



Artículo especial

# El retorno de la economía de la depresión y la crisis de 2008

*The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*

■ Paul Krugman\*

■ La economía mundial no se encuentra en depresión, probablemente no experimentará ninguna depresión en un plazo de tiempo corto. Pero, aunque la depresión en sentido propio no ha vuelto, la economía de la depresión —los tipos de problemas que caracterizaron buena parte de la economía mundial en los años treinta, pero que no se han visto desde entonces— se ha instalado de una forma pasmosa. Hace cinco años era difícil que alguien pensara que los países modernos se verían obligados a soportar recesiones apabullantes por temor a los especuladores monetarios; que un gran país avanzado podría verse con persistencia incapaz de generar el gasto suficiente para mantener el empleo de sus trabajadores y de sus fábricas; que incluso la Reserva Federal se preocuparía por su capacidad para contener un pánico del mercado financiero. La economía mundial se ha convertido en un lugar mucho más peligroso de lo que imaginábamos.

¿Cómo se ha convertido en peligroso el mundo? O lo que es más importante, ¿cómo podemos hacerlo más seguro? En este libro (véase nota a pie) he contado muchas historias, ahora es tiempo de intentar extraer algunas moralejas.

## ¿Qué es la economía de la depresión?

¿Qué quiere decir que la economía de la depresión ha vuelto?

Esencialmente significa que, por primera vez en dos generaciones, los fallos de la economía por el lado de la demanda —gasto privado insuficiente para uti-

---

\* El autor (Albany, Nueva York, 1953) es profesor de Economía y divulgador. En 2004 recibió el Premio Príncipe de Asturias de las Ciencias Sociales, y en 2008 fue galardonado con el Premio Nobel de Economía. En la actualidad es profesor de Economía y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton, y desde 2000 escribe una columna en el periódico *The New York Times*. El presente artículo —que se publica con las debidas autorizaciones— constituye el décimo capítulo de su reciente libro: Krugman P. *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Editorial Crítica, 2009. (La traducción es de Jordi Pascual y Ferrán Esteve).

lizar la capacidad productiva disponible— se han convertido en la limitación, clara y actual, de la prosperidad para una gran parte del mundo.

Nosotros —me refiero a los economistas, pero también a los responsables de la política y al público culto en general— no estábamos preparados para esto. El conjunto específico de ideas absurdas que ha reivindicado el nombre de “economía de oferta” es una doctrina excéntrica, que tendría poca influencia si no apelara a los prejuicios de los editores y de los ricos; pero durante las últimas décadas ha habido una continua tendencia a desplazar, en el pensamiento económico, el énfasis que se ponía en el lado de la demanda, trasladándolo al lado de la oferta de la economía.

Esta tendencia fue en parte el resultado de discusiones teóricas dentro de la economía, las cuales —como suele ocurrir a menudo— trascendieron gradualmente, en forma algo mutilada, para introducirse en un discurso más amplio. En pocas palabras, la causa de las discusiones teóricas era ésta: en principio, los déficit de la demanda total sólo se remediarían por sí mismos si los salarios y los precios disminuyeran rápidamente ante el desempleo. En la historia de la cooperativa de canguros\* que padece una depresión, la única manera de que la situación hubiera podido resolverse por sí misma habría sido que disminuyera el precio de una hora de canguro en términos de cupones, de manera que el poder adquisitivo de la oferta de cupones existente habría aumentado, y la cooperativa habría vuelto al “pleno empleo” sin otra acción por parte de su dirección. En realidad, esto no sucede o, si sucede, requiere un tiempo muy largo; pero los economistas han sido incapaces de ponerse de acuerdo sobre la causa exacta. El resultado ha sido una serie de amargas batallas académicas que han hecho de todo el tema de las recesiones y de cómo se producen una especie de campo de minas profesional, que pocos economistas se arriesgan a pisar; y el público ha llegado naturalmente a la conclusión de que esos economistas no comprenden las recesiones, o que los remedios por el lado de la demanda se han desacreditado. La verdad es que la nueva macroeconomía de la demanda, aunque de estilo antiguo, tiene mucho que ofrecer en la difícil situación que estamos atravesando; pero sus defensores carecen de toda convicción, mientras que sus críticos están llenos de pasión.

---

\* *Nota de la Redacción.*— A Krugman le gusta explicar el funcionamiento de una economía mediante el ejemplo de la “cooperativa de canguros”; por cierto, muy criticado por algunos de sus colegas. Según este modelo, cada pareja miembro de la cooperativa presta sus servicios de canguro a otras parejas y, a cambio de su servicio, recibe un vale que le da derecho en el futuro a solicitar que otra pareja de la cooperativa cuide de sus hijos. Ésta última pareja recibirá, a su vez, un vale para pedir el mismo servicio. Con este elemental esquema, Krugman explica la recesión. Ésta ocurre cuando el número de vales en circulación se reduce. Por ejemplo, algunas parejas deciden acaparar vales con el objetivo de poder disfrutar de un canguro en el futuro, de manera que empieza a racionar el uso de los vales para ocasiones que juzgan importantes y, por tanto, no salen con la misma frecuencia a cenar o al cine para no tener que consumir sus vales. Si no hay parejas que gasten, las otras parejas no podrán adquirir nuevos vales, de suerte que cada vez la demanda de canguros se hace más exigua y, por tanto, también la oferta (más información al respecto puede encontrarse en la página 20 y ss. de la obra antes mencionada).

Paradójicamente, si la debilidad teórica de la economía de la demanda fuera una razón no estaríamos preparados para la vuelta de los temas relacionados con la depresión; sus éxitos prácticos son otros. A lo largo de las décadas en las que los economistas han discutido si la política monetaria puede utilizarse realmente para sacar a una economía de una recesión, los bancos centrales fueron por delante y la llevaron a la práctica; y lo hicieron con tanta eficacia que la idea de una depresión económica prolongada debida a una demanda insuficiente se convirtió en algo inverosímil. Seguramente la Reserva Federal y sus homólogos en otros países podrían reducir siempre los tipos de interés en la medida suficiente para mantener el gasto a un nivel elevado; excepto a muy corto plazo, pues la única limitación para los resultados económicos era la capacidad de una economía para producir, esto es, el lado de la oferta.

Incluso ahora, muchos economistas consideran todavía las recesiones como un tema menor y su estudio como un asunto ligeramente vergonzoso; el trabajo de moda ha estado totalmente relacionado con el progreso tecnológico y el crecimiento a largo plazo. Éstas son buenas e importantes cuestiones, y a largo plazo son las que realmente importan; pero como señaló John Maynard Keynes, a largo plazo todos estaremos muertos.

Entretanto, a corto plazo el mundo está dando tumbos de crisis en crisis, y todas ellas implican decisivamente el problema de generar una demanda suficiente. Japón se está encontrando con que las políticas monetarias y fiscales convencionales no son suficientes. Si esto le puede pasar a Japón, ¿cómo podemos estar seguros de que la economía europea o incluso la todavía próspera economía de EEUU no se verán atrapadas en la misma trampa? México, Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea, Brasil; uno tras otro, los países en vías de desarrollo han experimentado una recesión que por lo menos temporalmente anula años de progreso económico, y se encuentran con que las respuestas políticas convencionales no hacen más que empeorar las cosas. Una vez más, la pregunta de cómo mantener la demanda adecuada para hacer uso de la capacidad de la economía se ha convertido en una pregunta decisiva. La economía de la depresión ha regresado.

## ¿Qué hacer? Cómo enfrentarse a una emergencia

Lo que el mundo necesita ahora mismo es una operación de rescate. El sistema global de crédito se encuentra en un estado de parálisis y, mientras escribo estas líneas, la depresión global está cogiendo impulso. Es fundamental resolver las debilidades que propiciaron esta crisis, pero eso es algo que puede esperar. Ante todo, tenemos que enfrentarnos a los peligros evidentes que nos amenazan. Para ello, los políticos del mundo han de hacer dos cosas: conseguir que el crédito vuelva a fluir y fomentar el gasto.

La primera tarea es la más ardua de las dos, pero hay que acometerla y hacerlo cuanto antes. Prácticamente a diario tenemos noticias de algún nuevo desastre debido a la congelación del crédito. Mientras redactaba el esbozo de este capítulo, por ejemplo, se nos anunciaba la caída de las letras de crédito, el

principal instrumento de financiación para el comercio mundial. De repente, los compradores de importaciones, sobre todo en los países en vías de desarrollo, no pueden cumplir con sus compromisos y los barcos están parados: el índice seco del Báltico, un indicador muy utilizado para medir los costes de envío, ha caído este año un 89%.

La asfixia del crédito se debe a la combinación de una pérdida de confianza y al descenso de capitales en las instituciones financieras. La gente y las instituciones, incluidas las instituciones financieras, no quieren hacer negocios a menos que dispongan del capital suficiente para cumplir sus promesas, y la crisis ha privado de capital a todas las partes implicadas.

La solución obvia consiste en inyectar más capital. De hecho ésa es una respuesta habitual en las crisis financieras. En 1933, la Administración Roosevelt empleó la Empresa de Financiación de la Reconstrucción para recapitalizar los bancos comprando acciones preferentes —acciones con un mayor peso que las acciones comunes a la hora de cobrar dividendos—; cuando Suecia experimentó, a principios de los años noventa, una crisis financiera, el gobierno intervino y proporcionó a los bancos una inyección adicional de capital equivalente al 4% del PNB del país —unos 600.000 millones de dólares actuales— a cambio de convertirse en copropietario; cuando Japón salió al rescate de sus bancos en 1998, compró más de 500.000 millones de dólares en acciones preferentes, el equivalente en términos de PNB de una inyección de capital de dos billones de dólares en EEUU. En cada uno de estos casos, la llegada de capitales sirvió para que los bancos recuperaran la capacidad para conceder préstamos y se descongelaran los mercados crediticios.

En la actualidad, EEUU y otras economías avanzadas han puesto en marcha un plan de rescate financiero similar que, sin embargo, ha tardado en materializarse, a causa en parte del sesgo ideológico de la Administración Bush. En un primer momento, después de la quiebra de Lehman Brothers, el Departamento del Tesoro propuso comprar a bancos y demás instituciones financieras hasta 700.000 millones de dólares en activos tóxicos. No obstante, nunca quedó claro cómo iba a ayudar esta medida a la situación. (Si el Tesoro pagaba el precio de mercado, poco estaría ayudando a los bancos en términos de capital, mientras que si pagaba un precio por encima del de mercado, se le acusaría de estar despilfarrando el dinero de los contribuyentes.) Da lo mismo, después de tres semanas de vacilaciones, EEUU siguió el camino que habían emprendido primero Gran Bretaña y posteriormente los países de la Europa continental, y convirtió el proyecto en un programa de recapitalización.

Aun así, no parece que esto vaya a bastar para revertir la situación, al menos por tres razones. En primer lugar, incluso si la totalidad de los 700.000 millones de dólares se destinan a la recapitalización (por el momento, sólo se ha empleado con ese fin una parte), seguirá siendo una cifra pequeña en relación con el PNB si la comparamos con el rescate bancario que llevó a cabo el gobierno japonés (y es discutible que la gravedad de la crisis financiera en EEUU y Europa pueda equipararse hoy a la que vivió Japón). En segundo lugar, sigue sin saberse qué parte de esa cantidad se destinará al plan de rescate del siste-

ma bancario en la sombra, el núcleo del problema. En tercer lugar, no está claro que los bancos vayan a estar dispuestos a mover los fondos en lugar de conservarlos para sí (un problema al que ya tuvo que enfrentarse el *New Deal* hace setenta y cinco años).

Me atrevería a pronosticar que la recapitalización tendrá que acabar siendo mayor y abarcar a más instituciones, y que, en última instancia, éstas deberán admitir, a su vez, un mayor grado de control por parte del gobierno; en efecto, la situación se asemejará a una nacionalización temporal total de una parte importante del sistema financiero. Entendámonos, no se trata de un objetivo a largo plazo, ni de apoderarse de las altas esferas económicas; habrá que volver a privatizar las finanzas en cuanto sea seguro hacerlo, del mismo modo que Suecia devolvió la banca al sector privado después de aquel sensacional rescate de principios de los años noventa. Por ahora, sin embargo, es importante hacer que el crédito vuelva a fluir como sea, sin dejar que las ataduras ideológicas limiten nuestra actuación. No habría nada peor que no hacer lo que es preciso porque salvar el sistema financiero podría parecer una decisión "socialista".

Otro tanto podemos decir de otro de los enfoques que se pueden adoptar para resolver la contracción del crédito: hay que hacer que, durante un tiempo, la Reserva Federal preste dinero directamente al sector no financiero. La predisposición de la Reserva Federal a comprar instrumentos negociables es un gran paso en este sentido, pero es probable que haya que seguir avanzando en esa dirección.

Es preciso coordinar todas estas actuaciones con otros países desarrollados, y hacerlo porque las finanzas están globalizadas. Una de las consecuencias positivas del rescate estadounidense del sistema financiero es que puede servir para facilitar el acceso al crédito en Europa, una de las consecuencias positivas de los planes de rescate en europeos es que pueden servir para liberar el crédito al otro lado del Atlántico. Así las cosas, todos deberíamos estar haciendo más o menos lo mismo. Todos estamos en el mismo barco.

Una cosa más, el contagio de la crisis financiera a los mercados emergentes hace que la solución a la crisis pase, en parte, por idear un plan de rescate global para los países en vías de desarrollo. Al igual que sucede con la recapitalización, en el momento de escribir estas páginas ya se habían tomado algunas medidas en este sentido; el Fondo Monetario Internacional estaba ofreciendo préstamos a países con economías con problemas, como Ucrania, sin caer tanto en el discurso moralista ni insistir tampoco en la necesidad de unas políticas austeras, como sí hicieron durante la crisis asiática de los años noventa. Entretanto, la Reserva Federal ha puesto a disposición de los Bancos Centrales de varios mercados emergentes líneas de cambio, y les ha ofrecido la posibilidad de tomar prestado tanto dinero como les sea necesario. Al igual que sucede con la recapitalización, todas estas iniciativas parecen ir, por el momento, en la buena dirección, pero se han revelado insuficientes, así que habrá que tomar más medidas.

Aun cuando el rescate del sistema financiero empiece a devolver a la vida a los mercados crediticios, seguiremos enfrentándonos a una depresión global

que está cogiendo impulso. ¿Qué debemos hacer al respecto? La respuesta es, casi con total seguridad, recuperar los viejos estímulos fiscales keynesianos.

EEUU ya recurrió a principios de 2008 a los estímulos fiscales; tanto la Administración Bush como la mayoría demócrata en la Cámara de Representantes calificaron el plan como un programa para ayudar a poner en marcha de nuevo la economía. Con todo, sus frutos fueron, a decir verdad, decepcionantes. En primer lugar, el estímulo era escaso, y solamente representaba un 1% del PNB. El siguiente plan debería ser mucho más ambicioso; por ejemplo, del 4% del PNB. En segundo lugar, la mayoría del dinero de aquel primer paquete cobró la forma de devoluciones fiscales, que en muchos casos supusieron un ahorro para el contribuyente en lugar de un gasto del ejecutivo. El nuevo plan debería centrarse en mantener y ampliar el gasto del gobierno; mantenerlo ofreciendo ayuda a gobiernos federales y locales, y ampliarlo destinando fondos a carreteras, puentes y otras infraestructuras.

La objeción más frecuente que se hace al incremento del gasto público en tanto que estímulo económico es que tarda demasiado en dar sus frutos y que el aumento de la demanda llega cuando la crisis ya ha terminado. Sin embargo, no podemos decir que, a día de hoy, ésta sea una de nuestras mayores preocupaciones; es muy difícil asistir a una rápida recuperación económica, a menos que una nueva burbuja sustituya a la inmobiliaria. (Un titular del periódico satírico *The Onion* recogía perfectamente el problema: “Un país asolado por la recesión pide una nueva burbuja en la que invertir”.) Mientras el gasto público se mantenga a un ritmo razonable, debería haber tiempo de sobra para que resulte útil, y esta solución presenta dos grandes ventajas, si la comparamos con las amnistías fiscales. Por un lado, el dinero se gastaría; por otro lado, se crearía algo de valor (por ejemplo, unos puentes que no se hundieran).

Algunos lectores podrían objetar que ofrecer un estímulo fiscal por medio del gasto en obras públicas es lo mismo que hizo Japón en los años noventa, y así es. Sin embargo, incluso en Japón, el gasto público posiblemente evitó que una economía débil cayera en una depresión real. Además, hay motivos para creer que estimular la economía por medio del gasto público funcionaría en EEUU mejor de lo que funcionó en Japón, a condición de que se haga cuanto antes. No en vano, todavía no hemos caído en la trampa de las expectativas deflacionistas en la que cayó Japón después de años de unas políticas demasiado tibias. Y Japón esperó demasiado a recapitalizar su sistema bancario, un error que, afortunadamente, nosotros no repetiremos.

Lo importante aquí es que debemos encarar la crisis actual convencidos de que haremos lo que sea necesario para dar la vuelta a la situación; si no basta con lo que se ha hecho hasta ahora, habrá que hacer más y hacer las cosas de otro modo, hasta que el crédito empiece a fluir y la economía real comience a recuperarse.

Y cuando la recuperación se haya puesto en marcha, habrá llegado el momento de tomar medidas preventivas: reformar el sistema para que la crisis no vuelva a estallar.

## Reforma financiera

“Tenemos problemas en el magneto”, dijo Keynes al principio de la Gran Depresión; la mayor parte del motor económico estaba en buen estado, pero un componente vital, el sistema financiero, no funcionaba. También dijo: “Estamos sumidos en un desastre colosal; la hemos pifiado a los mandos de una máquina delicada, cuyo funcionamiento no acertamos a comprender”. Ambas sentencias son tan ciertas hoy como ayer.

¿Cómo llegamos a este nuevo desastre colosal? Tras el fin de la Gran Depresión, rediseñamos la máquina de modo que *pudiéramos* comprenderla, al menos lo suficiente para evitar grandes catástrofes. Los bancos, las piezas del sistema que tan mal habían funcionado en los años treinta, pasaron a estar sujetos a una estrecha regulación y respaldados por una red de seguridad resistente. Al mismo tiempo, también se limitaron los movimientos internacionales de capital, que habían tenido un papel negativo en los años treinta. El sistema financiero era algo más aburrido, pero también mucho más seguro.

Sin embargo, las cosas volvieron a ponerse interesantes y peligrosas. El aumento de los flujos internacionales de capital preparó el terreno para la devastadora crisis monetaria de los años noventa y para la crisis financiera mundial de 2008. El crecimiento del sistema bancario en la sombra no se vio acompañado de la extensión correspondiente de las regulaciones, preparó el terreno para los recientes pánicos bancarios a gran escala. En estos pánicos no ha habido muchedumbres históricas ante las puertas cerradas de las entidades bancarias. Aunque esta vez el frenesí se ha materializado en la presión nerviosa del botón del ratón, no por ello los pánicos han tenido un efecto menos devastador del que tuvieron en el pasado.

Es evidente que vamos a tener que aprendernos de nuevo las lecciones que la Gran depresión enseñó a nuestros abuelos. No intentaré exponer aquí los detalles de un nuevo régimen regulador, pero ha de quedar claro el nuevo principio básico: todo aquello que deba ser rescatado durante una crisis financiera porque desempeña un papel esencial en el mecanismo financiero debe estar sujeto a regulación cuando no hay una crisis, para evitar así que incurra en unos riesgos excesivos. Desde los años treinta, se ha exigido a los bancos comerciales que dispusieran del capital adecuado, que tuvieran unas reservas de activos líquidos que pudieran convertir rápidamente en dinero y que limitaran el tipo de inversiones que hacían, todo ello a cambio de garantías federales para cuando las cosas fueran mal. Después de haber visto que una gran variedad de instituciones no bancarias ha desencadenado lo que ha acabado siendo una crisis bancaria, hay que someter a muchos otros elementos del sistema a una regulación similar.

También habrá que reflexionar a fondo sobre cómo enfrentarse a la globalización financiera. Después de la crisis asiática de los años noventa, hubo quien propuso restricciones a largo plazo en los flujos internacionales de capital, y no sólo someterlos a controles temporales en tiempos de crisis. En su mayoría, estos llamamientos se desestimaron en favor de una estrategia destinada a dotarse de unas grandes reservas de divisas extranjeras que habían de servir para

sortear futuras crisis. Hoy parece que esta estrategia no ha funcionado. Para países como Brasil y Corea, debe de ser una pesadilla; después de todo lo que han hecho, vuelven a estar inmersos en la crisis que ya vivieron en los años noventa. Todavía no está claro cómo ha de ser la nueva respuesta que demos, pero es evidente que la globalización financiera ha acabado siendo más peligrosa de lo que nos figurábamos.

## La fuerza de las ideas

Como habrán intuido los lectores, no solo creo que estamos en una nueva era de la economía de la depresión, sino también que John Maynard Keynes, el economista que comprendió la Gran Depresión, es hoy más relevante que nunca. Keynes cerraba su obra maestra (*Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*) con una célebre reflexión sobre la importancia de las ideas económicas: “Tarde o temprano, son las ideas, y no los intereses creados, lo que resulta peligroso, para bien o para mal”.

Podemos discutir si siempre es así pero, en tiempos como los que vivimos, no cabe duda de que sí. La sentencia económica por antonomasia reza: “No hay comidas gratis”; viene a decir que los recursos son limitados, que para tener más cantidad de una cosa debemos aceptar menos de otra, que nada llega sin esfuerzo. La economía de la depresión, sin embargo, es el estudio de las situaciones en las que sí hay comidas que salen gratis, a condición de que encontremos la manera de meterles mano, porque hay recursos que no están siendo empleados y que se podrían poner a trabajar. En el mundo de Keynes —y en el nuestro—, lo que realmente escaseaba no eran los recursos, ni siquiera la virtud, sino la comprensión.

Sin embargo, no alcanzaremos el grado de comprensión necesario a menos que estemos dispuestos a reflexionar claramente sobre nuestros problemas y a seguir nuestros pensamientos allá donde nos lleven. Hay quien dice que nuestros problemas económicos son estructurales y que no tienen solución a corto plazo, pero yo creo que los únicos obstáculos estructurales importantes para la prosperidad del mundo son las doctrinas obsoletas que pueblan la cabeza de los hombres.