnificados, el más llamativo fue el *Banco Barings* que en febrero de 1995 entró en bancarrota. Esta entidad era la más antigua que existía en el Reino Unido. Creada en 1762, ya había sido protagonista cuando la crisis de 1890 salvándose entonces por la intervención del Banco de Inglaterra y que ahora, a pesar de que también lo intentó, tuvo que ser liquidada y vendida al grupo holandés ING.

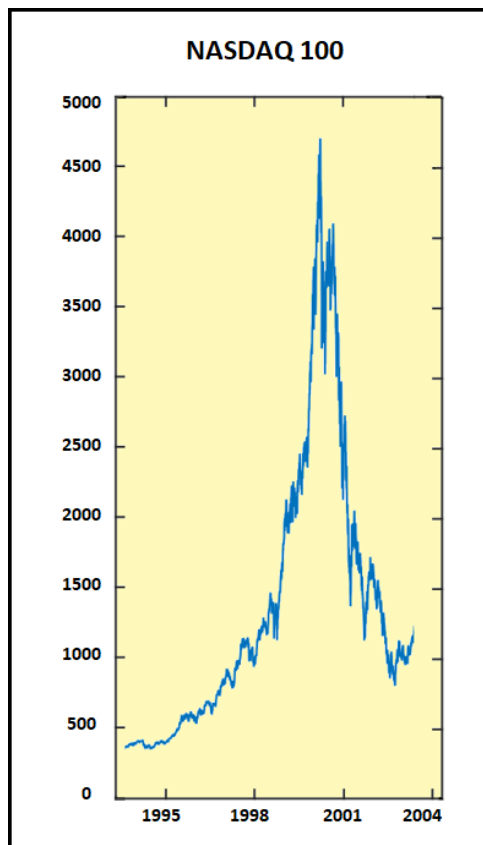
En Asia la cosa tuvo, si cabe, mayor envergadura. El colapso sobrevino como consecuencia de la devaluación de la moneda de *Tailandia*, en julio de 1997 a raíz de los ajustes impuestos por el Fondo Monetario Internacional. La decisión que, en principio, debía tener solo un efecto compensatorio a nivel doméstico, afectó a otros países de la región. Primero *Malasia*, *Indonesia* y *Filipinas*, con alcances de importancia que luego afectaron secuencialmente a *Taiwán*, *Hong Kong* y *Corea del Sur*. Las causas del desastre residen en políticas que distorsionaban los incentivos en la relación prestatario-prestamista, ocasionando un “*crédit crunch*” e inevitablemente la quiebra. Habida cuenta su intervención inicial, a este pánico asiático suele denominársele como “*Crisis del Fondo Monetario Internacional*”. Y si bien no fue un crack global, sí afectó, más allá de los países del impacto inicial, al conjunto de la

región directamente e indirectamente a otros destinos. Salieron perjudicados los llamados “*tigres asiáticos*” ya que se redujo la entrada de capitales al aumentar el riesgo de la zona. También salieron malparados los países productores de petróleo porque el shock negativo redujo el precio del crudo alrededor de 8 dólares por barril. *Japón*, por su parte, que justamente había sufrido una importante crisis inmobiliaria en 1990, el pánico asiático le obligó a tener que redefinir su modelo de crecimiento para contener el déficit por cuenta corriente, incrementar el stock de reservas y priorizar la inversión hacia la industria pesada. Y, de modo muy particular, a reorientar los flujos de capitales, que hasta entonces se dirigían a países sudamericanos, hacia los vecinos afectados por la crisis. Ya fuera de la región, *Rusia* también padeció las consecuencias del pánico asiático de manera singular a partir del verano de 1998, originándose la “*crisis del rublo*” con sus implicaciones tildadas de “*efecto vodka*”. El crack ruso se debió a que la crisis había provocado el hundimiento de los precios mundiales de las *commodities*, lo cual suponía para el país la supresión drástica de ingresos fiscales. Y lo singular del caso, con el trasfondo lejano del pánico asiático, fue que la caótica situación que caracterizó a la economía rusa propició la quiebra del, en aquel momento, emblemático fondo de inversión libre americano, el *Long-Term Capital Management*, al tener un exagerado posicionamiento en obligaciones adosadas a deudas incobrables.

7. LA CRISIS DEL AÑO 2000. EL FIASCO DE LAS “PUNTOCOM”.

A partir de 1997 empezaron a proliferar empresas vinculadas a *Internet* que, para llevar a término sus imaginativos proyectos, requerían de los oportunos capitales. En esta época, a su vez, habían aumentado considerablemente las Compañías de Capital Riesgo que, además, gozaban de gran disponibilidad de recursos. La conjunción de lo uno y de lo otro, dio lugar a lo que se designaría *empresas puntocom*, con el trasfondo de la fulgurante aparición de la llamada *Nueva Economía*. Con este término se designaba otro enfoque conceptual para enfatizar la economía basada en el conocimiento frente a la basada fundamentalmente en la fabricación. Este nuevo enfoque alcanzó cotas de gran popularidad, en un escenario abonado por las TIC (*Tecnologías de la Información y de la Comunicación*), gracias a los progresos precisamente en tecnología y a los efectos de la globalización, en un marco en el que se presumía un cambio en la estructura económica que favorecía bajos índices de paro y un crecimiento sostenido que relegaba el ciclo económico.

El auge de este tipo de empresas fue espectacular con protagonismo sobresaliente entre los años 1997-98 y 2001. Fue un fenómeno generalizado, pero instalado con fuerza en los Estados Unidos y en concreto en la Bolsa de Valores Electrónica de Nueva York, el NASDAQ (*National Association of Securities Dealer Automated Quotation*). Las acciones de las *empresas puntocom*, que se habían multiplicado enormemente y buen número de ellas con un planteamiento proyectivo como único activo, siguieron una ruta estelar hasta sobrepasar los 5.000 puntos del índice de cotizaciones del mercado. En concreto, el día 10 de marzo del 2000 se registra



el máximo absoluto de 5.132,52 puntos. A partir de aquí, la caída es estrepitosa: cierre de empresas, quiebra de cotizaciones, billones de dólares evaporados y, en resumen, millones de inversores arruinados. Casi de inmediato el índice se situó en los 3.500 puntos y a lo largo de los 18 meses siguientes el crac arrojaba descensos superiores al 78%. El mínimo se anotó el 9 de octubre de 2002 en 1.114 puntos. De principio a fin desaparecieron, por fusión o por quiebra, 4.854 compañías.

Se contabilizan como causas del apogeo los factores ya indicados relativos al atractivo de las nuevas tecnologías y a la disponibilidad de recursos por parte de las compañías de capital riesgo. También al éxito inicial de empresas tales como *Apple*, *Microsoft*, *Yahoo...* en el marco genérico que había dibujado *Internet*. Por el contrario, se

aducen como causas de la caída el fiasco que supuso sustentar la inversión en las expectativas frente a datos de tipo fundamental. También, subestimar la complejidad y los costes de logística y distribución y, por el contrario, sobreestimar los efectos de la economía en red, particularmente la premisa de prestar servicios gratuitos porque la red recompensa tal gratuidad. Finalmente, la desatención a los aspectos convencionales de los mercados financieros respecto a la información y, en su defecto, adoptar una conducta netamente especulativa.

Si bien, como se dijo, la crisis *puntocom* se originó y se centró en los Estados Unidos, afectó al conjunto de los mercados financieros mundiales con especial hincapié tanto en las economías avanzadas como en las en vías de crecimiento. En España la incidencia fue importante. Llegó con un año de retraso, siendo las acciones de *Jazztel* las que recibieron el primer impacto, con un 16% de caída en una sola sesión. Sin embargo, fueron las acciones de *Terra*, empresa filial del Grupo Telefónica dedicada a contenidos y portales de *Internet*, las que sobresalieron espectacularmente en esta crisis en la bolsa española. La compañía empezó a cotizar el 17 de noviembre de 1999 a un precio de 11,81 euros la acción. A lo largo del año subió a 37 para alcanzar un máximo de 140 euros en febrero de 2002. El declive fue tan catastrófico como evidente, pues al dejar de cotizar en julio de 2005 su valor se había reducido a 3,04 euros.

En su consideración de conjunto, la crisis de este año 2000 puso de relieve, en contraste con las épocas anteriores, la elevada sincronización de los mercados financieros al socaire de todo lo que implicaban los niveles de globalización del

momento. En este sentido y por lo que aquí atañe, la transmisión cíclica se vio particularmente reforzada, tanto en lo relativo a duración de la amplitud de onda como de la duración de las fases cíclicas. Así, tanto el *Ibex* como el *Dow Jones* registraron un ciclo de 7 años, con 3 de contracción y 4 de recuperación. Sin embargo, una tal sincronización en amplitud de onda y duración no se observó en la intensidad de las tendencias, pues mientras la bolsa americana descendía en su punto mínimo un 35%, la española llegaba al 58%.

8. CRISIS DE 2007-08. HIPOTECAS SUBPRIME Y CAOS FINANCIERO.

Esta fue una crisis global en sí misma y en sus manifestaciones a lo largo del mundo. Se desarrolló por partes que confluyeron: colapso inmobiliario y colapso financiero. Como en el caso anterior, también el crack se inicia en los Estados Unidos. Los primeros síntomas aparecieron en agosto de 2007 al quebrar varios bancos de inversión con intereses en el negocio inmobiliario. La cabeza visible del percance fue *American Home Mortgage*, al airearse el rol de las *hipotecas subprime*. La concesión de préstamos a largo plazo para requerimientos inmobiliarios tuvo su origen cuando con la crisis *puntocom* los capitales que se habían aplicado a la bolsa se dirigieron a este sector, en una coyuntura de bajos tipos de interés desde mitad de los noventa. Esta práctica aumentó de modo importante a partir de los atentados del 11 de septiembre de 2001, al apostarse por una política pretendidamente compensatoria, por la desregulación de los mercados, la reducción de impuestos, nuevas bajadas de tipos de interés y aún mayor expansión del crédito. Todo ello se sumaría a la burbuja inmobiliaria que, al margen de sus efectos inflacionistas, recibió políticamente el apoyo de la administración Clinton en su etapa final. Las entidades financieras se sentían así presionadas para otorgar hipotecas de acceso a la vivienda a grupos étnicos y raciales de escasos recursos. O sea, hipotecas *subprime* en relación a las ordinarias o *prime*. En aquellos momentos el empeño político no tuvo particular rechazo, precisamente porque la bonanza coyuntural alejaba la probabilidad de impago de tales hipotecas (denominadas “*ninjas*”, atendiendo a las peculiaridades de quien las recibía: *no income, no job, no assets*”).

A este panorama, de crédito fácil y flexibilidades post-atentado, se añade la decisión del presidente americano de declarar “la guerra contra el terrorismo”, atacando primero a Afganistán y más tarde Irak (en este caso con el respaldo de los jefes de gobierno inglés y español). Este clima bélico, a parte de la incidencia de los gastos multimillonarios inherentes, incidió en la economía real en la medida que supuso una subida del precio del petróleo (alrededor de un 300% y que a reglón seguido superaría por primera vez en su historia el límite de los 100 dólares/barril). La coyuntura internacional se fue salpicando con progresivos incrementos de los precios, no solo del petróleo, sino también de materias primas, en particular el cobre, así como del de los productos alimentarios. Fue en esta tesitura cuando en agosto de 2007, como se ha dicho, estalla la crisis en Wall Street provocando turbulencias en los mercados

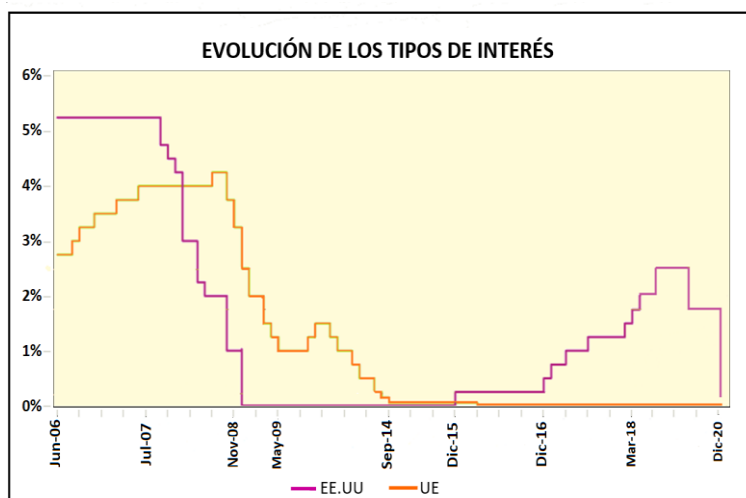
financieros de todo el mundo, con derivaciones tanto en el ámbito de la economía real como en el de la economía financiera.

El desencadenante sustantivo del crac fue la exhuberancia del crédito asociada a la manipulación de los préstamos hipotecarios de la mano de la llamada “ingeniería financiera”. Ante una situación de demanda continuada de préstamos y una política condescendiente al respecto, las entidades bancarias precisaban recurrentemente de nuevos recursos dinerarios. Una forma de obtenerlos fue la *titulización*, es decir, la agrupación de derechos de crédito en una misma cartera, lo que implicaba convertir los préstamos hipotecarios concedidos en activos financieros vendibles. Los “paquetes” resultantes, que mezclaban hipotecas prime y subprime, construyeron un amplio mercado de concurrencia internacional. A medida que aparecían brotes de insolvencia, la morosidad y las ejecuciones hipotecarias estuvieron a la orden del día. Y así pinchó la burbuja con consecuencias globales porque los paquetes se habían esparcido por el mundo entero. El estruendo fue tanto mayor por cuando en el ínterin habían aparecido con inusitada fuerza los llamados “nuevos productos” fruto, como se indica, de la ingeniería financiera. Tales productos se sustentaban inicialmente solo en la titulación de activos hipotecarios, pero luego se ensancharon mediante la combinación de estructurados realizada sobre los mismos.

El complejo panorama resultante se valida a través del engranaje siguiente: Primero, la banca comercial otorga una hipoteca a una persona de escasa solvencia, que le ha sido presentada por un broker inmobiliario el cual percibe la comisión correspondiente. Segundo, el banco confía que podrá recuperar el activo hipotecado si después de los dos años de carencia no se procede a su amortización, en el bien entendido que no incurrirá en pérdidas habida cuenta el alza permanente de los precios en el sector inmobiliario. Tercero, en la medida que el banco comercial acumula hipotecas de esta naturaleza, las transfiere a su vez a un banco de inversión. Cuarto, el banco de inversión agrupa el conjunto de hipotecas así adquiridas creando un nuevo producto financiero denominado SPV (*Special Purpose Vehicle*). De ahí deriva todo lo demás, ya que de los SPV se forman o los MBS (*Mortgage Backed Securities*) o los CDO (*Collateralized Debt Obligation*). Además, justamente para asegurar a los potenciales compradores el posible perjuicio de morosidad de algún pago de la amortización de las hipotecas incluidas en el paquete, se suscribe un seguro para afrontar tales quebrantos mediante un nuevo instrumento denominado CDS (*Credit Default Swaps*). Como el engranaje funcionaba y acaparaba éxito creciente, en una alocada espiral vendedora, se crea un nuevo instrumento: el *Synthetic CDO*, consistente en la emisión de bonos con seguro CDS y una referencia a los CDO iniciales referenciados a hipotecas. Este producto se convierte en una inversión de moda entre los expertos del mercado institucional y el apalancamiento para esta finalidad es, a su vez, práctica habitual entre el público inversor. Su aceptación fue amplísima, llegando a superar el 70% del volumen total de CDO emitidos.

Este era, pues, el escenario: el sector inmobiliario continuaba su andadura y los mercados financieros iban anotando máximos sucesivos. Pero el globo pinchó y el día 11 de octubre de 2007 el *Dow Jones*, con un registro histórico superior a los 14.000 puntos, sentenció el descalabro que desde la bolsa pasó a la economía real. La crisis se extendió con rapidez en el conjunto de las plazas financieras. En España, los parqués registraron el impacto casi un mes más tarde. Efectivamente, el día 9 noviembre de 2007, también el *Íbex-35* en máximos históricos (cerca de los 16.000 puntos) marcó el brusco cambio de tendencia. La volatilidad se adueñó de la contratación en un escenario caracterizado por una carencia de liquidez alarmante y con un trasfondo de profundo ajuste en la economía productiva, cuyo exponente más revelador era el caos que se cernía sobre el sector inmobiliario. Ante la gravedad de la situación, los gobiernos (a excepción del español que consideraba que aún “jugaba en primera división”) empezaron a tomar di-

ferentes medidas de política económica a lo largo del cuarto trimestre de 2007. De septiembre a diciembre, la FED recortó tres veces 25 puntos básicos el tipo de interés, situándolo del 5% al 4,25%. Y, conjuntamente con el BCE y el Banco de Inglaterra, inyecta dine-



ro al sistema. Medidas todas éstas que preludian las adoptadas, a mediados de diciembre, por los bancos centrales de EUA, Inglaterra, Europa, Canadá y Japón en una acción concertada para mejorar los coeficientes de solvencia e impulsar la liquidez ante la repentina y elevada restricción de crédito. Los pronósticos para el año siguiente, 2008, son demoledores.

Durante el primer trimestre, el indicador bursátil americano cayó un 7,55% y el español un 12,6%. A pesar de la diferencia y en un marco ya claramente recesivo, las autoridades españolas persistían en sostener que el cambio de tendencia no iba con ellos, más allá del parón inmobiliario. En los Estados Unidos, en cambio, la FED volvió a rebajar el tipo de interés, dos veces en el mes de enero y otra a mitad de marzo para situarlo al 2,25%. Una pequeña tregua se observó a finales de enero al amparo de unos resultados empresariales mejores de lo esperado. Pero la alegría fue fugaz, empezando diferentes descalabros de consideración. Junto al desplome de *Natixis*, *Société Générale* tuvo que afrontar pérdidas importantes por el error de un broker. *Crédit Suisse*, por su parte, declaraba pérdidas por la tenencia de activos subprime. El banco *Northern Rock* era nacionalizado por el gobierno británico. La gestora americana *Bear Stearns* es adquirida a precio de saldo por *J.P. Morgan*. También se nacionaliza el banco *IndyMac*. El *Bank of America* compra el banco especializado en hipotecas de alto riesgo

Countrywide. *Citigroup*, a riesgo de intervención, se ve obligado a llevar a término provisiones extraordinarias...

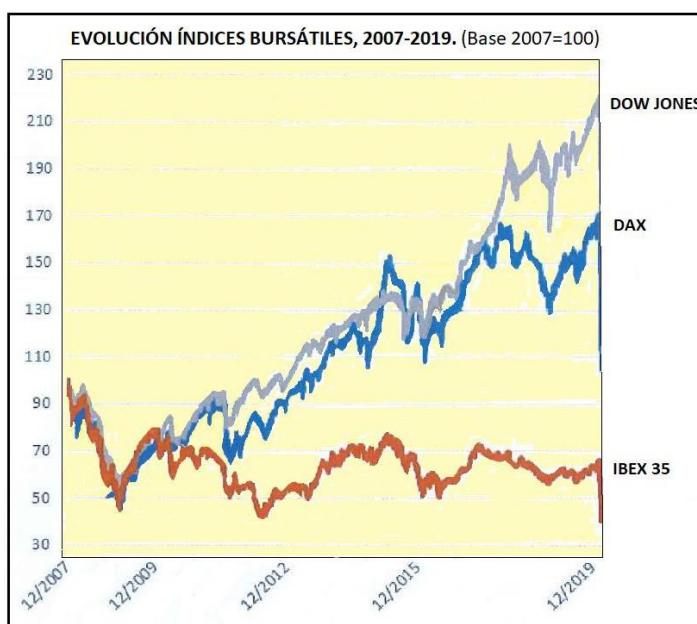
Así las cosas, al finalizar el primer semestre de este año de 2008 el retroceso de los mercados financieros superaba, en general, los dos dígitos, en una encrucijada en que empiezan a divergir las medidas correctoras de los gobiernos americano y europeo. Mientras la FED continúa con los recortes del tipo de interés hasta el 2%, el BCE los mantiene al 4%. En esta atmósfera, en el verano del 2008 el barril de petróleo *Brent* marca máximo en 147,50 y el *euríbor* sube a 5,398%. De nuevo sobresalen los percances en el sector bancario que anuncia pérdidas multimillonarias (*UBS*, *Citigroup*, *HSBC*, *Fortis*, *Credit Agricole*...). El panorama es inquietante. Dimite el consejero delegado de la mayor aseguradora del mundo, *AIG* (*American International Group*), que luego hará fallida. *Merill Lynch*, en apuros, es adquirida también por el *Bank of America* y *Morgan Stanley* negocia su fusión con *Wachovia*, como antesala para transformarse, conjuntamente con *Goldman Sachs*, de bancos de inversión a bancos comerciales. Fue impactante en este paisaje, sumándose al colapso mencionado de *AIG*, la intervención del gobierno americano en *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association Housing*) y en *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), entidades paraestatales de crédito para familias de rentas bajas y medias que gozaban de un estatus especial y que de hecho canalizaban más del 50% del crédito sobre vivienda. Ahora bien, el aldabonazo definitivo lo da la quiebra de *Lehman Brothers* el 15 de septiembre de ese año de 2008. La bolsa de Nueva York registra el mayor desplome histórico en un solo día y, en definitiva, comienza la *Gran Recesión*.

9. CRISIS MARZO 2020. “CORONAVIRUS”.

Al hundimiento generalizado por la quiebra de *Lehman Brothers*, siguió un período recesivo que se alargó hasta el mes de marzo de 2009, fecha esta en que las bolsas tocaron suelo. El *Dow Jones* registró, precisamente, el día 9 de marzo un índice de 6.547 puntos, bien lejano del máximo de los casi 14.500 que anotaba en octubre de 2007. Una caída superior al 55%. En España, en idéntica fecha, el *Íbex-35* se situó en el mínimo de 6.817 puntos, en contraste también con los máximos históricos de alrededor de los 16.000. A continuación tuvo lugar un ligero rebote que solo se manifestó en el sector financiero, puesto que la economía real describía un proceso recesivo de importancia, en un contexto en que se había pasado de fuertes presiones inflacionistas durante 2008 a presiones igualmente fuertes, pero deflacionistas, a lo largo de 2009. En este año la FED situó el tipo de interés prácticamente al 0% y la economía española, de un índice de precios con máximos históricos en julio de 2008 (5,3%), entraba en una deflación que se extendería desde marzo a octubre del año siguiente, con un mínimo negativo de -1,4%. A esta situación se añadían señales de una posible guerra de divisas (dólar, euro, yen y yuan), en el marco de la adopción de políticas comerciales para buscar ventajas competitivas y aumentar exportaciones. La contracción era una realidad, desde Japón a Australia y desde México a Argentina... Y, por supuesto, tanto en Estados

Unidos como en Europa. Aquí, Dinamarca fue el primer país que entró en recesión, una situación que se prolongaría a lo largo de seis meses y a la que se sumarían Grecia (-0,7%), Alemania (-0,5%), Italia (-0,4%), Francia (-0,3%)... En España la situación, obviamente, era crítica. El PIB, que había registrado crecimientos positivos del 4,2% y 3,8% en 2006 y 2007, respectivamente, cayó en el año siguiente para tocar mínimos en el 2009, con una tasa negativa de casi un -4%. Después de un equilibrio relativo en el año 2010, las caídas continuaron hasta 2013 con un bajón espectacular en el año 2012, similar al de 2009 (-3,99%) y con máximos históricos del número de desempleados de más de 6 millones, equivalente al 27,16% de la población activa. La deuda pasó del 36,1% del PIB en 2007 al 93,4% en 2013 y la prima de riesgo, respecto al *bund* alemán, llegó a los 616 puntos.

Este comportamiento, mayormente reflejado en los mercados bursátiles, marcó la gran diferencia entre la recuperación que se iría alcanzando en los países europeos y la propia de la economía americana (en un escenario, además, caracterizado por políticas económicas muy dispares). En Estados Unidos después de los mínimos de marzo de 2009 comienza una fase expansiva que, con los obvios reajustes coyunturales, se mantendrá durante un largo período hasta el colapso por la aparición de la pandemia Covid-19, con lo cual, de crisis a crisis, el ciclo de la economía americana se ajusta a la llamada tipificación “V”. En cambio, en el caso europeo y en particular en el español, el esquema descriptivo es “W”, ya que las respectivas economías tocaron fondo en 2009 y 2012, iniciándose al año siguiente una recuperación que caracterizará el nuevo ciclo. El Ibex, contrariamente, no participará con el mismo empuje en tal recuperación, describiendo una trayectoria más bien transversal.



Efectivamente, a finales de febrero de este año de 2020 se entrevén síntomas de inestabilidad económica y social que, como punto de partida de una grave convulsión, se constatan en colosales caídas de los índices de cotización bursátil en el mundo entero. Los prolegómenos del colapso del mercado de valores, a raíz de la pandemia del coronavirus, arrancan, pues, de finales de febrero cuando los tres índices relevantes americanos (*Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq-100*) marcan importantes correcciones durante una de las peores semanas de negociación desde la crisis financiera 2007-08. En concreto, el *Dow Jones* se dejó 1.191 puntos, siendo su mayor caída en un día desde el socavón de aquel año. A continuación, la volatilidad se instala en los mercados con

oscilaciones diarias de más de un 3%. A reglón seguido, los tres índices vuelven a caer. Ahora, sin embargo, en respuesta a la guerra de precios del petróleo entre Rusia y la Arabia Saudita. Los registros negativos se hacen evidentes en un día, históricamente, de infaustos recuerdos: el 9 de marzo, ahora de 2020. Y todo ello en un escenario en que las alarmas sonaban cada vez con mayor virulencia desde que el brote de Covid-19 iba empeorando sustancialmente fuera de China. Empezaron a tomarse medidas de naturaleza y alcance muy diferentes, en un ambiente de incertidumbre en aumento. Con ello, durante los primeros días de marzo los mercados, tanto los de Asia-Pacífico como los de Europa, se habían tranquilizado; no así el norteamericano, en el cual el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 y 30 años caía a mínimos históricos (aquellos por debajo del 1% por primera vez en toda su trayectoria). A partir de aquí, la debacle fue una realidad. Durante los meses transcurridos del año, de máximos a mínimos, el *Dow Jones* pasó de estar por encima de los 29.500 puntos a escasamente 19.000, lo que representaba una caída superior al 35%. Datos estos que para el *Íbex 35* suponían descender de 10.084 puntos del 19 de febrero, a los 6.107 del 16 de marzo, con casi un 40% de pérdida.

Con este fondo empieza a cebarse el “rebote”. De nuevo, fue y es un rebote desigual en el sentido que el caso español



se aparta del resto de los principales países de referencia. De hecho, en las respectivas reanudaciones después de los mínimos del mes de marzo, el estigma de la “W” frente al de la “V” continua presente, singularizando comparativamente el desenlace español. Con un tal escenario, los mercados bursátiles han ido visualizando, en cada caso, el recorrido de la crisis. Una crisis cuyas causas se escapan de su ámbito. Más aún: se escapan también de los ámbitos propios de la economía real. Los motivos convencionales asociados, agregadamente, a desajustes de demanda o de oferta o a motivos de carácter sectorial ligados a sobreproducción, subconsumo, oscilaciones del crédito... o simplemente a irracionalidad especulativa no fundamentan el *crac del coronavirus*. La causa tampoco se explica por factores exógenos de los referenciados históricamente, tales como condiciones meteorológicas, conflictos bélicos o catástrofes naturales. La causa de la actual crisis es de orden sanitario, es decir, una pandemia de consecuencias imprevisibles y de alcance universal.

Frente a la adversidad, ya desde un buen comienzo, los gobiernos han adoptado diferentes iniciativas de política económica y obviamente de profilaxis sanitaria. Entre las primeras, medidas monetarias y fiscales y estímulos a la actividad productiva...

Entre las segundas, restricciones de movilidad, limitaciones de agrupación, protecciones faciales, precauciones higiénicas... Y todo ello fiando en el descubrimiento de una vacuna certera y rápida. Mientras tanto, se ha ido configurando una coyuntura progresivamente recesiva con pronósticos alarmantes sobre los ritmos de actividad y aumentos dramáticos de desempleo, precursores de un “nuevo orden” que afectará, al menos, a los hábitos familiares, a las condiciones de trabajo, a los estándares educativos y, en fin, a los patrones convivenciales existentes hasta el momento.

Para alcanzar este nuevo orden hay que resolver el problema generador de un caos sistémico. Ahora bien, tal resolución se escapa de los quehaceres especializados del economista, porque esta crisis, como tal, no forma parte de las catalogadas por la ciencia económica a lo largo de la historia. Obviamente, no responde a factores endógenos. Por el contrario, cabría emplazarla en el cajón de las circunstancias exógenas, pero de una exogeneidad nada convencional, porque se trata de una atroz crisis sanitaria de dimensiones desconocidas asociada a un patógeno que requiere de una vacuna en vías de descubrimiento para evitar contagio y propagación pero sin garantizar el saneamiento. En este caótico contexto, encauzar la cuestión en términos operativos reclama, por un lado, gestionarla y, por otro, rehacer la actividad productiva una vez superado el crack sanitario. Lo primero está en manos políticas debidamente asesoradas por competentes profesionales de las ciencias médicas. Lo segundo es quehacer de economistas, los cuales no tienen otros referentes genéricos que las lecciones que suministra el estudio de las fluctuaciones que se han ido registrando históricamente, así como el análisis, a su vez, del contenido, la naturaleza y el alcance de las políticas económicas aplicadas en cada caso de acuerdo con los respectivos avances experimentados por la Ciencia Económica.

Por lo que atañe al “legado” histórico, los hitos remarcables se concretan en estos puntos. Primero, la constatación que la duración de los ciclos Juglar o comerciales se estima alrededor de unos diez-once años, sea la que sea su naturaleza e intensidad. Segundo, las contracciones son más cortas que las expansiones, con el añadido que la duración de unas y de otras se alarga según que el correspondiente ciclo medio se inscriba en una fase decreciente o creciente del ciclo de larga duración o Kondratieff. Tercero, de un tiempo a esta parte, a mayor abundamiento, se constata que a una recesión profunda le sigue una recuperación rápida, al tiempo que recesiones moderadas conllevan a recuperaciones lentas (acorde con las prescripciones del modelo friedmanita del rebote o del violín). Cuarto, con estas particularidades y habida cuenta los respectivos referentes históricos, el período expansivo, en tanto que engarce entre recuperación y prosperidad, se concreta alrededor de siete-ocho años. Quinto, por lo tanto, complementariamente y en términos generales, la duración de las fases contractivas llega a alcanzar hasta los tres años. Sexto, en el cenit de la recuperación se alcanza más plausiblemente el nivel previo de producción que el de ocupación, en el bien entendido que cada crisis responde a factores causantes propios y que ninguna recesión es igual a otra. Séptimo, el carácter predictivo del ciclo financiero sobre el ciclo real es mayormente verosímil para las fases contractivas que para las expansivas,

siendo el indicador más genuino la mejora bursátil descontando la volatilidad implícita. Octavo, en este sentido, iniciada la recuperación, la bolsa suele acoger con mayor fuerza el rebote en curso.

En cuanto a políticas económicas específicas, en base principalmente al instrumental aplicado en el último percance, cabe tener en cuenta lo siguiente. Primero, el rol de los bancos centrales, es decir, la magnitud de la respuesta de la política monetaria y, en este sentido, las actuaciones sustentadas principalmente en los programas de compra de bonos gubernamentales y los paquetes de financiación a empresas. Segundo, la expansión monetaria, tanto en lo referente a la cantidad de dinero como, en estas circunstancias de manera prioritaria, en la velocidad de circulación, puesto que, en puridad cuantitativista, el aumento de lo uno y de lo otro repercuten en incrementos de la producción y también de los precios. Tercero, el estímulo fiscal, atendiendo a la estructura presupuestaria y a las partidas de gasto sin cortapisas por incremento del déficit fiscal. Cuarto, la Deuda Pública, relativizando su cuantía en relación al coeficiente Deuda/PIB, con la salvaguarda que excepcionalmente la deuda se salda con deuda complementanda con tasas de incremento del nivel de actividad. Quinto, el sistema de ayudas de tipo compensatorio para pequeñas y medianas empresas y afectadas por los quebrantos derivados de las medidas restrictivas obligadas por la pandemia. Sexto, el impulso del comercio mundial que, en tanto que motor de reactivación de la actividad productiva, comporte la adopción de amplios programas por parte de los organismos internacionales especializados. Séptimo, la disponibilidad crediticia, más factible en la coyuntura actual dado que no existen los problemas de liquidez o insolvencia que afectaron a la banca en la situación anterior. Octavo, la política regulatoria, de alcance moderado hasta que la economía se recupere, habida cuenta los efectos previsibles relativos a, primero, la pérdida de pequeñas empresas y capital humano (por el desempleo y la virtualización de la enseñanza); segundo, una adopción más permanente del teletrabajo; tercero, la aceleración de la transformación digital; y cuarto, una concentración y disminución de la competencia en algunos sectores.

Acudir a la experiencia, pasada y reciente, soportada con sólidos fundamentos del análisis económico, constituye, pues, un intento plausible para poder encarrilar el grave panorama que en estos momentos aflige al mundo entero. El instrumental de uso inmediato es, pues, el que es. Las condiciones económicas están demasiado ligadas a la trayectoria de la pandemia para que sea posible predecir a ciencia cierta el curso de la recuperación. Todo pronóstico sería aventurado. No en vano *“el economista estará mañana descorazonado porque lo que predijo ayer, no se está cumpliendo hoy”*

*

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bernanke, B., *Essays on The Great Depression*. Nueva York, 2000.

- Banco de España, *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. Madrid, 2017.
- Carreras, A. y Tafonell, X. (coords.), *Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX*. Bilbao, 1989 y 2005.
- *Historia Económica de la España Contemporánea (1789-2009)*. Barcelona, 2010
- Galbraith, J. K., *The Great Crash, 1929*. Londres 1955.
- Glasmer, D. I Cooley, Th. (eds.), *Business Cycles and Depressions: an Enciclopedia*. Nueva York, 1977.
- Hansen, A. H., *Business Cycles and National Income*. Nueva York, 1951.
- Hobsbawm, E., *Historia del siglo XX*. Barcelona, 1995.
- Hortalà, J., *Índex Històric de la Borsa Oficial de Valors de Barcelona, (1915-1998) "Papers"*
Borsabcn, núm. 13, febrero 1998.
- "Apunte sobre la profundidad y duración de la crisis financiera 2008", en Cuadernos de Economía, núm. 87, septiembre-diciembre 2008.
 - *La Bolsa de Barcelona en la España del XIX*, Barcelona, 2019.
- Hyndman, H. M., *Comercial Crisis in the nineteenth century*. Londres, 1892.
- Kindleberger, Ch. P., y Aliber, R., *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crisis*. Londres, 1978.
- Kolb, R., *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences and our Economic Future*. Londres, 2010.
- Krugman, P., *The Return of the Depression Economics and the Crisis*, Nueva York, 2008.
- *Acabad ya con esta crisis!*, Barcelona, 2012.
- Lescure, J., *Des crisis générales et périodiques de surproduction*. Paris 1938.
- Llopis, E. y Maluqyer de Motes, J., *España en crisis. Las grandes depresiones económicas, 1837-2012*. Barcelona, 2013.
- Maddison, A., *La Economía Mundial, 1820-1992: Análisis y estadísticas*, París, 1997
- Maluquer de Motes, J., *España en la Economía Mundial. Series largas para la economía española, 1800-2015*. Barcelona, 2016.
- Martín-Aceña, P. (ed.), *Pasado y Presente: De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Bilbao, 2011
- Martín-Aceña, P., Martínez-Ruiz, E. y Pons, M.A. (eds.), *Las Crisis Financieras en la España Contemporánea, 1850-2012*. Barcelona, 2013.
- Merril, K. R. *The oil crisis of 1973-1974: A Brief History with Documents*. Londres, 2007.
- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale, 1986.
- Palafox, J. (et al.), *Pasado y presente: de la Gran Depresión de siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Bilbao 2011.
- Prados de la Escosura, L., *El progreso económico de España (1850-2000)*. Madrid, 2003.
- Siegel, J. J., *Stocks for the Long Run*. Nueva York, 1994-98.

*