

LA GRAN RECESIÓN Y LA GRAN DEPRESIÓN: REFLEXIONES Y ENSEÑANZAS*

*Barry Eichengreen***

Mis colegas del Departamento de Economía me dicen siempre que, como historiador económico, tengo la ventaja de no tener que pasar actualizando mis clases según los acontecimientos; no pasan de moda como las clases que dictan ellos sobre, por ejemplo, la Gran Moderación. La falacia de esta afirmación es que, si bien los “hechos” no varían, sí cambia su interpretación. Para usar el ejemplo obvio, a la luz de los hechos recientes, he tenido que revisar todo lo que alguna vez afirmé respecto de la Gran Depresión, tanto sobre lo que provocó la crisis de 1929, incluyendo su propia burbuja inmobiliaria en Florida, como los desbalances globales (conocidos entonces como “el problema de la transferencia”), y la débil supervisión y regulación. Es también el caso del debate sobre la eficacia que tuvieron los estímulos fiscal y monetario en los años treinta. Y ciertamente nos tenemos que preguntar si “eso” podría volver a ocurrir.

Sea como fuere, no cabe duda de que la interpretación convencional de este episodio previo tiene una fuerte incidencia en la visión de las actuales autoridades de política. Sus opiniones están marcadas por la actitud de la Reserva Federal (Fed) de entonces, que pasó por alto sus responsabilidades como prestamista de última instancia y en cambio permitió el derrumbe del sistema bancario. Los encargados de la política económica hoy deben considerar también el análisis histórico de las acciones del gobierno de Hoover y el Congreso de entonces, que elevaron los impuestos a comienzos de los años treinta en un inútil esfuerzo por equilibrar el presupuesto, y que lo único que consiguieron fue agravar el colapso de la demanda privada. Junto con esto, consideran la pregunta aún sin respuesta sobre por qué, si la economía ya estaba en un ciclo recesivo en el segundo semestre de 1929, no se tomó ninguna medida eficiente para detener la caída de los precios, estabilizar la banca y reanudar el gasto de inversión hasta 1933.

En esta ocasión, por supuesto, haciéndose cargo de estas “lecciones de la historia”, las autoridades estadounidenses actuaron sin demora. La crisis apenas había empezado cuando la Fed inundó de liquidez los mercados financieros. Cuando la economía continuó debilitándose, bajó la tasa de interés a cero. Posteriormente intervino en los mercados de instrumentos securitizados de todo tipo. Recién entrado el 2009, comenzó el relajamiento cuantitativo comprando bonos del Tesoro.

Por el lado fiscal, a comienzos del 2008 el gobierno de Bush administró una dosis de estímulos, la cual fue seguida el 2009 por el gobierno de Obama con US\$787 mil millones adicionales. Claramente las autoridades norteamericanas se tomaron en serio otra lección de los años treinta: cuando la tasa de interés está en el mínimo, la política fiscal cobra aun más importancia en la estabilización de la economía.

Estas acciones, llevadas a cabo en Estados Unidos y en el resto del mundo, permitieron evitar que la Gran Recesión se transformara en una segunda Gran Depresión. Pero en cuanto a la forma en que desembocamos en este embrollo en primer lugar y por qué las políticas no tuvieron más éxito en contener la crisis, parte del problema puede ser, irónicamente, la tendencia de tomarse la historia en forma demasiado literal. Mientras el Jueves Negro (el 24 de octubre de 1929) y, en general, el desplome de la bolsa en 1929 son los protagonistas de los recuentos más populares de la Depresión, los análisis académicos típicamente tratan el desplome bursátil como un accesorio de la

* *Versión corregida y traducida de la presentación ante la Conferencia Anual del Banco Central de Chile en noviembre del 2009 en Santiago. Versiones anteriores de todo o parte del material se publicaron en Current History (enero del 2009) y fueron expuestas en la Conferencia Anual del Banco Central de Argentina en agosto del 2009.*

** *Barry Eichengreen es el titular de la cátedra George C. Pardee & Helen N. Pardee de Economía y Ciencias Políticas en la Universidad de California, Berkeley. E-mail: eichengr@econ.berkeley.edu*

que consideran la verdadera crisis, la del sistema bancario. Tales análisis se nutren de las tres crisis bancarias de 1930, 1931 y 1933. Dicha lectura de los hechos es probablemente correcta, dado que la economía estadounidense se basaba fuertemente en la banca en esa década. Pero con el correr del tiempo, las instituciones no bancarias fueron cobrando importancia, reflejando los avances de la desintermediación y de la securitización. Es así como la crisis actual ha involucrado no sólo a los bancos, sino también compañías de seguros tales como American International Group (AIG), los *hedge-funds*, cuyas liquidaciones masivas de instrumentos crearon problemas a otros inversionistas, y también a los propios mercados de dichos instrumentos.

Irónicamente, los recuerdos de la crisis financiera de los años treinta, que fue más que nada una crisis bancaria, pueden haber instado a las autoridades a enfocar la mirada mayormente en este segmento del sistema financiero y descuidar lo demás. Al principio prestaron libremente a los bancos comerciales pero no a otras instituciones, reflejando lo que habían aprendido de la crisis de 1930: que los bancos son el eslabón débil de la cadena financiera. Pero en la crisis reciente, los problemas fueron igualmente generalizados en el “sistema bancario sombra”¹, esto es, entre los conductos y vehículos específicos de los bancos de inversión, que al principio no tuvieron acceso a la ventanilla de descuento de la Fed, y los fondos de cobertura y compañías de seguros como AIG. Inicialmente, la Fed dudó antes de apoyar a este segmento del sistema financiero. Me atrevería a sugerir que esto reflejó el poder de la narrativa histórica: en la década de 1930 no había un *sistema bancario sombra* que los historiadores puedan estudiar. Esto refleja además la dificultad de darse cuenta de que, aunque la historia suele repetirse, la repetición nunca es exacta.

Se puede plantear el mismo argumento respecto de la tendencia de las autoridades a subestimar la importancia de los *credit default swaps* (CDS) y de las convulsiones financieras que siguieron tras la decisión de dejar caer a Lehman Brothers. El hecho de que en los años treinta no hubiera un equivalente a los CDS u otros derivados complejos puede haber incidido en que nuestras autoridades no hayan calibrado su importancia. Una vez más, estoy

sugiriendo que, si bien la respuesta de política estuvo configurada positivamente por la narrativa histórica, esta misma distorsionó también dicha respuesta en formas poco afortunadas.

Nada de esto pretende negar que esta vez la autoridad lo hizo mejor. Claro que habría sido bien difícil hacerlo peor.

Cooperación internacional: avances y desafíos pendientes

Nuestros banqueros centrales han estado en permanente comunicación, al igual que sus predecesores de 1930. Pero en contraste con ellos, esta vez el resultado fue un buen nivel de verdadera cooperación. La importancia de la cooperación es otra “lección de la historia”. Ha habido *currency swaps* entre la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra. El BCE extendió líneas de *swap* entre euros y dólares a países europeos de fuera de la Eurozona, y lo mismo hizo la Fed con México, Brasil, Corea del Sur y Singapur. Estas facilidades no resolvieron por arte de magia los problemas financieros de los países receptores, pero sí aliviaron el problema inmediato de escasez de dólares y euros causado por los *hedge-funds* estadounidenses y los bancos europeos, que liquidaban inversiones. Esta situación difiere bastante de la de los años treinta, cuando Francia bloqueó el otorgamiento de créditos a Austria a través del *Bank for International Settlements*, basándose en objeciones a la creación de una unión aduanera austro-germana y en la decisión de Alemania de construir buques de guerra que violaban el Tratado de Versalles. Esta decisión demostró ser nefasta, pues permitió que la crisis financiera entrara en una espiral sin control.

Asia es la única región en la que oigo ecos de los problemas que vivieron Francia y Alemania en el período entre las dos guerras mundiales. Aunque las economías asiáticas crearon un sistema regional de apoyos financieros, la Iniciativa de Chiang Mai (hoy conocida con el menos elegante nombre de “Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai” (CMIM en inglés)), no estuvieron dispuestas

¹ En inglés “shadow banking system”.

a activarlo, ni siquiera en septiembre-noviembre del 2008, en respuesta a la peor crisis financiera global en 80 años. El motivo está claro: una relación política delicada hace difícil para los países asiáticos exigir ajustes a la política económica de sus vecinos y, ante la falta de tales ajustes, son reticentes a la hora de poner dinero sobre la mesa.

Para eludir este problema, se estableció que más allá del primer 20%, desembolsar créditos a través del *CMIM* requiere que el receptor de los fondos negocie un programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Pero con los recuerdos de la crisis financiera de 1997-98 todavía frescos en la memoria, los gobiernos evitan pactar con el Fondo. Beijing prefiere respaldar la creación de un sistema de apoyo financiero más amplio dentro de la región, mientras Tokio se opone, con el argumento de que China terminaría controlando el sistema. El gobierno de Japón preferiría reciclar las reservas de Asia a través del FMI, donde tiene el doble de poder de voto que China y designa a un miembro del directorio, mientras China, cuyo poder de voto equivale al de Bélgica, comprensiblemente se resiste a esta alternativa. China también se muestra renuente a permitir que su moneda se aprecie con respecto al dólar, una política que le está creando otros problemas, que veremos a continuación.

Suena tentador trazar un paralelo con la interpretación de Charles Kindleberger sobre la depresión entre guerras: que dicha Depresión fue la consecuencia de incapacidad del poder declinante —Gran Bretaña— y de la falta de voluntad del poder ascendente —Estados Unidos— para ejercer el liderazgo. Esta vez Estados Unidos baja mientras China sube.² Sin embargo, pienso que el paralelo no es total. Es obvio que una contribución de China ayudaría a resolver los problemas actuales, pero aún no está lista para ejercer el tipo de liderazgo que se podía esperar razonablemente de Estados Unidos en 1929. El poder ascendente de entonces, Estados Unidos, ya tenía un tamaño tres veces el del poder descendente, Gran Bretaña. En contraste, hoy en día Estados Unidos es todavía tres veces el tamaño de China, algo para tener en mente cuando se oyen clamores para que China aumente su consumo para contrarrestar la disminución del consumo norteamericano asociada a la decisión de las familias estadounidenses de recuperar sus ahorros para la jubilación. Frente al

menor gasto de Estados Unidos, harán falta más países aparte de China para que llenen el vacío.

Una lección aprendida: evitar el proteccionismo

Donde creo que también hemos hecho un trabajo razonablemente bueno —y aquí quiero subrayar el calificativo “razonablemente”— es en haber evitado el proteccionismo. Estoy consciente del paquete de estímulo estadounidense “Buy America” y sus tristes contrapartes en otros países. Estoy consciente también del registro que mantiene el Banco Mundial, donde enumera las 46 nuevas medidas restrictivas del comercio mundial aplicadas solo en los cinco meses posteriores a lo de Lehman Brothers. Dicho esto, sigue siendo cierto que esta vez resistimos mejor la tentación del proteccionismo. No ha habido ningún uso masivo de aranceles o cuotas, como fue la norma en los años treinta.³

La diferencia puede atribuirse, una vez más, a las “lecciones de la historia”. Aquí, sin embargo, tenemos un ejemplo de una interpretación histórica equivocada que produce irónicamente una política económica correcta. La interpretación histórica equivocada es la creencia de que el arancel de Smoot-Hawley agravó significativamente la Depresión y provocó represalias por todo el mundo. Smoot-Hawley aparece recién en el número 17 de mi lista, ordenada por orden de importancia de mayor a menor, de factores que contribuyeron a la Gran Depresión. Los aranceles ya eran altos en Estados Unidos como resultado del arancel “rascacielos” Fordney-McCumber de 1922; Smoot-Hawley solo los subió un poco más. Las políticas monetaria, fiscal, financiera e incluso laboral y de competencia fueron factores mucho más decisivos en la catástrofe.⁴

Del mismo modo, las represalias de otros países contra Smoot-Hawley fueron mínimas. La medida que desató una ola de represalias fue el Acuerdo

² Charles Kindleberger (1973), *The World in Depression 1929-1939*, Berkeley: University of California Press.

³ Véase Kee et al. (2010).

⁴ Se puede incluso argumentar que Smoot-Hawley tuvo un impacto positivo al presionar al alza los precios dentro de un ambiente deflacionario. Para las condiciones en las que se cumple este resultado, véase Eichengreen (1989)

Británico sobre Aranceles de 1932, no Smoot-Hawley.⁵ Pero una interpretación histórica equivocada al servicio de una buena política tiene sus méritos. La sola expresión “Smoot-Hawley” bastó para que nuestras autoridades reprimieran esta vez sus peores impulsos proteccionistas.

La otra razón por la que en esta ocasión evitamos el proteccionismo fue, como he comentado en mis trabajos con Doug Irwin, el despliegue de medidas adecuadas, monetarias y fiscales. En los años treinta, los países recurrieron a los aranceles en un esfuerzo desesperado por contener la demanda disponible, asegurando que cualquier gasto que se hiciera se dirigiera a los bienes y servicios nacionales. Se aplicaron aranceles porque no se entendían las bondades del estímulo fiscal, y porque un estímulo monetario estaba fuera de las posibilidades mientras los bancos centrales se rigieran por el patrón oro. A partir de 1931, los países que abandonaron el patrón oro y por lo tanto pudieron aplicar el estímulo monetario óptimo se inclinaron menos —*ceteris paribus*— para el lado de la protección. Al ser capaces de contener el desempleo por otros medios, no invocaron la hipótesis de demanda doméstica fija asociada al proteccionismo. Aquí es donde una buena interpretación de los fenómenos históricos ayudó a conjurar una caída en el proteccionismo. En la medida en que nuestras autoridades comprendieron la necesidad de implementar una respuesta concertada de política fiscal y monetaria frente a la amenaza de Depresión como la de los años treinta, se sintieron menos tentados a aplicar medidas proteccionistas.

Globalización financiera: La era dorada quedó atrás

Permítanme alejarme un poco del tema, aunque no obviaré por completo la forma en que estoy intentando usar la historia para iluminar los eventos recientes. Dado que la Gran Recesión fue una crisis del sistema internacional, cada vez se oye más la pregunta de si habría que olvidarse de la globalización. Aquí me gustaría distinguir entre la globalización financiera y otras globalizaciones. Se puede argumentar que la era dorada de la globalización financiera ya quedó atrás. En el futuro, los sistemas financieros internacionales estarán más regulados (cuánto más, está por verse). Habrá que aumentar los requisitos

de capital (cuánto, también está por verse). Dada la urgencia de crear regímenes ordenados de liquidación para las instituciones financieras no bancarias (algo que en esta etapa se puede hacer a nivel nacional, considerando la falta de acuerdo internacional sobre la forma de estructurarlos), aumentará la presión para asegurar que el campo de acción de tales instituciones coincida más con la jurisdicción de los entes reguladores. Todo esto significará que el capital que atravesará las fronteras será algo menor. Subrayo la palabra “algo” de la última frase, para dejar claro que no me estoy dejando llevar por el entusiasmo.

Por el lado de los receptores, los mercados emergentes están muy conscientes de que los países que más confiaron en la entrada de capitales sufrieron las más graves turbulencias cuando explotó la crisis y ocurrió el desapalancamiento. En países como Corea del Sur, donde la mitad de la capitalización del mercado bursátil estaba en manos de inversionistas institucionales extranjeros, la bolsa se desplomó cuando dichos inversionistas liquidaron sus carteras en un esfuerzo desesperado por arreglar sus devastados balances contables. En contraste, los países que se habían tomado la internacionalización de sus mercados financieros con más calma, sufrieron interrupciones más suaves. Por lo tanto, es probable que los gobiernos hagan más por limitar la entrada de capitales en el futuro. Hemos visto que Brasil impuso un gravamen de 2% sobre la entrada de algunas formas de inversiones de portafolio. La Agencia Coreana de Supervisión Financiera ha anunciado que tiene la intención de imponer requerimientos de capital adicionales a los bancos que se endeuden en el exterior. Cabe cuestionar la efectividad de estas medidas: ¿Volverán a evadirse estas medidas brasileñas por la vía de los mercados externos o las coreanas desviando las transacciones desde las instituciones bancarias a las no bancarias? Para responder, seguramente las personas recurrirán, una vez más, a otro episodio histórico: la experiencia de Chile en la década de 1990.⁶

Lo otro que se necesita para manejar los flujos de capital —no es ninguna sorpresa que lo diga

⁵ Eichengreen e Irwin (2009).

⁶ El FMI ya hizo esto, en su evaluación de los controles al capital. Véase Ostry et al. (2010).

yo— es suficiente flexibilidad del tipo de cambio para crear apuestas verdaderamente riesgosas en el mercado cambiario. La ausencia de esta flexibilidad está alimentando el *carry trade*, que a su vez está produciendo mercados de propiedades y de activos propensos a desarrollar burbujas, en especial en Asia. Como las expectativas son que el dólar sólo puede bajar y las monedas asiáticas sólo pueden subir, está la tentación irresistible de financiarse en dólares, a tasas de interés que resultan efectivamente negativas, para invertir en Asia, donde los valores solo pueden subir vía apreciación de la moneda. Permitir que las monedas se ajusten ahora, de manera de eliminar el prospecto de una apuesta segura, ayudaría a aliviar esta presión. América Latina no es en ningún caso inmune al *carry trade*, pero el hecho de que los principales países, incluyendo Chile, permiten que sus monedas fluctúen con relativa libertad significa que esta tendencia ha afectado menos a los mercados de esta región. Por ponerlo de otro modo, el punto es que las condiciones monetarias de Estados Unidos, que continúan siendo expansivas por buenas razones, no son adecuadas para los mercados emergentes, cuyos problemas son, si los hay, incipientes presiones inflacionarias y sólido crecimiento económico. Y los flujos de capital son precisamente el vehículo por el cual la fijación del dólar hace que estos países importen las condiciones monetarias de Estados Unidos.

Podría citar varios ejemplos históricos del peligro que acabo de describir.. Nuevamente el *locus classicus* es la Gran Depresión. El *carry trade* contribuyó al equilibrio inestable de los años veinte, cuando los inversionistas se endeudaban al 3% en Nueva York y le prestaban a Alemania al 8%. Tanto entonces como hoy, la migración del capital desde una plaza con intereses bajos a otra con intereses altos se fundaba en el espejismo de un tipo de cambio estable.

Otro ejemplo lo constituye la década de 1960, cuando Alemania estaba en la posición que hoy ocupa China. Todo el mundo entendía que el marco iba a subir con respecto al dólar. Todo el que podía hacerse de unos cuantos dólares los transformaba en activos alemanes, ya que la política cambiaria ofrecía una apuesta segura. Como consecuencia, el Bundesbank se vio obligado a librar una batalla continua contra la inflación importada. Se podría objetar que, si el

problema era tan grave, ¿por qué no generó una burbuja que acabó en un estrepitoso reventón? La respuesta es que las autoridades alemanas mitigaron el impacto en la economía. Revaluaron en 1961 y en 1969. Además, impusieron controles al capital al estilo de Brasil en abril de 1970 y en mayo de 1971.⁷ Pero fue solo cuando dejaron flotar el marco —primero en 1971, pero especialmente en 1973— que por fin pudieron manejar el problema.

Globalización comercial: permanecerá, pero debe resguardarse

Para terminar, veamos otros aspectos de la globalización. Quiero argumentar que lo que es cierto de la globalización financiera —que su época de oro ya quedó atrás— es menos obvio de otros aspectos de la globalización. Es improbable que esto cambie. Los fabricantes estadounidenses de electrodomésticos continúan ensamblando los aparatos en México, más allá de la crisis crediticia global. Las automotrices alemanas todavía se surten de piezas y partes en Europa Oriental. Asimismo Asia Oriental es un caso emblemático, con su comercio de piezas y partes que crece en forma exponencial. China, por su parte, es una eficaz plataforma gigante de ensamblaje, que sirve a la región y al mundo entero.

Más aun, la lógica de estas cadenas de producción y oferta globales sigue intacta. El costo del transporte aéreo es hoy un tercio de lo que era en 1950. El transporte marítimo de carga ha caído un 25% gracias al uso de contenedores y otros avances logísticos. Lo mismo vale para las comunicaciones: el costo de la comunicación satelital está en un 5% de lo que era en los años setenta. Agreguemos la comunicación por Internet, un medio que no existía cuatro décadas atrás. La tercerización de servicios empresariales como transcripción, entrada de datos, y ahora ingeniería de *software* y análisis financiero para economías en desarrollo refleja los mismos avances tecnológicos en las comunicaciones, que ya son irreversibles.

Sin duda, podemos imaginar canales por los cuales se podrían propagar los efectos negativos de un

⁷ Véase Bakker (1996).

retroceso de la globalización financiera. El comercio crece más rápido cuando hay acceso fácil al crédito externo. En lo peor de la crisis, la dificultad para conseguir cartas de crédito, que son importantes para financiar transacciones de exportación y asegurar a los exportadores que se les pagará, tuvo un impacto profundamente nocivo, tanto en las exportaciones como en las importaciones. HSBC, un proveedor líder de fondos, reportó en noviembre del 2008 que el costo de asegurar cartas de crédito se había duplicado en poco más de un mes.⁸ En reacción a ello, sin embargo, hubo una variedad de intervenciones concertadas por parte de multinacionales y de la banca de importaciones/exportaciones nacionales, lo que derivó en una recuperación del volumen de comercio.

Incluso si la desglobalización financiera es permanente, será posible para los importadores y exportadores obtener crédito de fuentes nacionales. Esto es, aún si las transacciones entre países no vuelven a ser lo que fueron en el pasado, será posible para los exportadores estadounidenses conseguir crédito comercial de los bancos de su país, y para los exportadores coreanos conseguirlo en los del suyo. Cuando apenas unos pocos países tenían mercados y sistemas financieros profundos, esto habría sido un problema. Pero hoy ya no lo es.

También puede haber una interacción destructiva entre las políticas de liberalización de la economía nacional y las políticas de globalización. Si la crisis deja un legado de desempleo alto y persistente, los votantes pueden desencantarse de la liberalización. Basta ver las elecciones de agosto del 2009 en Japón. El electorado puede quitarle su apoyo a la globalización si no entrega lo que ofrecía.

Aquí es importante que nuestros líderes defiendan la apertura y la libertad comercial. Tienen que distinguir claramente entre la globalización financiera y cualquier otra globalización. Es importante diferenciar entre: i) la necesidad de regular los mercados financieros —lo que se justifica plenamente en función de proteger al consumidor, la integridad de los mercados y la estabilidad del sistema— y ii) la necesidad de regular otros mercados, menos evidente puesto que aquí es preferible un análisis caso a caso.

Estas distinciones no se hicieron en los años treinta, cuando hubo un retroceso de la apertura comercial y financiera y los gobiernos intervinieron a tanto en los mercados locales como en los internacionales. La experiencia post Segunda Guerra Mundial es más reconfortante. En el tercer cuarto del siglo XX, el comercio global se multiplicó muchas veces, a pesar de fuertes controles a las transacciones financieras entre países. Y, por encima de una persistente hostilidad frente a la liberalización de los mercados financieros y de los flujos de capitales internacionales, el consenso político a favor de la apertura comercial prevaleció con éxito a través de sucesivas rondas del GATT, por medio siglo. Esta experiencia entrega al menos una tímida base para soñar que podrá ocurrir una vez más. Al menos yo estoy confiado.

REFERENCIAS

- Kindleberger, C. (1973). *The World in Depression 1929-1939*. Berkeley, CA, EE.UU.: University of California Press.
- Kee, H.L., C. Neagu y A. Nicita (2010). "Is Protectionism on the Rise: Assessing National Trade Policies during the Crisis of 2008." Mimeo, Banco Mundial.
- Eichengreen, B. (1989). "The Political Economy of the Smoot-Hawley Tariff." *Research in Economic History* 12: 1-43.
- Eichengreen, B. y D. Irwin (2009). "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" NBER Working Paper N°15142 (julio).
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhart (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls." IMF Staff Position Note 10/4 (febrero), Fondo Monetario Internacional.
- Bakker, A. (1996). *The Liberalization of Capital Movements in Europe*. Dordrecht, Países Bajos: Kluwer.
- Mortished, C. (2008), "Commerce Becalmed over Letters of Credit." Disponible en www.business.timesonline.co.uk (noviembre).

⁸ Véase Mortished (2008).