

*Miguel Ángel Galindo Martín\**

## LA CRISIS ECONÓMICA ESTADOUNIDENSE

Las previsiones de los organismos internacionales han mostrado que la economía norteamericana se encuentra en una crisis importante. Empezó con las hipotecas *subprime*, y se ha ido transmitiendo a la economía real, de tal manera que las previsiones para 2009 señalan un crecimiento del PIB de sólo un 0,8 por 100. En algunos sectores se ha señalado que esta crisis tiene cierto paralelismo con la de los años setenta del pasado siglo, indicando incluso que podemos incurrir en una estanflación. El objetivo de este artículo es exponer las características de la crisis, mostrando las similitudes y diferencias con otras anteriores y exponiendo la visión de Minsky para explicar las crisis financieras.

**Palabras clave:** economía estadounidense, estanflación, Minsky, hipótesis de la inestabilidad financiera.

**Clasificación JEL:** E5, G1.

### 1. Introducción

«Si hacer fuera tan fácil como saber qué hacer, las ermitas serían grandes templos y palacios del príncipe las cabañas del pobre». Con estas palabras, Portia, uno de los personajes de *El Mercader de Venecia* de Shakespeare, parece exponer el problema fundamental de la política económica. Esto es, resulta difícil concretar los instrumentos más eficaces para alcanzar los objetivos.

Éste es uno de los principales problemas cuando se presenta una crisis económica. En el momento en el que se da la señal de alarma, sabemos cuáles son los objetivos a conseguir, pero el problema radica en cómo actuar. En el caso de la economía estadounidense, la señal de alarma se dio hace tiempo; el Fondo Monetario Internacional en sus recientes predicciones, señala que dicha economía va a crecer un 1,3 por 100 este año y sólo un 0,8 por 100 el que viene, frente al 2,9 por

100 de 2006. Ello obviamente va a tener repercusiones negativas sobre el empleo, y se prevé que el paro aumente en medio punto.

Ante estos datos, se espera que los decisores políticos actúen y para ello se comienza a buscar al culpable de la situación. Sobre este tema hay un consenso generalizado, ya que se señala como culpables a las hipotecas *subprime*. Una vez determinado el problema, las discusiones se centran sobre la gravedad o no de la crisis, la duración que puede tener, o si es más o menos similar a la que se padeció en la década de los setenta, con el fin de saber si estamos preparados para hacer frente a las circunstancias actuales. Y en esta situación vuelven aparecer fantasmas del pasado, especialmente al introducir un término que no suele gustar a los economistas ni a los decisores políticos por las implicaciones que tiene: «estanflación». Pero su empleo está justificado para calibrar la gravedad de la situación y para comprobar si alguna de las antiguas recetas nos puede servir en la actualidad. ▷

\* Universidad de Castilla-La Mancha.

Para analizar la crisis que padece la economía estadounidense, vamos a comenzar exponiendo sus aspectos más relevantes, para pasar posteriormente a exponer cómo se ha actuado en la crisis que suele servir de referencia, la de la década de los años setenta del pasado siglo; finalizaremos comparando la situación actual y otras crisis que se produjeron anteriormente en dicha economía.

## 2. Características de la crisis actual

Los analistas coinciden en señalar que el detonante de la situación actual se encuentra en la crisis financiera que se produjo en el mes de agosto de 2007 como consecuencia de la concesión de las denominadas hipotecas *subprime*. Como es sabido, se trata de una serie de préstamos con un tipo de interés más elevado ya que habitualmente se dirigen hacia prestatarios que tienen escasa solvencia, considerándose que es una forma para facilitar el acceso a la vivienda a aquellas personas que tienen menos recursos o mayores dificultades. A pesar de que a la hora de referirnos a estas operaciones hemos mencionado las viviendas, también existen para el caso de la compra de automóviles.

Dichas hipotecas experimentaron un crecimiento espectacular, ya que se multiplicaron casi por seis en un lustro, pasando de un 2,5 por 100 del total en 2001 a un 14,0 por 100 en 2008. El problema surge cuando las entidades crediticias comenzaron a titular estas hipotecas, para así conseguir liquidez, y se traspasaron a fondos de inversión o a planes de pensiones, ya que una gran cantidad de inversores empezaron a comprar dichos títulos. Con la subida de los tipos de interés, que se transmitieron a los préstamos, muchos se vieron imposibilitados para atender los nuevos pagos lo que generó el correspondiente efecto dominó.

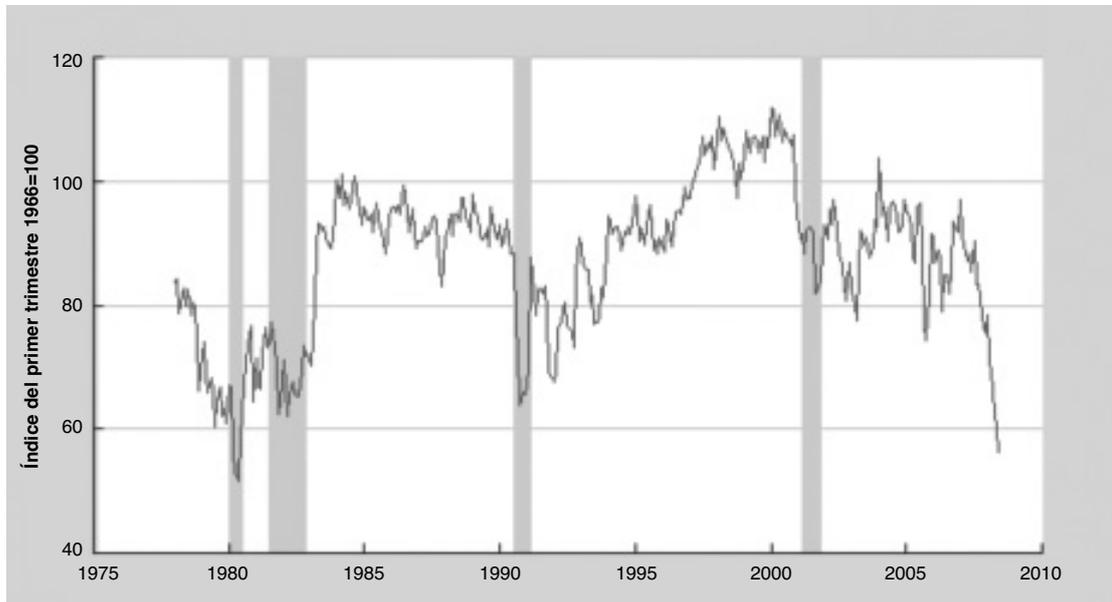
Este trasvase de hipotecas de alto riesgo de entidad en entidad supuso que algunas de ellas quebrasen, siendo en algunos casos entidades muy importantes. Pero existía un problema añadido y era que no se conocía quiénes tenían este tipo de riesgos y si se podrían producir más quiebras en el futuro. Ello hizo que los bancos recelasen de la

situación de los demás y dejarasen de prestar, hasta que la situación se aclarase. De esta forma el problema, que había sido hasta ese momento financiero pasa a afectar a la economía real, ya que las empresas que necesitan recursos para invertir no los encuentran o bien los consiguen a un tipo de interés muy elevado. Debido a ello, quedaron afectados negativamente sus planes de inversión o de renovación de maquinaria, por lo que algunas empresas se han visto obligadas a tener que reducir su producción, e incluso algunas han llegado a desaparecer, lo que ha afectado negativamente al empleo. Lo mismo se podría decir de aquellos emprendedores que deseaban iniciar una actividad incentivados por la buena marcha que estaba experimentando la economía hasta entonces. En estas circunstancias nos encontramos con un elemento diferente de lo que sucedió en la década de los setenta del siglo pasado como expondremos más adelante.

A su vez, la subida de los pagos de las hipotecas y los efectos negativos sobre los precios de las viviendas, cuya caída en 2008 puede situarse en torno a un 25 por 100, tuvo un efecto negativo adicional para las empresas, en concreto, la reducción del consumo, que desincentivó a los empresarios a incrementar e incluso mantener su producción. En efecto, dicha situación tiene dos resultados. Por un lado, los mayores pagos que hay que realizar suponen que las familias tienen menos recursos para dedicar al gasto. Por otro lado, caída en el precio de la vivienda supone una minoración del efecto riqueza entre las familias, generando la misma consecuencia. Ello afecta negativamente al crecimiento, provocando expectativas negativas sobre el futuro.

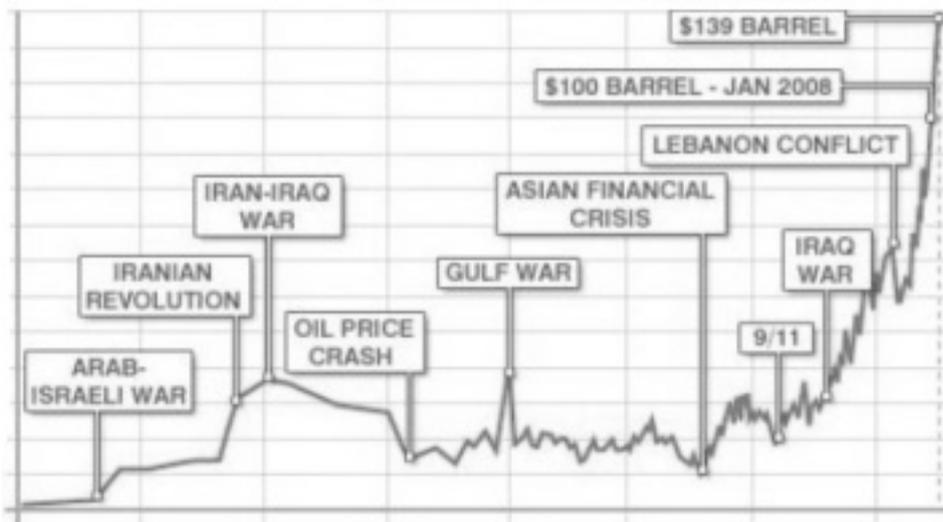
Un resultado negativo adicional que se deriva de esta circunstancia es el que se refiere a la confianza de los individuos. Ante estas circunstancias, dicha confianza se reduce, haciendo menos efectivas las medidas que se implanten. Una forma de analizar dicha confianza es a través de indicadores como el de los sentimientos del consumidor que se recoge en el Gráfico 1, elaborados por la Universidad de Michigan. Las partes sombreadas que aparecen en dicha figura recogen los momentos de recesión experimentados por la economía estadounidense desde mediados de la década de los años setenta y, como se puede comprobar, en▷

GRÁFICO 1  
SENTIMIENTOS DEL CONSUMIDOR



Las áreas sombreadas indican recesiones en EEUU definidas por el NBER. Reserva Federal de San Luis (2008): [research.stlouisfed.org](http://research.stlouisfed.org).  
Fuente: Universidad de Michigan.

GRÁFICO 2  
PRECIOS DEL PETRÓLEO 1970-2008



Las cifras no están ajustadas por la inflación.  
Fuente: BP/ Bloomberg, Junio, 2008.

los momentos actuales muestra un bajísimo nivel, muy similar al existente a comienzos de la década de los años ochenta del pasado siglo. Esta es una discrepancia importante a destacar en comparación con la situación en otros periodos de crisis, como señalaremos más adelante.

Un segundo elemento a considerar en la crisis que está experimentando la economía norteamericana es el precio del barril de petróleo, que ha superado con creces la barrera psicológica de los 100 dólares, alcanzando un nivel muy superior al existente en otros momentos críticos, tal y como se ▷

muestra en el Gráfico 2. Los efectos negativos de esta subida son lo suficientemente conocidos como para insistir en ello. En términos generales, ello supone una espiral inflacionista que puede redundar en un menor crecimiento, ya que los productos son menos competitivos y en un menor empleo.

Un tercer factor a considerar es que el euro se encuentra muy apreciado, lo que afecta negativamente a la balanza comercial de los países que tienen adoptada dicha moneda, siendo un elemento adicional que hace que sus respectivos productos sean menos competitivos perjudicando al crecimiento. En este sentido, la evolución que están experimentando las economías europeas en lo que se refiere a los precios, no hace pensar que el Banco Central Europeo (BCE) vaya a reducir los tipos de interés en un futuro próximo, por lo que no cabe esperar que se reduzcan las tensiones sobre el tipo de cambio euro-dólar. Si el dólar sigue mostrando debilidad, a pesar de que ello favorece a su balanza comercial, corre el peligro que se produzcan dos efectos muy negativos para su economía, por un lado las tensiones inflacionistas y, por otro, que aquellos agentes que poseen dólares, como por ejemplo, chinos, exportadores de petróleo, etc., deseen deshacerse de ellos, lo que provocaría un desplome adicional de la moneda muy poco recomendable.

Como se puede comprobar se trata de un conjunto de aspectos que por sí solos son muy graves, pero que, por desgracia, al estar produciéndose de una forma simultánea en la economía mundial, hace que la situación sea todavía más grave.

### 3. Medidas que se practicaron en crisis anteriores

Una vez expuestos los problemas y las causas a las que nos enfrentamos la cuestión que se plantea es cómo actuar. Se trata de una situación en la que el decisor político tiene que echar mano de los instrumentos que tiene a su disposición para hacer frente al problema. De una forma esquemática, lo lógico sería partir de una teoría explicativa de la situación para que a partir de ella, elaborar un modelo que con las correspondientes contrastacio-

nes, nos permita adoptar las decisiones pertinentes.

Es precisamente en este punto en el que se ha intentado recurrir a los conocimientos y a la experiencia pasada para contrastar de si existía una similitud con los planteamientos pretéritos, lo que si fuera así, los podrían aprovechar los decisores políticos para diseñar las políticas económicas adecuadas para hacer frente a los problemas actuales. No se trata de una actuación novedosa, ya que en la crisis de los años setenta se trató de ver las similitudes que podrían haber con la depresión de los años veinte.

La situación que se produjo en esos años setenta, que sirve de referencia para el escenario actual, parte de un elevado crecimiento económico junto con una elevación del precio de las materias primas, como consecuencia de las malas cosechas. La situación se agravó cuando la Organización de los Países Exportadores de Petróleo subió el precio en octubre de 1973, lo que supuso una inflación sin precedentes, una caída en el poder adquisitivo de las familias y unos costes adicionales para las empresas, que dieron lugar una importante recesión en 1974. En 1979 la situación se agravó, al producirse el segundo *shock* del petróleo, motivado esencialmente por la inestabilidad existente en Oriente Medio.

Un elemento desconcertante adicional fue que los decisores políticos se encontraban desconcertados ante la inexistencia de una teoría o de explicaciones que les sirvieran de base para actuar. Las políticas de índole keynesiana junto con la estabilidad de la curva de Philips que establecía que existía una relación a largo plazo entre paro e inflación, de tal forma que los aumentos de uno venían acompañados por reducciones en el otro, permitían al decisor político establecer medidas que actuaban reduciendo uno de ellos cuando consideraban que había alcanzado niveles inaceptables. De esta forma, se llevaban a cabo actuaciones de *stop and go* que suponían un freno de la demanda agregada cuando se consideraba que la inflación había alcanzado un nivel elevado, a costa de un mayor paro (*stop*). Cuando se quería estimular el empleo, se hacía la política contraria (*go*).

Pero la crisis de la década de los setenta destruyó la estabilidad que planteaba la curva de Philips ▷

e hizo que se cuestionara la validez de los planteamientos keynesianos. Milton Friedman y Edmund Phelps señalaron la práctica desaparición de la relación entre paro e inflación y el primero señaló la existencia de la tasa natural de paro, es decir un nivel de paro compatible con cualquier nivel de precios. Más adelante, con la introducción de la hipótesis de las expectativas racionales, se defendió la teoría aceleracionista de la inflación, esto es, que las políticas de expansión de demanda no reducían el desempleo, sino que únicamente provocaban aumentos de precios. Ello era debido a que los agentes económicos anticipan la inflación que se va a producir como consecuencia de la implantación de esas políticas y reaccionan incorporando dicha anticipación en sus negociaciones de precios y salarios.

Es precisamente en estos años cuando se emplea muy a menudo el término «estanflación», en el que se combinan dos problemas económicos importantes y hasta entonces inimaginables: estancamiento e inflación. Frisch (1983, p. 188) señala dos tipos de estanflación:

1. Como un ajuste procedente de una inflación de demanda. Dicha inflación se genera en la fase expansiva del ciclo económico, en la que el elevado nivel de demanda permite mantener un cierto volumen de empleo acompañado de tensiones inflacionistas. Ello conduce a incrementos salariales y a los correspondientes mayores costes empresariales, que afectan negativamente a la producción y al empleo, generando estancamiento y manteniéndose la presión inflacionista.

2. Como consecuencia de las alteraciones de la oferta. Las modificaciones tecnológicas, la obsolescencia de la maquinaria, el aumento en el precio del petróleo, etc., son causas que provocan un desplazamiento de la función de oferta hacia la izquierda, dando lugar a un aumento en los precios. Y hasta que los empresarios no puedan hacer frente a esta nueva situación, su producción se verá afectada negativamente, lo que dará lugar a una reducción de la misma, y a un menor empleo.

No existe todavía unanimidad respecto a cuál fue la causa de la estanflación en los años setenta del pasado siglo. Se suele considerar que las dos posibilidades que acabamos de señalar se dieron a la vez, habiéndose provocado la primera de ellas por la implantación de las políticas macroeconó-

micas keynesianas.

La cuestión que se plantea es si la situación actual es similar a la que se vivió en los años setenta y, si es así, si la experiencia de esos años nos puede servir para hacer frente a las circunstancias actuales.

#### 4. Comparación de la crisis con otras anteriores

Ante la situación que se ha experimentado en Estados Unidos tras la crisis de las *subprime*, ha surgido el temor que se volviera a un proceso de estanflación similar al existente en la década de los setenta, con los problemas derivados del mismo, respecto al crecimiento, inflación y desempleo, ya que las previsiones sobre el crecimiento del PIB y del empleo para este país no son positivas, como ya hemos indicado anteriormente.

Sin embargo hay una serie de circunstancias que indican que la situación actual es distinta a la que se experimentó en dicha década. Dichas diferencias se pueden concretar en las siguientes:

1. La crisis actual tiene un origen distinto que, como ya se ha dicho, se debe a las hipotecas *subprime*, que han afectado en un primer momento principalmente a los bancos y a los fondos de inversión y cuyos efectos colaterales se han ido transmitiendo a la economía real. Se ha intentado comparar dicha situación con otras más o menos cercanas en el tiempo, que se concretan en los siguientes hechos (La Caixa, 2007, pp. 19-21):

- a) El importante descenso del 22 por 100 del índice Dow Jones en octubre de 1987, como consecuencia de las órdenes de venta simultáneas que se produjeron en los *portfolio insurance* como consecuencia de los descensos de precios. Ante esta situación, la Reserva Federal bajó el tipo de interés y no hubo problemas adicionales. Ante este resultado cabría pensar que se puede hacer lo mismo en la actualidad. Sin embargo, se trata de dos circunstancias distintas. En 1987 la economía estadounidense era fuerte, los beneficios empresariales eran importantes, existía un crecimiento económico mundial más o menos significativo y los problemas surgieron en las empresas no financieras. ▷

b) Cuando en el verano de 1998 la bolsa rusa quebró, el fondo de inversión Long Term Capital Mangement (LTCM) se encontró con un agujero de casi 3.000 millones de dólares y, como en la situación actual, era difícil valorar las posibles pérdidas, generando la correspondiente incertidumbre. La Reserva Federal de nuevo actuó bajando los tipos de interés, lo cual junto con la aparición de las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación (TIC), propició una subida importante de la bolsa. A pesar de que algunos consideran que hay similitud entre este hecho y la situación actual, hay que señalar que las pérdidas que pueden tener los bancos pueden ser unas setenta veces superiores a las del LTCM.

c) La burbuja de Internet. El proceso alcista expuesto en el punto anterior se quebró cuando estalló la burbuja de las empresas de Internet. La aparición de las TIC generó unas expectativas de beneficios futuros que provocaron un incremento de las peticiones de créditos que ocasionaron una subida de los tipos de interés y de las primas de riesgos. Cuando se quebraron las expectativas estalló la burbuja afectando al sector no financiero, en concreto, a estas empresas, a diferencia de lo que ha sucedido en la actualidad, que ha repercutido en el sector financiero.

En definitiva, a pesar de que se pueden encontrar algunas similitudes con las situaciones críticas financieras anteriores, la actual presenta una serie de circunstancias que la hacen diferente. Por un lado, el volumen de pérdidas es muy superior al que se ha producido en momentos anteriores. Por otro lado, el contexto también es distinto, ya que las empresas no se encuentran en una situación tan robusta, por lo que el endurecimiento de las condiciones de crédito que se están produciendo van a afectarlas muy negativamente, porque además se encuentran ante unos consumidores muy endeudados y con menores posibilidades para seguir manteniendo su nivel de consumo. Y, finalmente, hay que tener en cuenta que la Reserva Federal puede verse obligada a tener que subir el tipo de interés, en el caso de que se produzcan importantes subidas de precios.

2. La dependencia del petróleo es menor. Un segundo factor a considerar es que existe una mayor concienciación respecto a la necesidad de

reducir la dependencia respecto del petróleo por parte de la mayoría de los países desarrollados. Ello supone que a pesar de la importante subida que ha experimentado el precio de este producto, como se recoge en el Gráfico 2 anterior, tenga una repercusión menor, aunque sigue siendo importante, en algunas economías. En este proceso, los avances tecnológicos pueden ayudar a conseguir esa reducción de dependencia. El consumo de petróleo no ha aumentado en los países de la OCDE en comparación con el existente en los años setenta del pasado siglo, siendo los países que no se incluyen dentro de la OCDE los que experimentan un mayor aumento.

En este sentido, hay que tener en cuenta también que la mayor parte de la actividad recae en el sector servicios y no en la industria, como sucedía en los años setenta, que utiliza en menor medida este recurso.

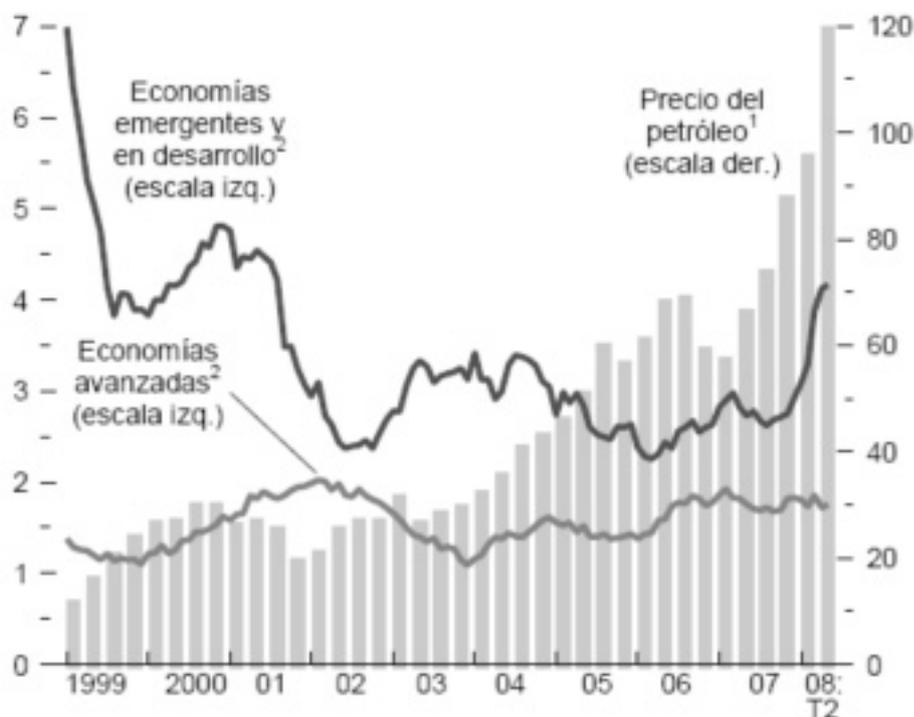
Además, en este ámbito, hay que señalar también que la subida del precio del petróleo se debe en gran medida al aumento de la demanda del producto por parte de algunos países en fuerte expansión, como es el caso de China e India.

Por lo que se refiere a la inflación, el Gráfico 3 nos muestra que a pesar de la subida del precio del petróleo, la inflación básica en los países más desarrollados no ha experimentado subidas importantes, sino más bien una cierta estabilidad desde 2004, lo contrario de lo que sucede en las economías emergentes y en desarrollo, en las que tras la tendencia decreciente del periodo 2002-2005, se ha producido un proceso alcista.

3. Como hemos señalado anteriormente, uno de los temores que han mostrado tanto los decisores políticos como algunos teóricos, es la posibilidad de que apareciera la temida estanflación. El Gráfico 4 nos muestra la evolución de los índices de precios al consumo y el PIB de los Estados Unidos. Como se puede comprobar, la situación es muy diferente en ambas variables. Ello puede deberse a que las autoridades monetarias diseñan sus medidas en función de las expectativas de inflación, a las que nos referimos seguidamente.

4. Como acabamos de indicar, la forma de actuar en política económica ha cambiado. En la actualidad las autoridades económicas dependen en gran medida de la confianza de los agentes ▷

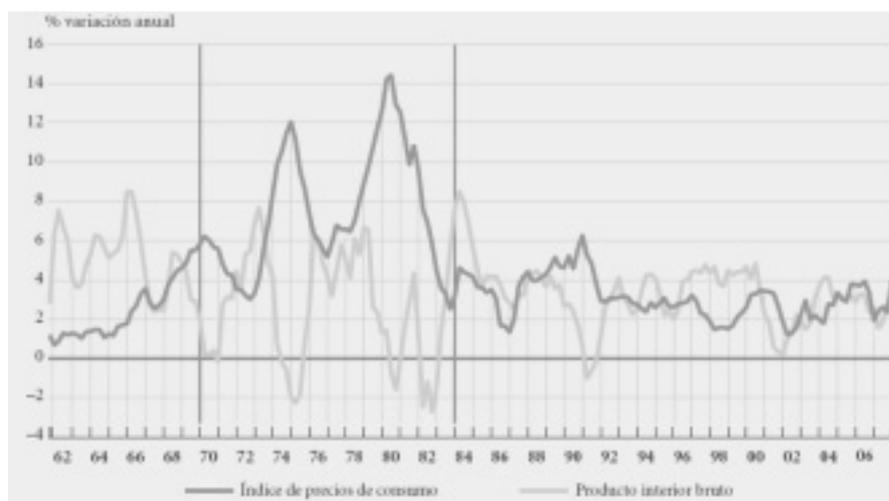
GRÁFICO 3  
INFLACIÓN BÁSICA Y PRECIO DEL PETRÓLEO  
(Porcentaje y dólares de EEUU por barril)



1. Promedio trimestral simple de los precios de las variedades de crudo UK Brent, Dubai y West Texas Intermediate.
2. Variación porcentual en 12 meses del IPC básico. Los agregados se calculan con ponderaciones ajustadas según la paridad del poder adquisitivo (PPA).

Fuentes: Haver Analytics; base de datos del FMI sobre precios de los productos básicos primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.

GRÁFICO 4  
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO Y PIB ESTADOUNIDENSES



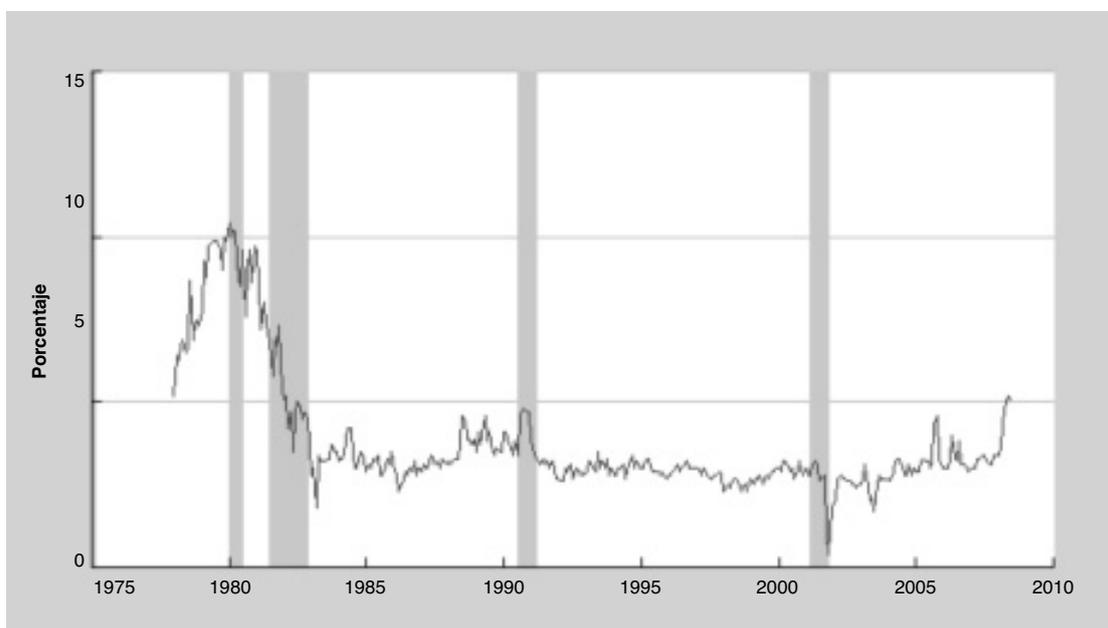
NOTA: PIB a precios constantes del 2000. Variación interanual, datos trimestrales.

Fuente: La Caixa, Informe Mensual, mayo, 2008, p. 12, con datos del Bureau of Economic Analysis

económicos. A la hora de diseñar las políticas tienen que contar con ella, por lo que todas las actua-

ciones que generen riesgo y, por consiguiente, incertidumbre, tienen efectos muy negativos. A su ▷

GRÁFICO 5  
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Las áreas sombreadas indican recesiones en EE.UU. definidas por el NBER. Reserva Federal de San Luis (2008): [research.stlouisfed.org](http://research.stlouisfed.org).  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

vez, las nuevas tecnologías facilitan la transmisión de la información de una forma rápida y barata, de tal forma que los individuos pueden elaborar sus expectativas de una forma relativamente sencilla, por lo que las autoridades económicas tienen que ganarse esa confianza. De ahí que traten de ganar la mayor credibilidad posible, lanzando mensajes respecto a las medidas que pretenden implantar. En este sentido, se concede gran importancia a las expectativas sobre inflación, por lo que sólo se deciden a implantar medidas más expansivas cuando dichas expectativas son firmes. Cuando se tambalean se vuelve hacia políticas monetarias restrictivas para evitar la espiral de inflación.

En este caso, tal y como se muestra en el Gráfico 5, las expectativas de inflación son menores y más estables que durante los años setenta y comienzos de los ochenta del pasado siglo y similar a la de los otros momentos de recesión de la economía estadounidense (recogidos en las partes sombreadas) a excepción de 2001. A pesar del rebrote que se muestra en el último dato, la información recogida en el gráfico supone la posibilidad de que la Reserva Federal pueda

aplicar una política monetaria en cierta medida expansiva.

5. Los mercados están mucho más interrelacionados. El proceso de globalización que han experimentado las economías en las últimas décadas, ha favorecido no sólo la aparición de nuevos mercados, con las correspondientes posibilidades para encontrar nuevos nichos para los productos, sino que también ha permitido la contención de la inflación, proceso al que ha ayudado los avances tecnológicos. La reducción en los costes de transporte, el abaratamiento de los medios para producir, la necesidad de ser competitivos no sólo para mantener la cuota de mercado, sino también para poder acceder a otros mercados, son factores que han sido útiles para evitar brotes inflacionistas importantes.

6. La confianza de los consumidores. A este aspecto ya nos hemos referido anteriormente y se trata de un aspecto muy importante en el ámbito de la política económica, ya que el consumo es uno de los factores que más estimulan el crecimiento económico en la mayoría de los países desarrollados. Especialmente, desde las últimas décadas del ▷

siglo pasado y gracias a la evolución tan positiva que ha experimentado la renta, se ha producido un importante comportamiento consumista, que ha favorecido el crecimiento de la economía. Por ello, el comportamiento del consumidor es un indicador de la marcha de la economía y si es positivo se tengan esperanzas de que la situación se pueda mejorar en un periodo no demasiado largo del tiempo. En este sentido, los datos sobre el consumo en Estados Unidos indican que en 2008 se va a reducir drásticamente respecto a 2007, ya que ha pasado del 2,1 por 100 al 0,8 por 100.

Esta situación se ve corroborada por los datos sobre sentimientos del consumidor que recogíamos en el Gráfico 1 anterior, en la que se muestran los menores sentimientos de los consumidores en la actualidad en relación con los datos de otros momentos de crisis en la economía estadounidense. Es de gran importancia tratar de reducir este pesimismo, para que las actuaciones tendentes a aumentar la renta disponible tengan los efectos buscados sobre el consumo e indirectamente sobre el crecimiento económico. Por tanto, por lo que se refiere a este aspecto, hay una diferencia notable, y en este caso perjudicial, respecto a otras situaciones críticas experimentadas por la economía norteamericana. Las bajadas en los tipos de interés o las reducciones fiscales no se van a ver traducidas en aumentos del consumo, hasta que no mejoren estos sentimientos.

7. Una explicación alternativa de la crisis. A pesar de que se han dado explicaciones de la crisis dentro de lo de que se denomina la ortodoxia, han aparecido también otras más heterodoxas. En este sentido, se ha planteado que la crisis actual podría explicarse por la aportación de H. Minsky (1982, 1986) denominada Hipótesis de la Inestabilidad Financiera. Este economista americano que fue alumno de Schumpeter y de Leontieff, entre otros, señala que el sistema capitalista se caracteriza por tener una importante fragilidad financiera que da lugar a las crisis. Basándose en la idea de Keynes sobre la inestabilidad de los mercados financieros, Minsky mostró cómo evoluciona esa inestabilidad y cómo afecta a la economía. Señaló que existen cinco fases en el ciclo: desplazamiento, *boom*, euforia, recogida de beneficios y pánico. En términos generales, plantea que en épocas de prospe-

ridad aparece una euforia especulativa, aumentando el volumen de crédito, que se mantiene hasta que no puede pagarse, apareciendo así una cantidad importante de impagos que dan lugar a la crisis. Ello genera una contracción del crédito, que afecta incluso a las empresas que pueden pagarlo, introduciendo a la economía en una recesión.

Esta explicación simple se ha aplicado a la crisis actual. Por ejemplo Cassidy (2008) aplica las cinco fases del ciclo expuestas por Minsky a la situación actual. El desplazamiento sucede cuando los inversores se estimulan por alguna circunstancia, por ejemplo una innovación. Dicha situación comenzó, según Cassidy, en 2003, cuando Alan Greenspan decidió reducir los tipos de interés a corto plazo en un 1 por 100. Ante la posibilidad de endeudarse a unos costes muy bajos, se produjo rápidamente un *boom* especulativo en los bienes inmobiliarios, que condujo a la euforia de los bancos en la concesión de créditos a personas que entrañaban alto riesgo y creándose nuevos instrumentos financieros. En este contexto, algunas entidades obtuvieron beneficios, pero el pánico empezó a generarse cuando en julio algunas entidades que habían invertido una gran cantidad de sus recursos en las hipotecas *subprime*, quebraron.

Si aceptamos este tipo de explicación, resulta relevante conocer cuáles son los factores de los periodos expansivos y contractivos del ciclo. En este sentido, la situación de las empresas desempeña un papel esencial. En concreto, Minsky (1986) señala tres tipos de empresas:

1. Empresa protegida (*hedge firm*) que es aquella en la que su *cash flow* le permite hacer frente a las deudas que tiene contraídas.
2. Empresa especulativa, que es aquella en la que el *cash flow* le permite pagar los intereses de la deuda, pero no amortizar el capital, por lo que necesita ser refinanciada.
3. Empresa Ponzi, en la que el *cash flow* no le permite ni siquiera pagar los intereses de la deuda, por lo que su necesidad de refinanciamiento es todavía mayor. Ante esta situación, se ve obligada a tener que vender activos o a endeudarse aún más.

Si predominan las primeras, entonces la economía dispone de un sistema financiero robusto y ▷

tiende al equilibrio. Por el contrario, si predominan las dos últimas, entonces, el sistema financiero es frágil y la economía se va desviando del equilibrio y entra en fases contractivas.

La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera señala que la economía transita de estados en los que hay relaciones financieras que hacen que el sistema sea estable hacia otros en los que dichas relaciones lo hacen inestable. Ello se debe principalmente a la circunstancia de que cuando el tipo de interés es inferior a la tasa de beneficio, las empresas tienden a cambiar de ser protegidas a tipo Ponzi. Así pues, la reducción en el tipo de interés propicia este trasvase, dando lugar a la fase de euforia que propicia la sobrevaloración y a las operaciones de compraventa rápidas, y el aumento de crédito que acompaña a este tipo de actividades hace que aumente el tipo de interés por encima de la tasa de beneficio. En este momento las empresas protegidas pueden hacer frente a sus obligaciones, y las demás tendrán serios problemas. Se produce una contracción del crédito, ya que los prestamistas serán más cuidadosos a la hora de prestar y la subida del tipo de interés se trasladará a los precios, afectando a la economía en general.

Si se acepta esta explicación, entonces las acciones a emprender van más allá de las polémicas tradicionales sobre si hay que reducir impuestos en la economía para estimular la demanda, o aumentar el gasto público, o flexibilizar más el mercado de trabajo, etc. Desde esta perspectiva, lo importante reside en cómo reformar el sistema financiero para que en vez de desestabilizar la economía haga precisamente lo contrario, en analizar el papel que deben desempeñar las instituciones crediticias en la economía y en establecer estructuras institucionales que sean eficientes a la hora de evitar problemas como los ocasionados por las hipotecas *subprime*.

## 5. Conclusiones

A lo largo de los epígrafes anteriores hemos expuesto las causas que han dado lugar a la crisis actual en Estados Unidos y que ha afectado en mayor o menor medida a otros países. Si bien los problemas empezaron en el ámbito financiero, han pasado al entorno real, dando lugar a que las previsiones sobre el crecimiento del PIB y empleo no sean muy halagüeñas.

Como suele ocurrir cuando se considera que el problema es importante, se ha tratado de comparar la situación actual con la que se produjo en la década de los años setenta del pasado siglo, pero como hemos expuesto, existen discrepancias notables entre ambas, por lo que habrá que tratar de establecer medidas pensadas específicamente para esta situación. Una alternativa a las medidas tradicionales sería considerar la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky, que supondría analizar la situación del sistema financiero para establecer los controles necesarios y dotar de mayor eficiencia a las instituciones para que eviten futuros problemas como los que se han derivado de las hipotecas *subprime*.

## Bibliografía

- [1] CASSIDY, J. (2008): «The Minsky Moment», *The New Yorker*, 4 de febrero.  
[http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco\\_talk\\_cassidy](http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy)
- [2] LA CAIXA (1997): «Crisis financieras y cómo escapar de la rueda de la historia», *Informe Mensual*, diciembre.
- [3] MINSKY, HYMAN P. (1982): *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- [4] MINSKY, HYMAN P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Conn.: Yale University Press.