

From the 'crash' of 1929 to the crisis of 2008

EL PAIS (12-01-2009)

TRIBUNA : LA CUARTA PÁGINA*

Del 'crash' de 1929 a la crisis de 2008

“Algunos años, como algunos poetas y políticos... alcanzan fama muy por encima de los demás, y 1929 fue claramente uno de estos años”. Así abría, en 1954, John Kenneth Galbraight su libro “The Great Crash 1929”. La misma frase podría utilizarse para el 2008. En 1929 el índice industrial de la bolsa de New York (Times) bajó un 32,3%! En 2008 no solo el Dow Jones ha perdido un 36,0%, sino que todas las principales bolsas del mundo han superado las perdidas bursátiles del 29 (el Ibex35 -39,4%, y el record es Rusia -67,8%). Entonces, como ahora, la pregunta es: ¿Por qué el 'crash'?

Pero como señala Galbraight lo que distingue el 'crash del 29' es que la crisis no se acabo con el 'crash'. A pesar de las palabras alentadoras del presidente Hoover (“Hemos pasado lo peor y con continuado esfuerzo y unidad nos recuperaremos rápidamente”, decía en mayo de 1930), del 1929 al 1933 en Estados Unidos el empleo se redujo cerca de un 25% y el output de un 30%. El 'crash' no fue una anticipación de esta fuerte recesión (el propio índice Times bajo un 74,1%, de noviembre 1929 a julio 1932). Mas bien al contrario, el 'crash' fue un factor determinante – difícil de cuantificar -- de dicha recesión. Entonces –y, desgraciadamente, así parece ahora – la pregunta es: ¿Por qué la crisis económica se agudiza tanto tras el 'crash'?

En 1933, el recuerdo inmediato del 'crash', en contraste con la dialéctica oficial-republicana, de 'optimismo y *laissez-faire*', llevó a Frankiln D. Roosevelt a la presidencia de los Estados Unidos, dando paso al 'New Deal'. Este es el tercer recuerdo que conlleva el 'crash del 29'. El recuerdo de que ante el fracaso de los mercados -- a menudo ejemplificados en escándalos y engaños financieros – y ante la caída de la demanda privada, es la política económica del gobierno que debe enderezar la economía, el gasto publico el que debe impulsar la demanda agregada. Este recuerdo Keynesiano ha reaparecido con fuerza a finales del 2008, y no en boca de viejos melancólicos sino en boca del novel presidente Barak Obama, del nuevo premio Nobel Paul Krugman, y de un largo etcétera.

Sin embargo, aquí el recuerdo parece confuso. La tercera pregunta que el 'crash' del 29 suscita es: ¿Por qué la recuperación, a partir del 1933, fue tan lenta y débil? *Esta es la pregunta que, en relación al 2008, no debería ser.* 1929 se recuerda por la Gran Depresión del 1929 – 1939; 2008 no debería recordarse por abrir una década de depresión. Pero para que no lo sea, mejor esclarecer recuerdos confusos y entender una diferencia importante del 2008. Aunque la

* (Título original: **Años a recordar: 1929,..., 2008.**)

ocasión sea breve, y detalles importantes se deban dejar de lado, voy a intentarlo.

Tanto a principios del siglo XX, como del siglo XXI, la innovación financiera ha permitido inversiones a largo plazo, afrontar y diversificar riesgos a inversores y ahorradores, impensables sin dicha innovación; pero también ha contribuido de forma decisiva a abrir la brecha entre el precio de los activos y el valor presente de sus retornos (en un mundo ideal ambos deberían ser iguales). Contribuyendo, tanto a su 'boom' como a su 'crash'. En 1929 al caer los precios de las acciones los 'innovadores financieros' tuvieron que hacer frente a sus deudas, 'desapalancar' sus posiciones, responder a clientes de fondos impacientes, y no pudieron más que vender de forma indiscriminada sus activos. A principios del siglo XXI, la innovación financiera ha sido más sofisticada (securitizada) y globalizada pero el 'problema básico' ha sido el mismo: tanto en periodos de 'boom' como de 'crash' financiero, la bolsa no cumple (o cumple muy mal) su tarea de diseminar la información sobre el valor relativo de las empresas.

Así se puede argumentar que la bolsa de New York a principios de los años 30 del siglo pasado sufría de una subvaloración de activos generalizada, y lo mismo se puede argumentar de muchas bolsas (incluida la Española) a principios del 2009. Entonces, como ahora, la pregunta es: ¿por qué no se remonta la bolsa rápidamente, empezando por las acciones más subvaloradas? El problema no es, no puede ser, porque no hay capacidad de compra para poder discernir.

El 'problema básico' tiene trampa: la misma crisis afecta el valor de las empresas (como valor presente de sus dividendos), porque sus activos, con los que tienen que avalar créditos, están directamente ligados a la evolución financiera, sus ventas dependen de la situación global de la economía, sus políticas de empleo dependen de la situación del mercado laboral, y la misma productividad de las empresas no es independiente de la crisis. Es esta *incertidumbre*, que hace difícil descifrar cuáles son los activos más subvalorados, porque no es una historia de buenos y malos (aunque malos los haya) sino de contagios. En este contexto, es *la aversión a la incertidumbre* la que frena al inversor y al creditor, ahondando la recesión.

En este panorama de recesión, es comprensible y necesario que se requiera la intervención de una política económica decidida. Pero es ingenuo -- por no decir peligroso -- pensar que el sector público va a resolver la crisis del sector privado, por ejemplo, creando el empleo y la inversión pública necesaria. Los gobiernos pueden, de forma marginal, acometer tareas pendientes que corresponden al sector público (como en parte se hizo en el New Deal o Obama quiere hacer ahora renovando infraestructuras, o se podría hacer en España invirtiendo más en educación), pero ni tienen mejor información que el sector privado para saber en qué es necesario invertir, ni incentivos a hacerlo adecuadamente y, a fin de cuentas, el gasto público debe pagarse con impuestos privados. Pueden y deben, asimismo, afrontar con decisión las políticas económicas que les corresponden para reducir la incertidumbre, recuperar la confianza. Aquí hay errores del pasado a evitar.

El 'crash del 29' abrió un periodo de proteccionismo. Entre 1929 y 1932 el comercio internacional disminuyó un 65%, lo que imposibilitó que la

recuperación se apoyase en la exportación. Mas perniciosas fueron las políticas de empleo e industriales que favorecieron el aumento de precios y de salarios reales en diversos sectores industriales en los EEUU. El New Deal tuvo un importante elemento de favorecer a los 'insiders', en las empresas-cartel, a costa de los 'outsiders', en las colas del paro. Cuando en 2009 de nuevo arremeten vientos proteccionistas, se abre el coto a las 'ayudas industriales', y la destrucción de empleo es mayoritariamente de 'precarios-outsiders', estas lecciones no se deben olvidar.

Por ultimo, hay que resaltar una peculiaridad de 2008: por primera vez en la historia, la crisis ha sido simultáneamente global. No solo ha afectado prácticamente a todas las bolsas, sino también a todos los mercados de activos, sean acciones, bonos, viviendas o obras de arte. Detrás de esta globalización esta el hecho de que nuestra economía global cuenta con unos pocos-grandes 'hedge-funds'. Cuando sus portafolios diversificados pasan a la venta, la diversificación deja de ser sinónimo de seguridad: todos los precios caen. La globalización del 'crash' y de la recesión pueden hacer pensar que 2008 va a abrir un periodo peor del que abrió 1929. Pero, de la misma forma que en 2008 hemos tenido 'rebajas antes de Navidad', la crisis global tiene un componente importante de 'descuento global'. Esto puede ayudar. Una vez aplicado dicho descuento -- digamos, del 30% -- lo importante es la posición relativa de cada empresa y país.

En este contexto las políticas que se adopten en 2009 son esenciales. La mayor liberalización del comercio internacional, la regulación de los mercados financieros, el facilitar el crédito o reducir impuestos, pueden ayudar a recuperar la confianza, el consumo y la inversión. Pero muchos de los planes de inversión publica-keynesiana -- como el español -- no dejan de ser 'intentar parar un tsunami lanzándole piedras'. Una distracción... cuando la política central debe ser *el facilitar la creación de empleo privado estable* y para ello las reformas del mercado laboral -- de sus formas de negociación, etc. -- son inaplazables. Esta es la confianza que hay que recuperar.

Ramon Marimon

Max Weber Programme Director
Professor of Economics
European University Institute y
Universitat Pompeu Fabra

2 de enero del 2009, Pre St. Didier, Aosta.