

1. Gran Depresión: la lección de 1937

En los años treinta estalló una letal crisis para el sistema económico, tras el crack de Wall Street de 1929. Se asistía a un posible hundimiento del capitalismo, con el epicentro en Estados Unidos, alimentado por la rígida ceguera que surgía de los economistas del patrón-oro, con recetarios fallidos –no intervención de los gobiernos, equilibrio presupuestario, subidas de tipos de interés, bajadas salariales–. Todo mientras otros economistas, en esos mismos años, como John Maynard Keynes (Reino Unido), Gunnar Myrdal (Suecia) o Michal Kalecki (Polonia), escribían febrilmente para dar explicaciones y vías de salida en otras direcciones. Frente a los postulados neo-clásicos, que seguían sosteniendo que, a pesar del desempleo masivo, un mercado libre tiende siempre al equilibrio y que, por tanto, no debe existir interferencia alguna, los nombres citados llegaban, de manera independiente, a conclusiones comunes: el capitalismo era inestable. Y esa inestabilidad era recurrente. Una oposición en toda regla.

Los datos eran demoledores, no sólo en el campo de la economía, sino en su traslación a la esfera social, con incrementos desconocidos en la tasa de paro y en los índices de pobreza, miseria y exclusión social (véase: Angus Maddison, con las series disponibles en <http://www.ggd.net/maddison/>). A partir del New Deal en Estados Unidos, con el presidente Franklin Delano Roosevelt –que ganó las elecciones– se arbitraron medidas de gran calado que afectaron distintas parcelas de la política económica. Un giro copernicano que rompía con la ortodoxia del patrón-oro, la imperante hasta ese momento:

- La política financiera tenía como objetivo frenar la especulación, revitalizar el mercado del crédito y parar la quiebra del sector financiero (ley Glass-Steagall, no la olvidemos: los bancos se dividieron en bancos comerciales y bancos de inversión, de forma que los primeros no estaban facultados para operar a largo plazo ni invertir en el mercado de valores).
- La política monetaria se focalizó en aumentar la velocidad de circulación del dinero y el abaratamiento de las exportaciones estadounidenses, tras la paralización del patrón-oro y la puesta en marcha de una devaluación

competitiva, rebajando la paridad del dólar en relación al oro en la mitad de su valor precedente.

- La política presupuestaria infirió un aumento notable del gasto público: entre 1932 y 1938 se multiplicó por 2,8, mientras los ingresos sólo lo hicieron un 1,4. Sin embargo, el déficit creció poco, porque el PIB, con esos estímulos, avanzó de manera robusta.
- Los programas de ocupación se canalizaron hacia obras públicas, como mejoras en la iluminación, alcantarillado, construcción de carreteras (un millón de kilómetros), aeropuertos (285), puentes (77.000) y más de cien mil edificios públicos entre hospitales, escuelas, bibliotecas y otros inmuebles de servicios.

Todos los indicadores económicos cambiaron de signo y pasaron a evolucionar positivamente (consúltese de nuevo: Angus Maddison, series disponibles en <http://www.ggdcd.net/maddison/>). Ahora bien, todo ese programa ingente, ese gran esfuerzo público que supuso la vuelta al crecimiento económico, tropezó con lo que se ha denominado “miedo a los mercados”. El punto de inflexión: 1937, tras casi cuatro años de desarrollo del *New Deal*, inspirado en teorías contrarias a la economía ortodoxa. En ese año, Roosevelt interrumpió los incentivos que se habían revelado esenciales para reverdecer el pulso económico. Y el presidente empezó a reducir el gasto federal, para no quebrar –se dijo en esos momentos– la confianza de los inversores. Ese era el meollo del calificado como temor a los mercados: que podía descarrilar toda la economía. Craso error. La paralización de las inversiones públicas tuvo un claro corolario: la economía entró de nuevo en recesión. En otras palabras: el plan de estímulo no había sido suficiente para relanzar la economía hacia un crecimiento auto sostenido.

Se tuvo que esperar a 1945, tras el final de la Segunda Guerra Mundial –con el acicate que ello supuso para la economía norteamericana– y con la aplicación de las normas emanadas de Bretton Woods y el telón de fondo de la *Teoría General* de John Maynard Keynes –cuya sombra también fue alargada en la aplicación del *New Deal*– para que la economía entrara en una senda vigorosa de crecimiento del PIB sobre la expansión del gasto público y de la productividad (datos concretos en: Angus Maddison, *The World Economy: a millennial perspective*, OCDE, París, 2010; ver también: <http://stats.oecd.org/index.aspx>). Fueron los Treinta Gloriosos Años, una etapa que se tritura a partir de 1980 con el advenimiento de la era neoliberal.

2. Gran Recesión: el error se repite en 2010

La crisis financiera iniciada en 2007-2008 es un resultado de las políticas desreguladoras del sistema financiero tradicional aplicadas con la ola neoliberal. Durante los años eufóricos del *boom*, la nueva ingeniería financiera de Wall Street había sido celebrada como una gran innovación, y no se hizo caso de las voces que, como la del multimillonario Warren Buffet, advertían que era la semilla de un desastre: el magnate consideró los nuevos derivados “*verdaderas armas financieras de destrucción masiva*” (sic). Los prolegómenos a todo eso tienen incluso vertientes académicas: en 1997 se concedió el Premio Nobel de Economía a Myron Scholes y Robert C. Merton por sus trabajos para determinar el valor de los derivados. Esto arrancaba, a su vez, de las aportaciones de otro Premio Nobel de Economía en 1990, Harry Markowitz, que había contribuido a forjar una teoría económica –que sorprendió a muchos economistas académicos por su carácter netamente puntual–, aclamada sobre informaciones asimétricas y especulaciones estadísticas. Todo esto fundamentaba el pensamiento económico que validaba los CDO (Collateralized Debt Obligations) y CDS (Credit Default Swap), presentes como células cancerígenas en la economía financiera, con el aplauso entusiasta de las agencias de *rating* y de las compañías aseguradoras. No es baladí recordar que Merton y Scholes, que habían fundado tres años antes de la concesión del Nobel un fondo de inversión libre de carácter especulativo, Long Term Capital Management (LTCM), que aplicaba elevados apalancamientos, vieron como su empresa, fundamentada en sus modelos de riesgo –los del Nobel...–, se hundió a raíz de la crisis rusa en 1998. Perdieron casi cinco mil millones de dólares en pocos meses, y la Reserva Federal tuvo que aparecer para rescatar la firma. Liberales intervenidos: otra paradoja. ¿Y el Nobel que les concedieron? Ahí sigue.

A partir de la segunda mitad de los años 1980 y el comienzo del siglo XXI, se asiste a un notable incremento en la cuota de los beneficios del sector financiero sobre el total de la ganancia empresarial: entre el 33% y el 45%, por encima de una media que, desde 1950, rara vez sobrepasaba el 20% (datos al respecto en: <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=corporate+profits>). Dicho de otro modo: en la composición del beneficio total de las empresas, la parte del león no la llevaba la economía netamente productiva, sino aquella que se vinculaba, de forma directa o indirecta, con los nuevos escenarios que se abrían por parte de la economía financiera.

La salida de la crisis recuperó algunos de los preceptos neo-keynesianos; al menos en una primera fase que arranca desde principios de 2008 y llega hasta,

aproximadamente, el mes de mayo de 2010, que es cuando se abre una segunda etapa en la política económica. En la primera, las ayudas públicas, subvenciones e incrementos en las partidas de los estabilizadores automáticos allanaron la caída del PIB: éste, en la zona Euro, pasó de una caída del $-4,5\%$ en 2009 a una recuperación del $+2,1\%$ en 2010. En la segunda, de nuevo el “miedo a los mercados” re-instituyó el rosario de recetas ortodoxas: equilibrio presupuestario, recortes sociales y salariales e inquietud ante el incremento de los déficits y deudas públicas. El desplome no se hizo esperar: la economía de la zona Euro pasó al $+1,6\%$ en 2011, pero se desmoronó hasta el $-0,9\%$ en 2012 y $-0,2\%$ en 2013 (todos los datos provienen del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Eurostat; véase también *El País. Negocios*, del 9 de setiembre de 2018). A ese retorno al catecismo del patrón-oro, pero sin el oro, contribuyeron cuatro factores clave:

- Los intereses de la industria financiera y las inercias existentes de las viejas ideas.
- La crisis aún no trajo un nuevo interés por una implicación colectiva en los asuntos públicos, de forma que los factores de carácter individual dominaron sobre los comunes.
- La desconfianza de los sectores más conservadores en cuanto a la política y al Estado Democrático, de forma que todo se acaba derivando hacia orientaciones de carácter tecnocrático.
- La falta de innovaciones políticas con respecto a la distribución de la renta, lo que significa la ausencia de acciones en fiscalidad progresiva.

En definitiva, la escasez de la política fiscal y la pronta retirada de los estímulos infirió un daño profundo a determinadas economías europeas, las del sur del continente con Grecia como especial laboratorio.

3. Gran Reclusión: ¿se ha aprendido?

“En circunstancias como las actuales, lo más inteligente es actuar a lo grande”.

Esta frase es de Janet Yellen, flamante Secretaria del Tesoro de Estados Unidos con el presidente Joe Biden. Yellen, economista sobria y rigurosa, ha señalado que no es ahora el momento para preocuparse sobre el déficit fiscal –un anatema, por tanto, de cara a sus colegas más ortodoxos–: lo que se necesita, remacha Yellen, es invertir en infraestructuras, I+D, formación, capacitación laboral y, además, una política fiscal, y

cito textualmente, “con impuestos justos y progresivos”. Estas palabras reconfortan. Debe señalarse que, de entrada, se ha aprendido de la Gran Recesión, habida cuenta que los estímulos puestos en funcionamiento, casi de forma inmediata, han sido importantes. Esto es lo que podemos apreciar, de forma sintética, en este cuadro comparativo:

Gran Recesión	Gran Reclusión
1. Retirada de los estímulos keynesianos.	1. Puesta en marcha de fondos para prestar dinero a intereses reducidos.
2. Ortodoxia económica: equilibrio presupuestario reducción del déficit y de la deuda pública.	2. Preocupación por la deflación.
3. Peso crucial de la Política Monetaria frente a la gradual retirada de la Política Fiscal.	3. Importancia de la Política Fiscal junto a la Monetaria: Creación del Next Generation EU. Capacidad financiera de 750 MM €: (312 MM € en transferencias no reembolsables y 360 MM € en préstamos entre 2021 y 2026).
4. Subidas de tipos de interés. Actuación poco decidida del BCE (hasta mayo de 2012); mejor la Fed.	4. Bajos tipos de interés. Apuesta por la transición ecológica y la digitalización.
5. Ausencia de ayudas relevantes de la UE, con la única excepción del rescate a la banca.	5. Aumento de la inversión pública.
6. Gasto público en % PIB (España): 2011= -1,3% 2013= -8,1%	6. Gasto público en % PIB (España): 2020= +12,6% 2021= +17,5%
Pérdidas del 60% en un año y medio en los mercados financieros	Pérdidas del 30% en las cotizaciones bursátiles en un solo mes. El 16 de marzo de 2020, el índice S&P cayó un 12%. En 1929, la caída fue del 13%.

FUENTE: elaboración personal a partir de los datos del *Informe Mensual* de Caixabank, diciembre de 2020; Presupuestos Generales del Estado, IGAE y Banco Central Europeo.

Parece claro que la importancia de la intervención del sector público ha sido capital. Los estímulos fiscales han resultado claves para evitar un colapso mayor. Esto lo están pregonando las instituciones económicas más influyentes, como el FMI, el BM, la OCDE y las genuinas palestras del liberalismo económico, como el *Financial Times*. Los cambios en la actuación en la política económica que se aprecian en la parte de la Gran Reclusión, en el cuadro precedente, se relacionan con la labor de los gobiernos, de las instituciones económicas y de los agentes económicos y sociales. Esto sigue: el trabajo va a ser ingente. El coronavirus puede camuflar los desafíos que ya existían antes de la explosión pandémica. Pero están ahí, como antes. Y para atajarlos será imprescindible huir de recetarios que se han demostrado históricamente fallidos –como la austeridad expansiva– y centrarse en las herramientas que, en el pasado, tal y como

demuestran los datos, se revelaron como más efectivas: mayor inversión pública, reestructuración de las deudas, fiscalidad progresiva y cooperación público-privada.

Ahora bien, el debate que se ha abierto de nuevo es la duración en la aplicabilidad de los estímulos. En tal aspecto, el tema de los multiplicadores fiscales vuelve a estar sobre la mesa. En España, los calculados hasta el momento por distintas instituciones económicas –incluyendo el mismo gobierno– indican multiplicadores que no llegan a la unidad o la superan por muy poco, como producto de las inversiones derivadas de los fondos europeos y de la estrategia de inversión pública. Son previsiones demasiado moderadas, a nuestro entender, teniendo en cuenta que la literatura económica sobre la cuestión –sustentada sobre estudios de caso específicos– afianza multiplicadores fiscales que superan con creces la unidad, llegando a cotas cercanas a 2 (sobre esto, véase la entrada en EFC: <https://economistasfrentealacrisis.com/por-una-nueva-agenda-economica-la-inversion-descarbonizada-tras-la-covid-19/>). Alcanzar ese guarismo es lo que puede permitir reducir el déficit público (muy importante en estos momentos, del orden del –6,7% sobre PIB para España en previsión para 2021, según el FMI) y la deuda pública (que se situará, según el FMI, en 114,6% sobre PIB para España). Es decir, mantener esos estímulos es importante para evitar quiebras empresariales e incremento del paro: las medidas fiscales alcanzan el 4,2% del PIB de la zona Euro (dato procedente de los Presupuestos enviados a la Comisión Europea en octubre 2020; véase www.caixabankresearch.com, *Informe Mensual* diciembre de 2020), con un déficit esperado del orden del 9% en 2020. El destino de este esfuerzo es preclaro: sanidad, estabilizadores automáticos, ayudas a empresas, nuevas inversiones y reducciones fiscales. La política económica desarrollada desde marzo de 2020 se sintetiza telegráficamente a continuación:

Política económica desplegada

Política Monetaria: importancia del BCE

Política Fiscal: importancia de los Gobiernos

1. Evitar problemas de liquidez.
2. Facilitar acceso al crédito.
3. Mantener bajos los tipos de interés.
4. Incremento de la demanda agregada

1. Facilidad para activar políticas de inversión.
2. Estímulo de la demanda pública.
3. Estímulo de la demanda privada.

FUENTE: elaboración personal.

Esto avala investigaciones recientes. En un reciente trabajo (2020) firmado por el Premio Nobel de Economía 2019 Ryan Banerjee et al. (véase: <https://econpapers.repec.org/paper/bisbisblt/30.htm>; igualmente, Lidia Braun: “La

macroeconomía del coronavirus”, *Agenda Pública*, 17 de marzo de 2020), se defiende que la fuerte retracción del PIB, observada en todas las estadísticas disponibles y para la mayor parte de los países del mundo, supondría cierres masivos de empresas si no se hubieran arbitrado estímulos económicos. Para este economista, en la zona Euro los porcentajes de destrucción oscilarían del 10% al 30%. Los estímulos han evitado quiebras y mucho más dolor, en el caso de que esas medidas no se hubieran aplicado con celeridad. O ahora se retiren antes de tiempo. La conjunción de política fiscal y política monetaria ha sido trascendental para paliar los efectos corrosivos de la crisis abierta con el coronavirus.

¿Cuándo retirar esos respiradores que mantienen con constantes vitales al paciente? Esta es una gran pregunta. Pero para responderla, no se puede invocar, una vez más, como ya se está haciendo, el cacareado “miedo a los mercados”. Un miedo que dejó paso a un verdadero pavor, cuando las ayudas fueron retiradas antes de tiempo en 1937 y 2010, cediendo a fases de verdadero calvario económico, social y cultural no sólo para los sectores más vulnerables de la sociedad, sino también para sus clases medias.