



**Carlos Marichal, *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1878-2008*, México, Debate, 2010, 240 pp.**

¿Qué es lo que distingue a esta *Nueva historia de las grandes crisis financieras* de una crónica sobre los periodos más sombríos del capitalismo desde el último cuarto del siglo XIX hasta el presente? Me parece que la respuesta comprende los siguientes elementos: Carlos Marichal estudia el contexto histórico en el que se produjeron las principales crisis financieras de los 130 años que abarca su libro, identificando los factores que las determinaron y el impacto que produjeron. Enlista las medidas que tomaron los gobiernos para resolverlas, los errores y aciertos que pudieron observarse y, una cuestión muy importante, sintetiza las principales visiones de los historiadores y economistas de cada época sobre esos acontecimientos.

Al respecto, en el Epílogo, el autor considera que la interpretación de los hechos se deforma por ciertos consensos existentes entre los economistas, que se difunden por el mundo como si se tratara de teorías que han alcanzado un conocimiento robusto sobre las leyes económicas que gobiernan la economía y las finanzas. Como ejemplo, sostiene que en la crisis de 1929, los paradigmas del patrón oro, que eran dominantes a escala planetaria, impidieron una respuesta flexible al estallido de la crisis. En la década de los noventa, el paradigma de los mercados eficientes se difundió ampliamente y contribuyó a convencer a

todo el mundo de que eran innecesarias mayores regulaciones. Todo ello formaba parte del nuevo liberalismo económico asociado a la “nueva globalización financiera”, en el que se retomaba la idea según la cual el simple funcionamiento de los mercados impediría la repetición de los descabros vividos en el pasado. Marichal se pregunta cómo se explica la confianza ciega en el auge económico estable y sin interrupciones y la creencia en los mecanismos automáticos de los mercados financieros. Su obra anota, sin duda, algunas posibles respuestas.

El libro comienza con la revisión de las primeras crisis financieras mundiales durante 1870-1914, considerados como los años del capitalismo clásico, el periodo de gloria del patrón oro, de los grandes proyectos industriales a nivel mundial y de la revolución financiera que llevó a los bancos modernos a países que no habían podido desarrollarse. El fortalecimiento del patrón oro creó en el mundo una sensación de estabilidad monetaria para los clientes de los bancos y los inversionistas que movían sus capitales entre el centro y la periferia. Gracias a ello y al funcionamiento de las instituciones financieras internacionales, que hicieron su aparición en esa época, pudo financiarse la construcción de los ferrocarriles, los altos hornos, los puertos y demás obras de infraestructura que simbolizaron esa etapa de desarrollo del capitalismo a nivel mundial. Esta primera globalización económica, como la llama el autor, es la base de los proyectos iniciales de modernización de muchos países y del nuevo comercio mundial.

Según nos recuerda Marichal, a lo largo del medio siglo que precede el estallido de la Primera Guerra Mundial se generaron innumerables crisis financieras; la primera de ellas, la de 1873, tuvo un gran impacto en numerosas naciones de América, Europa y Medio Oriente. Comenzó en mayo de 1873 en Austria, con un pánico bancario y bursátil, que rápidamente se extendió a los mercados financieros de Alemania, Italia y otros países

Europeos. La inestabilidad financiera se propagó a nivel internacional, se produjeron múltiples quiebras bancarias y comerciales en decenas de países, que se acompañaron por la caída en los flujos de capitales internacionales, la contracción del crédito bancario y una fuerte caída de precios de los *commodities*, sobre todo productos agrícolas y materias primas. Las exportaciones de los países en desarrollo fueron duramente afectadas por esas caídas ya que constituían la parte fundamental de las mismas. En septiembre se produjo un fuerte desplome bursátil en Estados Unidos, que se convirtió en la recesión que duró cuatro años.

En los años siguientes se presentaron nuevas turbulencias financieras. Particularmente destructivos fueron los sucesivos pánicos bancarios y financieros de 1882, 1890 (protagonizados por el gobierno argentino y el banco inglés Baring), 1897, 1907 (una crisis profunda para Estados Unidos, sin grandes efectos para los demás países, tal vez con la excepción de México) y 1914 (crisis bursátiles generadas por el estallido de la Primera Guerra Mundial).

El capítulo 2 explica el porqué de la Gran Depresión en los años treinta. La respuesta que propone es una de las más interesantes contribuciones del autor para el entendimiento de esta crisis; para explicarla se apoya en las aportaciones de una lista selecta de historiadores y economistas. Nos recuerda que Keynes, testigo en las negociaciones del Tratado de Versalles como miembro de la delegación británica, denunció en su libro *Consecuencias económicas de la paz* (1919) la inviabilidad de cobrar las reparaciones de guerra impuestas a Alemania. La hiperinflación alemana de 1922-1923 y los efectos devastadores sobre la economía y la sociedad fueron consecuencia de las negociaciones sobre las reparaciones, confirmando la tesis de Keynes. Las dificultades para pagar el servicio de la deuda heredadas de la guerra crearon problemas fiscales y moneta-

rios de gran consideración a países como Francia e Inglaterra. El regreso al patrón oro en Inglaterra y otros países europeos significó la implementación de programas de austeridad que dejaban sin resolver los problemas de desempleo.

Por otra parte, en Estados Unidos, la Gran Depresión fue precedida, al contrario de lo que ocurría en Europa, por un periodo de recuperación económica acelerada que permitió que la economía estadounidense creciera a una tasa anual promedio del cuatro por ciento, que hizo que esos años se conocieran como los fabulosos años veinte. Como se sabe, el auge se extendió a Wall Street bajo la forma de una burbuja que finalmente estalló el 24 de octubre de 1929.

Según Marichal, el crac bursátil de Wall Street de aquel momento fue semejante al de septiembre de 2008, después de la quiebra de Lehman Brothers. En 1929, la responsabilidad en la gestación de la crisis y de su impacto en la economía real correspondió parcialmente al Sistema de la Reserva Federal, por haber alimentado la burbuja y haber fallado en su función de prestamista de última instancia. De acuerdo con el economista, Brad DeLong, a quien cita Marichal, el inmovilismo de los responsables del banco central estadounidense, creado en 1913 y puesto en marcha en 1914, contribuyó a que la crisis financiera se transformara en una gran depresión para la economía estadounidense y para muchos otros países del mundo.

Los efectos de la crisis económica en Europa fueron especialmente graves en Alemania, donde se registraron altas tasas de desempleo que la República de Weimar no pudo atender y que contribuyeron a las fatídicas elecciones de noviembre de 1932 que acabaron con la democracia al llevar a Hitler al poder. En Italia la crisis contribuyó a fortalecer la dictadura de Mussolini. En Francia fue determinante para la polarización política y social. En España la crisis debilitó a la Segunda República y propició el estallido de la guerra civil, cuyo resultado conoce-

mos. En la Unión Soviética, el régimen estalinista aprovechó la crisis para poner en marcha nuevas reformas económicas que resultaron muy costosas en términos de pérdida de producto y vidas humanas.

En otras latitudes, en Japón, sobre todo después de la invasión de Manchuria en 1932, se gestó un proceso de recuperación económica que lo colocó en posición de llevar a cabo sus proyectos de expansión imperial.

América Latina tuvo también su propia crisis, con severos ajustes en las economías y en algunos casos con cambios de régimen político. La crisis se manifestó en la caída del comercio exterior y la fuga de capitales; los países latinoamericanos se vieron obligados a tomar medidas extremas para defender sus reservas monetarias y equilibrar sus maltrechas balanzas de pagos. Chile resultó particularmente afectado por la caída de sus exportaciones y la decisión de mantener el pago del servicio de la deuda, que terminó suspendiendo en 1931. Perú enfrentó problemas semejantes y detuvo el pago del servicio de la deuda, abandonó el patrón oro, devaluó su moneda y estableció controles de cambio. Brasil también registró el mismo impacto en sus exportaciones y suspendió parcialmente sus pagos internacionales. México sufrió menos por la diversificación de sus exportaciones y porque, en el momento en que estalló la crisis, las finanzas públicas habían alcanzado el equilibrio.

Un acontecimiento especialmente importante ocurrió en Europa, en 1931, con la crisis gemela (monetaria y bancaria) que sacudió a Austria y Alemania, y que no tardó en extenderse a Inglaterra. En efecto, en septiembre de ese mismo año, el Banco de Inglaterra se enfrentó a un retiro masivo de reservas que le obligó a abandonar su paridad histórica. La devaluación de la libra esterlina fue el comienzo del fin del patrón oro.

Los años treinta fueron testigos de numerosos reajustes monetarios y económicos. En Estados Unidos, las primeras re-

formas se llevaron a cabo tras la toma de posesión, en marzo de 1933, de Franklin D. Roosevelt como presidente. Algunas de las más importantes iniciativas del llamado New Deal se pusieron en marcha en los primeros 100 días de su administración. Las reformas abarcaron prácticamente todos los campos de la actividad económica: nuevas regulaciones para la actividad bancaria, reformas al sistema financiero, creación del seguro de depósitos, inversión pública para la infraestructura y el empleo, apoyo a la industria y la agricultura, sobre todo a la pequeña y mediana empresa, impulso a la construcción de viviendas, entre otras.

Carlos Marichal no se limita a estudiar los periodos de turbulencias internacionales, también aborda los de prosperidad que el mundo vivió en el siglo XX, sin crisis bancarias ni cracs bursátiles. En particular, analiza las tres décadas que siguieron al final de la Segunda Guerra Mundial, destacando los factores que, en el marco de las contradicciones y los enormes peligros de la Guerra Fría, hicieron posible un largo periodo de paz y prosperidad para muchos países.

En el capítulo 3 el lector hallará páginas fascinantes que describen la reunión de Bretton Woods, celebrada en julio de 1944, que tuvo como objetivo evitar que se produjera de nuevo la inestabilidad registrada después de la Primera Guerra Mundial. En esta reunión, los grandes personajes fueron John Maynard Keynes y Harry Dexter White, por parte de Gran Bretaña y Estados Unidos, respectivamente. Ahí se hizo patente que Gran Bretaña y la libra esterlina, que durante muchos años y hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial habían sido el pivote de la economía internacional, pasaban la estafeta a Estados Unidos y al dólar, como ejes articuladores de la nueva economía mundial sin las ataduras del patrón oro.

Como sabemos, Estados Unidos impuso el proyecto de White sobre el de Keynes. De esos acuerdos nacen el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. Con todo,

indica Marichal, la influencia de Keynes fue mayor en la configuración de este último, es decir, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (luego llamado Banco Mundial) con la idea de que lo más importante en lo inmediato era ayudar a la reconstrucción de las economías devastadas por la guerra. El tercer organismo que pensaba crearse era el que ordenaría el comercio internacional, pero por las dificultades del momento, en particular la resistencia de países europeos, como Inglaterra, y de los países latinoamericanos, no llegó a constituirse. Tampoco pudieron desmantelarse en el corto plazo los controles de cambio y las barreras a la libre circulación de capitales.

En los hechos, según Marichal, el FMI y el Banco Mundial se limitaron, durante muchos años, a ser instrumentos de supervisión y control de las finanzas de los países en desarrollo. Con todo, lo importante es que entre 1950 y 1973 se produjo lo que se considera como la época de oro del desarrollo económico. Estados Unidos, vencedor de la guerra y con un poder financiero, industrial y agrícola descomunal, impuso una hegemonía que sólo fue disminuyendo cuando se recuperaron otras economías y comenzaron a disputarle su poderío en algunos rubros, sobre todo las de Europa (principalmente Alemania) y Japón.

En las tres décadas que siguieron al final de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos aumentó el PIB por habitante a una tasa promedio del tres por ciento anual, lo que representaba un ritmo de crecimiento extraordinario. La economía doméstica y la economía de guerra (el complejo militar-industrial) se unieron para impulsar un desarrollo tecnológico y un dinamismo económico sin precedentes. El sector bancario y financiero mostró una gran estabilidad, sin pánicos bancarios y con variaciones apenas perceptibles en la actividad bursátil, es decir, con baja volatilidad.

El capítulo 4 cubre el periodo de crisis de la deuda externa de los países en desarrollo, durante el cual México tiene un pa-

pel protagónico, al declarar la moratoria de agosto de 1982 que la hizo estallar. Para entender el contexto, el autor se remonta al abandono formal del patrón oro por parte de Estados Unidos. El 16 de agosto de 1971, Richard Nixon anunció que no seguiría más la paridad dólar-oro fijada por Roosevelt en 1933 de 35 dólares por onza. Esta medida fue el comienzo del fin de los tipos de cambio estables. Los desequilibrios fiscales y de balanza de pagos de Estados Unidos hicieron insostenible el valor del dólar, que en diciembre de ese año se devaluó 10%, el yen se revaluó 17% y el marco alemán un poco más de trece por ciento. La inflación continuó en Estados Unidos sin que la Reserva Federal tomara las medidas para resolverla.

A partir de 1972, en Estados Unidos, a la inflación se agregó el estancamiento económico, originando el término *estancación*, es decir, estancamiento con inflación, que permitió el auge del pensamiento antikeynesiano de la escuela de Chicago, representado por Milton Friedman.

A nivel internacional, los incrementos del precio del petróleo impuestos por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) profundizaron la crisis del sistema de tipos de cambio fijos. Con la flotación de las monedas se multiplicaron los ya importantes movimientos de capitales entre los países y proliferaron los paraísos fiscales.

Con la crisis del petróleo de 1973 terminó el periodo de paz y prosperidad de la posguerra. A partir de ese momento, Japón y los países europeos industrializados enfrentaron disminuciones significativas en sus tasas de crecimiento económico.

En efecto, el PIB de los países afiliados a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, que había crecido en promedio a una tasa de 4.8% entre 1950 y 1970, registró una tasa media anual de 2.6% entre 1971 y 1990.

Por otra parte, la explosión de los precios del petróleo produjo efectos contrastantes entre los países, según si eran expor-



tadores o importadores de ese producto. Los países dependientes del petróleo resultaron particularmente afectados. Otros, como México, alcanzaron tasas de crecimiento sin precedente, gracias a las exportaciones petroleras y a la obtención de créditos otorgados por los bancos internacionales.

Cuando Paul Volcker fue nombrado presidente del Sistema de la Reserva Federal, decidió parar la inflación en Estados Unidos con una política monetaria restrictiva que implicó fuertes alzas en las tasas de interés, que comenzaron en octubre de 1979. El efecto del alza en las tasas de interés en Estados Unidos fue devastador para los países deudores ya que el costo de los créditos internacionales se disparó. Mientras tanto, algunos países industrializados registraron una reducción de sus tasas de crecimiento, que entre otros efectos provocó reducciones significativas del precio del petróleo.

En México, el alza de las tasas de interés, la caída del precio del petróleo y los desequilibrios acumulados durante el auge de 1979-1981 generaron fuertes movimientos contra el peso. Las reservas del banco central, acrecentadas con créditos de emergencia, resultaron insuficientes para detener la especulación. Las devaluaciones del peso de 1982, que acabaron con el boom económico, fueron inevitables.

La crisis de la deuda mexicana se transformó en crisis financiera internacional cuando surgió el temor de que otros países se declararan en moratoria. Era imposible cuantificar el impacto que habría tenido una moratoria general en los bancos y las economías de los países acreedores. No obstante, Marichal ofrece algunas cifras que permiten dimensionar algunos efectos. Las 20 entidades bancarias más grandes concentraban el 50% de esas deudas. En el caso de Citibank, los préstamos latinoamericanos representaban el 174% de su capital. Si los países deudores dejaban de pagar el servicio de la deuda, las minusvalías de esos activos en poder de los bancos los habrían llevado

a la bancarrota. Por consiguiente, los acuerdos para mantener ininterrumpido el servicio de la deuda concentraron la atención de los gobiernos, bancos y organismos multilaterales. Los bancos acreedores aceptaron modificar los vencimientos de las deudas de los países en desarrollo de manera que cada nuevo calendario de pagos resultara viable para cada uno de los gobiernos deudores. Para que éstos pudieran cumplir los programas de pagos del servicio de la deuda fue necesario emprender ajustes draconianos en sus finanzas públicas y en sus economías. El FMI otorgó los préstamos requeridos por los gobiernos cuando los ajustes no eran suficientes para cubrir el servicio de la deuda, y actuó como supervisor para verificar que los países deudores cumplieran los compromisos adquiridos. El Banco Mundial también otorgó préstamos extraordinarios cuando fue necesario.

Para México todo ello produjo lo que se conoce como la década perdida. La explicación reside, principalmente, en la dureza de los ajustes en el gasto público, la reducción de los salarios reales, la enormidad de la transferencia de recursos al exterior como pago de la deuda y la continua fuga de capitales.

Los planes para el alivio de las deudas de James Baker y Nicholas Brady, secretarios del Tesoro de Estados Unidos en esa época, se concibieron y llevaron a la práctica para permitir que los países endeudados que hubieran cumplido sus deberes pudieran recibir una ola de inversiones con las cuales recuperar el sendero del crecimiento económico. En cuanto a la deuda, la idea central consistía en canjear las viejas deudas de los gobiernos por nuevas, parcialmente garantizadas con bonos del Tesoro de Estados Unidos, a cambio de quitas a los gobiernos deudores. En 1989, México negoció la restructuración de su deuda sobre esas bases, obteniendo reducciones significativas. La experiencia mexicana sirvió de base para otras negociaciones de deuda de diversos gobiernos de países latinoamericanos,

aunque en esos casos los beneficios fueron menores a los esperados. Con todo, la renegociación de la deuda externa a finales de los años ochenta permitió la reanudación de los flujos de capitales hacia esta región.

El último decenio del siglo xx, estudiado en el capítulo 5, fue la época de la globalización financiera más notable de la era contemporánea. Según Marichal, había un consenso en considerar esa globalización como un motor del crecimiento de la economía mundial. En Estados Unidos, la desregulación era un concepto compartido entre los asesores del presidente Clinton, el Tesoro, el banco central y los funcionarios de los organismos multilaterales. No daban importancia a las burbujas. Las ilusiones eran más fuertes que la realidad. Los flujos iban hacia Londres y Nueva York. La bolsa de Wall Street tuvo un auge espectacular entre 1992 y 2001. Aumentaron los recursos involucrados con los contratos de futuros en los mercados de Chicago. Se desarrollaron los derivados, los instrumentos de reaseguro y especulación. Las burbujas eran conocidas, pero finalmente ignoradas. Nadie se atrevía a acabar con la fiesta.

Esta última había comenzado con el *big bang* de octubre de 1986 en Londres, cuando se abrió el mercado a una multitud de empresas financieras internacionales y facilitó la colocación de bonos y papel comercial de empresas corporativas de todo el mundo. Los bancos de inversión estadounidenses se instalaron en Londres, ciudad que se convirtió en un mercado importante de divisas. La globalización tomaba nuevas formas, pero lo hacía con naturalidad en un país habituado a tener relaciones económicas con el resto del mundo. La novedad fue que el fenómeno descrito se extendió a otras capitales del mundo, de Europa y Japón principalmente. Por eso, el crac de 1987 sacudió los sistemas financieros mundiales, pero no evitó el auge de los años noventa, salvo en Japón que, como consecuencia de su propio crac bursátil e inmobiliario, se enfrentó a una década

de estancamiento económico. En contraste, se registraron tasas elevadas de crecimiento de China e India.

Sin embargo, los años noventa fueron de crisis recurrentes. Desde el principio de la década hubo analistas que mostraban su preocupación por los posibles problemas que traería la apertura indiscriminada de los mercados financieros de los países emergentes a los capitales internacionales. Después de la década de los ochenta, marcada por la crisis de la deuda, los países latinoamericanos se convirtieron en uno de los destinos preferidos por la nueva globalización financiera. Tras haber recibido un flujo de capitales de 90 000 millones de dólares entre 1990 y 1993, México vivió en 1994-1995 una nueva crisis devaluatoria. Ninguna autoridad tuvo la perspicacia para anticipar la debacle; en el rescate hubo necesidad de conjuntar al FMI, Banco Mundial y al gobierno de Estados Unidos para asegurar un préstamo *jumbo* que permitió acotar el impacto de la devaluación y de la necesidad de cumplir con el pago de los Tesobonos, cuyo vencimiento era inminente.

Poco después, la crisis financiera apareció en Asia. En mayo de 1997 en Tailandia y Filipinas y luego en Malasia, Singapur, Indonesia, Taiwan y Corea del Sur. De ahí, en 1998, pasó a Brasil y a Rusia, que sufrieron fugas de capitales y fuertes devaluaciones de sus monedas. Tres años después, a finales de 2001, estalló en Argentina la crisis ocasionada por las deudas provinciales y la imposibilidad de mantener la caja de conversión, que permitió un tipo de cambio fijo entre el peso argentino y el dólar por casi una década. En enero de 2002 el gobierno devaluó el peso argentino e impuso el tristemente célebre “corralito” que impedía que los depositantes sacaran su dinero de los bancos.

Asimismo, a la crisis económica se sumó una crisis política que finalmente condujo a la renuncia del presidente Fernando de la Rúa. El 25 de mayo de 2003 llegó a la presidencia Néstor

Kirchner, quien para septiembre suspendió el servicio de la deuda, aunque abrió las posibilidades de una negociación que a la postre resultó benéfica para Argentina. Gracias a ello y a otras medidas acertadas adoptadas por el nuevo gobierno, se superó la grave crisis que vivió el país durante las últimas semanas de la presidencia de De la Rúa y en muy breve tiempo se recuperó la estabilidad política y el crecimiento económico.

En Estados Unidos, los años noventa y hasta 2006 fueron años de prosperidad, con una tasa de crecimiento económica elevada y sostenida. Poco antes, en 1999, Robert Rubin y Lawrence Summers, secretario y subsecretario del Tesoro, impusieron reformas tendientes a suprimir la Ley Glass-Steagall, que desde los años treinta impuso una separación entre los bancos de depósito y los de inversión. Mientras tanto, se registraba un alto dinamismo en los mercados financieros y en los sistemas de información. El dinamismo que alcanzaron los instrumentos financieros vinculados con el sector inmobiliario gozó de la falta de una regulación y supervisión adecuadas. Gracias a la creciente disponibilidad de recursos, los precios de las acciones y los de la vivienda no dejaban de subir. Pese a esos avisos, las autoridades mantuvieron el plan de desmantelamiento de la regulación que había existido hasta entonces, el banco central se opuso a medidas que terminaran con esas burbujas porque existía el riesgo de que se pusiera fin a un ciclo largo de crecimiento económico y las autoridades permitieron que se relajaran las condiciones en las que se otorgaban los créditos hipotecarios.

Después de la crisis de las empresas puntocom en 2000, el banco central de Estados Unidos expandió su emisión de dinero para asegurar la recuperación de los mercados de capitales y de la economía estadounidense en su conjunto. Poco después, ante la recesión de 2001, el banco central reaccionó con bajas sucesivas de sus tasas de interés en un tiempo muy corto, para impedir

que esa reducción del PIB se prolongara. Como resultado de esa política monetaria expansiva se alimentaron las alzas de precios de las acciones y de los bienes raíces, hasta que estalló la crisis hipotecaria en el otoño de 2007. Un año más tarde, en palabras de Marichal, con la quiebra del banco de inversión más importante de Wall Street, Lehman Brothers, en septiembre de 2008, el error de cálculo de las autoridades monetarias tendría efectos devastadores: la crisis hipotecaria de 2007 se convirtió en la crisis financiera internacional de 2008-2010.

Marichal considera que esta crisis financiera internacional que vivimos actualmente, tema que compone el capítulo 6, es semejante, en cuanto a su impacto, a la ocurrida entre 1929 y 1933, aunque su novedad radica en el mercado alternativo a escala mundial, en el que se colocaron los nuevos productos financieros que tenían como subyacente activos muy diversos, como acciones, hipotecas, créditos diversos, materias primas, entre otros. Para estas operaciones no hubo la adecuada supervisión. También, el impacto de la quiebra de Lehman Brothers alcanzó una escala mundial por la desconfianza que sembró en los mercados financieros de muchas plazas. El pánico llevó a la quiebra, o a la antesala de la quiebra, a muchos bancos estadounidenses y europeos, a tal grado que las autoridades tuvieron que apoyarlos para evitar un colapso sistémico.

Una vez más hubo un fallo en la previsión de los riesgos. Se careció de un marco analítico adecuado a la nueva realidad de los mercados financieros a escala mundial. No se previó el riesgo sistémico por parte de las autoridades financieras de Estados Unidos, la Unión Europea y Reino Unido, que eran los responsables de mantener la estabilidad en los mercados financieros más importantes del mundo. Tampoco el FMI cumplió su tarea supervisora, porque su atención se concentra en lo que ocurre con los países subdesarrollados y no vio lo que estaba ocurriendo en el centro. El Bank for International Settlements (BIS) se sal-

va porque ha sido la fuente de posibles medidas para regular más eficazmente los sistemas bancarios por medio de los famosos acuerdos de Basilea I, II y III. Pese a los avances registrados en la gestión de los riesgos bancarios, la crisis de 2008 mostró que su capacidad preventiva y de diagnóstico de los males era deficiente.

De acuerdo con Marichal, la crisis de 2008 tuvo como antecedentes:

—La política monetaria expansiva impuesta por el banco central de Estados Unidos desde 2001 en respuesta a una desaceleración del crecimiento de este país. Esta política tomó la forma de disminuciones drásticas en las tasas de interés y en una demanda acrecentada de créditos de diversos tipos (hipotecarios, comerciales, industriales, de consumo) que desde 2003 permitieron la recuperación de altas tasas de crecimiento en la economía estadounidense y, en algunos sectores, como el inmobiliario, ritmos de crecimiento extraordinariamente elevados.

—La política fiscal deficitaria del gobierno de Bush financiada gracias a la disposición de los bancos centrales de países de Asia a comprar y conservar bonos de deuda pública de Estados Unidos aun cuando ofrecían bajas tasas de interés.

—Los cambios legales que aceleraron la desregulación y la innovación financiera, así como las fallas en los sistemas de supervisión, que permitieron comportamientos temerarios por parte de algunos actores del sistema bancario y financiero de Estados Unidos.

—La peculiar dinámica del mercado hipotecario, en particular lo que ocurrió con los préstamos de alto riesgo (y altas tasas de interés) conocidos como hipotecas *subprime*, que en otras circunstancias habrían sido rechazados por parte de los reguladores.

La liquidez inyectada desde 2001 por el banco central estadounidense se sumó a las entradas de capitales del resto del mundo para constituir una enorme masa de créditos disponibles a tasas excepcionalmente bajas durante un periodo relativamente prolongado. Quienes aprovecharon más esta disponibilidad de crédito fueron las inmobiliarias y las hipotecarias, que lograron imprimir un auge en el sector de bienes raíces en general y de la vivienda en lo particular. Los bienes raíces sirvieron de garantía para los créditos con base en la premisa de que los precios, que habían aumentado a un ritmo del 15% anual entre 2000 y 2006, mantendrían su tendencia en los años siguientes. Sólo los créditos hipotecarios alcanzaron en 2007 la suma de 10.4 billones de dólares, equivalentes al 75% del PIB de Estados Unidos. En los balances de las familias, el valor de los inmuebles llegó a ser superior al de los activos financieros, asociados estos últimos, sobre todo, a sus fondos de retiro.

Además, los reguladores no objetaron las innovaciones que se produjeron en los mercados financieros con los bonos garantizados con hipotecas, que en esencia distribuían los riesgos. Por su parte, las agencias, como Standard & Poors y Moody's, desestimaron los riesgos de esas innovaciones y contribuyeron a la ola especulativa. Todos los bancos participaron, en diferentes proporciones, en la burbuja inmobiliaria.

A partir de 2007 los precios de los bienes raíces comenzaron a bajar, mientras las tasas de interés eran ajustadas a la alza. Se incrementó entonces la morosidad y el número de desahucios. En el otoño de ese año, el presidente del Sistema de la Reserva Federal, Ben Bernanke, declaró que la crisis del mercado *subprime* había excedido los cálculos más pesimistas, poco antes de que se declararan en quiebra dos de los fondos de inversión más importantes de la firma Bear Stearns. A estas pérdidas siguieron otras que sirvieron de mecha para incendiar los mercados financieros, hasta que el



15 de septiembre de 2008 se anunció que por no haber conseguido el apoyo del gobierno estadounidense era inevitable la quiebra de Lehman Brothers. Con ello se internacionalizó una crisis que había comenzado un año antes en el sector hipotecario de Estados Unidos.

Las consecuencias de la caída del cuarto banco de inversión más importante de Wall Street fueron mucho mayores de lo que habían imaginado las autoridades financieras de Washington. Los problemas pasaron de la iliquidez a la insolvencia. El impacto se extendió a la economía real, con reducciones en el PIB mundial y de muchos países industrializados de la Unión Europea y otras regiones del mundo. Apareció la amenaza de que se repitiera en Estados Unidos la experiencia de estancamiento que experimentó Japón de 1992 a 2003. Los rescates financieros han estado a la orden del día en Estados Unidos y Europa, con sus respectivas controversias, avances y retrocesos. Pese a los montos enormes de recursos fiscales y monetarios involucrados, los efectos de la crisis no han podido resolverse.

No es fácil eludir el recuerdo de la crisis de 1929-1933. Una gran diferencia entre ambas es que ahora muchos países en desarrollo han sorteado los problemas con mejor suerte que en aquellos años. Tampoco se puede evitar la comparación de los debates sobre las medidas que se propusieron para resolver la crisis en aquellos años y las de ahora, con sus respectivas cargas doctrinarias. Lo más importante, según Marichal, es aprender una de las principales lecciones del capitalismo global, consistente en la necesidad de dirigir nuestra mirada no sólo al pasado, sino a la urgencia de discutir más a fondo los retos imperativos del futuro, incluyendo los que se derivan del peligro inminente de nuevos desequilibrios en la economía y en la sociedad, que sin duda afectarán el destino de los seres humanos.

Con esta obra, que se agrega a las que todos conocemos del mismo autor, el nombre de Carlos Marichal se debe sumar a lista de otros grandes historiadores de las crisis financieras del siglo xx, como Michael Bordo, Barry Eichengreen y Charles Kindleberger, entre otros.

*Ricardo Solís*