

La crisis sólo se mira ya en el espejo del 29

Una intervención pública histórica se mide a la amenaza de que se repita la Gran Depresión

ALEJANDRO BOLAÑOS

EL PAÍS - NEGOCIOS - 26-04-2009

La diferencia entre el remedio y el veneno es muchas veces una cuestión de dosis. Pero la dureza de esta crisis ha simplificado el dilema a los gestores públicos, que afrontan la mayor recesión desde la Segunda Guerra Mundial. A la carrera, Gobiernos y bancos centrales han puesto en marcha una intervención económica conjunta sin precedentes. La quiebra del sistema financiero, la acelerada destrucción de puestos de trabajo y la zozobra empresarial fuerzan una respuesta masiva. El debate sobre algunas consecuencias indeseables de estas medidas, palidece frente a la polémica de si son necesarios más recursos públicos. Porque responsables políticos y expertos coinciden en que esta intervención ha alejado, por ahora, el riesgo de una depresión como la que asoló el mundo occidental entre 1929 y 1933. Pero muchos sostienen que la amenaza sigue ahí, agazapada en un futuro lleno de trampas.

¿Esta crisis va a ser como la del 29, o peor? La pregunta encabezaba, hace un año, la portada de Negocios, en el arranque de la nueva etapa de este suplemento. Réplicas que parecían definitivas se han desmoronado con igual contundencia. La respuesta se abre paso con mucha dificultad y aún dista de estar clara, con sorpresas desagradables en cada esquina de las estadísticas. "No se vio nunca un deterioro tan rápido, ni tan siquiera en la Gran Depresión", sostuvo Paul Volcker, ex presidente de la

Reserva Federal, ante los congresistas estadounidenses en febrero pasado. El domingo pasado, sin embargo, iluminó este sombrío panorama al abrir una rendija al optimismo. "Desde luego, estamos en una Gran Recesión", dijo, pero no en una depresión como la de los años treinta del siglo pasado.

La distinción no es pequeña, aunque no cambie, a bote pronto, la vida de millones de personas que se están quedando sin trabajo. Un estudio presentado esta semana por el Fondo Monetario Internacional (FMI) destacaba que las crisis generadas por descalabros financieros -ninguno ha sido tan intenso como el destapado por el tocomocho de la titulización de hipotecas basura en EE UU-, y con repercusiones globales son las más dañinas. Y según el pronóstico del Fondo, esta recesión destruirá ya este año una porción (1,3%) de la actividad económico mundial de 2008, un recorte que será mucho más acusado en los países ricos (un 4%).

Pero la Gran Depresión fue mucho más que eso. En Estados Unidos, el epicentro entonces y ahora de la crisis, el PIB retrocedió un 30% entre 1929 y 1933; la tasa de paro subió del 3% al 25%; un 60% de los estadounidenses entró en la pobreza. Y dos millones de personas se vieron forzadas a vivir en la calle. El brutal impacto de aquella crisis en Alemania ayuda a explicar la llegada del nazismo, y en último caso, la Segunda Guerra Mundial.

Que un referente tan sombrío sea el termómetro de esta crisis da fe de su brutalidad. "Es una exageración que refleja el calor del momento", decían sobre la comparación con el crash de 1929 los analistas de

JPMorgan hace un año, en lo que era el reflejo de una opinión muy extendida.

Hasta septiembre pasado, la comparación era esgrimida como una amenaza latente por algunos académicos distinguidos, como el último Premio Nobel, Paul Krugman. Y el director gerente del FMI dio voz entonces a lo que los dirigentes de medio mundo daban por hecho: "Se empieza a ver el final de la crisis financiera". Resultó otro de los muchos pronósticos bienintencionados que la realidad se encargó de pulverizar. Apenas unas horas después, la quiebra de Lehman Brothers puso de rodillas al sistema financiero mundial. Y la crisis mostró su auténtico rostro, con rasgos que esta vez sí, recordaban ya a la Gran Depresión.

"Entonces estuvimos muy cerca del colapso", rememoró a mediados de marzo el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en una insólita entrevista concedida a la cadena CBS. Es una afirmación recurrente en los últimos meses, pero esta vez sirvió al responsable del banco central estadounidense para sostener que lo peor había pasado. Y despejar un futuro endiablado. "Veremos el final de la recesión, posiblemente este año", afirmó Bernanke. Y zanjó: "Hemos evitado el riesgo de una depresión".

Bernanke sabe de lo que habla. En la academia, se le tiene por uno de los mayores estudiosos de la Gran Depresión. Pero su mensaje, un pistoletazo de salida oficial en la carrera hacia la recuperación, quedó oscurecido por el enésimo escándalo en las retribuciones a los ejecutivos de la aseguradora AIG, uno de los emblemas más sonrojantes de la crisis. Hace dos semanas, el mensaje se difundió con un altavoz más potente. "Se empiezan a ver rayos de esperanza", proclamó el nuevo presidente

de EE UU, Barack Obama. "Hay tímidos signos de que el agudo declive de la actividad podría estar frenándose", coreó Bernanke, que ya había acuñado la frase de que empezaban a verse los primeros "brotes verdes" de la recuperación.

Los datos que maneja Bernanke sirvieron a Volcker, ahora asesor de Obama, para vaticinar también que la Gran Recesión no entrará en fase depresiva. Y para sustentar la opinión mayoritaria de los analistas. "Es muy probable que la recuperación sea en 2010; en Estados Unidos será antes, bien a finales de este año o a principios del próximo. En Europa, donde la recesión empezó después, sería a finales de 2010. El problema es que también es muy probable que sea lenta", sintetiza Guillermo de la Dehesa, presidente del influyente Centro de Investigación en Política Económica (en sus siglas inglesas, CEPR).

Pero el club de los escépticos ante una próxima recuperación no es precisamente exiguo. "La raíz de la crisis está en el sector financiero, y como las nuevas previsiones del FMI indican [elevan el agujero de los activos tóxicos a tres billones de euros] el problema está muy lejos de resolverse", afirma Luis Garicano, profesor en la London School of Economics. "Los precios de los activos siguen cayendo, particularmente los inmobiliarios, y estos activos son el colateral [la garantía] de muchas deudas", advierte.

Hace unos meses, la recuperación, que en el reino de las estadísticas es equivalente a revertir tasas negativas en positivas, se situaba en la segunda mitad de 2009. Ahora, ya no se espera la buena nueva hasta 2010. Pero la línea de defensa de los que argumentan que esta vez va en serio es sólida. Los brotes que Bernanke mira con lupa de siete

aumentos anunciarían la cosecha de lo sembrado: la quiebra de Lehman Brothers, además de anunciar la catástrofe, dio pie a un activismo público inaudito. Para descongelar el crédito, los bancos centrales han bajado los tipos de interés al mínimo, han prestado dinero a mansalva para sostener la liquidez y algunos, como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, se han liado a crear billetes para comprar deuda. Los Gobiernos no le han ido a la zaga. Según el cálculo del FMI, la expansión fiscal de los países del G-20, el foro que integra países ricos y emergentes, inyectará en la economía real cuatro billones de euros (casi cuatro veces el PIB español) entre 2008 y 2010. Por no hablar de la manta de recursos públicos comprometidos en sostener a la banca bajo la voluntariosa promesa de futuros beneficios para los contribuyentes.

"Los analistas miramos ahora las bondades de lo que llamamos la segunda derivada: la actividad económica sigue cayendo, pero a un ritmo cada vez más moderado", explica Vicente Pallardó, director del Observatorio de Economía Internacional, de la Universidad de Valencia. "El último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 han supuesto, muy probablemente, el peor momento de la recesión. De todas formas, el problema no es un trimestre más o menos, sino lo tenue que puede ser la recuperación", insiste Pallardó.

En el último año y medio, las burbujas inmobiliarias reventaron una detrás de otra. Los mercados de Reino Unido y EE UU, los primeros en caer, acaban de dar las primeras señales de vida, con tenues repuntes en la venta de vivienda y los precios en algunas áreas urbanas. Las últimas entregas de las encuestas sobre la confianza a los consumidores en EE UU, el *sentimiento* económico del empresariado alemán o sobre las carteras de los gerentes de compras de la zona euro reflejan mejoras en

las expectativas, aunque sobre mínimos históricos. El aumento del crédito y el ritmo inversor han devuelto a China a la senda de un crecimiento robusto. Y las Bolsas, aupadas por la mejora de los valores bancarios, los anuncios de medidas de la administración Obama en el sector financiero y la confirmación del esfuerzo conjunto del G-20, han encadenado seis semanas al alza.

La frialdad con la que los analistas bursátiles, tan dados a la euforia antes de la crisis, han recibido la última escalada de la Bolsa llama la atención. Lluve sobre mojado: es la quinta vez desde que empezó la crisis que las cotizaciones mundiales suben más de un 10%, para precipitarse después en caídas mucho más profundas. Como ya advertía Charles P. Kindleberger en su clásico manual sobre crisis financieras, la afirmación de que los mercados de valores anticipan la recuperación económica es "un cliché". "La verdad es que las Bolsas han pronosticado seis de las últimas tres recesiones", ironizó.

Las Bolsas son todavía terreno para los más arriesgados. ¿Los indicios de recuperación dan, al menos, para aconsejar al inversor ordinario que vuelva? Para los analistas de Citigroup, la respuesta es clara: "La economía, los beneficios empresariales y la evolución del crédito están diciendo: no todavía". En su informe estratégico de abril, los expertos del gigante estadounidense repasan 40 indicadores mundiales en busca de los "brotes verdes" anunciados por Bernanke. Hay 32 que siguen en caída libre y sólo ocho mejoran o ya están en tasas positivas.

El último pronóstico del FMI, publicado esta semana, es en realidad, más de lo mismo: desde el verano pasado, cada revisión de datos empeora a la anterior, la recuperación se aplaza un par de trimestres más y las tasas

de paro previstas aumentan: en los países avanzados ya están por encima del 10%, en España enfilan el 20%. Tras los porcentajes, millones de personas sin trabajo.

¿Por qué esta permanente revisión a la baja de las expectativas parará aquí? La respuesta está en el retardo con el que actúan las medidas públicas sobre la economía. El consenso es que, a mediados de 2010, deberían estar empujando la recuperación con todas sus fuerzas. Y la duda es si será suficiente. "La reciente mejora en algunos indicadores podría desvanecerse rápido. Hay un claro riesgo de marcha atrás si la actividad económica no responde a los estímulos públicos", advierte en otro informe James Knightley, economista de ING.

La mayoría de los expertos concuerdan en que el dique construido por la intervención pública aleja la amenaza de la depresión. Y abundan los que creen que los riesgos derivados de la deflación, de la precaria situación de las cuentas públicas y privadas en países de Europa del Este y América Latina muy endeudados, o de un sector financiero aún sin sanear pueden concretarse en otro embate que quebraría el muro de contención.

"Las medidas adoptadas todavía no son suficientes, necesitamos iniciativas más agresivas para sanear los bancos, una intervención mucho más agresiva del Banco Central Europeo, y más expansión fiscal de países como Alemania, que todavía tienen capacidad para ello", dispara Kevin H. O'Rourke, profesor en el Trinity College de Dublin. La insistencia de O'Rourke, uno de los más reputados historiadores económicos en el ámbito internacional, viene avalada por la fuerza de los argumentos. Acaba de publicar, junto a Barry Eichengreen, experto en macroeconomía

de la Universidad de Berkeley, un informe comparativo con la Gran Depresión (ver gráfico). Y el poder destructivo de la Gran Recesión en la economía mundial se revela hasta ahora mayor.

De hecho, O'Rourke y Eichengreen creen que ya estamos en una depresión, pero confían en que dure poco. "Los estímulos fiscales y monetarios deberían ser capaces de frenar esta espiral, en algún momento del próximo año", acota el profesor de Berkeley, "pero una recuperación estable requiere arreglar antes la banca de Estados Unidos".

"La mayoría de los pronósticos ahora son como tirar una moneda al aire, pero si tengo que apostar por algo yo lo que veo para los próximos años se parece mucho a la última crisis de Japón", afirma Michele Boldrin, catedrático de la Washington University, en Saint Louis (EE UU). Boldrin descarta la depresión, aunque reconoce: "En esta crisis, ya fui demasiado optimista".

Para Boldrin, la Gran Recesión dejará como herencia años de crecimiento débil, lastrado por un sector financiero con la tensión baja. "Estados Unidos ha optado por no intervenir, en la esperanza de que poco a poco los activos tóxicos volverán a tener mercado. Eso es lo que ocurrió en Japón y dejó a los grandes bancos en estado de semiinconsciencia, débiles, sin capacidad para arriesgar en más créditos", indica el catedrático italiano, que colabora en España con Fedea y el Instituto Flores de Lemus. "Al problema del sector financiero, hay que añadir un fenómeno más profundo, el desplazamiento de la producción manufacturera a los emergentes. Cuando despertemos de la crisis en

Europa, descubriremos que en India y en China producen muchas más cosas que antes", avisa.

"No es posible la recuperación sin que la crisis financiera se resuelva", insiste Garicano. Pero el profesor de la London School of Economics, cree que buena parte de la solución pasa por dejar quebrar varias entidades. "En Islandia, y ahora en Irlanda, los Gobiernos han garantizado sistemas bancarios enteros, cuyo valor es superior a la capacidad de pago de esos países", subraya Garicano. "En entidades sin riesgo sistémico se debe usar la bancarrota, en vez de obligar a los contribuyentes a cubrir las pérdidas", afirma este profesor universitario, que recuerda que la aseguradora AIG se ha hundido por garantizar impagos que nunca pensó que se producirían.

Un experto español en bancos centrales, que pide anonimato, cree que las exigencias desde el otro lado del Atlántico para que el Banco Central Europeo compre también deuda y baje más los tipos de interés no deberían atenderse. "No creo que sean necesarias las mismas medidas que en Estados Unidos", afirma. Por el lado fiscal, quedan por despejar las dudas sobre su efecto real en la economía: en esta tesitura, familias y empresas suelen primar el recorte de deuda y el ahorro frente al gasto y la inversión. Y el vertiginoso aumento de la deuda pública, multiplica las incertidumbres sobre nuevas medidas.

Los expertos que piden más madera a Gobiernos y bancos centrales se parapetan en el recuerdo de la actuación de Herbert Hoover, presidente de EE UU durante el *crash* de 1929, para espantar cualquier tentación de aflojar el paso. "Hemos pasado lo peor", dijo Hoover en mayo de 1930, cuando surgieron los primeros brotes de la recuperación. Dos años

después las chabolas que daban precario techo a centeneras de miles de estadounidenses se conocían por el nombre de *hoovervilles*. A falta de más ayudas públicas, si los brotes que nacen hoy no dan fruto en 2010, argumentan, el estrecho desfiladero que transitan los responsables políticos desde el inicio de la crisis, puede convertirse en un alambre en el que hacer equilibrio. Con la depresión, otra vez, de fondo.

UN AÑO DE RECESIÓN CADA VEZ MÁS AGUDA

La mayor crisis económica desde la Gran Depresión atraviesa probablemente ahora su fase más aguda. Hace un año, el primer número del nuevo *Negocios* analizaba cómo se combinaban la crisis financiera, la inmobiliaria y la de las materias primas (petróleo y alimentos, principalmente). *Negocios*, la publicación económica líder de la prensa española, apostó entonces por una portada algo provocadora que comparaba lo que se nos venía encima con la crisis del 29, cuando algunos aún minimizaban o incluso negaban la crisis. Por desgracia, la economía no ha hecho más que empeorar desde entonces, en España y en todo el mundo. Ya nadie considera un exabrupto la referencia a la Gran Depresión -el FMI dedica un apartado especial de su último informe a esa comparación-, pero hay confianza en que el umbral de la depresión no se sobrepase y nos quedemos *sólo* en la Gran Recesión.