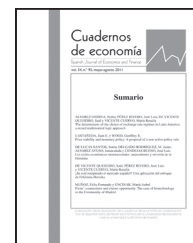




Asociación  
Cuadernos  
de economía

# Cuadernos de economía

www.cude.es



## ARTÍCULO

# Las crisis económico-financieras del capitalismo contemporáneo\*

Joan Hortalà Arau

*Catedrático emérito de Teoría Económica. Universidad de Barcelona*

### JEL CODES:

N13; N14; E32; E44;  
E58

### KEYWORDS:

Crisis; cycle;  
depression; recession;  
recovery; real sector;  
financial sector;  
cyclical transmission;  
panics; bubbles

**Abstract:** This paper describes the economic and financial crises, within the framework of the respective cycles, occurred in contemporary capitalism, understood as such the system of economy's organization as of the Industrial Revolution. Particular emphasis is placed on the Spanish case.

### CÓDIGOS JEL:

N13; N14; E32; E44;  
E58

### PALABRAS CLAVE:

Crisis; ciclo; depresión;  
recesión; recuperación;  
sector real; sector  
financiero; transmisión  
cíclica; pánicos;  
burbujas

**Resumen:** En este trabajo se describen las crisis económico-financieras, en el marco de los respectivos ciclos, acaecidas en el capitalismo contemporáneo, entendido como tal el sistema de organización de la economía a partir de la Revolución Industrial, haciendo especial referencia al caso español.

\*Ampliación de la ponencia presentada en los Cursos de La Granda, agosto de 2020.

La evolución de la actividad económica se manifiesta, de siempre, a través de periodos de expansión y de contracción que se van sucediendo en el tiempo. A título anecdótico, suele recordarse al respecto el desvelo de los sueños del faraón egipcio de los siete años de vacas gordas y los siete de vacas flacas. Anécdotas aparte, los ciclos económicos son, obviamente, una realidad profusamente estudiada en el ámbito académico, tanto en el propio del Análisis Económico como en el de la Historia Económica. De lado fenómenos de este tipo tan emblemáticos como la “Crisis de los Tulipanes” o las fallidas de las compañías de las “Indias Orientales” o del “Mississippi” de periodos anteriores, el estudio vigente sobre el particular arranca de la Revolución Industrial, contabilizándose desde entonces, en términos generales, 8 crisis en el siglo XIX, 7 en el siglo siguiente y 3 en lo que llevamos del actual. A efectos analíticos, se tipifica el ciclo económico como el espacio temporal entre los puntos mínimos del ciclo anterior y del actual, desenvolviéndose en el intervalo las fases de “Recuperación” y de “Prosperidad”, en lo tocante al tramo expansivo, y las de “Recesión” y de “Depresión”, en el contractivo. Debe tenerse en cuenta, empero, que la noción de “ciclo económico” no adquiere carta de naturaleza hasta 1862 cuando el francés Clement Juglar publica “Des Crisis Commerciales et leur retour périodique en France, en Anglatere, et aux États-Unis”. Anteriormente, atendiendo la percepción dominante en el marco de la Escuela Clásica Inglesa que derivaba de la Ley de Say (cada oferta crea su propia demanda), no se contemplaba la posibilidad de “crisis generales de sobreproducción”.

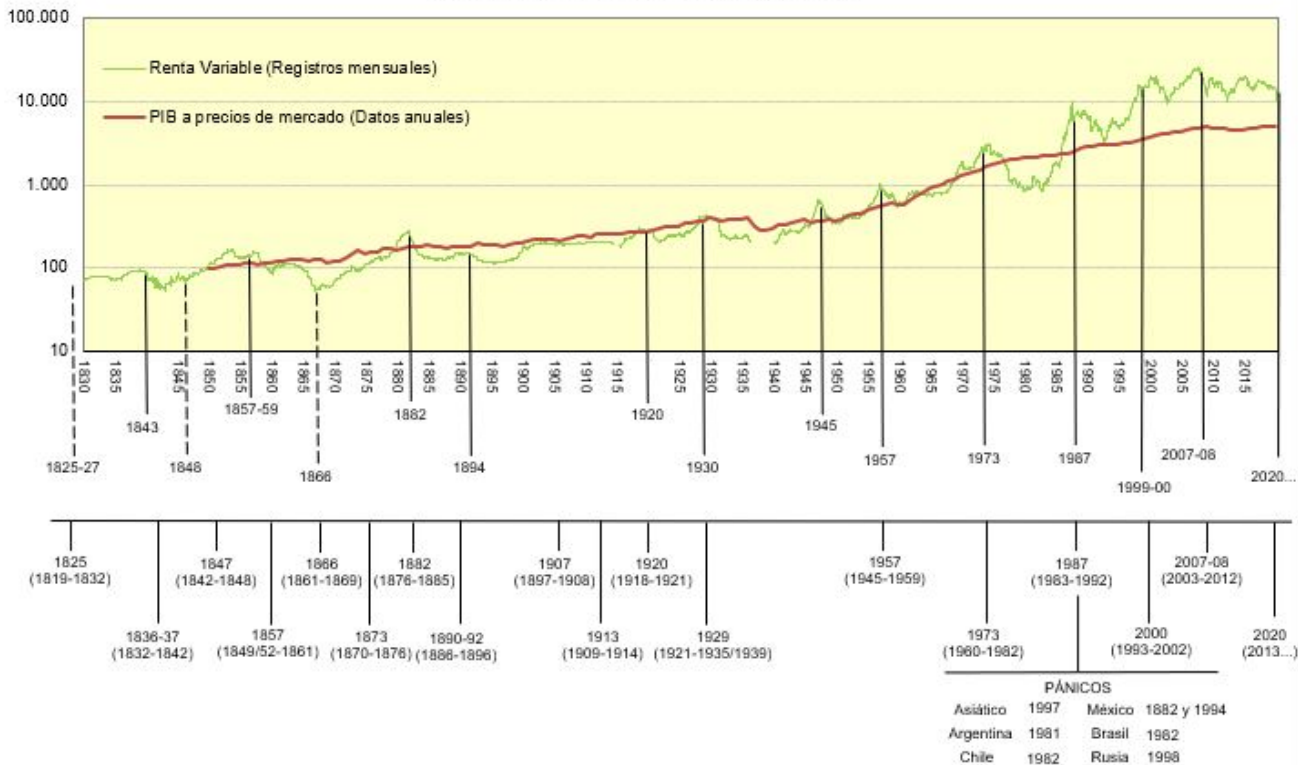
Contrastada empíricamente la existencia del ciclo, las crisis se inscriben en el mismo confiriéndole identidad y el análisis especializado se interesa principalmente por conocer causas y efectos, en un contexto en el cual las crisis entrelazan aspectos del sector real y del sector financiero de la economía y cuyo alcance se generaliza a través de la transmisión cíclica internacional.

El gráfico adjunto ilustra, a los efectos analíticos oportunos, la evolución del PIB y del Índice Histórico de la Bolsa de Barcelona, La primera línea hace referencia al caso español con indicación de las sucesivas crisis; la segunda, registra crisis y ciclos de los países avanzados de la época.

**Las crisis de 1825 y 1836 (ciclos 1819-1832 y 1833-1842)**

Las dos primeras crisis del siglo XIX se manifiestan en estos años de 1825 y 1836, en el lapso temporal de cada ciclo. Se trata de acontecimientos ligados a la primera época de la Revolución Industrial. En sentido estricto, sin embargo, el factor causante de esos cracs deriva de los desajustes experimentados en el sector agrícola (generalmente malas cosechas) y que caracterizan por antonomasia este tipo de fenómenos en el mundo del “Ancient Régim”. En efecto, las malas cosechas repercutían en alzas de precios y secuencialmente en disminución, de mayor o menor intensidad, del poder de compra, generando estadios de “subsistencia” con los consiguientes niveles de miseria. En la medida que el sector industrial desplaza al primario, como fue ocurriendo en el transcurrir temporal de las crisis indicadas, el subconsumo afecta a la actividad fabril, disminuyendo

**ÍNDICES HISTÓRICOS. PIB (1850-2020). BOLSA (1830-2020)**  
(Base 31-12-1849=100. Semilogarítmico)



volúmenes de producción, cierres de factorías y aumento del paro. El “subconsumo” se liga a la “sobreproducción”.

De acuerdo con este proceder, la crisis de 1825, considerada la primera crisis económica moderna, se sitúa principalmente en el Reino Unido con pocas implicaciones en la economía norteamericana y en la de América Latina y menores aún en el continente europeo. Es el resultado de la pérdida de los réditos obtenidos por el sector financiero británico cuando las guerras napoleónicas y se manifiesta en la disminución de actividad, por caída de precios, que experimentan el sector textil y el del carbón así como por la disminución del tráfico exterior asociado a la pérdida de capitales invertidos en las minas de América del Sur. En conjunto el desajuste se controla gracias a la ayuda que el Banco de Francia otorga a su homólogo inglés. La crisis se inscribe en un ciclo de 12 años, con una fase expansiva de 5 y otra depresiva de 7.

La segunda crisis, la de 1836, tiene mayor alcance. La construcción de las primeras líneas de ferrocarriles iniciada en el ciclo anterior, adquiere mayores proporciones a partir de 1832, consolidando el primer proyecto mundial entre *Stoc-ton* y *Darlington* inaugurado en 1825. Las de *Londres-Birmingham* y *Manchester-Liverpool* se construyen entre 1832 y 1836. Tal actividad repercute positivamente en la industria siderúrgica y en la del carbón. Los bancos y las sociedades por acciones se hacen presentes y el comercio exterior aumenta con fuerza (de 1832 a 1836, un 46% las exportaciones y un 61% las importaciones). La industria textil sale particularmente beneficiada de esta expansión. Pero, es precisamente el giro que experimenta esta actividad febril lo que propicia la crisis. Escasean los aprovisionamientos de algodón y seda norteamericanos. Los precios suben y el comercio exterior decae. Las reservas oro de Inglaterra disminuyen a favor de los Estados Unidos, ya que los exportadores de algodón americanos libran sus letras de cambio a las entidades de la *City*. Para evitar la salida de oro, el Banco de Inglaterra deja de descontar estas letras. Estalla entonces la crisis en los Estados Unidos con un pánico bancario (que se concreta en 1837) y el hundimiento del precio del algodón. En Inglaterra cierran fábricas y aumenta el paro. El descontento social conduce a la agitación chartista de 1838, al tiempo que la “*Liga del Libre Cambio*”, de Richard Cobden, lanza una campaña para conseguir la libertad de importación de granos (libertad que debía conducir a reducir el precio del trigo y del pan). El ciclo dura aproximadamente 10 años, de los cuales 4 fueron expansivos y 6 contractivos.

En España estas crisis tienen rasgos diferentes. El estado de la economía de aquel entonces presentaba importantes niveles de aislamiento con el exterior, en un panorama de atraso comparativo y alejado del cambio que suponía la Revolución Industrial. La inestabilidad política que trajo consigo el regreso de Fernando VII condicionaba la economía, la cual seguía el rumbo que marcaban las buenas o malas cosechas. Con todo, a comienzo de los años treinta y finalizando el segundo periodo absolutista, a caballo de los gobiernos de Zea Bermúdez y Martínez de la Rosa, se observan ciertos intentos modernizadores tanto en lo institucional como en lo económico.

En 1825, año que Inglaterra reconoce la independencia de las colonias de Ultramar, el decaimiento es generalizado,

agravado además por una caótica situación en las finanzas públicas y pésimos resultados en el sector agrícola. En este estado de cosas, el punto mínimo llega a 1827. A partir de entonces, sin embargo, se ponen en marcha reformas de cierto calado que lleva a cabo el ministro de Hacienda, López Ballesteros. De entrada, se promulga un Arancel con ciertos toques librecambistas y luego, con la colaboración de Sainz de Andino, se promulga el Código de Comercio de 1829 al que seguirá dos años más tarde la Ley de Bolsas.

Junto a estos empeños en lo institucional, en el orden económico se observa lo que puede llamarse un primer intento de industrialización del país. Surge la siderurgia “andaluza” con los *altos hornos de Marbella, Huelva y Sevilla* (1832), con carbón vegetal. Siguen luego los del Norte, *Turbia* (1840) y *Bolqueta* (1833); en Barcelona se funda la primera textil movida por la fuerza del vapor (precisamente con este nombre “*El Vapor*”, 1833) y, más adelante, el empuje metalúrgico con “*La Nueva Vulcano*” (1836). También se producen cambios, a mejor, en el sector financiero con la reestructuración del *Banco de San Carlos* a favor del *Banco Español de San Fernando*. Nacen incipientemente las entidades de ahorros con la pionera *Caja de Jerez* en 1834. Empiezan a constituirse sociedades por acciones. Destaca, por ser la primera anónima fundada en España, la *Compañía Barcelonesa de Seguros Marítimos* (1838). Asimismo se presentan diversas iniciativas ferroviarias que, de momento, no van más allá de ser meros proyectos. En lo relativo al comercio exterior, desde 1834 resurge el tráfico entre Barcelona, las Antillas y El Plata, con lo que adicionalmente supone de empuje para la construcción de veleros, situada particularmente en la costa catalana... Sin embargo, estos balbuceos de modernización económica, con casi cincuenta años de retraso respecto del comienzo de la Revolución Industrial, no tuvieron mayor fortuna por el desastre que comportó la Primera Guerra Carlista (1833-1839). Los consiguientes bajos niveles de actividad alcanzarían suelo en 1843, empezando entonces un nuevo ciclo coincidente con el adelanto por las Cortes de la mayoría de Isabel II, a los trece años, poniendo fin a la regencia de Espartero que, a su vez, había sucedido a la de María Cristina de Nápoles ejercida después de la muerte de Fernando VII.

#### *La crisis de 1847 y 1857 (ciclos 1842-1848 y 1849/52-1861)*

Estas crisis, tercera y cuarta del siglo XIX, aparte la respectiva intensidad y duración, adquieren relevancia porque por primera vez, en el capitalismo industrial, constatan explícitamente la interrelación entre la economía real y la economía financiera y, además, la de 1857 también evidencia, por primera vez, la globalización del fenómeno. Esto se debe, de modo tangencial pero importante, al uso del telégrafo inventado durante este periodo; aquello al hecho que a la crisis de subsistencias se añaden los efectos del *boom* especulativo en torno a los ferrocarriles con obvias consecuencias en el sector bancario.

La doble caracterización del crac de 1847 se significa por uno y otro lado. Por lo que atañe al sector real de la economía predominan aún los rasgos típicos de una crisis de subsistencia propia de las que enmarcaban estas situaciones en el antiguo régimen. En este contexto y en esta ocasión

el factor causante fue la pésima cosecha de patatas que afectó a Irlanda con una “Gran Hambruna” que ocasionó casi un millón de muertos y otro millón de emigrantes a Norteamérica. Un tal desastre dio lugar, a nivel académico, al “descubrimiento” de los *bienes inferiores* (o “bienes Giffen” en honor al estadístico que los puso de manifiesto). Se trata de bienes que incumplen la ley de la demanda, en el sentido que al aumentar el precio en vez de disminuir, aumenta la cantidad demandada. La patata era el alimento mayormente consumido por los irlandeses, en particular en aquellos de baja renta. Al subir el precio de la patata y tener que aplicar mayor proporción de renta a su adquisición, el resto disponible no les permitía comprar otros productos y, en consecuencia, compraban más patatas.

Por su parte, lo singular por el lado financiero tiene que ver con la cuestión ferroviaria. Efectivamente, en Gran Bretaña se produjo, entre 1845 y 1847, un *boom* en la construcción ferroviaria que llegó a emplear hasta 300 mil trabajadores. Era el ejemplo de la intensa especulación ferroviaria que se estaba produciendo en toda Europa. La red pasó de 175 km en 1830 a 9.200 km en 1845 y las enormes inversiones requeridas para ello atrajeron el interés de los bancos que aplicaron importantes caudales a la financiación ferroviaria. El dinero fluía masivamente a la compra de títulos que, además, gozaban de facilidades tales como el desembolso inicial de solo el 10% del valor, reservándose las compañías ferroviarias el derecho de reclamar el resto en el futuro. En este panorama, el Banco de Inglaterra decidió subir los tipos de interés con la finalidad de salvaguardar la salida de oro en respuesta a los requerimientos del comercio exterior, en un contexto donde operaba un cuantitativismo ingenuo sustentado en el Patrón Oro adoptado por el Reino Unido desde 1816. La subida de tipos de interés trasladó los fondos aplicados al sector ferroviario a la compra de bonos y la burbuja que se había ido inflando explotó, poniendo fin a la “*Railway Mania*”.

La consiguiente debacle recesiva, sin embargo, no tuvo una duración larga. En el Reino Unido porque desde 1844 se había aprobado la *Bank Act* (Acta de Peel) que suponía el triunfo de la escuela ricardiana en el sentido de que la “*currency school*” se imponía a la “*banking school*”, con lo que el Banco de Inglaterra quedaba estructurado en dos departamentos, el “bancario” (que actuaba como tal en pro del crédito comercial) y el “monetario” (que emitía billetes con un encaje de oro del cien por cien). Con todo, el pánico se extendió y la crisis se hizo evidente con importantes tasas de paro y niveles de insolvencia. En los Estados Unidos se sucedieron numerosas quiebras de pequeños bancos y en Francia cayó uno de los más importantes, la *Caisse du Commerce et l'Industrie*, al lado de una creciente inestabilidad social que llevará a la Revolución de 1848. El conflicto social se generaliza. Es precisamente en este año en que vio la luz el “*Manifiesto Comunista*” de Marx y Engels.

Por su parte, la crisis de 1857, en un ciclo algo más largo (1849-1861) es el epílogo de un periodo de notable prosperidad. Después de los mínimos de actividad de 1848, empieza a observarse un alza de precios acorde con un aumento considerable de la producción de oro en el mundo (se descubren nuevas minas en California, 1849, y en Australia, 1851). La producción mundial, que era del orden de las 55t

en 1850, pasa a las 200t en 1851-55. En este escenario, al tiempo que los inversores británicos se decantan por América y Australia, la oferta de dinero se hace más abundante habida cuenta la base monetaria. Resurge la construcción de ferrocarriles y también la construcción naval, fomentada por las inversiones exteriores de capital. Es también la época del desarrollo del telégrafo y de las grandes obras de urbanismo. La banca continental, a diferencia de la británica, pone en práctica la creación de bancos de negocio, al lado de los bancos comerciales. En tanto que bancos de inversión, recaban fondos para situarlos en diferentes proyectos industriales y de obra civil. La práctica se extiende por diferentes países, preferentemente en Alemania y sobre todo en Francia donde sobresale el “*Crédit Mobilier*” de los hermanos Pereire. En un clima de *boom* generalizado, las expectativas cambian de repente por hacerse evidentes los excesos de producción y así explota la burbuja. Ello sucede el 22 de agosto de 1857 en la Bolsa de Nueva York, sumándose a reglón seguido la de Londres. En aquella plaza concurren dos circunstancias alarmantes. Por una parte, se hundió el navío *SS Central America*, cuyo cargamento de oro estaban esperando los bancos americanos; por otra parte, quebró la “*Ohio Life Insurance and Trust Company*”. En la city londinense cundió el pánico porque el gobierno de Lord Palmerston eludió los requerimientos de la ley bancaria de Peel (*Bank Act* de 1844). Y en este contexto, el fin de la Guerra de Crimea, en el Continente, presionaba a la baja los altos niveles de actividad alcanzados durante el conflicto.

En España, estas crisis de 1847 y 1857 presentan escenarios diferentes entre ellas y en relación con el contexto exterior. En sentido estricto, la crisis de 1847 apenas altera los niveles de actividad que la economía productiva estaba alcanzando en aquellos momentos. Sí que supuso, en cambio, un grave traspás financiero reflejado principalmente en la contratación de Deuda Pública, tanto por los problemas hacendísticos de la época como y, muy notablemente, por el descalabro que estos activos sufrieron en los parques extranjeros, en especial en el de París. De hecho, el hundimiento fue tan remarcable que registró el mínimo del siglo según el Índice Histórico de Renta Fija Pública de la Bolsa de Barcelona. En cambio, la crisis de 1857 afectó a la economía en su conjunto, puesto que, igualmente que en el exterior, se diluyó la etapa de auge derivada de la Guerra de Crimea sintetizada en la frase “*agua, sol y guerra en Sebastopol*”. Con todo, el desajuste financiero se impuso al del sector real de la economía por el descalabro que supuso el hundimiento generalizado de las compañías de seguros marítimos.

Este periodo, considerado conjuntamente, comienza con unos niveles de actividad en aumento paulatino al socaire del nuevo “orden” que supuso la entronización de Isabel II, contando con las buenas iniciativas jurídico-institucionales de los últimos años del anterior monarca. Sobresalen diferentes empeños, tanto en el ámbito comercial (resurge de nuevo el tráfico entre Barcelona, Las Antillas y El Plata) como en el industrial (introducción de las “selfactinas”, hiladoras mecánicas, que dan gran impulso a la manufactura algodona). En estos días, Alejandro Mon emprendía una reforma hacendística trascendental (1845) y el sector bancario se movía con mayor fuerza. En 1844 se fundan el *Banco de Barcelona* y también el *Banco de Isabel II* (que

tres años más tarde se fusionará con el *Banco de San Fernando*, siendo la nueva entidad el prolegómeno del *Banco de España* que como tal empezará a ejercer a partir de 1856). Más adelante, el crecimiento del sector se hace evidente con la fundación de los bancos de *Bilbao* y *Santander* (1857) así como por el establecimiento de siete entidades repartidas por todo el país (*Málaga, Sevilla, Valladolid, Zaragoza, La Coruña, Madrid* y la *Casa Arnús* en la Ciudad Condal). Empieza asimismo a moverse con fuerza el sector ferroviario, cuyos vaivenes estarán presentes hasta finales de siglo. El primer ferrocarril español se inaugura en 1848 y cubre la línea de *Barcelona a Mataró* (es el primero en la Península, puesto que en ultramar se construyó la línea entre *La Habana y Bejucal* en 1837), tres años más tarde sigue la vía férrea de *Madrid a Aranjuez*. Y con este trasfondo, la actividad se anima con buena concurrencia de capitales extranjeros, en particular la de origen francés del grupo de los hermanos Pereire que se concentra en la *Compañía de Ferrocarriles de Madrid a Zaragoza y Alicante*, y la de origen inglés de los Rotschild en *Caminos del Hierro del Norte de España*, compañías estas que competirán con la *Red Catalana, Andaluces y Oeste*. Continúa el empuje siderúrgico en el Norte con los altos hornos de *Mieres* (1848), la *Bolueta* en Bilbao (1849) y, diez años más tarde, el de *Baracaldo*. En el sector minero, destaca la *Real Compañía Asturiana* (1853) y la *Tarsis Sulphur* (1856) con capital inglés para explotar las piritas de Huelva. Asimismo, empiezan a funcionar las *Minas de Almagrera* y en Cataluña sobresale *Sociedad Minera El Veterano*. La obra pública incorporaba los canales del *Ebro* y *Lozoya-Isabel II*. En el sector naval, en 1852 se había fundado en Santiago de Cuba la *Casa A. López y Cía.*, que en 1861 inaugura la línea entre España y Cuba, y a continuación se fundan también la *Vasco-Andaluz* con sede en Sevilla y gerencia en Bilbao. Y, en fin, en la actividad industrial destacarían en el textil, *La España Industrial* (1848) y en el sector metalúrgico, *La Maquinista Terrestre y Marítima* (1855)...

La crisis de 1857 impactaría de lleno en todos estos desenvolvimientos. Supuso un frenazo importante que situó las diferentes iniciativas en un contexto recesivo alimentado fuertemente, como se ha dicho, por el crac de las compañías de seguros marítimos que se hizo visible el 18 de mayo de 1857 cuando sucumbió la empresa decana de las sociedades anónimas españolas, la *Barcelonesa de Seguros Marítimos*. El caos bursátil español se anticipa dos meses al americano. Este debido al descalabro financiero y a una repentina falta de liquidez de la banca; aquel por la caída de actividad que ocasionó el fin de la Guerra de Crimea que, además, abonó una fase recesiva generalizada que tocaría fondo dos años más tarde en 1859.

### *La crisis de 1866 (ciclo 1861-1869)*

Después del hundimiento generalizado de 1857 y subsiguiente recesión, comienza un nuevo ciclo de corta duración entre 1861 y 1869. En este periodo se imponen las políticas librecambistas, principalmente en Francia y Reino Unido, lo cual da nuevos impulsos al tráfico exterior. En España, además, acababa la Guerra de Marruecos (Tratado de Wad-Ras, 1860) que supone un buen punto de apoyo para la gobernanza de O'Donnell. La recuperación es rápida y la economía adquiere un cierto protagonismo. Incluso empie-

zan a aparecer publicaciones de carácter económico. En la Ciudad Condal, el *Diario de Barcelona* publica de manera continuada el "Registro de cotizaciones" al tiempo que su director, J. Mañé y Flaqué (con la colaboración de J. Sala y Ferrer) da a conocer "*La Bolsa, sus leyes, sus secretos y sus peligros*" (1860) que es el primer libro de la materia escrito en España. En Madrid, circulará "*El Almanaque de la Bolsa*" desde 1862 y López de Ayala airea "*El tanto por ciento*" (1864). La entrada de capital foráneo es notable, dirigiéndose especialmente al sector ferroviario y financiero en general, donde prolifera la creación de sociedades de crédito gracias a las facilidades que para ello prescribía la Ley Bancaria de 1856 (solo en el año de 1863 se constituyen siete sociedades de este tipo en Madrid y en Barcelona se suman cinco a las seis ya existentes). El banco francés *Crédit Foncier* juega en este punto un destacado papel.

La expansión es, pues, realidad, pero por poco tiempo. Mientras tanto, habían empezado los trabajos del *Canal d'Urgell*. La compañía inglesa *Tarsis Sulphur*, después de los dilatados preparativos, pone por fin en marcha la explotación de las piritas de Huelva. Se funda el *Fénix Español* (1864) y su fusión en 1879 con *La Unión*, nacida unos años antes (1856), consolidará el sector de los seguros generales en España. Ello no obstante, a partir de finales de 1864 la coyuntura empieza a empeorar por las consecuencias que se van sucediendo de la Guerra de Secesión Americana (1861-1865). Lo que hasta el momento era un fluido comercio exterior, se troca en disminuciones sucesivas y considerables de las exportaciones hacia los Estados Unidos así como en el encarecimiento del precio del algodón con obvia repercusión en el sector textil. Disminuye la actividad y, una vez más, los problemas del mundo ferroviario (quiebran dos compañías, una inglesa y otra americana) provocan la fallida de la casa *Overend Gurney* de Londres. Es importante subrayar, adicionalmente, que esta quiebra es, técnicamente y en términos economicistas, el detonante principal de la crisis, pero el entorno está condicionado por los prolegómenos de factores extraeconómicos que afectarían importantemente a Europa. En efecto, el panorama político europeo se vio alterado por las tensiones entre el imperio Austro-Húngaro, el reino de Prusia y el joven reino de Italia. Y en España por el agrio clima político que llevaría a la Revolución de 1868 y huida de la Reina.

Con este panorama como telón de fondo, la crisis de la compañía inglesa originó reacciones en cadena, en particular en la *City* londinense que, a pesar de una rápida intervención del Banco de Inglaterra, el desastre se hace evidente (esa intervención se hizo a cargo de sus propias reservas que descendieron a un 85% en dos días y motivó, nuevamente, la suspensión de la Acta de Peel). La crisis alcanza a Alemania y a los demás países industriales. Incluso, Argentina, donde experimentó un importante retroceso el comercio exterior de lana. En Francia el descalabro fue particularmente notable. Quebró el *Crédit Mobilier*, que se había colocado como el primer banco de negocios de aquel país con importantes inversiones en el extranjero. Además, "pinchan" dos agentes de bolsa en la plaza parisina con pérdidas alarmantes, lo que amplía la debacle. Precisamente por ello, esta crisis se la conoce en el país vecino como "*le crac des agents de change*". Y ello, con el trasfondo de un mercado de deuda fija que de manera súbita cambia de fuertes posiciones de venta al descubierto, a una espectacular euforia compra-

dora cuando el 5 de julio de este año de 1866, o sea, a los dos días de la batalla de Sadowa se valora el alcance de lo que va a suponer la hegemonía prusiana. (En otro orden de consideraciones Emile Zola evoca estos acontecimientos en su celebrada novela “*L’Argent*”, igualmente que Walter Bagehot había hecho lo propio del caso inglés en su libro “*Lombard Street*”).

En España la crisis se va gestando porque empiezan a surgir problemas de “credibilidad financiera” y la desconfianza en la moneda lleva a la formación de colas frente al Banco de España, pues el público en general, ante el descrédito de los billetes, exige su cambio por dinero metálico. La proliferación de las sociedades de crédito, que como se indicó abundaron gracias a las facilidades de la Ley Bancaria de 1856, es, en este marco, el elemento perturbador, ya que, aprovechando el periodo de bonanza, una gran parte de las mismas habían ido expandiendo su negocio en base a “emitir dinero fiduciario”. Al no poder atender a sus compromisos, en un clima económico ya circunspecto por los acontecimientos del exterior, el 12 de mayo de 1866 explota el globo y el mercado financiero, tanto el de efectos públicos en Madrid como el de acciones en Barcelona, entran en crisis. El crac es de gran alcance, tanto en el sector real de la economía como en el financiero. En el sector real, supuso la liquidación de los notables esfuerzos en pro de la industrialización del país que, igual que interrumpió la Primera Guerra Carlista cuando las primeras iniciativas al respecto, es ahora esta crisis de 1866 la que da al traste a tales emprendimientos. En el sector financiero, el desplome fue colosal, ya que a la caída de máximos a mínimos del PIB de más de un 10%, se sumó la suya propia de alrededor de un 53% del Índice Histórico de la Bolsa de Barcelona, siendo el punto más bajo de cotización de la Renta Variable de todo el siglo.

### *Las crisis de 1873 y 1882 (ciclos 1870-1876 y 1877-1885)*

En el ámbito internacional entre 1870 y 1885 se registran dos ciclos. El primero entre este año de 1870 y 1876, con punto mínimo en 1873, y el segundo, entre 1877 y 1885 con el punto crítico en 1882. En España, sin embargo, dados los especiales episodios propios de esta época (Revolución, abdicación de Amadeo I, Primera República...), el ciclo transcurre en un solo y largo periodo que va desde 1870 hasta 1885.

Internacionalmente, el primero de los ciclos mencionados tiene como antesala el llamado “*viernes negro neoyorquino*”, que refiere un pánico que registró la Bolsa de Nueva York a raíz de una especulación de altos vuelos (indirectamente incluso se implicó al Presidente Ulysses S. Grant) para acaparar el mercado de oro referenciado al dinero fiduciario, los *greenbacks*, emitido para financiar las obras de reconstrucción después de la Guerra de Secesión. Este pánico fue local y sin mayores consecuencias en la evolución cíclica subsiguiente. Una evolución que, para las economías industrializadas del momento, se caracterizó por las vicisitudes que experimentara la producción de bienes manufacturados duraderos, aunque con diferente intensidad según la geografía. Los países europeos, además, se mueven ya en el escenario que define el fin de la guerra

franco-prusiana, la unidad italiana y la “*Comunne*” con la III República francesa. Alemania, país vencedor de aquella guerra, con la anexión de Alsacia y Lorena y la percepción de la indemnización francesa, inicia un proceso expansivo (conjuntamente con Austria). La especulación se adueña de los mercados y las bolsas de Berlín y Viena anotan subidas exageradas de los valores industriales. Se anunciaron rentabilidades exorbitantes con repercusión directa sobre el pago de dividendos que no pudieron llevarse a la práctica. Los mercados financieros se desploman y con ello, la producción y el empleo. Los mercados reales, a su vez, se saturan por la sobreproducción, y la caída de los precios industriales provoca deflaciones de gran calado. La crisis estalla en mayo de 1873 en Europa, concretamente en la Bolsa de Viena (*Gründerkrach*) y unos meses más tarde, en septiembre de ese año, en los Estados Unidos, al quebrar la entidad bancaria *Jay Cooke and Company*, de Filadelfia. A los problemas propios del Viejo Continente se le suma un fuerte frenazo en la construcción de la red ferroviaria americana por la imposibilidad de financiación de las compañías de este tipo, en especial la *Northern Pacific Railway*, precisamente por la quiebra de *Jay Cooke*. En Inglaterra el impacto se traduce en reducción de exportaciones y retiradas de fondos líquidos en esterlinas en poder de extranjeros, al tiempo que todo ello propicia el inicio de la pérdida de la hegemonía británica a nivel mundial. Francia, al no haberse podido beneficiar de la expansión a causa de la guerra y de la derrota de 1870, escapa de la crisis. Igualmente España, inmersa en los desenvolvimientos del gobierno revolucionario y frustrado reinado de Amadeo I.

En todo caso, esta crisis de 1873 es importante en perspectiva histórica porque pone de relieve aspectos particularmente relevantes. Primero, marca el fin de la supremacía económica británica y de la expansión basada en el algodón, la siderúrgica y el ferrocarril. Estados Unidos surge como potencia económica. Segundo, pone fin al “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, el 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.

A esta crisis de 1873 le sigue una fase depresiva para comenzar a partir de 1876 el segundo de los ciclos indicados. En los Estados Unidos, sin embargo, el marasmo se alarga hasta 1879, dando lugar a la llamada “*Long Depression*” según estimaciones del *National Bureau of Economic Research*. En cualquier caso, este ciclo es técnicamente un entronque con el anterior, en el sentido de encarrilar la reconstrucción post-bélica en los países europeos y la reanimación de la inversión doméstica en Norteamérica. La actividad económica se centra así, de un lado, en la puesta en práctica de grandes proyectos de obra pública y

en inversiones para la extensión del ferrocarril local y, del otro, en el desarrollo del sistema financiero. Los excesos en uno y otro sentido, son los que provocan el crac de 1882. Francia, con una espectacular disminución del ritmo de la obra pública, encabeza un derrumbe que caracterizará la crisis más grave que sufrió el país en todo el siglo XIX con el exponente del colapso de la *Union Générale*. En los Estados Unidos, son los efectos corrosivos de una competencia carente de regulación entre el sinfín de entidades de crédito que se habían creado. Quiebran compañías financieras de relevancia como la casa *Grand and Ward* y los bancos *Marine National* y el *Penn*, aquel de Nueva York y este de Pittsburg. Solo una fuerte intervención de última hora evitó un desastre mayor que, con todo, fueron miles las empresas que quebraron.

En España, como se ha indicado, el ciclo es de mayor duración al subsumirse ambas fluctuaciones en una sola. Y ello, básicamente, porque la intensidad del declive de 1866 dejó a la economía española tan maltrecha que poco más podía empeorarla la influencia del crac de 1873 que tenía lugar en el exterior. Ahora bien, iniciada la fase expansiva, el empuje subsiguiente fue el de mayor fuerza de toda la centuria. Este empuje se hace evidente a partir de 1876 una vez transcurridos acontecimientos tan trascendentales como la Revolución del 68, el breve reinado de Amadeo I y la proclamación de la Primera República. De todos modos, al lado de las vicisitudes políticas y sociales que todo ello comportó, el gobierno revolucionario-republicano no desatendió la cuestión económica, llevando a cabo actuaciones destacadas como la nominación de la peseta como moneda nacional, la puesta en práctica de un arancel librecambista o el otorgamiento al Banco de España del monopolio de emisión, entre otras iniciativas. A medida que el clima iba serenándose, la inversión extranjera regresaba al país al tiempo que inauguraba reinado Alfonso XII. El sector minero se vio favorecido por las inversiones de compañías tales como *Société Franco-Belgue des Mines de Somorrostro*, *Orconera Iron Ore* o el fortalecimiento de *Riotinto Company*. También entró capital en la órbita de los servicios públicos. Sevilla anotó la inversión de *Water Worles*; Valencia las del sector de transportes con *Cie de Transways et Chemins de Ferre* y la Ciudad Condal, con *Barcelona Tramways*, también en transportes, y *Levon et Cie* en el suministro de gas. Al tiempo, nacen el *Banco Hipotecario Español* (1875) y el *Banco Hispano Colonial* (1876) a los que se añadirán el *Banco Popular Español de Barcelona* y el *Banco de Castilla*.

En un ambiente de mayor sosiego y mejores expectativas, la fase cíclica expansiva es una realidad liderada por el sector bancario. Desde finales de los setenta hasta diciembre de 1880 se crearon 24 nuevas entidades bancarias, 9 sociedades de crédito, 12 empresas ferroviarias y así, cubriendo el resto de sectores, hasta 68 sociedades anónimas listadas en bolsa. Fue una época, pues, de un gran florecimiento económico. El Índice Histórico de la Bolsa de Barcelona registra el techo de todo el siglo y, por lo que respecta a la economía en su conjunto, quedan atrás los fiascos de principios de los años treinta y finales de los cincuenta en cuanto al asentamiento de lo que hubiera podido haber sido “una” Revolución Industrial española. Porque ahora sí que se cimientan las bases definitivas de lo que será, no Revolución Industrial en términos comparativos, sino el *Equipamiento Industrial Español*, según reza la

historiografía contemporánea. Se enmarca, consiguientemente, un periodo de prosperidad y ansias de negocio que bien ejemplifica el título de la novela de Narcís Oller, “*La Febre d’Or*”. Ahora bien, después de la punta de 1880-82, colmado el proceso con los inevitables remates especulativos de última hora, comienza una desaceleración abonada por una fuerte disminución de los precios agrícolas, por la influencia de coyunturas depresivas que llegan del extranjero y por el cuantioso aumento de la deuda para atender los conflictos coloniales. La crisis estalla a principios de 1882, iniciándose entonces una fase contractiva que durará hasta 1885, en medio de una importante depreciación de la peseta, un aumento del proteccionismo arancelario y el comienzo de la llegada de capitales de ultramar que, en sentido opuesto, sí contribuirán a reforzar la fase de recuperación a partir de ese año de 1885.

### *Crisis de 1890-1892 (ciclo 1886-1896)*

A continuación de la crisis de 1882 y sus secuelas, se inicia un nuevo ciclo que se prolongará hasta 1896, con puntos mínimos que se suceden según el país desde el rescate de la *Casa Baring Brothers* de Londres en noviembre de 1890 hasta la primavera de 1893 en Estados Unidos. En España el suelo aún llegará un año más tarde, en 1894.

Este ciclo se caracteriza por un interés generalizado en pro del comercio exterior, con mayor empeño en Europa que en América del Norte. La carrera competitiva es intensa y cada uno de los países industrializados de la época agudizan su ingenio para ganar terreno. En Norteamérica se registra un gran aumento en la concentración de empresas y constitución de cárteles, justamente para participar con ventaja en los intercambios internacionales. En Europa, principalmente Inglaterra, Alemania y Francia, acompañan con capitales sus exportaciones de bienes y servicios. El caso inglés, muy notorio, dirige sus inversiones a América del Sur. Precisamente, el cambio de ciclo se deriva de esta circunstancia, pues a partir de 1890 Argentina, que era el país donde se concentraron mayormente los capitales, entra en dificultades por malísimas cosechas y una revolución política de cierto calado. Es el primer “default” argentino. La banca inglesa acusa el contratiempo, entrando en quiebra diferentes entidades encabezada por la mencionada *Casa Baring Brothers*. El pánico se hace evidente y afecta al conjunto de las transacciones internacionales. Para contrarrestarlo interviene el Banco de Inglaterra evitando, *in extremis*, la quiebra de la entidad. (Es la primera vez que la autoridad bancaria acude a la ayuda directa de una entidad con problemas, actuando así de banquero de última instancia). A pesar de la intervención, la economía sufre, de todas formas, el impacto y el ciclo cambia de cariz con el añadido que, fruto de tales circunstancias, la construcción naval que durante la fase de prosperidad había pasado al primer plano de la actividad productiva, sufre un debilitamiento considerable y la crisis se hace realidad.

El crac se extiende al resto de países. En Francia, con un panorama ya complicado desde principios de año por la bancarrota de la empresa que construía el Canal de Panamá, la crisis en sí misma se hace evidente cuando fracasa una tentativa de acaparamiento en el mercado del cobre que repercute en la fallida de *Société des Métaux*. En Alemania,

la crisis interrumpió un periodo de industrialización rápida durante el cual se formaron numerosos cárteles, la mayoría de los cuales se deshicieron durante la subsiguiente recesión. En Estados Unidos, que en el periodo previo había registrado la formación de trust simbólicos como *Rockefeller*, *Carnegie* o *Morgan*, al tiempo que se beneficiaba, por un lado, de buenas cosechas (algodón y trigo) y, por otro lado, de prácticas proteccionistas para la industria, así como el desempeño de una política monetaria a favor de la plata (*Shermann Silver Purchase Act*), la crisis estalló por un nuevo y profundo colapso en el sector ferroviario, encabezado por la suspensión de pagos de la *Northern Pacific Line*. El paro se expandió ampliamente, propiciando huelgas y manifestaciones que al final de la recesión concluyeron en una célebre marcha sobre Washintong (*Coxey's Army*).

En este panorama, España atravesaba una coyuntura muy particular por el abatimiento generalizado, a raíz del desastre colonial. La situación económica se mantenía, no obstante, con niveles aceptables de actividad por los efectos favorables de la consolidación del equipamiento industrial de finales de los años setenta principios de los ochenta y la economía financiera, por su parte, participaba activamente en lo que se denominó “la batalla de los ferrocarriles”. Esta batalla supuso, en gran medida, 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*. Pues bien, en este ambiente de abatimiento generalizado, la crisis de 1890-92 tiene su respuesta doméstica con una leve recesión, con punto mínimo en 1894, en el sector financiero que dos años más tarde llegará a la economía real. A continuación, la recuperación va consolidándose, con la particularidad que en fecha tan sentida como la de 1898, a excepción de un hundimiento profundo en el mercado de Deuda y efectos públicos, el resto de la economía, tanto la financiera como la real, se mueve al alza. El mercado de acciones (y también, en menor medida, el de obligaciones) registran subidas por el retorno de “capitales indios” que, en su mayor parte, se invierten en compañías cotizadas, mayoritariamente bancarias e industriales (el Índice Histórico pasa de los 149,32 puntos mínimos del citado año de 1894 a los 161,03 de 1898, para enlazar luego una trayectoria alcista). La actividad productiva, por su parte, que con un PIB, a precios de mercado, con máximo cíclico en 1892 (14,5 millones de pesetas), irá disminuyendo paulatinamente hasta 1896 (11,9), para retornar, precisamente en 1898, a la cota alta del periodo (14,4). En síntesis, el crecimiento anual del PIB en 1898 fue del 1,1% y el bursátil del 2%.

### *Crisis de 1907 y de 1913 (ciclos 1897-1908 y 1909-1914)*

A la recesión originada por la crisis de principios de los noventa y, en concreto, a partir de 1876 en que acaba el ciclo iniciado en 1873, le sigue un panorama económico que acoge una prosperidad en un escenario ampliado, pues a

los países industrializados relevantes, Inglaterra, Estados Unidos, Francia y Alemania, se añaden Japón y, en menor medida, Rusia. En el ínterin, de todas formas, se habían registrado pánicos locales de cierta intensidad, como los vividos en el sector bancario australiano a finales de siglo o el derivado de la lucha por el control del *Ferrocarril del Pacífico Norte* en los Estados Unidos. De lado acontecimientos aislados, la prosperidad del periodo fue una realidad que acabó en 1907, al desacelerarse la actividad productiva con intensidad diferente según el país y en un contexto en el cual el ferrocarril pasaba a segundo lugar, a excepción de los de tipo metropolitano, para adquirir notoriedad la energía eléctrica, el teléfono, la industria química y los primeros automóviles. Y todo ello, sumándose al auge de la construcción naval, iniciado ya al final del ciclo anterior. La crisis se origina por desajustes financieros que afectan inicialmente a la banca norteamericana y se extiende con menor virulencia al resto de economías avanzadas.

El crac americano es importante y se desenvuelve en un escenario complejo por diferentes motivos. Primero, por las consecuencias del terremoto de San Francisco del año anterior; segundo, por las implicaciones de una inesperada subida del tipo de interés en la *City* de Londres que retiene los capitales americanos depositados en aquel país, y tercero, por la aprobación de una ley que fija topes máximos a las tarifas ferroviarias. A todo ello, se suman malas cosechas y la crisis estalla por un movimiento especulativo en la Bolsa de Nueva York relativo al intento fallido de acaparar las acciones de la *United Copper Company*. La repercusión es tan notoria que el índice bursátil cae más de un 50% y la quiebra de establecimientos bancarios se generaliza, al extremo que esta crisis se conoce como “*el pánico de los banqueros*”. La situación es crítica y es J. P. Morgan quien, a título personal, aplica grandes sumas de su propio dinero para contener el caos. En este panorama, el presidente Theodore Roosevelt ordena una investigación de lo sucedido, creándose una comisión que preside el senador N. W. Aldrich y que finalmente dará lugar, ya en 1913, a la creación del *Sistema de Reserva Federal* (FED) bajo el mandato del nuevo presidente Woodrow Wilson y gracias a los votos demócratas, pues los republicanos eran contrarios a tal implantación. El resultado fue una Agencia con un estatus legal híbrido, sin capacidad de emisión de dinero (es responsabilidad del Departamento del Tesoro), pero pudiendo ejercer de prestamista de última instancia y con tres objetivos claros: máximo empleo, estabilidad de precios y fijación de los tipos de interés a largo plazo.

La recuperación subsiguiente es robusta. El sector del automóvil adquiere gran importancia. La industria metalúrgica se desarrolla con rapidez en el Este europeo. A ello se suma el progreso en siderurgia impulsado por los gastos en armamento, y finalmente, el sector de bienes de equipo adquiere gran notoriedad, particularmente en Alemania. La crisis de 1913 frena estos desenvolvimientos a raíz de una serie de acontecimientos negativos de índole político-económico que culminan nuevamente con una crisis bancaria, precisamente, a final de ese año de 1913 y que en el caso de las nuevas repúblicas iberoamericanas está acompañada, a su vez, de graves desajustes en las balanzas de pagos. El ambiente es dispar, prebélico en el viejo continente y expectante en el mundo americano. Al estallar la Primera Guerra Mundial, la dualidad se consolida, en perjuicio de



unos y en beneficio de otros, con el resultado de que los Estados Unidos de América pasarán a la vez a ser el primer país acreedor del mundo y la primera potencia industrial. En España, la coyuntura económica de la época, con complicaciones políticas de diferente orden, atraviesa una fase de expansión continuada hasta el estallido del conflicto europeo en la cual va fortaleciéndose el equipamiento industrial iniciado en el último tercio del siglo anterior (*Unión Española de Explosivos, 1896. Electroquímica de Flix, 1897. Anónima Cros, 1904. Mengemor, 1904. Hidroeléctrica Española, 1907. Catalana de Gas y Electricidad, 1912. Unión Eléctrica Madrileña, 1912...* sumándose las iniciativas de capital extranjero, anglocanadiense en *Barcelona Traction Light and Power "La Canadiense", 1911* y francés *Energía Eléctrica de Cataluña*, al tiempo que empezaba la explotación del wolframio gallego y de las sales potásicas catalanas). Este clima favorable tendrá continuidad tanto por su propia inercia como, y muy especialmente, porque después de un arduo debate se acordó mantener la neutralidad frente al conflicto europeo, lo cual reportaría importantes ganancias a lo largo de la contienda.

### *Crisis de 1920 (ciclo 1914-1922)*

Este colapso es el resultado de los problemas que planteó 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 mundial 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. El correspondiente ciclo económico transcurre entre el final de la guerra y el periodo de prosperidad que justamente comienza al finalizar el parón de 1920/21, conocido como "los felices años veinte" y que, en el epicentro americano, florecía extraordinariamente el comercio exterior y el flujo de capitales, al tiempo que la construcción vivía un verdadero boom y las nuevas industrias, el automóvil y la electricidad, encumbraban el ámbito productivo.

La Guerra trastocó el equilibrio económico existente hasta aquel momento. Los estados se endeudaron; se pusieron en circulación grandes cantidades de dinero, y la producción se dirigió a cubrir las necesidades militares. El continuo y abultado gasto militar provocó la desaparición de las reservas de los países beligerantes y a partir de este momento se emitía sin respaldo alguno, lo que supuso el fin del sistema del Patrón Oro que, adaptado por Inglaterra a principios del XIX, ejercía hegemónicamente en la mayoría de los países como "garante" del orden monetario internacional. Durante el conflicto bélico los países neutrales se enriquecieron (España, Japón, Holanda...) y, como se ha ido comentando, Norteamérica se convirtió en la potencia dominante, tanto en lo relativo al tráfico exterior como y sobre todo en el plano financiero. En este sentido, el dólar pasó a ser la moneda de referencia, desplazando a la libra esterlina. Al finalizar la Gran Guerra empezó la reconstrucción en un ambiente en el cual inesperadamente surgió un *boom* auspiciado principalmente por la recuperación del consumo privado. En todo eso la URSS, emergida ya como potencia en ciernes, quedaba al margen sumergida en sus

verdes y rojos de los planes quinquenales. La bonanza relativa y transitoria que vivía Europa por el aumento de la demanda de consumo afectó a la economía americana produciendo un aumento de la inflación. La generalización del problema inflacionista, sin el potencial respaldo equilibrador del Patrón Oro, fue erosionando los diferentes países con tensiones hiperinflacionarias. En este escenario, la tendencia expansiva de 1919 empezó a frenarse, por su propio impulso y en particular por la gradual disminución de la política de préstamos a Europa por parte de los Estados Unidos. Ante el giro coyuntural, este país adoptó, además un arancel proteccionista que, obviamente, repercutió en el comercio mundial al ser el principal actor. Se cebó la crisis y con ella una recesión que, si bien profunda, solo se extendió por un breve periodo de tiempo.

El punto álgido se produjo en mayo de 1920 y se prolongó hasta junio de 1921 y a lo largo de este periodo, las economías europeas que habían participado en el conflicto bélico recibieron el impacto de las políticas que los americanos habían adoptado para encarrilar su situación. Una situación caracterizada sustancialmente, de un lado, por una importante alza de precios provocada por el brusco aumento de demanda y, de otro lado, por los problemas de sobreproducción, tanto en el sector agrícola como en el industrial, por el exceso de capacidad habida cuenta la instalada durante la época de guerra. Se pusieron en práctica dos tipos de medidas: restricción de créditos como arma anti-inflacionista y una política comercial proteccionista para dificultar la entrada de producto del exterior. Y estas medidas de restricción de préstamos y protección arancelaria trasladaron a Europa la crisis. Gran Bretaña fue el país más afectado. También Francia, pero menos porque el gobierno se vio forzado a sostener un elevado gasto público para socorrer a los damnificados en el conflicto, lo que evitó una caída severa de la demanda. Alemania escapó de la crisis como tal, pero sufrió consecuencias equiparables o más graves, tanto por la ruina bélica como y muy particularmente por estar inmersa en el pago de las indemnizaciones. En estas circunstancias, el marco alemán cayó de forma estrepitosa y a finales de 1922 el país suspendió pagos. La hiperinflación hizo sus estragos con una profunda recesión, altos niveles de paro y gran malestar social. (La situación alemana tardaría en aclararse y, de hecho, no sucedería hasta la ayuda derivada del *Plan Dawes* a partir de 1924 y luego, ya en 1929, del *Plan Young*).

En España la neutralidad en la contienda europea había proporcionado una coyuntura económica alcista con excelentes resultados para el conjunto de los sectores productivos. La crisis de 1920 puso fin a esta bonanza y, desperdiciados los réditos bélicos, la recesión se hizo presente tanto por la influencia exterior como por los problemas domésticos. Previamente, sin embargo, el correspondiente auge económico había reportado magníficas oportunidades. El oro afluyó a España en grandes cantidades y permitió el rescate de una buena parte del capital extranjero invertido en empresas del país y, desde luego, el logro de muchas fortunas privadas, los "*nuevos ricos*" (lamentablemente, la riqueza acumulada no tuvo aplicaciones productivas, con graves perjuicios para el futuro). "Nadie se preocupó de que el enriquecimiento de todo y el inmoral beneficio de una minoría, viniesen al menos acompañados de un alza en los jornales obreros y una distribución un poco más equi-

tativa en las ganancias fabulosas que se realizaban... y así la siembra del radicalismo proletario y la proclividad revolucionaria". Así, si bien la renta *per cápita* pasó de 917,9 pesetas nominales en 1914 a 1.891,0 en 1920, los niveles de desigualdad aumentaron alarmantemente. El descontento se manifestaba en todos los órdenes, en un panorama con antecedentes tan luctuosos como la Semana Trágica de Barcelona en 1909 o el asesinato de Canalejas tres años más tarde, juntamente con disturbios sociales y huelgas laborales de envergadura como la de 1916. En este ambiente, estalló lo que se conoce como la Revolución de 1917. Una revolución fallida, pero claro exponente del malestar de aquella época y que se concretó en tres direcciones. 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, pues, sobre la evolución económica que tocó fondo en 1920, iniciándose a continuación un marasmo teñido por las implicaciones de todo tipo que supuso la derrota de Annual. De todas maneras, tal marasmo tuvo una duración corta, ya que en septiembre de 1923 tuvo lugar el golpe de estado de Primo de Rivera, comenzando con ello un nuevo ciclo.

### *Crisis de 1929 (ciclo 1922-1935/39)*

El crac de 1929 era el más emblemático de los que han ido castigando el capitalismo contemporáneo hasta el momento. Su irrupción pone fin al estado de cosas que, en especial en el orden económico-financiero, se habían ido sucediendo desde que terminara la Primera Guerra Mundial en el entarimado que definían las dos etapas de este período. La primera, de reconstrucción europea y hegemonía americana y la segunda, de la prosperidad generalizada que caracterizó la *Belle Époque*. La crisis 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, pues en la sesión que siguió, la del lunes 27, el "*Black Thursday*" anterior se convirtió en el "*Black Monday*" y fue aún peor fue la del día siguiente, el martes 28. Este "*Black Thursday*" sentenció definitivamente la hecatombe. En estas dos últimas sesiones, las cotizaciones cayeron agregadamente más de un 25% y en la del martes se alcanzó un record en la negociación de acciones (16,4 millones), volumen éste que no volvería a repetirse hasta 1969. 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 (incluyendo los llamados "*bonos de la libertad*").

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* había perdido, entre el punto máximo y el mínimo, casi un 90%, registrando suelo el día 8 de julio de este año de 1932, un suelo que no se había visto desde 1800 y con el añadido de que 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 a lo largo de estos años: 9,9% en 1930, 7,7% en 1931 y 14,9% en 1932, de tal modo que en el año siguiente, o sea, en 1933, este indicador se situaba a un 30,5% por debajo del contabilizado en 1929. Y todo ello, en un marco en el cual, ya en los tres primeros días del desplome, la pérdida de empleo superaba los 100.000 puestos de trabajo y, en su consolidación, el paro sobrepasaría el 37% de la población activa no agrícola.

La crisis estalló con toda su virulencia, siguiéndole una década contractiva a nivel mundial conocida como "La Gran Depresión" que se prolongará hasta 1932 con consecuencias extendidas por doquier. La contundencia, de todos modos, se centra en Estados Unidos: la producción industrial se reduce casi a la mitad; la producción de bienes de equipo disminuye un 75%; la inversión bruta privada pasa de 15.800 millones de dólares en 1929 a 900 millones en 1932 (del 15,4% del Producto Nacional Bruto al 1,5%); las quiebras bancarias se generalizaron (5.096 bancos, de los aproximadamente 24.000 existentes en el país, hacen fallida entre las fechas indicadas); también entre 1929 y 1933 los precios agrícolas caen un 55% y el coste de la vida se reduce en un 31%... Por su parte, el paro alcanza volúmenes desorbitados. En el mes de octubre de 1929 existían unos 4,5 millones de parados en los Estados Unidos, un año más tarde esa cifra sobrepasa los 7 millones, en octubre de 1932 casi 12 y en 1933 se alcanzan los 13 millones de desocupados, lo que representaba el 27% de una población activa de 48 millones. Esta situación americana afecta, obviamente, a la economía mundial habida cuenta el papel hegemónico que los Estados Unidos ejercían en los intercambios internacionales: en 1929 la producción industrial del país representaba el 45 % de la producción industrial mundial y las importaciones, el 12,5%. En este escenario, la repatriación masiva de los capitales estadounidenses invertidos en el extranjero completa el repliegue de los intercambios. Al estallar el crac, los Estados Unidos proporcionaban al resto del mundo 7.400 millones de dólares como contrapartida de las importaciones y como inversiones en el extranjero. Este montante se reduce a 5.000 millones en 1932, con lo que el superávit de la Balanza Comercial americana pasa de 1.440 millones de dólares en 1928 a 357 en 1933 y a partir del año siguiente se registra un déficit que irá superando los 1.000 millones de dólares hasta 1938.

Ante tal situación, los Estados Unidos se encierran en sí mismos para administrar el caos y, como no podía ser de otra manera, el orden mundial se tuerce. Surgen así programas de choque sustentados en tres tipos de medidas: devaluación, deflación y proteccionismo en la triple vertiente de restricciones cuantitativas, subida de aranceles y controles de los tipos de cambio. Hay áreas, por su nivel de dependencia, que el contagio es rápido e intenso. En el caso de países americanos donde, de entrada, abundan las devaluaciones desde el mismo año 1929: Argentina, Paraguay, Brasil, y luego Venezuela y Bolivia. También devalúan Australia y Nueva Zelanda. Los países de la Europa Oriental, que recibían programas de ayuda, ven frenados sus proyectos de industrialización al tiempo que el hundimiento de los precios de los productos agrícolas. Hungría lleva a cabo una drástica devaluación y en Austria quiebran importantes bancos (fue notable la del *Crédito Anstalt*). Los países del norte europeo, si bien el contagio es más liviano, celebran un Convenio en Oslo en 1930 con el objetivo de evitar

peligros inmediatos, llegando a la conclusión de suscribir acuerdos regionales preferentes en detrimento de terceros países. Lo suscriben los países escandinavos, Bélgica, Holanda, Luxemburgo y Finlandia. En las principales potencias europeas, el panorama tiene mayor alcance.

Alemania, cuya economía mostraba síntomas depresivos desde 1928, padece fuertemente la retirada de los capitales americanos y emprende una política de deflación sistemática permaneciendo fiel al Patrón Oro y decretando a partir de julio de 1931 el control de los tipos de cambio con el objetito de “exportar el paro”. Con la deflación, los salarios bajan al nivel de 1927 y con el control de cambios frenan el éxodo de capitales. Ello no obstante, el volumen exportado desminuye sensiblemente, alcanzando en 1934 solo el 50% del registrado en 1929. Con el gobierno Nazi comienza un programa de reactivación que surge sus efectos a partir de 1935. El paro se reducía de 6 a 2,6 millones, las empresas reciben fuertes subvenciones y el esfuerzo de rearme y la movilización de la economía nacional con vistas a la guerra completan los efectos de esta política.

En cuanto a Francia, la depresión llega más tarde y relativamente disminuida. De entrada, el país se mantiene fiel al Patrón Oro. No practica devaluaciones, después de la de 1926, sino que se decanta por la deflación, lo cual le hace perder las ventajas adquiridas a raíz de aquella devaluación. Bancos y sociedades crediticias experimentan serias dificultades, aumenta el paro, las empresas disminuyen sus niveles de actividad, bajan los precios lo cual permite, en cierta medida, que los salarios mantengan su poder adquisitivo pero, contrariamente, los agricultores son los principales afectados. Aumenta el descontento y en abril de 1936 gana las elecciones el Frente Popular, formando un gobierno presidido por León Blum. Entonces cambia la situación. Por un lado, una extensa política social (acuerdos *Matignon*); por otro lado, se entra en el ámbito monetario-financiero, desvinculando el franco del Patrón Oro (octubre de 1936). Para favorecer la exportación, muy afectada por la devaluación que en su día había emprendido la libra, empiezan diferentes políticas devaluatorias (cuatro en total) entre esa fecha de 1936 y 1938. La situación tiende a normalizarse aunque lentamente, dado que al finalizar la década la producción nacional solo alcanza el 82% de su nivel de 1929.

Inglaterra es un caso singular. La Gran Depresión llega con rapidez, habida cuenta la fuerte interrelación con la economía americana, pero con una intensidad media pues, al fin y al cabo, el Reino Unido ya arrastraba un sensible estancamiento desde 1925 debido a la pérdida progresiva de su papel hegemónico a favor de los Estados Unidos (la participación de las exportaciones en la producción nacional pasaría del 33% en 1907 al 15% en 1938). En este contexto, en el cual el desempleo tiene causas estructurales (el paro en octubre de 1929 era del 10,3% de la población activa y alcanza el 22,4% en septiembre de 1931), el país emprende dos tipos de medidas, unas dirigidas a la reindustrialización y otras de carácter monetario y comercial. En relación a las primeras, se pone en práctica un programa de ayuda a las regiones más afectadas por el paro, al tiempo que se favorece la relocalización con ayudas financieras del Estado, en un contexto en el cual la construcción inmobiliaria se erige como factor relevante de la recuperación

económica inglesa. Por lo que respecta a las medidas de carácter monetario y comercial, las acciones emprendidas son de envergadura: el 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña abandona el Patrón Oro, con lo cual acaba el sistema del *Gold Exchange Standard*. La libra sufre una importante devaluación y, en ese marco, disminuyen los tipos de interés con la intención explícita de facilitar la inversión. Complementariamente, se convoca la Conferencia de Ottawa. En octubre de 1932, con el resultado de establecer acuerdos preferenciales entre los países de la *Commonwealth*, mediante la cláusula de “preferencia imperial” y acuerdos de “préstamos condicionados”. Y todo ello configurando la naciente área monetaria conocida como “zona de la libra”.

España, en esta década de la Gran Depresión, vivió episodios propios. Final de la Dictadura de Primo de Rivera, proclamación de la Segunda República y Guerra Civil. Al estallar el crac, España continuaba siendo un país atrasado en relación con las naciones consideradas en aquella época como economías hegemónicas. El país había conseguido buenos réditos a raíz de su neutralidad en la Gran Guerra. Estos réditos no fueron aprovechados en pro de la modernización de su estructura productiva. El conflicto, de sustrato político-social, de 1917 inició un giro recesivo que culminó con la crisis de 1920. Al poco tiempo, sin embargo, la gobernanza de la Dictadura de Primo de Rivera cambió el panorama al extremo de que también en España se vivieran, a su manera, los “felicis años veinte”. El bienio 1928-30 registra un punto de auge coyuntural que contrasta precisamente con el socavón neoyorkino. La consiguiente transmisión cíclica internacional, sustentada en la repatriación de capitales y restricción del comercio exterior, poco afectó de entrada a la economía española. En cuanto a la inversión estadounidense, su presencia en el país era francamente escasa. De un total de casi ochenta sociedades registradas y/o vinculadas a los parqués bursátiles, solo seis respondían a capital americano y, aún así, con poca exposición más allá de las participaciones en *Ford Motor Ibérica*, *Standard Eléctrica*, *Firestone* o *Telefónica*. Por su parte, las relaciones comerciales de España con Estados Unidos eran muy reducidas, puesto que el grueso del tráfico exterior se dirigía a países del viejo Continente, particularmente Francia y Reino Unido. Por lo tanto, de forma directa, los factores de transmisión cíclica que operaron activamente en otros países, en España tuvieron escasa resonancia. Indirectamente, empero, sí que hubo afectación. No por la retirada de capitales americanos, sino por la reducción que experimentó el tráfico exterior español con aquellos países que, precisamente, sí se vieron afectados de modo directo por la Gran Depresión.

En este escenario, la política económica del final de la Dictadura no recabó en lo que suponía tal depresión y la de la Segunda República se ajustó a las pautas internacionales con la doble particularidad, de un lado, de ser economía atrasada y, por el otro, de estrenar forma de estado con claroscuros ideológicos de gran calado. Así, del Gobierno Provisional, al Bienio Conservador, pasando por el Bienio Reformista, el Producto Interior Bruto, como indicador sintético, situado en 1929 con base 100, pasa a 94,2 en el año crítico de 1931 para alcanzar un mínimo dos años más tarde de 90,3 y acabar en 1935 en 100,9 antes de las elecciones de febrero con victoria del Frente Popular. Y el paro, por su parte, pasó de 389.000 en 1931 a 801.322 en 1936, defi-

niendo un panorama en el cual la evolución sectorial tuvo, comparativamente, exponentes diferentes en intensidad y alcance.

La agricultura, que ocupaba casi un 50% del empleo total y contribuía con un 30% a la producción nacional, vio disminuir su actividad pues, la nueva situación coyuntural se añadía a la fuerte recesión que venía experimentando por la crisis que en términos mundiales se originó al finalizar la Gran Guerra. Al problema económico derivado de la escasa productividad y encarecimiento de costes por modernización de maquinaria y aplicación de abonos químicos, se sumaba el problema social originado por una persistente caída de los precios. Con todo, la depresión relativa se centró en disminuciones en las ventas de aceite, vino y naranja que de 1930 a 1934 se recogieron, respectivamente, hasta el 50%, el 62% y el 88%. El gobierno-reformador, de todos modos, desplegó diferentes iniciativas como la Ley de Reforma Agraria y determinados retoques en el ordenamiento laboral para mejorar el nivel de vida de los agricultores.

A diferencia del sector primario, el peso depresivo se centró mayormente en el sector industrial y también en la construcción. En aquel entonces, casi el 25% de la población estaba ocupada en estos menesteres y su contribución a la producción nacional se acercaba al 28%. Al estallar el crac, la situación industrial española había alcanzado un desarrollo considerable con cuotas máximas en el bienio 1928-30. El estallido impactó, pero también con menor intensidad que en el caso de las economías más desarrolladas (el Índice de Producción Industrial en España, pasa de 100 en 1929 a 79 en 1933, frente a 67 en Francia o 49 en Estados Unidos). Todos los subsectores se vieron perjudicados a excepción del textil (la producción de algodón incluso subió durante el periodo (1929=100, 1935=128). También ligeras mejorías en la producción de electricidad (1929=100, 1935=116). En este panorama, el comportamiento de la construcción acumuló los mayores retrocesos. Ahora bien, mientras el descenso de la inversión privada fue notable, la inversión pública tuvo un comportamiento más estable. Al finalizar el año de 1934 el volumen aprobado en el Presupuesto para estos menesteres se acercaba al 37% del total.

La banca española, a diferencia de lo sucedido en otros países con mayor afectación depresiva, mantuvo una relativa estabilidad, eso sí, con altibajos momentáneos. Su funcionamiento continuaba sujeto a la Ley de Ordenación Bancaria que Cambó dictaminó en 1921 y según la cual la banca privada restaba articulada en torno a directrices genéricas que promulgaba el Banco de España. No hubo, pues, en contraste con el entorno internacional, fallidas bancarias a excepción del *Banco de Cataluña* (que, por otra parte, su quiebra respondió más a la inquina política de Indalecio Prieto, ministro de Hacienda en aquellos días, en contra de sus propietarios, la familia Recasens). En este ámbito el impacto más subrayable fue, de una parte la huida de capitales, que ya venía produciéndose desde mitad de 1930 y, de otra parte, la retirada de depósitos, sobre todo durante 1931, que alcanzó casi el 40%. Así las cosas, el Gobierno Provisional aprobó, con rapidez, una nueva Ley Bancaria, el 26 de noviembre de ese año de 1931, que ayudó a serenar el ambiente (sin perjuicio de que en base con esta ley, el Gobierno aumentara significativamente su capacidad de decisión en las directrices del Banco de España, al extremo

de utilizarlas abusivamente más adelante cuando la salida de reservas en lo concerniente a la cuestión conocida como “el oro de Moscú”). Además, se favoreció la “pignoración indirecta”, es decir, un mecanismo que con el beneplácito del Banco de España lo utilizaban las entidades de crédito para el descuento de la Deuda Pública, actuando la autoridad bancaria como prestamista de última instancia. En este orden de cosas, se impulsó una política financiera que pretendía la estabilidad presupuestaria, la contención del déficit y subsiguiente reducción de la deuda (el endeudamiento republicano se situaría en torno al 35% del alcanzado cuando la Dictadura). Y en cuanto a los requerimientos presupuestarios, el intento del ministro Carner, al suceder a Prieto en Hacienda, significaba un avance muy remarcable en la época, pues cambiaba, ni más ni menos, el sistema vigente desde la Reforma de Mon-Santillán (1845), basado en un sistema de producto, por un gravamen generalizado sobre las fuentes de generación de riqueza. Los diferentes y graves conflictos del periodo no permitieron el pleno desarrollo de estos intentos, aunque no impidieron mejoras en el régimen de pensiones y en el gasto en educación (la tasa de escolarización aumentó del 36% de 1916 al 53% en los años treinta y, por su parte, la alfabetización pasó en este periodo del 50% al 70%).

En cuanto a la política comercial, las medidas y resultados conciernen a los movimientos financieros y comerciales. Los del primer tipo apenas influyeron en la evolución económica española; los otros sí lo hicieron si bien de manera indirecta por la disminución que experimentó el tráfico exterior nacional a raíz de las medidas proteccionistas de los países clientes, como ya se indicó anteriormente. Pues bien, en este escenario el comercio exterior español resultó efectivamente afectado. El volumen de exportaciones en 1935 había retrocedido más de un 40% desde 1929. Por el lado de las exportaciones, sumándolo todo, hubo, pues, contracción. También por lo que atañe a las importaciones, ya que se pusieron en práctica medidas proteccionistas (alternando contingentes con retoques arancelarios). También se sucedieron diferentes ajustes del valor de la divisa. De hecho, la primera medida que al efecto llevó a cabo el gobierno de la República fue de tipo devaluatorio, en un contexto en el cual desde 1920 se habían ido sumando déficits en la balanza comercial. En este clima, se fueron sucediendo depreciaciones, aunque de manera efectiva España no llevó a término políticas de empobrecimiento del vecino. En 1923 el tipo de cambio peseta-dólar estaba en 5,85 pesetas por dólar, pasó a 7,25 en 1929, para situarse en las 12,42 en 1932. El sector exterior, atendiendo el contexto propio, recibió con fuerza el impacto de esa coyuntura depresiva, pero su traslación al resto de la economía no fue detonante principal porque, al fin y al cabo, exportaciones e importaciones representaban, respectivamente, el 6,4% y el 10% del PIB.

La Gran Depresión, en definitiva, llegó a España, pero con menor rapidez y 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 entretenerse en su magnitud el problema, acaso por

las implicaciones derivadas del fin de régimen. Luego, la República, por ella misma, no abonó la problemática más allá de los efectos que en toda economía supone un giro ideológico. En el 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. A lo largo de la contracción, que en España se prolongó por casi 6 años, con un descenso mínimo del PIB en 1931, como ya se apuntó de 94,2 (1929=100). Comparativamente, el periodo recesivo alcanzó los 10 años en Estados Unidos, Austria y Francia; los 8 años en Polonia, Holanda y Suiza, y los 7 años en Alemania y Bélgica. Y los descensos en la producción también con base 100 en 1929, llegaron al 71,5 en Norte América, al 76,5 en Alemania, al 85,3 en Francia, al 94,2 en Reino Unido... En España, contado y debatido, la Gran Depresión de los años treinta se tornó en recesión. Lamentablemente la depresión se viviría en los cuarenta.

### *Crisis de 1945 y 1957 (ciclos 1939-1950 y 1951-1960)*

La primera de estas crisis, la de 1945, es un crac “local”, que afecta a la economía española. Efectivamente, 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 italo-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 siderúrgica. 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 los productos más básicos mediante el establecimiento de cupos y la fijación de precios oficiales. En un alarde patriótico incluso se anunció “la disciplinación de precios”. En cualquier caso, el racionamiento y el mercado negro fueron los exponentes por antonomasia del periodo, 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 “el periodo falangista” o “periodo 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 el “totalitarismo” por la “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 el estancamiento del PIB de la fase anterior. Con todo, se refuerza la autarquía, en particular 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 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” (fue indicativo al respecto la presencia de Martín Artajo, en Exteriores).

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 y las sanciones 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-Perrón) 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 hábilmente el gobierno español 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 remoldeo 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.

A partir, pues, de 1951 el panorama empezó a cambiar, en lo económico y en lo social. Aquí, de un lado 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 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 automóvil (con la *Sociedad Española de Automóviles de Turismo*, SEAT). 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, de escasa duración, pero con afectación geográfica extensa al extremo que se la considera como antecedente fehaciente 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 (pasando el Índice Histórico en su recorrido bajista de los 1.172 puntos a los 735) a raíz del discurso pronunciado en el Fomento del Trabajo Nacional de Barcelona por el recién nombrado ministro sin cartera, Pedro Gual Villalbí, que su papel en el gobierno se entendió como defensa de los intereses textiles catalanes (al percance se le conoce sarcásticamente como “Crisis del 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 situación, 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.

### *Crisis de 1973 y 1979 (ciclo 1960-1982)*

La crisis de este año de 1973 se la conoce como “*crisis del petróleo*”, porque la repentina y elevada subida del precio del carburante 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 fue creciendo exponencialmente 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 económica 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 teórica dólar-oro y, con ello, abandonar el Sistema Patrón-Oro (15 de agosto de 1971) vigente desde los acuerdos de Bretton Woods de 1945, al finalizar la guerra europea. 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 a los países favorables al ataque israelí con el cese del suministro. El impacto fue monumental, pues en aquellos momentos el petróleo y el gas representaban el 64,4% de la provisión energética.

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 industrializa-

dos, resultado de coyuntura tan adversa, registraron obviamente descensos importantes de 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 fueron 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 período 1973-74). En el otro extremo, con países pobres y carentes de petróleo, su situación comparativamente se agravó a extremo límite, con casos realmente dramáticos en África. Fue debido precisamente a este estado de cosas que las potencias occidentales pusieron en práctica procedimientos imaginarios 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 mediante el cual se celebraría una reunión en 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. Con todo, 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 a 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 orienta-

ción futura la reducción de las desigualdades como objetivo esencial en 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 un rebrote. 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 disparó multiplicándose inmediatamente por 2,7. El colapso se superpone 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 dio 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* un progreso económico que desde 1960 vivía España, caracterizando el de mayor empuje de la época contemporánea. Y ello, a pesar de sufrir movimientos inflacionistas de alto voltaje y promocionar una industrialización tan fuerte como anárquica. En 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 desarrollo”, 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 el 9%). Con todo, el cambio fue trascendental, alterándose profundamente la estructura económica del país: la industria se diversificó con localizaciones más allá de las regiones tra-

dicionalmente 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, sobre todo 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 un hecho el 20 de noviembre de 1975. Mientras tanto, los gobiernos de turno intentaron 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 un 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 (16% vs. 5,5% del PIB). 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 contrapíe 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 alcanzan 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, eso sí, 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%.

### *Crisis de 1987 (ciclo 1983-1992)*

Esta fue una crisis repentina, de gran profundidad y corta duración. Se conoce como "*Lunes Negro*", aludiendo a igual denominación que cuando el 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 de horario, llegó por la tarde a Nueva York, extendiéndose 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 y, en definitiva, como banquero de última instancia y tercero, evitando que los responsables bursátiles cerraran el mercado neoyorquino.

El colapso fue repentino y de afectación mundial y, además, sobrevino después de un periodo de más de cinco años de prosperidad generalizada. 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 se había aprobado 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 (y continúan siendo) muy variadas y ninguna suficientemente consistente. En cada país sobresalían circunstancias que, *a posteriori*, permitían entrever una 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 bursátil de 1987. 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, como se indicó, 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 concurren 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 en 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 muy par-

ticularmente, empezó el período de las elevadas tasas de desempleo con cifras de dos dígitos (en este año de 1993 el registro fue del 22,99% frente al 16% del año anterior). 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.

### *Pánicos y Burbujas de los noventa (y hundimiento de los países del Este).*

Durante la década de los años noventa cobraron notoriedad acontecimientos de tipo financiero, asociados a desajustes locales que, no obstante, no derivaron a situaciones críticas generalizadas, pero que puntualmente influían en mercados bursátiles y también, en algunas ocasiones, en los niveles de actividad. Estas situaciones críticas se localizaron principalmente en el continente sudamericano con el antecedente importante de la *crisis de deuda latinoamericana* de 1980 y también, aunque de menor alcance, la *crisis de la economía chilena* en 1982. La primera se originó a raíz de la crisis del petróleo cuyas consecuencias para los países en vías de desarrollo derivaron en una notable crisis de liquidez que, precisamente en aquella región, se la conoce como “la época perdida de América Latina”. Las repúblicas afectadas se vieron obligadas a abandonar sus modelos de industrialización por otros de sustitución de importaciones, al tiempo que adoptar estrategias de crecimiento orientadas hacia la exportación, con la ayuda del Fondo Monetario Internacional. La crisis propició una masiva fuga de capitales, particularmente hacia Estados Unidos, con lo que se produjo una gran depreciación de los tipos de cambio, aumento del interés de la deuda y, obviamente, una notable desaceleración de las tasas de crecimiento real. La otra crisis, la chilena, entroncó una problemática propia auspiciada por las reformas económicas de la dictadura militar del general Augusto Pinochet. Se sobreevaluó la moneda nacional (en un extraño engranaje de paridad con el dólar); se decretaron altas tasas de interés que desalentaron la inversión en un contexto en el cual se favorecía el gasto en consumo; se permitió un crecimiento extraordinario de la deuda externa, con el añadido de padecer las consecuencias de una fuerte caída del precio del cobre y, al final, se puso en práctica una política de intervención de la banca por parte del Estado que acabó con el sistema financiero. En conjunto, el PIB se redujo un 14,3% y el paro pasó a ser del 23,7% de la población activa.

Ya en los años noventa y hasta principios de siglo, los pánicos registrados en los países de aquella región continuaron y aumentaron. Son remarcables los acaecidos en Venezuela, Méjico y Argentina. El de Venezuela tuvo lugar en este año de 1994. Fue un colapso repentino que propició una disminución del PIB de un 2,35% y un paro del 8,89% por el estancamiento de la actividad productiva y la disminución de exportaciones, particularmente las de petróleo. Y todo ello provocado por un generalizado proceso de insolvencia que afectaba a un tercio de la banca privada comercial del país. El pánico se inició a principios del mes de febrero y a pesar de que el gobierno realizó aportes monetarios de calado para auxiliar a las entidades con problemas, los bancos afectados fueron 17, de los cuales más de la mitad

desaparecieron y los sobrevivientes o fueron nacionalizados o adquiridos por grupos extranjeros (el Grupo Santander de España se hizo con la entidad denominada *Banco Venezuela*). Ante la caótica situación creada, el Estado garantizó los depósitos a través de *Fogade* (institución responsable de manejar la crisis) hasta 24.000 dólares por persona. El caso Méjico también se produjo a finales de 1994 provocado por la falta de reservas en medio de una importante devaluación de la moneda nacional y en un contexto en que acababa de suscribirse el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, lo cual facilitó la llegada de ayuda americana para encarrilar el desajuste. Las consecuencias subsiguientes se denominaron “*efecto tequila*”. Localmente, se centraron en el desorbitado gasto público en obra pública, que siguiendo la tradición del PRI se realiza a la finalización del mandato presidencial. En esta ocasión el presidente saliente era Salinas de Gortari que, con este proceder, incrementó aún más el desequilibrio generado durante su mandato incorrectamente financiado mediante los llamados “*Tesobonos*” (deuda a corto plazo, que se compraba y vendía en pesos, pero se pagaba en dólares con la finalidad de proteger al inversor contra posibles devaluaciones). Con todo, las fugas de capitales fueron extraordinarias, con incidencia en la sucesiva pérdida de valor de la moneda y descontrol del tipo de cambio. En los años sucesivos, otras repúblicas sudamericanas tuvieron que afrontar episodios de esta naturaleza, en particular Ecuador a finales de siglo con un importante desajuste financiero, pero es al inicio del siglo XXI el crac argentino tuvo resonancia especial. Se le conoce como la “*crisis del corralito*” que estalló en diciembre de 2001. Tal denominación deriva de la restricción a la libre disposición de dinero en efectivo en plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorros impuesta por el gobierno argentino (Fernando de la Rúa) desde el 3 del citado mes de diciembre hasta el día 2 del mismo mes del año siguiente. Con tal medida se perseguía frenar la salida de dinero del sistema bancario y evitar así la ola de pánico bancario que se había generado y, en definitiva, el colapso del sistema. Se confiaba, en consecuencia, que se conseguiría lograr un mayor uso de los medios de pago electrónico lo cual minimizaría la evasión impositiva y facilitaría la bancarización de la población. El planteamiento fue un desastre que llevó a la renuncia del gobierno y a una situación de disolución e inestabilidad social y política que se extendería durante varios años, porque al restringir bruscamente la liquidez monetaria se paralizó el movimiento económico y secuencialmente el comercio y el crédito.

En la década de los noventa se suman, conjuntamente con estas situaciones críticas localizadas mayormente en el continente americano, dos exponentes, uno en Europa y otro en Asia. Al europeo se le conoce como el “*Miércoles Negro*” y se concreta cuando, el día 16 de septiembre de 1992, el gobierno conservador británico se vio obligado a retirar la libra esterlina del *Sistema Monetario Europeo* (SME). Gran Bretaña, que había sufrido una inflación desbordada en los años previos, decidió entrar en el SME en octubre de 1990 con un tipo de cambio fijo para la libra de 2,95 frente al marco alemán. Desde aquel momento, se produjeron diferentes desacuerdos que propiciaron un movimiento especulativo que encabezaba el financiero George Soros (comprador de marcos y vendedor de libras), posicionándose a la baja en cuantía cercana a los 10.000 millones de

libras. Salíó exitoso en su empeño, lo que obligó a que el gobierno anglosajón replanteara su política financiera con una devaluación de la libra que suponía una caída del 15% (el desequilibrio generado obligó a ajustes en el seno de la Unión Monetaria que forzaron, a reglón seguido, también devaluaciones en España e Italia). En los años siguientes, el impacto recesivo fue aminorándose con un percance significativo, justamente, al comienzo de la recuperación. Fue la bancarrota del *Banco Barings* en febrero de 1995. 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, el banco fue liquidado y vendido al grupo holandés ING.

De mayor envergadura fue el pánico asiático que se tornó en crisis financiera en un contexto en el cual se temió por un desastre económico mundial. El colapso sobrevino como consecuencia de la devaluación de la moneda tailandesa, 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 importantemente 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. La exagerada disponibilidad de crédito originó un clima de gran apalancamiento, presionando al alza el precio de los activos que alcanzaron niveles insostenibles. Cuando empezaron a colapsar, surgieron por doquier incumplimientos de pago tanto de empresas como de particulares. La situación resultante motivó la retirada del crédito ocasionándose un “*crédit crunch*” y luego, irremediablemente, la bancarrota. Se sucedieron las devaluaciones de los tipos de cambio de los países afectados, lo cual llevó a los gobiernos a aumentos sucesivos de los tipos de interés domésticos al tiempo que intervenir el mercado cambiario para comprar con reservas internacionales el exceso de moneda doméstica. La persistencia en tal proceder desalentó la inversión y el vaciado de las reservas internacionales en los bancos centrales, todo lo cual propició nuevas bancarrotas y agudización de la crisis. La actuación, antes mencionada, del Fondo Monetario Internacional resultó inútil y habida cuenta que sus recomendaciones originaron el desenlace, a este pánico asiático suele denominarse “*Crisis del Fondo Monetario Internacional*”.

El crac no fue global, pero afectó a la región en su conjunto y también a otros destinos tanto directa como indirectamente. Además, el clima derivado de esta crítica situación hizo que los inversores internacionales se mostraran reacios a prestar dinero a países en vía de desarrollo, pues al fin y al cabo la crisis había afectado, ni más ni menos, que a los llamados “*tigres asiáticos*”. También salieron perjudicados los países productores de petróleo, porque el xoc negativo redujo el precio del crudo alrededor de 8 dólares por barril. Pues bien, la influencia directa e indirecta se concretó, respectivamente, en Japón y Rusia y de ahí, indirectamente, a los Estados Unidos de América.

Japón que había sufrido una importante crisis inmobiliaria en 1990, se vio afectada por el pánico de sus vecinos en el

sentido de tener que redefinir su modelo de crecimiento con el objetivo de contener el déficit por cuenta corriente e incrementar el stock de reservas, al tiempo que priorizar la inversión hacia la industria pesada. Se reorientaron los movimientos de capitales hacia el exterior, aumentando los requerimientos que en ese sentido ya había forzado la crisis de 1997. Disminuyeron así los flujos hacia países sudamericanos tales como Méjico, Argentina y sobre todo Brasil, en lo relativo a actividad industrial, y hacia Bolivia, Chile y Perú en lo relativo a minería en general y cobre en particular. Aumentaron, en cambio, las inversiones en la propia región, dirigiéndose los capitales hacia Tailandia, Hong Kong y Singapur. El caso de Rusia tuvo mayor relevancia. Efectivamente, el colapso económico que golpeó al país a partir del verano de 1998, conocido como la “*crisis del rublo*” y sus implicaciones como “*efecto vodka*”, se debió al hundimiento de los precios mundiales de los precios de las *commodities* promovido, precisamente, por la crisis asiática. El petróleo, el gas natural, los metales y la madera conformaban más del 80% de las exportaciones rusas y, obviamente, la caída de precios dejó al país en una situación deficitaria ampliada por la drástica reducción de los ingresos fiscales por la falta de pago de los impuestos por parte de las industrias energéticas y manufactureras. A ello, se añadía el coste económico de la primera guerra en Chechenia y el desajuste presupuestario derivado de la emisión de bonos estatales a corto plazo de cupón cero (los GKO). La economía en su conjunto entró en crisis, se produjeron importantes revueltas sociales (en particular en la minería del carbón), se devaluó el rublo y a lo largo de todo el proceso el mercado bursátil moscovita anotaba una caída cercana al 75% de su valor. Todo ello, en el marco de una fuerte crisis política (en su curso Yeltsin designó a Vladimir Putin jefe del Servicio Federal de Seguridad). Y fue, justamente, este colapso ruso el que propició la quiebra, en aquel momento, del emblemático fondo de inversión libre americano, *Long-Term Capital Management*. La crisis de los bonos estatales GKO ocasionó una acelerada carrera hacia la liquidez y una, igualmente acelerada, huida hacia la calidad y, si bien el fondo no tenía directamente obligaciones rusas, sí poseía obligaciones adosadas a deudas incobrables.

### *Crisis del 2000 (ciclo 1993-2002)*

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 como *empresas puntocom* con el trasfondo de la fulgurante aparición de la llamada *nueva economía*. Con este término se designaba un nuevo 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 crack 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, el atractivo de las nuevas tecnologías, la disponibilidad de recursos por parte de las compañías de capital riesgo y el 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 la 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 ha indicado, 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 3,04 euros.

### *Crisis de 2007/08 (ciclo 2003-2012)*

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 aplicados 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 iría alimentando una burbuja inmobiliaria que, al margen de sus efectos inflacionistas, recibía 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 con 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 se suman las consecuencias políticas de los atentados del 11 de septiembre en el sentido que el presidente americano declara “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 que 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 crack 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 competencia 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 porque 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, que goza de buena liquidez, tiene la certeza que podrá transferir la hipoteca a un banco de inversión con un determinado margen y, en el peor de los casos, 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*). Adicionalmente, 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 funciona 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 como se dijo, 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 parques registraron el impacto casi un mes más tarde. Efectivamente, el día 9 noviembre de 2007, también el *Íbex-35* en máximos históricos (por encima 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 alarmante de liquidez 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 diferentes 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 dinero 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 enmarcado ya claramente recesivo, las autoridades españolas continuaban con 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 a su vez, 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*, *City Group*, *HSBC*, *Fortis* y *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 de *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association Housing*) y de *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*.

### Crisis de 2020 (ciclo 2013 - ...)

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 *Ibex-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 Méjico 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 sumaría 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 de crecimiento 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 particularmente en el español, el esquema descriptivo es "W", ya que las respectivas economías tocaron fondo en 2009 y 2012, iniciándose al año siguiente un nuevo ciclo sujeto a una fase expansiva de menor empuje, comparativamente con la que iba contabilizando la economía americana y que la crisis 2020 ha puesto igualmente punto final.

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 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 europeos, se habían tranquilizado; no así el norteamericano, en el cual el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 y 30 años caían 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 *Ibex-35* suponían descender del 10.084 puntos del 19 de febrero, a los 6.107 del 16 de marzo, con casi un 40% de pérdida.

En este trance, los mercados bursátiles han ido visualizando 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. Ante tal panorama las previsiones economicistas no tienen más referentes genéricos que las pautas que derivan del análisis de la evolución de los ciclos económicos-financieros que se han ido registrando históricamente. En este sentido, que no es mucho, los hitos remarcables se concretan en estos puntos. Primero, la constatación que la duración de los ciclos Juglar, comerciales o medios se estima alrededor de 11 años, sea la que sea su naturaleza e intensidad. Segundo, que en este lapso temporal, las fases contractivas son comparativamente más cortas que las expansivas cuando el correspondiente ciclo medio se inscribe en la fase creciente de los ciclos de larga duración o Kondratieff. Tercero, observándose en la actualidad esta característica y habida cuenta el respectivo referente histórico, el período expansivo, en tanto que engarce entre recuperación y prosperidad, se concreta alrededor de 7/8 años. Cuarto, que por las peculiaridades de los previsible cambios estructurales condicionados por la crisis presente, sumándose a la correspondiente constatación empírica convencional, la transmisión del ciclo financiero sobre el ciclo real ganará proporcionalmente peso específico en las fases expansivas, perdiéndolo en las contractivas. Y todo ello, en el bien entendido, en términos generales que los pronósticos del economista se inscriben, en el sarcasmo prudencial que reza “*mañana se estará indagando el por qué de lo que se dijo ayer, no se está cumpliendo hoy*”.

## Referencias bibliográficas

- Bernanke, B., *Essays on The Great Depression*. Nueva York, 2000.
- Burns, A. y Mitchell, W., *Messuring Busines Cycles*. Nueva York, 1947.
- 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
- Friedman, Milton y Schwartz, Anna, *Monetary History of the United States, 1857-1960*. Nueva York, 1971.
- 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., *¡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 and Unstable Economy*. Yale, 1986.
- Niveau, M., *Histoire des Faits Economiques Contemporains*. París, 1966.
- Prados de la Escosura, L., *El progreso económico de España (1850-2000)*. Madrid, 2003.
- Schumpeter, J. A., *Business Cycles*. Nueva York, 1939.