
LAS CRISIS BANCARIAS Y EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN LA GRAN DEPRESIÓN Y EN LA ACTUALIDAD

*Richhild Moessner**

*William A. Allen***

La crisis financiera global de 2008-2009 fue un evento raro. Ha habido muchas crisis financieras localizadas, sobre todo desde la década 1980¹, pero ninguna de alcance geográfico comparable a la de 1931.

Hoy sería prematuro declarar que la crisis terminó. Pero es claro que el optimismo retornó; por ejemplo, el FMI previó (en octubre de 2010) un crecimiento global del PIB del 4,8% en 2010, después de una contracción estimada del 0,6% en 2009. Por tanto, la crisis al menos se apaciguó, y la reincidencia sería un nuevo evento².

La crisis de 1931 tuvo un alcance global, como la de 2008-2009. Y llevó al desastre porque intensificó y globalizó la Gran Depresión y todos sus males. Este escrito compara las crisis bancarias de 1931 y 2008-2009, para identificar las semejanzas y diferencias de escala y naturaleza, y de la respuesta de los bancos centrales.

* Banco de Pagos Internacionales, [richhild.moessner@bis.org].

** Magíster en Economía, asesor técnico del Comité de Hacienda de House of Commons, consultor de NBNK Investments Ltd. y profesor del Cass Business School, Londres, Inglaterra, [bill@allen-economics.com]. Los puntos de vista que aquí se expresan son de los autores y no reflejan los del BIS. Agradecemos a Bob Aliber, Peter Bernholz, Matt Canzoneri, Forrest Capie, Dale Henderson, Takamasa Hisada, Andy Levin, Ivo Maes, Ed Nelson, Catherine Schenk, Peter Stella, Philip Turner y a los participantes en los seminarios del Departamento Monetario y Económico del BIS, la Junta de la Reserva Federal, la Universidad Georgetown y la London School of Economics por sus útiles comentarios. También agradecemos a Bilyana Bogdanova y Swapan Pradhan por su excelente asesoría estadística y ayuda en la investigación. Los errores restantes son responsabilidad nuestra. Artículo publicado en el *Financial History Review* 18, 1, 2011, pp. 1-20. Se publica con autorización del Cambridge University Press. Traducción de Alberto Supelano.

¹ Ver IMF (2002, 134).

² En mayo de 2010, la crisis financiera griega y sus repercusiones provocaron la reapertura de las líneas de canje de la FED con los bancos centrales extranjeros que se habían dejado vencer a comienzos del año.

El momento de la crisis bancaria respecto del descenso de la economía real fue diferente en los dos episodios. En un interesante artículo de octubre de 2009, Almunia et al. comparan las primeras etapas de la recesión activada por la crisis financiera reciente con la Gran Depresión de los años treinta. En el primer episodio, el pico de la producción industrial, que ellos sitúan en junio de 1929, ocurrió casi dos años antes de que la crisis bancaria empeorara con el derrumbe de Creditanstalt de Viena en mayo de 1931. Y sitúan el pico reciente de producción industrial en abril de 2008. Varios meses después de los primeros signos de crisis bancaria, como el drenaje de liquidez en los mercados de depósitos interbancarios en agosto de 2007 y la corrida de Northern Rock del Reino Unido en septiembre de 2007, y cinco meses antes de la quiebra de Lehman Brothers, después de la cual la producción declinó precipitadamente. Almunia et al. muestran que “el declive global de las manufacturas en los doce meses siguientes al pico global de producción industrial, que situamos a comienzos de 2008, fue tan agudo como en los doce meses siguientes al pico de 1929”, que “las bolsas de valores globales cayeron aún más rápidamente que hace 80 años” y “que el comercio mundial cayó incluso más rápido en el primer año de esta crisis que en 1929-1930”. También argumentan que “la respuesta de política monetaria y fiscal [...] fue más rápida y más fuerte esta vez”³.

Nuestro propósito es más limitado que el de Almunia et al., pues solo comparamos las crisis bancarias y no examinamos datos de la “economía real”. La justificación de este enfoque es que hay consenso en que la contracción de la liquidez causada por las quiebras bancarias fue ampliamente responsable de la propagación y la intensificación de la Gran Depresión⁴. En este enfoque, la comprensión de las crisis bancarias y de cómo se manejaron es importante en sí misma. Sin

³ Ver Almunia et al. (2009).

⁴ Friedman y Schwartz (1963) presentaron una interpretación monetaria de la Gran Depresión. Bernanke y James (1991) mostraron que la producción industrial era mucho más débil en los países donde hubo pánicos bancarios que donde no los hubo, lo cual indica la importancia de los pánicos bancarios en la propagación de la depresión. En una línea similar, Ritschl (2009) señala que en la Gran Depresión el hecho análogo al derrumbe de Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue el colapso del Creditanstalt de Viena en el verano de 1931, y no la crisis bursátil de 1929. Esto también es congruente con el punto de vista de B. DeLong: “si hay un periodo de los años treinta que obsesiona a los historiadores económicos es el de la primavera y el verano de 1931, pues fue cuando la aguda depresión de Europa y América del Norte que empezó en el verano de 1929 en Estados Unidos, y en el otoño de 1928 en Alemania, se convirtió en la Gran Depresión” (citado en Ahamed, 2009), y con el punto de vista de Ahamed (ibíd.), para quien “las convulsiones monetarias y bancarias de 1931 cambiaron la naturaleza del colapso económico”.

embargo, la capacidad de comprensión está limitada por la disponibilidad de datos, en especial sobre la crisis de 1931.

Bordo y James analizan la analogía entre la recesión reciente y la Gran Depresión, y comentan:

Hay muchas lecciones de la Gran Depresión que se pueden y se deben aprender con respecto al manejo de nuestra crisis actual. La más importante –donde la lección es más obvia– es la de evitar el error de política monetaria de no intervenir ante la crisis bancaria. Las políticas de los principales bancos centrales –la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra– sugieren que esta lección se ha aprendido en lo fundamental (Bordo y James, 2009, 25).

Compartimos esa conclusión y señalamos que, a comienzos de los años treinta, el patrón oro impidió el tipo de intervención monetaria que requería la situación económica.

Empezamos comparando la escala de las dos crisis en las secciones 2 y 3. Analizamos las reacciones oficiales a las crisis en la sección 4, y los factores que incidieron en las diferentes reacciones oficiales en la sección 5. En la sección 6 presentamos las conclusiones.

LA MAGNITUD DE LAS CRISIS

No hay un indicador único de la magnitud de una crisis financiera. Aun conceptualmente es difícil pensar en un indicador totalmente satisfactorio. Por ejemplo, una crisis que podría tener efectos adversos masivos si es mal manejada puede tener efectos pequeños si es bien manejada. En otras palabras, hay una relación inversa inevitable entre la escala de la crisis y la capacidad para manejarla.

Todo lo que podemos hacer es comparar los indicadores observables de la escala de ambas crisis, reconociendo que no podemos identificar por separado los efectos del choque original y de los esfuerzos realizados para contenerlos. De hecho, no podríamos asegurar que podemos precisar exactamente cuál fue el choque original en cada caso.

Recurrimos a dos indicadores observables: el crédito internacional de corto plazo y los depósitos bancarios totales, domésticos y externos. La elección es dictada en parte por la escasez de datos de 1931.

EL CRÉDITO INTERNACIONAL DE CORTO PLAZO

La escala del retiro del crédito internacional de corto plazo durante la Gran Depresión puede ser medida por los datos del endeudamiento internacional de corto plazo (obligaciones brutas) de Estados Unidos y los países europeos que se muestran en el cuadro 1, el cual pasó de

CHF 70 mil millones a finales de 1930 a CHF 45 mil millones a finales de 1931, una reducción del 36% en un solo año. El franco suizo (CHF), igual que el dólar de Estados Unidos, no se devaluó con respecto al oro durante 1931; pero si el endeudamiento internacional se hubiera medido en libras esterlinas, por ejemplo, la reducción porcentual durante 1931 sería menor.

Cuadro 1

Endeudamiento internacional de corto plazo total (obligaciones brutas) de Estados Unidos y los países europeos
(Miles de millones de francos suizos)

Finales de	Total ¹	Total excepto activos del banco central en moneda extranjera ²	Obligaciones externas de Alemania ³	Obligaciones externas del Reino Unido ⁴	Obligaciones externas reportadas por los bancos de Estados Unidos ⁵
1930	70	56	20	18	12
1931	45	38		7	7
1932	39	35		8	4
1933	32	28,5		9	1

¹ 4th BIS Annual Report 1933-1934.

² y ³ Conolly (1936).

⁴ Williams (1963) y Reino Unido (1951). Los datos del Reino Unido incluyen obligaciones externas netas de los bancos, y títulos del gobierno británico mantenidos por los bancos del Reino Unido para cuentas externas.

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (1976), cuadro 161, "Activos y obligaciones de corto plazo con el extranjero reportadas por los bancos de Estados Unidos". Las obligaciones externas reportadas por el Reino Unido y Estados Unidos se valoraron en francos suizos usando las tasas de cambio del League of Nations Statistical Yearbook 1936/37. Los datos de las columnas 1 a 3 son mutuamente congruentes, pero no con los datos de las columnas 4 y 5, que son de revisiones posteriores y de fuentes diferentes.

Conolly (1936) presenta estimaciones aproximadas de las fuentes del descenso de CHF 25 mil millones en deudas internacionales de corto plazo durante 1931. Calcula que CHF 3,5 mil millones obedecieron a la depreciación de las monedas; CHF 6,5 mil millones a liquidación de reservas de divisas del banco central en oro y moneda extranjera; CHF 5 mil millones a alivios de créditos otorgados por los bancos centrales y otros; y los CHF 10 mil millones restantes a otras fuentes, incluido el descenso de las reservas de divisas de los bancos comerciales por venta de títulos, cambios en la financiación comercial y pérdidas. Excluida la reducción de CHF 3,5 mil millones debida a la depreciación de las monedas, una valoración aproximada del ajuste de las tasas de cambio, el endeudamiento internacional de corto plazo de Estados Unidos y los países europeos disminuyó en CHF 21,5 mil

millones entre finales de 1930 y finales de 1931, una reducción del 30,7% en un solo año.

Conolly (1936) también estima la composición del endeudamiento internacional de corto plazo (ver cuadro 2). Calcula que el endeudamiento internacional de corto plazo relacionado con la financiación comercial era el 31% del total a finales de 1930, y que se redujo en un 32% entre finales de 1930 y finales de 1931. Señala que la categoría “Otros” incluye “tipos de fondos como los de los bancos australianos e irlandeses en Londres, que en cierta medida complementan las reservas en libras esterlinas del Commonwealth Bank y de la Irish Currency Commission, y los préstamos anormales de corto plazo del periodo de posguerra”. Excluyendo sus estimaciones de los activos del banco central en moneda extranjera (cuadro 1), el endeudamiento internacional de corto plazo pasó de CHF 56 mil millones a finales de 1930 a CHF 38 mil millones a finales de 1931, una reducción del 32% en un solo año.

Como muestra el cuadro 1, la caída del endeudamiento internacional de corto plazo de ningún modo terminó a finales de 1931. El desapalancamiento de los mercados internacionales de crédito de corto plazo continuó en 1933, y a finales de 1933 había descendido en un 54%, en francos suizos de finales de 1930.

Cuadro 2

Endeudamiento internacional de corto plazo total (obligaciones brutas) de Estados Unidos y los países europeos
(Miles de millones de francos suizos)

	Finales de 1930	Finales de 1931
Financiación comercial	22	15
Activos del banco central en moneda extranjera	14	7
Servicio de la deuda externa	4	3
Otros	30	20
Total	70	45

Nota: el servicio de la deuda externa calculado por Conolly cubre los intereses de tres meses, usando un cuadro especial de un memorándum de la Liga de Naciones sobre balanza de pagos, con estimaciones para los datos faltantes.

Fuentes: Conolly (1936).

Estas cifras subvaloran en un aspecto importante el descenso del endeudamiento internacional de corto plazo durante los años treinta. En muchos casos, la solución de los problemas financieros de los bancos comerciales incluía “acuerdos de prórroga” con los acreedores, por los cuales estos acordaban no exigir el reembolso inmediato. Así, en

muchos casos, las deudas de corto plazo se convertían, en esencia si no en la forma, en deudas de largo plazo y dejaban de ser líquidas.

Para la crisis de 2008-2009 se pueden usar los datos del BIS sobre la banca y los mercados de valores internacionales para estimar la magnitud del descenso del endeudamiento internacional de corto plazo, el cual incluye el total de depósitos bancarios y de títulos de deuda internacionales pendientes con madurez de hasta un año. Los datos correspondientes se muestran en el cuadro 3.

El descenso del endeudamiento internacional de corto plazo total, desde el pico (a finales de 2008-I) hasta finales de 2009-IV, fue de 4.847 mil millones de dólares, cerca del 15%⁵. Según este indicador, la reducción porcentual fue mucho menor en 2008-2009 que en 1931. Además no había acuerdos de prórroga significativos.

Cuadro 3
Endeudamiento internacional de corto plazo, 2008-2009
(Miles de millones de dólares)

	Depósitos bancarios internacionales		Títulos de deuda internacional con madurez de hasta un año		Endeudamiento internacional de corto plazo total	
	A finales del trimestre	Variación durante el trimestre (ajustada por las tasas de cambio)	A finales del trimestre	Variación durante el trimestre (ajustada parcialmente por las tasas de cambio)	A finales del trimestre	Variación durante el trimestre (ajustada parcialmente por las tasas de cambio)
2007-IV	27.131		3.744		29.378	
2008-I	29.322	+1.113	4.247	+454	32.229	+1.566
2008-II	28.088	-1.157	4.391	+148	31.074	-1.008
2008-III	26.838	+10	4.149	-159	29.696	-149
2008-IV	24.342	-1.692	3.944	-157	27.155	-1,849
2009-I	23.068	-777	3.735	-179	25.771	-956
2009-II	23.396	-487	3.934	+145	26.311	-343
2009-III	23.478	-281	4.128	+175	26.528	-106
2009-IV	23.100	-231	3.917	-205	26.085	-436
2010-I	22.881	+397	3.821	-60	25.756	+337

Fuentes: BIS, Estadísticas Bancarias Internacionales, cuadro 3A, estadísticas de títulos internacionales, cuadros 14A y 17B. Para más información, ver el anexo de datos.

⁵ Los títulos de deuda internacional con madurez de hasta un año incluyen instrumentos del mercado de dinero y títulos de deuda de más largo plazo con un vencimiento residual de menos de un año (p. ej., eurobonos). Para los fines de este artículo, el descenso del endeudamiento internacional de corto plazo se debería calcular excluyendo los títulos de deuda de más largo plazo con vencimiento residual de menos de un año. Pero esto no hace mucha diferencia. En el cálculo alternativo, la caída del endeudamiento internacional de corto plazo entre finales de 2008-I y finales de 2009-IV fue de 4.925 billones de dólares, un 16,1% con respecto al pico.

DEPÓSITOS BANCARIOS TOTALES

Aunque los datos de endeudamiento internacional de corto plazo dan una indicación de la escala de los aspectos internacionales de las dos crisis bancarias, la banca internacional es solo una parte de la totalidad de la banca. Los depósitos bancarios totales proporcionan entonces otro indicador de la escala de las dos crisis.

Los datos publicados en los Anuarios Estadísticos de la Liga de las Naciones⁶ dan información sobre la evolución de los depósitos de los bancos comerciales, país por país, durante 1931. Muestran los cambios porcentuales de los depósitos totales de los bancos comerciales calculados en las monedas nacionales.

Cuadro 4
Depósitos de los bancos comerciales 1930-1935
(Millones de dólares de Estados Unidos)

	Volumen de depósitos a finales de 1929	Variaciones porcentuales en:					
		1930	1931	1932	1933	1934	1935
Estados Unidos	44.441	+0,5	-8,4	-22,8	-11,8	+15,3	+11,4
Canadá	2.697	-7,8	-4,7	-5,2	-0,1	+5,3	+8,4
Argentina	3.765	+1,4	-11,1	+0,2	-1,6	-1,1	+0,6
Japón	4.592	-6,0	-5,6	-0,5	+7,3	+7,2	+5,6
India	746	+3,9	-7,1	+10,3	+1,6	+2,8	
Reino Unido	10.904	+3,1	-7,5	+12,8	-1,5	+1,4	+5,6
Austria	382	+18,3	-47,3 ¹		-14,3	-5,3	+0,2
Francia	1.862	+4,3	-3,1	-2,4	-11,8	-5,6	-10,6
Alemania	4.042	-7,3	-25,6	-11,5	-5,5	+6,7	
Hungría	334	+0,3	-16,1	-7,5	+1,1	-4,7	+4,6
Italia	2.223	-2,5	-12,1	-8,3	-2,5	-2,7	-8,4
España	1.340	+7,6	-18,0	+5,2	+2,9	-1,2	+8,7
Polonia	155	+2,2	-30,3	-7,7	-6,4	+11,9	-2,6

¹ Variación en 1931 y 1932. Los datos de finales de 1931 no están disponibles.

Fuente: League of Nations, Statistical Yearbook 1933-1934, cuadro 106 (tasas de cambio de finales de 1929); Statistical Yearbook 1936-1937, cuadro 129 (depósitos de los bancos comerciales en monedas nacionales).

Los países que se incluyeron en el cuadro 4 satisfacen cualquiera de los siguientes criterios:

- El PIB real estimado en 1931, medido en dólares internacionales Geary-Khamis⁷ de 1990 por Angus Maddison para el Centro de Crecimiento y Desarrollo de Groninga⁸, era uno de los once más grandes del mundo, excepto China, la URSS e Indonesia, para los cuales no hay datos de depósitos bancarios. Esos once países re-

⁶ Ver [<http://www.library.northwestern.edu/govinfo/collections/league/stat.html>].

⁷ Para una explicación del método de agregación de Geary-Khamis, ver [http://unstats.un.org/unsd/methods/icp/ipc7_hm.htm].

⁸ Ver [<http://www.ggd.net/maddison/>].

presentaban el 78,5% del PIB agregado en 1931 de los países para los cuales existen estimaciones del PIB, aparte de China, la URSS e Indonesia.

- Experimentaron una grave crisis bancaria (Austria, Hungría).

No intentamos construir un agregado global de depósitos bancarios. Los depósitos totales de los bancos comerciales de los países incluidos en el cuadro 4 disminuyeron en 1931, y en muy alto porcentaje en Alemania, Hungría y Austria (en 1931 y 1932), donde hubo graves problemas de solvencia bancaria en 1931.

No es sencillo calcular las variaciones de los depósitos bancarios en 2008-2009. Existe información estadística detallada, pero no es congruente entre países. Y se debe tener cuidado para determinar cuáles agregados analizar. Es claro que los mercados de depósitos interbancarios se contrajeron durante la crisis, pero la reducción de depósitos interbancarios no puede haber reducido los recursos de financiación disponibles para la banca en su conjunto⁹. Nuestro objetivo es entonces medir la variación de los depósitos de fuentes no bancarias. Para ello usamos estadísticas bancarias consolidadas donde están disponibles, puesto que para cada país son netas de los depósitos colocados por un banco doméstico en otro. Pero las estadísticas bancarias consolidadas normalmente no distinguen entre depósitos de los bancos extranjeros y entidades no bancarias extranjeras, o entre préstamos a bancos extranjeros y a entidades no bancarias extranjeras. Por ello, cuando utilizamos las estadísticas bancarias consolidadas¹⁰, los depósitos totales que analizamos incluyen los depósitos de bancos extranjeros. Los cálculos se resumen en el cuadro 5, el cual muestra las variaciones porcentuales del valor en moneda nacional de los depósitos en los bancos comerciales localizados en cada país entre septiembre de 2007-agosto de 2008 y septiembre de 2008-agosto de 2009 (es decir, antes y después de la quiebra de Lehman Brothers). En los casos de países donde hubo una caída apreciable de los depósitos durante el periodo de crisis¹¹, el cuadro también muestra las variaciones de los depósitos bancarios desde el máximo hasta el mínimo en el periodo 2008-2009, y las fechas respectivas. En algunos casos, el mínimo corresponde a un pasado muy reciente y es por supuesto posible que en algunos países haya salidas de depósitos adicionales a las que registra el cuadro 5.

⁹ Aunque la facilidad con la cual los bancos podían prestarse fondos se redujo notablemente, de modo que la demanda bancaria de activos líquidos aumentó.

¹⁰ El área del euro, el Reino Unido y Dinamarca en el cuadro 4.

¹¹ Para nuestros propósitos, una "caída apreciable" es una caída que dura al menos tres meses consecutivos o cuya magnitud acumulada excede el 5%.

Cuadro 5
Variaciones de depósitos bancarios durante la crisis económica
de 2008-2009

(Variaciones porcentuales medidas en monedas nacionales)

País	Depósitos totales a finales de 2007 (miles de millones US\$)	Variación % de los depósitos bancarios sep. 2007-agosto 2008	Variación % de los depósitos bancarios sep. 2008- agosto 2009	Fecha del pico de los depósitos bancarios (fin de mes)	Fecha de la máxima salida (fin de mes)	Salida acumulada como % del pico de depósitos
Estados Unidos	6.714	+7,8 ^a	+9,3 ^b		ND	
Canadá	1.604	+9,5	+0,2 ^c		ND	
Área europea	13.209	+0,5	-0,6		ND	
Reino Unido	11.063	+3,2	-6,5	Mar. de 2008	Dic. 2009	-10,6
Suiza	1.155	-9,7	-1,1	May. de 2007	Dic. 2009	-15,3 ^d
Hong Kong	752	+6,8	+10,8	Oct. de 2007	Ago. 2008	-7,8
				Oct. 2008	Oct. 2009	
Singapur	1.147	+13,8	-6,3	(obligaciones totales)	(obligaciones totales)	-10,8
Australia	1.381	+18,4	+5,4		ND	
Rusia	428	+32,8	+14,5	Ago. 2008	Nov. 2008	-5,4
Japón	4.956	+2,0	+1,6	ND		
China	5.251	+15,8	+29,0	ND		
Corea	680	+14,7 ^e	+14,0 ^e	ND		
India	760 ^f	+22,0 ^g	+20,5 ^h	ND		
Brasil ⁱ	430	+33,9	+17,4	ND		
México	201	+12,0	+12,1	ND		
Dinamarca	221	+6,9	-0,2	ND		
Islandia	47	+30,8	ND	Depósitos extranjeros (66% de los depósitos totales a finales de septiembre de 2008) inmovilizados el 10 de octubre de 2008. No hay datos disponibles después de finales de septiembre de 2008.		

^a 29 de agosto de 2007 a 27 de agosto de 2008.

^b 27 de agosto de 2008 a 26 de agosto del 2009.

^c solamente sep.-dic. de 2008; no hay datos comparables después de 2008.

^d obligaciones con los clientes.

^e el año comienza a finales de septiembre.

^f al 4 de enero de 2008.

^g 31 de agosto de 2007 a 29 de agosto de 2008.

^h 29 de agosto de 2008 a 28 de agosto de 2009.

ⁱ los datos se refieren a "depósitos de dinero de los bancos". Ver el anexo de datos para más detalles.

Las economías incluidas en el cuadro (el área europea se trata como una sola economía para este propósito) satisfacen cualquiera de los siguientes criterios: a) el PIB de 2008 calculado a tasas de cambio de PPA era uno de los once más grandes del mundo. Esos once países representaban el 73,9% del PIB global calculado del mismo modo, según el IMF¹²; b) tienen una gran industria financiera internacional (incluidos Suiza, Hong Kong, Singapur y Australia); c) tenían un compromiso de tasa de cambio que representaba un derecho contingente sobre sus reservas en divisas (Rusia, Dinamarca); d) fueron forzados a imponer controles de cambios porque los bancos no podían cubrir las salidas de depósitos (Islandia).

¹² Ver IMF World Economic Outlook database, abril de 2010.

Las diferencias del valor en moneda doméstica de los depósitos totales registradas entre dos fechas diferentes no solo reflejan el flujo de depósitos entre esas dos fechas sino también la variación del valor de los depósitos en moneda extranjera desde la fecha inicial debida a las variaciones en las tasas de cambio. En los países donde los depósitos en moneda extranjera constituyen una proporción significativa de los depósitos totales, pueden ser importantes estos efectos de valoración. Donde los datos disponibles lo permiten, ajustamos los datos para excluir los efectos de valoración y estimar el flujo de depósitos. Donde no pudimos hacer un ajuste, por falta de datos, pero donde los efectos de la variación de la tasa de cambio pueden ser significativos, pusimos en cursivas los datos del cuadro 5.

Las principales características de los flujos de depósitos del cuadro 5 son:

- a. Hubo salidas de depósitos de los bancos del Reino Unido, Suiza, Rusia, Hong Kong y, aparentemente, Singapur¹³. Aunque los cinco países de mayores salidas incluían cuatro grandes centros bancarios internacionales, la comparación de los cuadros 4 y 5 muestra que las caídas de depósitos que ocurrieron en 2008-2009 no fueron tan generalizadas o tan grandes como las de 1931. Quizá esto se deba en gran parte a la existencia de seguros de depósitos bancarios, y a su fortalecimiento en varios países durante la crisis reciente para ayudar a evitar corridas bancarias (como veremos más adelante).
- b. El país a cuyos bancos les fue peor fue Islandia, donde los depósitos en moneda extranjera se inmovilizaron en octubre de 2008. Pero los depósitos totales en los bancos islandeses eran relativamente pequeños: 47 mil millones de dólares a finales de 2007 (y 42 mil millones a finales de septiembre de 2008).
- c. En algunos países, como Estados Unidos, el crecimiento de los depósitos fue mayor en el año posterior a la quiebra de Lehman que en el año anterior. No obstante, algunos bancos de esos países experimentaron problemas de liquidez.
- d. Dinamarca y Rusia eran particularmente vulnerables a la fuga de depósitos porque sus bancos centrales se comprometieron a mantener las tasas de cambio dentro de ciertos límites (en Dinamarca, contra el euro, y en Rusia, contra una canasta de dólares y euros). Pero los bancos daneses no experimentaron una salida agregada de depósitos. En Rusia hubo una salida de depósitos del 5,4% en tres meses.

¹³ Los datos de Singapur no distinguen entre depósitos y otras obligaciones bancarias, y no es posible asegurar que haya habido una salida de depósitos.

- e. No hubo ningún signo de que la crisis hubiera afectado los depósitos bancarios chinos.

RESUMEN

Según nuestra primera métrica, el endeudamiento internacional de corto plazo, la crisis reciente parece haber sido, al menos hasta ahora, mucho menos aguda que la que comenzó en 1931, en particular porque los datos del cuadro 1 subvaloran la contracción posterior a 1931 debido a que el uso de acuerdos de prórroga significaba que los depósitos aparentemente líquidos estaban congelados en la práctica.

Según nuestra segunda métrica, los depósitos bancarios totales, la crisis reciente también fue menos severa que la de 1931. En 1931, los depósitos bancarios disminuyeron en todos los países grandes para los cuales se tienen datos. En 2008-2009, solo disminuyeron en el Reino Unido, Rusia, Suiza, Hong Kong y Singapur. La caída general de los depósitos bancarios en 1931 fue apenas el comienzo de la historia y en la mayoría de los países hubo caídas adicionales en 1932 y 1933.

La conclusión a partir de estas dos métricas es clara: la crisis de 1931 fue mucho peor que la reciente. Pero debemos añadir que estas no son las únicas formas posibles de medir una crisis de liquidez. Algunos países fueron afectados por la crisis reciente aun cuando los depósitos bancarios siguieron aumentando. Una fuente inmediata de presión de liquidez en 2008-2009 fue la congelación súbita de los compromisos de préstamos bancarios cuando otros mercados de crédito se secaron y se usaron las líneas de crédito de apoyo; además, los bancos registraron en el balance algunos compromisos implícitos de préstamos de entidades de propósito especial (BCBS, 2009). Así, un estadístico interesante sería la cantidad de facilidades de préstamo comprometidas previamente que se usaron en un periodo particular, y la cantidad de compromisos implícitos de préstamo debidos a las entidades de propósito especial que se registraron en el balance. Desafortunadamente no encontramos esos datos para la crisis de 1931 ni para la crisis reciente.

Otra fuente de presión en la crisis reciente fueron los márgenes de garantías exigidos a los bancos comerciales y a los corredores de títulos que habían usado acuerdos de recompra para financiar sus tenencias de títulos, como los títulos respaldados por hipotecas, que bajaron de precio. De todos modos no obtuvimos datos sobre la escala de las presiones de liquidez provenientes de esta fuente.

REACCIONES OFICIALES A LAS CRISIS

REACCIONES OFICIALES EN 1931

La teoría del funcionamiento del patrón oro ampliamente aceptada cuando el patrón oro estaba en funcionamiento era el mecanismo de flujo especie-dinero atribuido a David Hume y desarrollado por otros autores¹⁴. Según esa teoría, el ajuste al equilibrio era automático. Si el equilibrio inicial era perturbado por una oleada exógena de oferta de crédito en el país A, este país perdería oro. La expansión del crédito llevaría a una expansión de la demanda doméstica y a un alza del nivel general de precios con respecto a otros países. Debido a la expansión de la demanda doméstica y a que sus costos de producción se elevarían relativamente según los estándares internacionales, en el país A se generaría un déficit de comercio exterior y habría una salida de oro a otros países. La salida de oro llevaría a una contracción de la oferta monetaria y del crédito en el país A, que conduciría a una contracción de la demanda doméstica y a una reversión del alza inicial de precios.

También se aceptaba que este mecanismo de balanza comercial podía aumentar con los flujos de capital. La expansión de la oferta de crédito en el país A estaría acompañada de un descenso de las tasas de interés en ese país, al menos para algunos prestatarios, porque las tasas de interés debían disminuir para estimular una ampliación de la demanda de crédito suficiente para satisfacer la oferta adicional. Así, las tasas de interés disminuirían con respecto a las de otros países, y el capital fluiría al extranjero, ocasionando una salida de oro. La salida de oro limitaría la disponibilidad de crédito en el país A y las tasas de interés subirían de nuevo (revirtiendo la caída anterior) para racionar la escasa cantidad de crédito disponible. Y el banco central del país A podría aumentar la tasa de descuento a medida que perdiera oro a fin de acelerar el aumento natural de las tasas de interés de mercado que causaría la salida de oro. Las “reglas del juego” incluían un aumento de la tasa de descuento cuando salía oro y una reducción cuando entraba oro. Siguiendo las reglas, los bancos centrales podían reforzar el funcionamiento automático del patrón oro¹⁵.

¹⁴ Para una explicación más completa, ver Eichengreen (1995, 32-42), de donde se tomó esta exposición.

¹⁵ La teoría también distinguía entre un drenaje externo de oro del banco central, causado por una balanza comercial adversa, que solo se podía remediar con un ajuste de la demanda doméstica respecto del producto, y un drenaje interno, que podía ser causado por una demanda creciente de monedas de oro con fines de transacción cuando la economía doméstica crecía. Este drenaje interno se podía remediar más fácilmente, por ejemplo, emitiendo papel moneda adicional (ver Hawtrey, 1947, 55-59). Pero este aspecto de la teoría no discutía las conse-

Hoy se sabe que esta explicación del funcionamiento del patrón oro tenía poca relación con la realidad¹⁶. Es cierto que hubo crisis bancarias periódicas en los países de patrón oro, aparentemente causadas por una expansión de crédito exuberante o imprudente. Pero en vez de dejar que el mecanismo de flujo especie-dinero hiciera su tarea correctiva sin perturbarlo, los bancos centrales locales actuaban como “prestamista de última instancia”, proporcionando liquidez de emergencia cuando se requería, para contrarrestar la salida de oro y así limitar las consecuencias de la crisis bancaria sobre la “economía real”. Había un límite discrecional al alcance del funcionamiento automático del patrón oro.

Por supuesto, al proporcionar liquidez de esa manera, los bancos centrales corrían el riesgo de infringir su obligación legal, bajo el patrón oro, de mantener oro para respaldar sus obligaciones. En la práctica, era menos probable que hubiera conflicto potencial con un incremento de la tasa de descuento del banco central¹⁷, el cual concordaba con las “reglas del juego”. Sin embargo, el riesgo residual, cuando era significativo, se eliminaba eludiendo o rompiendo las reglas de estas dos maneras:

- Endeudamiento internacional para complementar temporalmente las reservas de oro del banco central y con ello reducir la posibilidad de conflicto. Así, después de agotar sus reservas por la provisión de liquidez durante la crisis Baring en 1890, el Banco de Inglaterra pidió oro en préstamo al Banco de Francia y vendió bonos del Tesoro a Rusia¹⁸.
- La garantía del gobierno de eximir transitoriamente al banco central, por mandato legal, de su obligación del patrón oro si era necesario. Esta técnica se usó en el Reino Unido en 1847, 1857 y 1866¹⁹.

En ambos casos la solución era transitoria; había que pagar los préstamos extranjeros, y si se eximía al banco central de su obligación de redimir billetes y depósitos en oro por un periodo, tenía que volver a asumirla en una fecha futura.

Estas medidas eran efectivas en el siglo XIX, pero no en 1931. Su efectividad dependía de la creencia en que la crisis era pasajera para

cuencias de una pérdida de confianza en la sostenibilidad del patrón oro como la que ocurrió en 1931.

¹⁶ Ver Eichengreen (1995, cap. 2).

¹⁷ En congruencia con la prescripción de Bagehot, según la cual en una crisis el banco central debía prestar libremente, con buena seguridad y alta tasa de interés (Bagehot, 1892, 199-200).

¹⁸ Ver Clapham (1966, 330).

¹⁹ *Ibíd.* (208-209, 232 y 266).

que los diferenciales de tasas de interés tuvieran una influencia confiable sobre los flujos privados internacionales de capital, en que los préstamos internacionales se pagarían a tiempo y en su totalidad, y en que toda suspensión del patrón oro sería transitoria. Por supuesto, los préstamos internacionales de emergencia solo eran posibles si no había grandes obstáculos políticos.

Esas condiciones no se cumplían en 1931. Si las reservas de oro del banco central estaban cerca del mínimo legal prescrito, no se podían prestar a los bancos comerciales con problemas de liquidez (y de hecho a ningún otro) sin romper las reglas. En las circunstancias prevalecientes, de quiebra de los grandes bancos comerciales en varios países y escasas reservas de oro, la suspensión de las reglas no se podía presentar creíblemente como una medida transitoria. Esto hizo imposible que muchos bancos centrales proporcionaran liquidez a los bancos comerciales domésticos mientras se mantuviera el patrón oro.

Debido a este conflicto, la credibilidad del patrón oro se debilitó en muchos países y las tasas de descuento del banco central dejaron de ser efectivas para influir en los flujos internacionales de capital. El cuadro 6 muestra las tasas de descuento del banco central a finales de diciembre de 1930 y finales de julio de 1931. La tasa diferencial de interés promedio entre cuatro países ricos en oro y cuatro países pobres en oro se amplió en un 4,4% durante los primeros siete meses de 1931 pero esta ampliación no logró evitar la crisis dirigiendo los flujos de oro hacia donde eran más necesarios. Ningún nivel razonable de tasa de interés podría haber atraído dinero en monedas que podían abandonar el oro o que eran rechazadas en los refugios seguros.

La provisión oficial de liquidez internacional estaba sujeta a la misma restricción del oro que la provisión de liquidez a los sistemas bancarios domésticos, y además tenía obstáculos políticos. Austria fue el primer país que experimentó una crisis bancaria en 1931, con el derrumbe del Creditanstalt, el banco comercial más grande del país²⁰. Después de algunas demoras, se extendió un préstamo internacional a Austria para financiar el apoyo de liquidez del sistema bancario, pero fue insuficiente. Un segundo préstamo podría haber evitado el contagio (aunque es posible que la situación financiera de Austria fuera tan mala que el apoyo de liquidez por sí solo no hubiera ayudado),

²⁰ Para una idea de la importancia del Creditanstalt en la economía austríaca, ver Mosser y Teichova (1991). Gil Aguado (2001) muestra que el Banco Nacional Austríaco conocía las dificultades del Creditanstalt desde hacía tiempo y le había proporcionado ayuda financiera encubierta desde 1929. También sugiere que Francia precipitó salidas de fondos de Austria después del colapso del Creditanstalt.

pero, como informa Toniolo (2005), las negociaciones fueron difíciles y prolongadas, y no se hizo el segundo préstamo. Las diferencias políticas entre Francia y Austria fueron un gran obstáculo; Francia exigía que Austria abandonara la propuesta de unión aduanera con Alemania como condición para el préstamo, porque violaría el Tratado de Saint-Germain. Francia era rica en oro y su participación en el préstamo era muy importante. Y Estados Unidos, que tenía 4,2 miles de millones de dólares en reservas de oro a finales de 1930, el 38% del total mundial, solo proporcionó 356 millones en préstamos internacionales oficiales durante 1931²¹.

Cuadro 6

Tasas de descuento del banco central en 1930-1931
(Porcentaje)

	Finales de diciembre de 1930	Finales de julio de 1931
Estados Unidos (Nueva York)	2,0	1,5
Francia	2,5	2,0
Países Bajos	3,0	2,0
Suiza	2,5	2,0
Promedio de los cuatro países ricos en oro	2,5	1,9
Reino Unido	3,0	4,5
Austria	5,0	10,0
Alemania	5,0	10,0
Hungría	5,5	7,0
Promedio de los cuatro países pobres en oro	4,6	8,4

Fuente: League of Nations, Statistical Yearbook 1930-1931, cuadro 114, y 1931-1932, cuadro 129.

Según estimaciones del BIS, la ayuda de emergencia otorgada durante 1931 a los países deudores por los bancos centrales, el BIS, los principales centros de capital y las tesorerías ascendió a cerca de CHF 5 mil millones²² (BIS, 1932), un 7% del endeudamiento internacional de corto plazo total de Estados Unidos y los países europeos a finales de 1930 (cuadro 1).

El patrón oro siempre fue un obstáculo potencial para la provisión de liquidez, en las operaciones domésticas e internacionales de los bancos centrales. En 1931 fue un obstáculo insuperable.

Desde el final de la Primera Guerra Mundial se vio que la oferta de oro sería menos amplia con respecto a la demanda de lo que era antes de la guerra, sobre todo porque el nivel de precios aumentó durante la guerra. Se tomaron entonces medidas para economizar

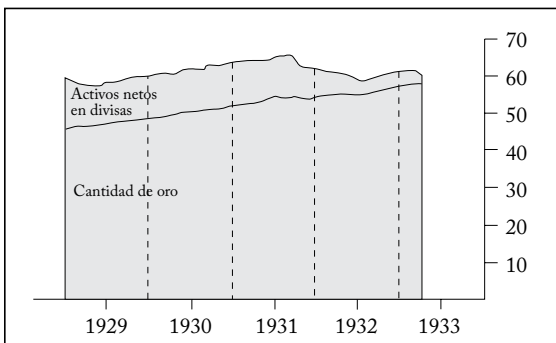
²¹ Cálculo de los autores, basado en Toniolo (2005, cuadro 4.1, préstamos organizados a través o con participación del BIS) y Sayers (1976, anexo 22, préstamos al Reino Unido).

²² Ver BIS (1932). No sabemos cómo calculó el BIS esta cantidad.

oro. Muchos países retiraron las monedas de oro de la circulación para concentrar el oro disponible en las reservas del banco central. Y las reservas internacionales oficiales se mantuvieron progresivamente en monedas extranjeras, así como en oro.

Pero este último recurso no sobrevivió mucho tiempo. A finales de 1932, los activos en moneda extranjera de los bancos centrales habían caído al 25% del volumen anterior al estallido de la crisis en la primavera de 1931 (gráfica 1, tomada de BIS, 1933). El BIS atribuyó la reducción de los activos netos en moneda extranjera de los bancos centrales a dos factores. Primero, los bancos centrales de los países que tenían deudas internacionales de corto plazo usaron las reservas en divisas para pagar deuda externa. El BIS estima que a esto se destinaron cerca de CHF 2,5 mil millones. Segundo, los bancos centrales convirtieron moneda extranjera en oro. El BIS estima que estas conversiones ascendieron a CHF 5 mil millones (ver BIS, 1933). Además, disminuyó el valor en oro y en monedas ligadas al oro (incluido el franco suizo) de las reservas de divisas en libras esterlinas y otras monedas que abandonaron el patrón oro durante el periodo (a finales de 1932, la libra esterlina se había depreciado en un 32,5% contra su anterior paridad en oro).

Gráfica 1
Cantidad de oro y activos netos en divisas
(Miles de millones de francos suizos)



Incluye los bancos centrales europeos, el Banco del Japón, los bancos de la Reserva Federal y el Tesoro de los Estados Unidos.

Fuente: 3^{er} BIS Annual Report 1932-1933.

El aumento de las reservas en divisas de los años veinte se sumó a la oferta de crédito en aquellos países cuyas monedas se usaban como reservas. A la inversa, la conversión en 1931-1932 de las reservas

de divisas en oro, y su empleo para hacer pagos en vez de oro, tuvo un efecto contraccionista en los mercados de crédito de los países cuyas obligaciones se mantenían como reservas. Agravó entonces los efectos de la crisis bancaria. El manejo de las reservas en divisas del banco central actuó procíclicamente, reforzó el boom y acentuó la recesión.

Es posible medir el volumen de liquidez que los bancos centrales suministraron a su economía doméstica en 1931, bien sea por compras de oro, de otros activos o por préstamos. Los datos disponibles son la cantidad de oro y de divisas que los bancos centrales tenían a finales de cada año²³, el total de descuentos, préstamos y avances, y los activos en títulos del gobierno (“activos en papeles domésticos”) a finales de 1930 y de 1931²⁴. El volumen de liquidez suministrado por cada banco es igual a la variación de los activos en oro y divisas, menos los efectos de la revaluación²⁵, más la variación del total de activos en papeles domésticos²⁶.

El volumen de liquidez suministrado por cada banco central se mide en unidades de su moneda doméstica. ¿Cómo agregar y comparar los volúmenes suministrados por los bancos centrales? Usamos tres métodos diferentes:

- a. Expresando el volumen de liquidez suministrado por cada banco central durante 1931 como porcentaje del valor en moneda doméstica del oro, las divisas y los activos en papeles domésticos de cada banco a finales de 1930. Se puede construir entonces un indicador agregado de la provisión de liquidez del banco central calculando el promedio ponderado de estos porcentajes, cuyas ponderaciones son el valor en dólares del oro y de los activos en papeles de cada banco a finales de 1930.
- b. Expresando el volumen de liquidez suministrado por cada banco central durante 1931 como porcentaje del valor en moneda doméstica de los depósitos de los bancos comerciales de su territorio

²³ El Banco de España también tenía reservas en plata, las sumamos a las divisas.

²⁴ Los datos fueron publicados en el Anuario Estadístico de la Liga de Naciones, varios números.

²⁵ En otras palabras, las compras netas de oro, valoradas en moneda doméstica, se pueden medir como la diferencia entre el valor en moneda doméstica de las reservas en oro de cada banco central a finales de 1931 y 1930, menos el efecto de la depreciación de la moneda durante 1931 sobre el valor en moneda nacional de las tenencias de finales de 1930. Los activos en divisas también sufrieron efectos de revaluación, pero no podemos medirlos porque no conocemos la composición monetaria de los activos en divisas.

²⁶ Este supuesto se discute en el anexo de datos.

a finales de 1930²⁷. Así se puede construir un segundo indicador agregado de provisión de liquidez del banco central calculando el promedio ponderado de estos porcentajes, cuyas ponderaciones son el valor en dólares de los depósitos de los bancos comerciales de cada país a finales de 1930.

- c. Expresando el volumen de liquidez suministrado por cada banco central durante 1931 como porcentaje del PIB nominal de su país en 1931. Así se puede construir en principio un tercer indicador agregado de la provisión de liquidez del banco central calculando el promedio ponderado de estos porcentajes, cuyas ponderaciones son el valor en dólares del PIB de cada país en 1931. Pero las estimaciones del PIB nominal de 1931 solo están disponibles para unos pocos países y el promedio ponderado de aquellos para los cuales se dispone de datos no es muy útil.

El cuadro 7 muestra el volumen de fondos suministrados por los bancos centrales, calculado con los métodos antes descritos.

En algunos países, como Austria, Alemania y Hungría, las crisis bancarias forzaron al banco central a emplear grandes cantidades de fondos en rescates bancarios. En cada caso hubo enormes salidas de oro y divisas del banco central, y el país impuso controles de cambios para limitar la salida. Otros países, como el Reino Unido, abandonaron el patrón oro para evitar el riesgo de crisis bancaria, de acuerdo con la razonable interpretación de James (2001, cap. 2), así como para evitar el aumento de las tasas de interés y, por tanto, el empeoramiento de la depresión. Aun así, en 1931 los depósitos bancarios se redujeron en el Reino Unido, y sus activos no crecieron. Para los países que mantuvieron el patrón oro, las restricciones fueron un grave obstáculo para lograr la estabilidad financiera en un periodo de turbulencia.

Otros países, como Francia, los Países Bajos y Suiza, ganaron reservas de oro durante 1931, aunque el aumento del oro fue compensado parcialmente por un descenso de las reservas en divisas. Como muestra el cuadro, sus descuentos, préstamos, avances y activos en títulos del gobierno poco cambiaron en ese año. No esterilizaron la entrada de oro pero no ampliaron visiblemente sus activos domésticos, aunque sus bancos centrales mantenían las tasas de descuento en niveles muy inferiores a los de los países que perdían oro.

²⁷ Los datos de depósitos de los bancos comerciales también fueron publicados por la Liga de Naciones.

Cuadro 7
Variaciones de los activos del banco central en 1931¹

País	Como % del oro, la moneda extranjera y los activos en papeles del banco central a finales de 1930			Como % de la variación total del oro, la moneda extranjera y los activos en papeles			Estatus
	Oro	Moneda extranjera	Activos en papeles domésticos	Oro, moneda extranjera y activos en papeles domésticos del banco central a finales de 1930	Depósitos de los bancos comerciales a finales de 1930	PIB en 1931	
Canadá	-2,9	0,0	-1,1	-4,0	-3,4	-1,8	Abandono del oro 19/10/1931
Estados Unidos	-3,1	0,0	+8,1	+4,9	+0,6	+0,4	
Japón	-22,1	0,0	+15,7	-6,4	-1,4	-0,9	Abandono del oro 13/12/1931
Alemania	-21,5	-15,5	+32,3	-4,8	-3,0	-0,5	Control de cambios 15/07/1931
Austria	-2,0	-52,3	+61,7	+7,4	+2,9		Control de cambios 09/10/1931
Francia	+15,1	-4,7	+1,5	+11,9	+23,9	+3,2	
Hungría	-10,5	-7,4	+22,8	+4,9	+1,5		Control de cambios 17/07/1931
Italia	+2,6	-12,1	+5,3	-4,1	-1,8	-0,6	
Reino Unido	-7,2	0	+3,0	-4,2	-1,0	-0,5	Abandono del oro 21/09/1931
Brasil	-8,4	-4,4	+17,7	+4,9	+1,8		Devaluó en 1929; Control de cambios 18/05/1931
Chile	+6,9	-31,3	+17,7	-6,8	-3,1		Control de cambios 30/07/1931
India	+8,0	-12,4	-4,1	-8,5	-6,7		Abandono del oro 21/09/1931
Dinamarca	-8,7	-19,5	+12,8	-15,5	-3,2		Control de cambios 18/09/1931; abandono del oro 29/09/1931
España	-4,7	+0,1	+14,4	+9,9	+12,5		Devaluó en 1920; control de cambios 18/05/1931
Países Bajos	+55,6	-19,3	-0,5	+35,8	+20,3	+5,2	
Polonia	+2,0	-11,1	+3,5	-5,6	-7,2		
Suiza	+120,4	-25,0	-2,7	+92,7	+8,4		
Promedio ponderado				+3,8	+1,0		

¹ Para cada país, la primera columna muestra la variación de las reservas de oro del banco central en moneda nacional; la segunda columna, la variación de sus activos en papeles; la tercera columna, la variación de la suma de las dos primeras columnas. En cada caso, las variaciones se muestran como porcentaje del total de reservas en oro y activos en papeles de finales de 1930.

² En los países cuyas monedas se depreciaron en 1931, ajustamos la variación de las reservas en oro para excluir el aumento del valor en moneda nacional de las reservas de oro a finales de 1930.

Fuentes: tasas de cambio y reservas de oro: League of Nations Statistical Yearbook 1936/37, cuadros 119 y 123. Activos en papeles: League of Nations Statistical Yearbook 1931/32, cuadro 125, [<http://www.library.northwestern.edu/govinfo/collections/league>].

En consecuencia, la expansión de los activos del banco central fue moderada durante 1931. Como muestra el cuadro 6, con el primer método de medición, la provisión de liquidez adicional promedio equivalía al 3,8% del volumen de activos del banco central (oro, moneda extranjera y activos en papeles domésticos) de finales de 1930. Con el segundo método, la provisión de liquidez adicional promedio equivalía al 1,0% del volumen de depósitos de los bancos comerciales de finales de 1930. Pero como muestra el cuadro 3, en 1931 los depósitos bancarios disminuyeron mucho más que eso en muchos países.

Los historiadores económicos han debatido extensamente por qué el patrón oro funcionó mal durante los años treinta. Algunos señalan que la oferta global de oro fue insuficiente para respaldar la actividad económica después de la inflación de la Primera Guerra Mundial. Así, Wood (2009) aduce que la deflación de 1929-1933 fue inevitable porque la oferta de oro no avanzó al mismo ritmo que el alza de precios. Eichengreen (2008, 62) calcula que “la relación de reservas en oro y billetes y depósitos a la vista (o demanda) del banco central descendió del 48% en 1913 al 40% en 1927”. Como ya se señaló, en los años veinte se previó una escasez de oro monetario y se tomaron medidas para economizar oro y mitigar sus efectos, pero algunas de esas medidas, como el retiro de monedas de oro de la circulación pública y el uso de moneda extranjera como activo de reserva, no fueron suficientes o no tuvieron éxito.

Algunos historiadores económicos también culpan a la distribución del oro entre los bancos centrales y al comportamiento de los países ricos en oro (ver Bordo y Eichengreen, 2001)²⁸; Francia tenía el 19% de las reservas mundiales de oro a finales de 1930, y Estados Unidos el 38%²⁹. Estos señalan en particular que el Banco de Francia no recicló la gran cantidad de oro que había adquirido después de que Francia retornó al patrón oro en 1926 a una paridad depreciada, bien fuese por medio de la ampliación sustancial de sus activos domésticos o por medio de préstamos internacionales. Irwin (2010), en un artículo titulado “¿Francia causó la Gran Depresión?”, concluye que la respuesta es “sí”, aunque atribuye alguna culpa a Estados Unidos. Él calcula que en el periodo 1929-1932, Francia y Estados Unidos podían haber liberado el 13,7% y el 11,7% de las reservas de oro del mundo, respectivamente, y seguir manteniendo la cobertura de los billetes bancarios en los niveles de 1928. Según nuestros cálculos, el

²⁸ Sin embargo, Wood (2009) descarta esta explicación.

²⁹ Anuario Estadístico de la Liga de Naciones 1936-37, cuadro 123, cálculos de los autores.

25,4% (13,7% más 11,7%) del volumen de oro monetario de finales de 1928 representaba 2.534 millones de dólares, el 12,3% del total de oro, moneda extranjera y activos en papeles domésticos de los bancos centrales de finales de 1930, de modo que los cálculos de Irwin implican que los bancos centrales podían haber proporcionado un apoyo casi cuatro veces mayor que el que realmente concedieron en 1931, si Francia y Estados Unidos hubieran obrado de manera diferente. Sin embargo, Bernanke y James (1991) y Eichengreen (1995) dicen que el Banco de Francia no tenía facultades legales para realizar operaciones de mercado abierto expansionistas, debido a una ley adoptada en 1928. Mouré (1991, 143) expresa dudas sobre este punto, y comenta:

La reforma de 1928 dio al Banco, por petición suya, dos medios para hacer operaciones de mercado abierto. Los estatutos eran un obstáculo cuando el Banco deseaba que lo fueran.

Además, como ya se señaló, por razones políticas Francia se negó a participar en un segundo préstamo internacional a Austria; la tensión política entre Francia, por un lado, y Austria y Alemania, por el otro, obstaculizó el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional.

Los datos del cuadro 7 indican que los Países Bajos y Suiza tampoco reciclaron el oro que acumularon en 1931.

Estados Unidos también ha sido muy criticado por seguir una política monetaria restrictiva. Por ejemplo, Bordo et al. (2002) dicen que la Reserva Federal podía haber seguido una política más expansionista entre octubre de 1930 y febrero de 1931, y entre septiembre de 1931 y enero de 1932, sin poner en peligro la convertibilidad del dólar en oro. Su argumento se basa en un modelo monetario en el que la ampliación del balance de la Reserva Federal afecta los flujos internacionales de oro, pero no distingue las diversas maneras de ampliar el balance de la Reserva Federal. Warburton argumenta que la FED agravó la depresión con su elección de activos, específicamente con el rechazo de los activos riesgosos:

A comienzos de los años treinta los bancos de la Reserva Federal prácticamente dejaron de redescantar o adquirir de otro modo papeles “elegibles”. Esto no obedeció a la falta de papeles elegibles [...] Obedeció directamente a una combinación de líneas de acción que las autoridades de la Reserva Federal deben de haber seguido deliberadamente, pues no podían haberlas adoptado de otra manera (Warburton, 1952, 535).

Stella (2009, anexo 1) hace eco al argumento de Warburton, y señala que la Reserva Federal no tomó “casi ningún riesgo en el balance” durante la Gran Depresión. Pero Ahamed (2009) afirma que para financiar el comercio se usaron títulos comerciales *prime*, los cuales

eran elegibles para respaldar el 60% de la moneda y escasearon en 1931 cuando el comercio se estancó, de modo que la Reserva Federal dependía del oro para respaldar su moneda más allá del 40% requerido para cumplir con el respaldo del oro. En forma similar, Wells (2004, 53) afirma que los papeles comerciales eran escasos en 1931, y que el respaldo adicional debía ser en oro. Es decir, no hay consenso sobre si la razón para que la FED no ampliara su balance en 1931 comprando títulos comerciales elegibles fue la aversión al riesgo o la escasez de tales títulos. En febrero de 1932, los títulos del gobierno de Estados Unidos también se convirtieron en activos elegibles para respaldar la moneda, lo cual permitió que la Reserva Federal inyectara más liquidez en una etapa posterior de la crisis (Wells, 2004, y Ahamed, 2009).

Kindleberger (1987, 295-296) sostiene que el patrón oro funcionó mal porque ningún país estaba dispuesto ni era capaz de cumplir un papel de liderazgo en la crisis. El Reino Unido actuó como líder antes de la Primera Guerra Mundial pero ya no podía hacerlo porque su posición financiera era débil. En Estados Unidos, que tenía el poder para actuar como líder financiando libremente a otros países, prevalecían actitudes aislacionistas. Otra forma de expresarlo es decir que Estados Unidos adoptó una visión muy estrecha de sus propios intereses y no percibió que las consecuencias de la inacción perjudicarían sus intereses.

Sean cuales fueren los méritos de la crítica al atesoramiento de oro en Francia y Estados Unidos de finales de los años veinte y 1930, los flujos monetarios internacionales fueron altamente volátiles en 1931, y era alto el riesgo de que se revirtieran rápidamente. Habría sido imprudente que un banco central que recibía ese “capital especulativo” colocara los fondos en algo distinto de activos muy líquidos si estaba comprometido con el patrón oro. Irwin (2010) es muy crítico de las acciones del Banco de Francia en 1931 y 1932, pero en vista de la volatilidad de los flujos de capital en esos años, este aspecto de su crítica parece exagerado.

La fragmentación del patrón oro paradójicamente perjudicó en forma específica las perspectivas de préstamos internacionales. El recién fundado BIS negó solicitudes de crédito de los bancos centrales luego del derrumbe de la libra esterlina, en parte porque los recursos operativos del BIS disminuyeron con el colapso de la libra esterlina, la moratoria Hoover y los retiros de depósitos de los bancos centrales (BIS, 1932). Los saldos de los bancos centrales en el BIS pasaron de CHF 870 millones el 31 de agosto de 1931 a CHF 464 millones el 31 de diciembre de 1931. Además, según el Artículo 21 de los estatutos

del BIS, no podía usar monedas que hubieran abandonado el patrón oro. Por tanto, el abandono de la libra esterlina y de las monedas escandinavas disminuyó los recursos utilizables.

Es claro que las reacciones de los bancos centrales a la crisis bancaria fueron modestas y, a la luz de los resultados, manifiestamente inadecuadas. En muchos casos, las restricciones del patrón oro impidieron una política monetaria expansionista adecuada. Y la volatilidad de los flujos de fondos internacionales de 1931 tuvo una influencia adicional en favor de la cautela en la política monetaria.

REACCIONES OFICIALES EN 2008-2009

En 2008-2009 prevalecían tasas de cambio flotantes, no se necesitaban políticas monetarias internacionalmente coordinadas y las tasas de interés se podían determinar considerando los objetivos económicos domésticos. Hubo entonces grandes reducciones de las tasas oficiales de interés en casi todos los países durante los últimos cuatro meses de 2008, como muestra el cuadro 8. En Rusia, sin embargo, la principal preocupación de política en los últimos meses de 2008 era mantener la tasa de cambio del rublo, y se elevaron las tasas de interés (aunque se redujeron en 2009). Y en Hungría, la quiebra de Lehman Brothers, junto con la preocupación del mercado por la sostenibilidad de las políticas internas, llevó a una depreciación de la moneda tan fuerte que allí también se tuvo que elevar las tasas de interés³⁰.

Cuadro 8

Tasas de interés oficiales del banco central en 2008
(Porcentaje)

	Finales de agosto	Finales de diciembre
Estados Unidos	2,00	0,00-0,25
Área del euro	4,25	2,50
Reino Unido	5,00	2,00
Suiza	2,25-3,25	0,00-1,00
Canadá	3,00	1,50
Japón	0,50	0,10
Rusia	11,00	13,00
Australia	7,25	4,25
Dinamarca	4,60 ¹	3,75 ¹
Noruega	5,75	3,00
Suecia	4,50	2,00
Hungría	8,50	10,00
Polonia	6,00	5,00
Corea	5,03 ²	3,02 ²

¹ Tasa de los certificados de depósitos.

² Tasa de interés interbancaria.

Fuentes: sitios de internet de los bancos centrales nacionales.

³⁰ Allen y Moessner (2010) explican cómo influyó la quiebra de Lehman Brothers en la depreciación de algunas monedas.

En la crisis reciente se proporcionó liquidez a gran escala. La ampliación del apoyo de liquidez se reflejó en una enorme expansión de los balances del banco central, la cual da una idea del apoyo de liquidez doméstico e internacional de los bancos centrales. La gama de activos que estos estaban dispuestos a aceptar como garantía de los préstamos también se amplió notablemente en algunos casos³¹. Y la gama de entidades financieras que recibieron apoyo también se amplió en algunos países, sobre todo en Estados Unidos, donde el Tesoro, por ejemplo, ofreció garantizar el valor de las obligaciones de los fondos mutuos del mercado de dinero. Estos cambios fueron resultado de decisiones nacionales, aunque las decisiones fueron guiadas por una causa común. Los problemas relacionados con la ampliación del apoyo de liquidez de los bancos centrales durante la crisis financiera reciente se discuten en Turner (2010).

Hay razones para pensar que la liquidez específicamente internacional fue proporcionada con menos generosidad en 2008-2009 que en 1931. Como señalamos en la sección anterior, el BIS estimó en 1932 que la ayuda total de emergencia concedida en 1931 a los países deudores por los bancos centrales, el BIS, los principales centros de capital y las tesorerías fue de unos CHF 5 mil millones, cerca del 7% del endeudamiento internacional de corto plazo total calculado por el BIS. No sabemos cómo se calculó esa cifra y qué se incluía en “ayuda de emergencia”; tampoco sabemos cómo se definía “endeudamiento internacional de corto plazo”. No obstante, en 2008, la provisión de liquidez internacional a través de canjes del banco central llegó al pico del 2% del endeudamiento internacional de corto plazo total (incluidas las deudas interbancarias) de finales de 2007. En 2008-2009, las medidas de emergencia de los gobiernos en forma de recapitalización de los bancos, garantías de las deudas bancarias y compras de activos o garantías (Panetta et al., 2009), así como la existencia y el fortalecimiento de los seguros de depósitos bancarios en varios países, pueden haber contribuido suficientemente a la estabilización que evitó una gran fuga de depósitos y capitales y redujo la necesidad de ayuda internacional de emergencia. A comienzos de junio de 2009, los compromisos y los desembolsos totales (sin incluir la existencia y el fortalecimiento de los seguros de depósitos bancarios) de Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, los Países Bajos, España, Suiza, el Reino Unido y Estados Unidos llegaron a cerca de €5 billones, 18,8% del PIB, y a €2 billones, 7,6% del PIB, respectivamente (Panetta et al., 2009). A comienzos de junio de 2009, los compromisos y los

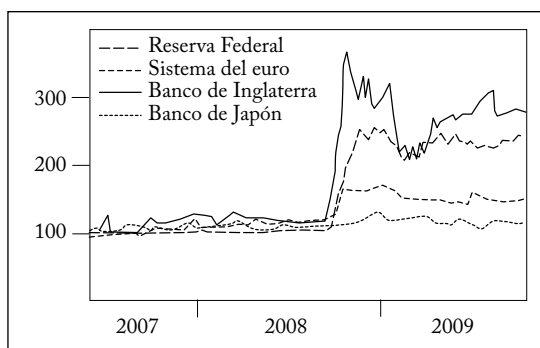
³¹ Ver BIS (2009), 79th Annual Report, cap. VI, gráfica VI.5.

desembolsos totales (excluido el seguro de depósitos bancarios) de estos 11 países, como porcentaje de los activos del sector bancario de finales de 2008, fueron del 8,3% y el 3,3%, respectivamente (Panetta et al., 2009, cuadro 1.2 y gráfica 11). La provisión de liquidez internacional –es decir, la provisión de liquidez a los bancos centrales o a los gobiernos extranjeros– es solo un aspecto de la provisión global de liquidez, el tema principal de esta sección.

Gráfica 2

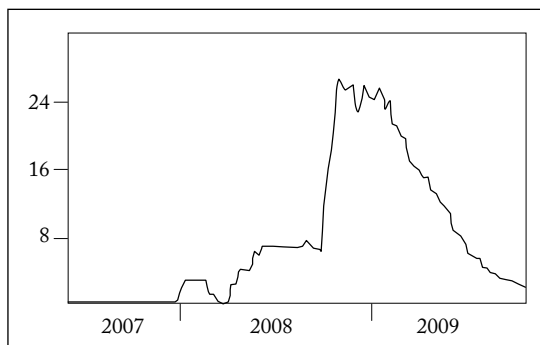
Balances y canjes de moneda extranjera del banco central

Total de activos del banco central



En moneda nacional, mediados de 2007 = 100

Canjes de la Reserva Federal



En porcentaje del total de activos de la Reserva Federal.
Fuentes: Datastream; datos nacionales.

Cuadro 9
Variación de los activos del banco central en 2008-2009

País	Variación de los activos del banco central en el año que comienza a finales de agosto de 2008		
	Como % de los activos del banco central a finales de agosto de 2008	Como % de los depósitos de los bancos comerciales a finales de 2007	Como % del PIB en 2008
Canadá	37,8	1,3	1,3
Estados Unidos	125,1	17,5	8,1
China	9,7	5,0	6,1
Japón	6,6	1,3	1,4
Corea	22,3	11,1	6,9
India	0,8	0,4	0,2
Singapur	5,2	0,8	4,9
Australia	2,8	0,2	0,2
Rusia	4,8	6,9	1,8
Área del euro	25,7	4,1	4,1
Reino Unido	136,2	2,0	8,8
Suecia	67,8	6,0	16,5
Dinamarca	23,0	9,1	5,9
Islandia	58,1	14,7	31,0
Brasil	22,7	22,0	5,7
México	34,9	19,2	3,5
Hong Kong	36,7	8,8	30,8
Promedio ponderado	28,5	5,5	5,4

Los países incluidos en este cuadro publican los datos de activos del banco central y cumplen cualquiera de los siguientes criterios: a) el PIB de 2008, calculado a tasas de cambio de PPA, era uno de los once más grandes del mundo. Esos once países representaban el 73,9% del PIB global calculado a tasas de cambio de PPA, según el IMF³²; b) tienen una gran industria financiera internacional (incluidos Suiza, Hong Kong, Singapur y Australia); c) tenían un compromiso de tasa de cambio que constituía un derecho sobre sus reservas en divisas (Rusia y Dinamarca); d) se vieron forzados a imponer controles de cambios porque los bancos no podían cubrir las salidas de depósitos (Islandia).

Fuente: datos nacionales; para los detalles, ver el anexo de datos.

Los activos del banco central aumentaron repentina y masivamente después de la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y de la subsiguiente congelación de los mercados financieros (gráfica 2). Se dan más detalles en el cuadro 9, que muestra la expansión de los activos del banco central, país por país, medida con cada uno de los métodos descritos en la sección anterior. La primera columna muestra el aumento de los activos del banco central en el año que empieza a finales de agosto de 2008, como porcentaje de su nivel de finales de agosto de 2008, pero el porcentaje depende significativamente del tamaño inicial del balance del banco central.

Por ejemplo, el Banco de Rusia, que tiene grandes reservas en divisas de la nación en su balance, tiene activos mucho mayores con respecto al PIB o a los depósitos bancarios totales que el Banco de Inglaterra, por ejemplo, que tiene pocas reservas en divisas en su balance.

³² Ver IMF World Economic Outlook database, abril de 2010.

Algunas características importantes del cuadro 9 son:

- Los volúmenes de liquidez proporcionados fueron mucho mayores que en 1931 (ver más adelante).
- Los países que son centros financieros relativamente grandes tendieron a proporcionar grandes volúmenes de liquidez (p. ej., Estados Unidos, el Reino Unido, Suiza y Hong Kong).
- De los países del cuadro, solo Islandia tuvo que imponer controles de cambio para proteger a sus bancos de retiros de depósitos no financiados.

Hay razones para pensar que las políticas de manejo de reservas del banco central han sido procíclicas en los últimos años, así como en los años veinte y comienzos de los treinta, y que se sumaron a la escasez de liquidez en moneda extranjera durante 2008–2009. Pihlmann y van der Hoorn (2010) estiman que, luego de un periodo en que estuvieron dispuestos a asumir riesgos crecientes en busca de rendimientos adicionales, los administradores de reservas retiraron del sector bancario al menos el equivalente a 500 mil millones de dólares de depósitos y otras inversiones, para proteger sus inversiones del riesgo de incumplimiento. El retiro de depósitos no asegurados de los bancos comerciales por los administradores de reservas del banco central puede haber sido sustituido en gran parte por préstamos asegurados proporcionados por los bancos centrales de los países de los bancos comerciales en problemas. El efecto neto puede haber sido una drástica reducción de las garantías del sistema bancario comercial.

La respuesta de los bancos centrales a la escasez general de liquidez en moneda extranjera fue establecer facilidades de canje para que el banco central de los países cuya oferta de moneda era escasa pudiera proporcionar esa moneda a los bancos comerciales que la necesitaran fuera del país sede. Lo hicieron indirectamente, usando como intermediarios a los bancos centrales de los bancos comerciales que tenían falta de liquidez. En efecto, usaron a los bancos centrales extranjeros para extender el alcance geográfico de sus operaciones de provisión de liquidez. Alternativa o adicionalmente, algunos bancos centrales (como los de Brasil y Corea) usaron parte de sus reservas en divisas para proporcionar liquidez en moneda extranjera, convirtiéndolas a la moneda requerida cuando era necesario por medio de transacciones de mercado (Allen y Moessner, 2010).

La red de canjes más utilizada fue creada por la Reserva Federal. Además, otros bancos centrales crearon redes de canje del euro, del franco suizo, asiáticas y latinoamericanas (Allen y Moessner, 2010). En

el pico, el 17 de diciembre de 2008, la red de canje de la Reserva Federal proporcionó 583,1 mil millones de dólares a otros bancos centrales. A finales de 2008, los giros totales de la Reserva Federal a la red de canje equivalían a 553,7 mil millones. Las líneas de canje se podían crear rápidamente sin necesidad de una negociación prolongada, y se podía recurrir a la experiencia en el uso de líneas de canje del pasado.

Además de la liquidez adicional proporcionada por los bancos centrales, que puede haber llegado a un total de 2,7 billones de dólares³³, los gobiernos de muchos países facilitaron la adquisición de activos líquidos de los bancos proporcionando garantías de bonos emitidas por los bancos (a cambio de una comisión). El total de bonos emitidos entre octubre de 2008 y mayo de 2009 fue de unos €700 mil millones, aproximadamente un billón de dólares (Panetta et al., 2009, 49 y gráfica 3.1).

USO HISTÓRICO DE LAS LÍNEAS DE CANJE

Los canjes de moneda del banco central también se usaron antes de la crisis financiera de 2008-2009. Desde los años veinte, los canjes de moneda entre bancos centrales, por medio de los cuales un banco central proporcionaba su propia moneda —o a veces la de un tercero— a otro banco central, y viceversa, se usaban ocasionalmente en forma *ad hoc* (Toniolo, 2005). Esas líneas de canje solían tener una duración limitada de tres meses, para reducir el riesgo de tasa de cambio y limitar el periodo de inmovilización de las reservas; al final de esa duración, la línea de canje se podía cancelar o dejar en reserva para su posterior reactivación (Toniolo, 2005). También hubo un acuerdo de canje entre el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el Banco de Inglaterra por 200 millones de dólares oro contra la libra esterlina en 1925, cuando la libra esterlina retornó al patrón oro (Coombs, 1976, y Sayers, 1976).

Ya en octubre de 1955 el BIS ofreció aceptar dólares del Banco Nacional Suizo a cambio de oro en una transacción de canje con una madurez de tres o seis meses, lo cual demuestra que el “conocimiento de esas transacciones de canje se preservó en el BIS durante los años de bilateralismo” (Bernholz, 2007). A finales de 1959, el Banco Nacional Suizo hizo canjes oro/dólar con el BIS y el Banco de Inglaterra por 50 y 20 millones de dólares, respectivamente. Estos canjes oro/dólar ayudaron a financiar canjes dólar/franco para ajustar los balances de fin de año del Banco Nacional Suizo con los bancos comerciales

³³ El 28,5% del valor total en dólares de los activos de los bancos centrales de los países del cuadro 7: 9,7 billones de dólares a finales de agosto de 2008.

suizos, de modo que los balances de estos últimos mostraran mayores volúmenes de activos líquidos en francos suizos; y contribuyeron a las altas reservas de oro reportadas en Suiza para satisfacer la cobertura prescrita de los billetes emitidos (ibíd.).

En febrero de 1961, Iklé, del Banco Nacional Suizo, propuso canjes oro/dólar a Coombs, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en una reunión mensual de banqueros centrales en el BIS, y en una carta posterior (ibíd.). Iklé estaba preocupado por la baja de reservas de oro durante 1960, que podía amenazar la convertibilidad del dólar en oro. Luego de la revaluación del marco alemán del 3 de marzo de 1961, que ejerció una fuerte presión a la baja de la libra esterlina, el Banco Nacional Suizo realizó canjes oro/libra esterlina con el Banco de Inglaterra. Puesto que la revaluación del marco alemán también llevó a la especulación contra el dólar americano, el Bundesbank propuso un canje dólar/marco alemán al Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el cual se realizó en 1961 (ibíd.).

En el transcurso de 1961 se estableció una serie de medidas bilaterales de apoyo entre el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales así como el BIS, bajo el Acuerdo de Basilea, para contrarrestar los ataques especulativos a la libra esterlina. El apoyo total bajo el Acuerdo de Basilea llegó a un máximo de 904 millones de dólares a finales de junio de 1961; el BIS contribuyó con 154 millones en canjes de oro en junio de 1961 (Toniolo, 2005).

Desde 1962, la Reserva Federal desarrolló el uso de líneas adicionales de canje del banco central, creando una red en la que participaban bancos centrales occidentales y el BIS (Toniolo, 2005). Los acuerdos de canje solían ser por tres meses, y se podían renovar o mantener en reserva si lo acordaban ambas partes (Coombs, 1976)³⁴. Esta red de canje creció rápidamente a 2 mil millones a finales de 1963 (once bancos centrales extranjeros y el BIS a finales de noviembre de 1963), a 10 mil millones y a 30 mil millones a finales de 1969 y de 1978, respectivamente, y no se desmanteló con la quiebra del sistema de Bretton Woods. Estas líneas de canje se mantuvieron hasta finales de los noventa, cuando la FED dejó vencer todas las líneas de canje excepto las de los bancos centrales de Canadá y México, en vista de la introducción del euro y del desuso en los 15 años anteriores³⁵.

³⁴ En 1963, el FOMC aprobó un límite de un año para el reembolso de los créditos extendidos por medio de la red de canjes de la Reserva Federal. Si este límite no se podía cumplir, la Tesorería de Estados Unidos podría emitir certificados o bonos en la moneda del banco central extranjero para proporcionar financiación de mediano plazo (Coombs, 1976).

³⁵ Ver Minutes of the Federal Open Markets Committee, 17 de noviembre de 1998, [<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/19981117.htm>]. Las líneas de

La red de canje tenía cuatro propósitos principales. El primero era respaldar la tasa de cambio del dólar contra fluctuaciones temporales. Se creó para “ayudar a salvaguardar el valor del dólar en los mercados de cambios internacionales” (como indicó la autorización del FOMC del 13 de febrero de 1962). La red de canje se veía como “la línea de defensa perimetral que protege al dólar contra la especulación y otras presiones del mercado de cambios” (Coombs, 1976), y según un escrito del BIS su propósito era contrarrestar los ataques especulativos contra el dólar o las perturbaciones del mercado que pueden volverse perjudiciales (BIS G10, 1964).

El segundo propósito era evitar grandes drenajes de reservas de oro de Estados Unidos debidos a la conversión transitoria de grandes saldos de dólares en oro por parte de los bancos centrales: “Para compensar, cuando sea apropiado, los efectos sobre las reservas de oro o las obligaciones en dólares de Estados Unidos de las fluctuaciones del flujo internacional de pagos hacia o desde Estados Unidos que puedan reflejar fuerzas perturbadoras temporales o desajustes transitorios del mercado” (FOMC, 1962); “para evitar la concentración de pérdidas de oro resultante de la rápida acumulación de excesos de saldos en dólares en los bancos centrales extranjeros; especialmente si existe la probabilidad de que esta acumulación se revierta en un periodo previsible; pero los esquemas de canje no fueron diseñados para evitar pérdidas de oro resultantes de un déficit de pagos persistente” (BIS G10, 1964). La red de canje fue descrita como una “alternativa temporal a los pagos internacionales de oro en forma de facilidades de crédito del banco central” (Coombs, 1976).

El tercer propósito era mejorar la cooperación monetaria internacional entre bancos centrales y entidades internacionales y evitar efectos adversos sobre las posiciones de reservas en moneda extranjera: para “fomentar la cooperación monetaria con los bancos centrales de otros países manteniendo monedas convertibles, con el Fondo Monetario Internacional y con otras entidades de pagos internacionales” (FOMC, 1962), para “complementar los acuerdos de cambios internacionales, como los que se han hecho a través del Fondo Monetario Internacional” (ibíd.). “Conjuntamente con estos bancos y estas entidades, para ayudar a moderar desequilibrios temporales de pagos internacionales que puedan afectar adversamente las posiciones de reservas monetarias” (ibíd.).

canje con Canadá y México se mantuvieron porque se asociaron en el acuerdo marco del TLC, en el cual participaba la Reserva Federal.

El cuarto propósito era ayudar en la provisión de liquidez internacional en el largo plazo: “En el largo plazo, para proporcionar recursos por medio de los cuales las tenencias recíprocas de moneda extranjera puedan contribuir a satisfacer las necesidades de liquidez internacional que se requieran para ampliar la economía mundial” (FOMC, 1962); “en el más largo plazo, cuando la balanza de pagos estadounidense haya retornado al equilibrio, para proporcionar recursos por medio de los cuales las tenencias recíprocas de monedas extranjeras puedan contribuir a satisfacer las necesidades de liquidez internacional” (BIS G10, 1964). Este propósito de contribuir a satisfacer las necesidades de liquidez internacional era similar al de la red de canje creada durante la crisis financiera de 2008-2009.

Otros bancos centrales también usaron esta red de canje del banco central para respaldar sus monedas, por ejemplo, el Banco de Italia en apoyo de la lira en marzo de 1964; y para manejar presiones estacionales de los mercados de cambios, por ejemplo, por las operaciones de los bancos comerciales de fin de año (Toniolo, 2005). La Reserva Federal también pactó algunas líneas de canje con el BIS con las cuales podía convertir una moneda extranjera en otra sin afectar los mercados de cambios con grandes transacciones (BIS G10, 1964).

Luego del 11 de septiembre de 2001, la Reserva Federal creó líneas de canje temporales por 30 días con el BCE y el Banco de Inglaterra, y aumentó temporalmente una línea de canje existente con el Banco de Canadá³⁶. Su propósito era diferente del de la red de canje creada durante la crisis financiera de 2008-2009, porque se creó para dar liquidez de emergencia en dólares americanos luego de la interrupción de la infraestructura financiera. Por ejemplo, el comunicado de prensa que anunció la línea de canje por 30 mil millones de dólares entre la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra del 14 de septiembre de 2001 especificó que “de ser necesario, los ingresos en dólares se pondrán a disposición de los bancos del Reino Unido para facilitar el pago de sus transacciones en dólares”.

LAS DIFERENCIAS EN LA REACCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES ENTRE 1931 Y 2008, Y QUÉ LAS EXPLICA

En esta sección analizamos las diferencias entre las experiencias de 1931 y 2008, y examinamos las explicaciones posibles de algunas de las diferencias en la respuesta de política monetaria a las dos crisis.

³⁶ Ver los comunicados de prensa de la Reserva Federal, [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/2001/20010913/default.htm>], [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/2001/20010914/default.htm>], y [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/2001/200109144/default.htm>].

Hay fuertes razones para pensar que la reacción de política fue más efectiva en 2008-2009. Como ya señalamos, la creación de liquidez por los bancos centrales fue mucho menos restringida en 2008-2009 que en 1931.

ASPECTOS ECONÓMICOS FUNDAMENTALES

No intentamos explorar o comparar las causas fundamentales de las dos crisis bancarias. Es plausible que los desequilibrios fundamentales presentes en 1931 fueran tan grandes que ningún volumen de liquidez proporcionado por los bancos centrales pudiera haber evitado la crisis. En esa época, la escena financiera internacional aún estaba dominada por problemas no resueltos relacionados con las reparaciones de la guerra. Además, los Estados sucesores del Imperio Austro-Húngaro, en especial Austria, no se habían ajustado plenamente a su nueva situación³⁷. No obstante, durante muchos años ha habido consenso en que la Gran Depresión no era inevitable y que unas políticas macroeconómicas más expansionistas, fiscales o monetarias, la podían haber evitado o, al menos, contenido, y podían haberla convertido en una recesión mucho menos grave. Una provisión de liquidez más generosa de los bancos centrales habría sido una parte esencial de tal programa de políticas; su ausencia en 1931 fue entonces de gran importancia.

En este momento, mediados de 2010, es muy pronto para decir si las medidas de política que se han tomado en la crisis reciente serán efectivas para que la economía mundial retorne a tasas de crecimiento comparables a las que prevalecían antes de la crisis. No obstante, la provisión de liquidez a gran escala por los bancos centrales ha sido un componente necesario de los programas de política que se han adoptado para apoyar la actividad económica después de la crisis financiera.

LA ESCALA DEL PROBLEMA DE LIQUIDEZ

Nuestros indicadores muestran claramente que la contracción de los préstamos y los depósitos bancarios internacionales fue mucho menor en 2008-2009 que en 1931. Pero esto no implica que la perturbación inicial fuera más pequeña. Es posible que fuera tan grande o incluso más grande, pero que la reacción de política haya sido más efectiva en un margen suficiente para que la contracción financiera fuera más pequeña, y que los efectos de la perturbación inicial sobre la economía real fueran contenidos de mejor manera. En particular, como ya se-

³⁷ Ver Brown (1940, 923-926).

ñalamos, es muy probable que la difusión de los seguros de depósitos bancarios en 2008, que no existían en 1931, fuera esencial para limitar la salida de depósitos de los bancos comerciales y contener los efectos de la crisis de 2008³⁸. Y es significativo que varios gobiernos ampliaran la cobertura de su seguro de depósitos bancarios durante 2008, en algunos casos proporcionando garantías de depósitos completas³⁹ (ver la sección siguiente). En todo caso, está más allá del alcance de este escrito identificar, discutir y comparar las causas subyacentes de las dos crisis; nuestro propósito es, más bien, comparar las respuestas de política y explicar las diferencias.

LA EXISTENCIA DE SEGUROS Y GARANTÍAS DE DEPÓSITOS

Las caídas de depósitos en 2008-2009 no fueron tan generales o tan grandes como las de 1931. Es probable que esto se haya debido en gran medida a la existencia de seguros de depósitos bancarios, y a su fortalecimiento para evitar corridas bancarias en varios países. En la crisis reciente, los esquemas de seguro de depósitos bancarios se fortalecieron en muchos países de la Unión Europea, en Suiza, Australia y Nueva Zelanda⁴⁰. Además, por razones que no tenemos claras, la deuda subordinada emitida por los bancos fue protegida eficazmente durante la crisis reciente. El primer esquema oficial de seguro de depósitos bancarios fue introducido en Estados Unidos en 1933, para evitar corridas bancarias y fugas de depósitos en el futuro.

Sin embargo, existe el peligro de que las garantías de depósitos de los gobiernos puedan perder credibilidad si las posiciones fiscales de sus países se deterioran fuertemente. Si eso ocurriera, se podría desencadenar una fuga de depósitos a pesar de la existencia de garantías de depósitos.

NINGUNA RESTRICCIÓN OBLIGATORIA A LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL

En 1931, la provisión de liquidez del banco central estaba restringida por el patrón oro. Los países donde los imperativos domésticos requerían grandes volúmenes de liquidez tenían escasez relativa de oro, y tuvieron que establecer acuerdos de prórroga y controles de cambios

³⁸ Tallman y Wicker (2010), escribiendo sobre Estados Unidos, sugieren que la analogía entre la crisis reciente y la Gran Depresión es defectuosa porque en la crisis reciente no hubo retiros masivos de los depositantes. Igual que ellos, pensamos que el seguro de depósitos bancarios explica la estabilidad relativa de los depósitos bancarios, pero no pensamos que la analogía carezca de sentido.

³⁹ Para detalles, ver, por ejemplo, Reserve Bank of Australia (2009, 43-46).

⁴⁰ *Ibíd.*

para contener la salida de oro. Otros países abandonaron el patrón oro para evitar el conflicto con sus objetivos domésticos.

Las restricciones impuestas por el patrón oro afectaron la provisión de liquidez internacional y la provisión de liquidez afectó a los prestatarios domésticos. Las iniciativas internacionales para proporcionar ayuda a los países más afectados por la crisis fueron infructuosas. Por ejemplo, el préstamo internacional a Austria acordado en 1931 fue decepcionante por el tamaño, claramente insuficiente para sus necesidades, y porque tardó demasiado tiempo para acordarlo. Además, fue imposible acordar un segundo préstamo que podría haber ayudado a estabilizar la situación⁴¹. Una de las dificultades principales fue que los posibles prestamistas, como el Reino Unido, estaban preocupados porque el préstamo a Austria debilitaría sus propias defensas contra la crisis financiera⁴².

En cambio, en la crisis reciente no había una restricción comparable a la creación de liquidez por los bancos centrales. Esto fue evidente en la velocidad y la escala de la provisión de liquidez. En la mayoría de los países, los fondos requeridos se proporcionaron rápidamente, de modo que contuvieron la crisis en sus primeras etapas y dieron la tranquilidad de que las autoridades no tenían dudas acerca de la provisión de liquidez.

El cuadro 10 compara los volúmenes de liquidez proporcionados en las dos crisis, medidos con los tres métodos descritos. Los datos incluyen la provisión de liquidez a los prestatarios domésticos y extranjeros. La cantidad proporcionada en 2008-2009 fue de 5½ a 7½ veces mayor que en 1931, dependiendo de la escala que se elija. En la crisis reciente fue claro que se habría proporcionado más si se hubiera necesitado más. En el campo internacional, nada ilustra la diferencia entre 1931 y 2008 más claramente que el hecho de que las líneas de canje extendidas por la FED al BCE, al Banco de Inglaterra, al Banco Nacional Suizo y al Banco del Japón fueran ilimitadas en cantidad después del 13-14 de octubre de 2008.

⁴¹ Ver Toniolo (2005, 90-96).

⁴² ¿Fue el patrón oro o las tasas de cambio fijas lo que restringió la provisión de liquidez? Así, la pregunta no está bien planteada porque el sistema de tasas de cambio fijas externo al patrón oro de 1931 cuya existencia hipotética supone la pregunta habría necesitado algunos medios para coordinar las políticas monetarias. Si hubiera sido posible coordinar unas políticas monetarias expansionistas, el sistema de tasas de cambio fijo podría haber sobrevivido, pero no al contrario.

Cuadro 10
Provisión de liquidez del banco central en las dos crisis

	Como % de los activos del banco central ¹	Como % de los depósitos de los bancos comerciales ²	Como % del PIB ³
1931	3,8	1,0	ND
2008-2009	28,5	5,5	5,4

¹ Activos del banco central a finales de 1930 y finales de agosto de 2008, respectivamente

² Depósitos de los bancos comerciales a finales de 1930 y finales de 2007, respectivamente

³ PIB en 2008.

Fuente: cuadros 7 y 8.

TAMAÑO Y DISTRIBUCIÓN DE LAS RESERVAS

El oro total y las reservas en divisas a finales de 1931 eran de 13,4 mil millones de dólares, cerca del 100% del endeudamiento internacional de corto plazo total, según la estimación del BIS. A finales de 2007 eran de \$6.716 mil millones, cerca del 18% del endeudamiento internacional de corto plazo total estimado en el cuadro 2. Es decir, las reservas acumuladas en 1931 eran mucho mayores con respecto al endeudamiento internacional que en 2008.

Aunque las reservas acumuladas en 1931 parecen sustanciales de acuerdo con este criterio, estaban en el lugar equivocado. Los países que más reservas necesitaban, como Austria, Alemania y el Reino Unido, no tenían suficientes; y los que las tenían en abundancia, como Francia, los Países Bajos, Suiza y Estados Unidos, tenían más de las que necesitaban.

Las reservas oficiales eran mucho más bajas con respecto al endeudamiento internacional de corto plazo en 2008 que en 1931. Y se podría decir que, así como en 1931, se concentraban en los lugares donde menos se necesitaban. Por ejemplo, China tenía más de la cuarta parte de las reservas oficiales del mundo, pero China fue poco afectada por la crisis. Y algunos de los centros bancarios internacionales que en ese momento necesitaban más liquidez internacional solo tenían pocas reservas propias. Por ejemplo, las reservas del Reino Unido solo llegaban a 41,7 mil millones de dólares a finales de agosto de 2008.

La provisión de facilidades de canje por la Reserva Federal en particular hizo totalmente irrelevante la adecuación de las reservas para los países que recibían estas líneas de canje. Los países que tenían líneas de canje podían proporcionar la liquidez en moneda extranjera que necesitaban sus bancos recurriendo a las facilidades de canje, y en la mayoría de los casos mantuvieron totalmente sus reservas.

MANEJO DE LAS RESERVAS

Una característica común de las dos crisis bancarias es que, en ambos casos, el manejo de las reservas del banco central parece haber actuado procíclicamente, ampliando la oferta de crédito durante el boom y contrayéndola durante la recesión.

POLÍTICA Y LIDERAZGO INTERNACIONAL

Como ya se señaló, las diferencias políticas –entre Austria y Francia, p. ej.– anularon la posibilidad de que la cooperación oficial internacional pudiera haber contenido los efectos de la crisis de liquidez de 1931. Además, como señaló Kindleberger (1986), las actitudes aislacionistas impidieron que Estados Unidos asumiera el liderazgo que podría haber resuelto la crisis.

En contraste, en 2008 no hubo obstrucciones políticas a la provisión de las líneas de canje necesarias. Además, Estados Unidos percibió que le convenía proporcionar liquidez libremente a otros países, a pesar de algunos riesgos financieros y de cierta oposición en el Congreso⁴³. Si el clima político hubiera sido menos benigno, o si Estados Unidos hubiera adoptado una actitud aislacionista, la crisis global seguramente habría sido mucho peor de lo que fue.

CONCLUSIÓN

El patrón oro limitó la cantidad de crédito que podían crear los bancos centrales. Ese era su propósito. En el siglo XIX, los bancos centrales desarrollaron técnicas que les permitían proteger sus economías de los aspectos más duros de su funcionamiento automático. Esas técnicas no funcionaron en 1931. Las restricciones impuestas por el patrón oro a la creación de liquidez hicieron imposible que los bancos centrales proporcionaran liquidez en los volúmenes que podrían haber sido suficientes para contener la crisis global. Al mismo tiempo, en los países donde los bancos grandes encontraron dificultades, los imperativos de política doméstica determinaron que se proporcionara liquidez para evitar pérdidas a los depositantes domésticos y el colapso económico que esas pérdidas habrían causado. Los préstamos oficiales internacionales fueron bloqueados por obstáculos políticos y, más en general, por el hecho de que ningún país estaba dispuesto ni podía proporcionar liquidez a los otros en la escala que requería el problema. El resultado fue que el patrón oro, el sistema monetario internacional de la época, se destruyó. Algunos países impusieron

⁴³ Ver Allen y Moessner (2010, secc. 9).

controles de cambios para evitar salidas de oro y otros dejaron que sus tasas de cambio flotaran. Los controles de cambios, los acuerdos de prórroga impuestos a algunas deudas internacionales de corto plazo y la difusión del proteccionismo agravaron la depresión de la producción y el empleo a medida que avanzaban los años treinta.

En 2008, se habían aprendido las lecciones de la experiencia de la Gran Depresión. El seguro de depósitos (introducido en Estados Unidos en 1933) hizo posible que en la mayoría de los países los bancos comerciales no experimentaran salidas de depósitos. En algunos países, los gobiernos fortalecieron los esquemas de garantías de los depósitos durante la crisis. Y las monedas administradas y las tasas de cambio flexibles permitieron que los bancos centrales crearan nueva liquidez libremente y, con ello, que limitaran la difusión de la crisis. Quizá más importante, se entendía que la principal prioridad de los bancos centrales en una crisis bancaria era proporcionar liquidez libremente.

Además, de manera fortuita, las condiciones políticas no inhibieron los préstamos internacionales, y a pesar de alguna oposición del Congreso, la Reserva Federal, en la búsqueda ilustrada de los intereses de Estados Unidos, proporcionó grandes cantidades de dólares para respaldar al sistema bancario global a través de líneas de canje. En este momento parece ser que el resultado es mucho más feliz de lo que se podía temer.

ANEXO DE DATOS

Este anexo indica las fuentes de algunos de los datos que se citan en el artículo.

CUADRO 3

Los datos de depósitos bancarios provienen del cuadro 3A de las estadísticas bancarias internacionales del BIS (cantidades pendientes y cambios trimestrales de la tasa de cambio ajustada). Los datos de títulos internacionales de deuda con madurez restante de hasta un año provienen del cuadro 17B de las estadísticas de títulos internacionales del BIS (solo cantidades pendientes). Calculamos las variaciones trimestrales de los títulos de deuda internacional parcialmente ajustados por la tasa de cambio como la suma de:

- Las emisiones netas de instrumentos del mercado monetario internacional (del cuadro 14A de las estadísticas de títulos internacionales del BIS), que son ajustadas por la tasa de cambio, y
- Las diferencias entre cantidades trimestrales sucesivas de títulos internacionales de deuda pendientes con madurez restante de hasta un año

distintos de los instrumentos del mercado monetario internacional, calculadas restando las cantidades pendientes del cuadro 14A de las del cuadro 17B. Las variaciones trimestrales estimadas de los títulos internacionales de deuda con madurez restante de hasta un año distintos de los instrumentos del mercado de dinero internacional no están entonces ajustados por la tasa de cambio.

CUADRO 5

ESTADOS UNIDOS

Los datos se tomaron de la Reserva Federal, cuadro H8.1.

CANADÁ

El cuadro C4 del Boletín Estadístico Mensual del Banco de Canadá solo muestra los depósitos en dólares canadienses a fin de mes de los bancos autorizados hasta diciembre de 2008. Los datos son consolidados, de modo que los depósitos interbancarios corresponden a las cifras netas. El cuadro C9 muestra los depósitos registrados en moneda extranjera de los bancos autorizados. De nuevo los datos solo están disponibles hasta diciembre de 2008. Suponemos que todos los depósitos en moneda extranjera están denominados en dólares estadounidenses. Así, calculamos el valor en dólares estadounidenses de cada total de fin de mes y luego convertimos las variaciones mes a mes en dólares canadienses usando las tasas de cambio promedio mensuales. Las variaciones de los depósitos totales que citamos son la suma de los cambios en los depósitos expresados en dólares canadienses del cuadro C4 y los cambios calculados en los depósitos denominados en moneda extranjera (de todas las fuentes) del cuadro C9.

ÁREA DEL EURO

Los depósitos totales de las instituciones financieras monetarias (IFM) y de las no monetarias se encuentran en el cuadro 2.2 del BCE (balances consolidados de las IFM de área del euro). Usamos los datos de transacciones, acumulados desde finales de agosto, porque no incluyen los efectos de las fluctuaciones de la tasa de cambio en el valor en euros de las posiciones preexistentes. El sector de IFM incluye el sistema del euro (el BCE y los bancos centrales nacionales del área del euro). Los depósitos totales de las IFM del sistema del euro se encuentran en el cuadro 2.1 (balances consolidados de las IFM del área del euro). No hay datos de transacciones en el cuadro 2.1, por ello simplemente dedujimos las diferencias entre las cantidades de fin de mes de los datos de transacciones totales de las IFM del cuadro 2.2 para estimar los cambios en los depósitos de las IFM fuera del sistema del euro, aceptando que puede haber alteraciones por los efectos de tasa de cambio y otros efectos de valoración presentes en los datos del sistema del euro (aunque sean

pequeñas, porque los depósitos de las IF no monetaria del sistema del euro son apenas el 1,3% de los depósitos totales de las IFM).

REINO UNIDO

Usamos la misma técnica que en el caso del área del euro. Los datos provienen del cuadro B 2.1 del Banco de Inglaterra (balances consolidados de las IFM). Restamos los datos del Banco de Inglaterra (del cuadro B 2.2) de los datos de todas las IFM para obtener los datos de las IFM distintas del Banco de Inglaterra. Usamos los datos publicados de las variaciones, para excluir los cambios en el valor de los saldos pendientes que resultan de los cambios inducidos por los cambios en el valor de la libra esterlina de esos saldos y no de los flujos.

SUIZA

Los datos básicos provienen del Boletín Mensual de Estadísticas Bancarias del Banco Nacional Suizo, cuadro 1B, que reporta los datos por grupos bancarios: “todos los bancos”, “bancos grandes” (de los cuales solo hay dos), “bancos cantonales”, “bancos regionales y bancos de ahorro” y “bancos extranjeros”. Como “todos los bancos” incluye el Banco Nacional Suizo, usamos la suma de los datos de los otros cuatro grupos, salvo indicación contraria. Las cifras citadas en el cuadro corresponden a la suma de “instrumentos del mercado monetario emitidos”, “obligaciones con los clientes en forma de ahorros y depósitos” y “otras obligaciones con los clientes”, y a “obligaciones con los clientes en forma de ahorros y depósitos” y “otras obligaciones con los clientes”. Los datos se citan en el cuadro 1B como totales en todas las monedas, pero los valores en CHF de los componentes denominados en CHF, dólares americanos y euros, y en algunos casos metales preciosos, se muestran por aparte. Para estimar los flujos de transacciones calculamos los valores en dólares americanos y euros de los componentes de cada fin de mes en sus monedas respectivas, usando las tasas de cambio de fin de mes, y con esos datos calculamos las variaciones mensuales. Luego convertimos las variaciones mensuales en CHF usando las tasas de cambio mensuales promedio. Hicimos cálculos análogos para los metales preciosos suponiendo que todas las cuentas de metales preciosos eran en oro.

HONG KONG

Los datos se tomaron de Hong Kong Monetary Authority, cuadro 3.2.

SINGAPUR

Los datos se tomaron Monetary Authority of Singapore, cuadro 1.10.

AUSTRALIA

Los datos son del Banco de la Reserva de Australia, cuadro B3. No se considera el efecto de las variaciones de la tasa de cambio del dólar australiano sobre el valor de los depósitos en moneda extranjera.

RUSIA

Datos de Haver Analytics; la fuente última es el Boletín de Estadísticas Bancarias del Banco Central de Rusia, cuadro 1.16.

JAPÓN

Los datos son del sitio web del Banco del Japón. Los códigos relevantes son FAFAABK_FAAB2DBEL01 para los depósitos de bancos autorizados domésticamente y FAFAFBK_FAFB2L1 para los depósitos de bancos extranjeros.

CHINA

Los datos son del Banco Popular de China, cuadro estadístico “Resumen de Corporaciones Depositarias”, [<http://www.pbcgov.cn/english/diaochatongii/tongjishuju/2008.asp>].

INDIA

Los datos son de Data Warehouse del Banco de la Reserva de India, cuadro “Resumen de Bancos Comerciales”.

BRASIL

Los datos son del “sistema de manejo de series de tiempo” del banco central [<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/telaCvsSelecionarSeries.paint>] y las series incluidas son #1883, #1884 y #1886. Todas se relacionan con “depósitos de dinero de los bancos”, y por ello incluyen los depósitos del banco central. Pero el balance del banco central solo registra depósitos de instituciones financieras y organizaciones internacionales, y los de estas últimas son muy pequeños. Por ello, las variaciones en los depósitos de “depósitos de dinero de los bancos” deben ser muy cercanas a las variaciones de los depósitos de los bancos comerciales.

MÉXICO

Los datos son del Banco de México, cuadro “Agregados monetarios y flujo de fondos”. En el cálculo de los flujos de depósitos suponemos que todos los depósitos en moneda extranjera se denominan en dólares estadounidenses.

DINAMARCA

Los datos son del Danmarks Nationalbank, cuadro DNSEKT1.

ISLANDIA

Los datos son del Banco Central de Islandia, “Cuentas de Depósitos de Dinero de los Bancos. En el cálculo de los flujos de depósitos suponemos que todos los depósitos en moneda extranjera se denominan en euros.

CUADRO 7

Como señalamos en el texto, suponemos que el volumen de liquidez suministrado por cada banco central es igual a la variación de los activos en oro y moneda extranjera, menos los efectos de revaluación, más la variación del total de activos en papeles domésticos (descuentos, préstamos y avances, y tenencias de títulos del gobierno), publicados por la Liga de Naciones. Sin embargo, los anuarios estadísticos de la Liga de Naciones no presentan balances detallados del banco central. Nuestro supuesto equivale a suponer que las tres clases de activos del banco central para las cuales la Liga publicó estadísticas son los únicos que importaban, es decir, que el monto de otros activos (como tierra y edificios) era pequeño o no varió mucho en 1931.

Podemos probar esta suposición para los países de los cuales tenemos datos detallados del balance del banco central. El cuadro A1 del anexo contiene los datos relevantes.

DATOS DEL PIB

Canadá:	Thelma Liesner, <i>One Hundred Years of Economic Statistics</i> , The Economist, 1989, cuadro C1
Estados Unidos:	datos nacionales vía BIS DBS database
Japón:	Global Financial Database
Alemania:	Global Financial Database
Francia:	CEPII, [http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa.htm]
Italia:	Liesner, cuadro It1
Reino Unido:	Global Financial Database
Países Bajos:	datos nacionales vía BIS DBS database

CUADRO A1

Activos del banco central: pruebas de completitud de las estimaciones basadas en los datos de la Liga de Naciones (finales de 1930)

País	Unidades	Estimación de los activos del banco central basada en los datos de la Liga de Naciones	Activos totales reportados por la fuente nacional	Diferencia de los niveles de finales de 1930 (%)	Variación de los activos totales reportada por la fuente nacional (%), finales de 1930 a finales de 1931; (diferencia en pp con la estimación basada en los datos de la Liga de Naciones entre corchetes)
Estados Unidos	Mill. US\$	5.570	5.201 ¹	-6,6	9,1 (4,1)
Francia	Mill. de FRF	99.958	103.886 ²	3,9	11,5 (-0,5)
Suecia	Mill. de CHF	1.338	1.392 ³	4,0	91,1 (-1,6)
Alemania	Mill. de MA	5.687	6.253 ⁴	10,0	-6,2 (-1,4)
Austria	Mill.s de ATS	1.264	1.538 ⁵	21,7	8,5 (-2,0)
Reino Unido	Mill. de GBP	546	562 ⁶	2,9	-0,9 (-8,7)
Japón	Mill. de JPY	1.852	2.175 ⁷	17,5	-8,9 (-8,8)

¹ Fuente: Federal Reserve Board Banking and Monetary Statistics 1914-1941, [<http://fraser.stlouisfed.org/publications/bms/>].

² Fuente: Banque de France: situation hebdomadaire 1898-1974, [http://www.banquefrance.fr/fr/statistiques/base/annhis/html/idx_annhis_fr.htm]. La cifra es del 1° de enero de 1931.

³ Fuente: Swiss National Bank, Historical Time Series, [http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/histz/id/statpub_histz_actual].

⁴ Fuente: Deutsche Bundesbank, Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, cuadro C I 1.01.

⁵ Fuente: Wirtschafts-Statistisches Jahrbuch 1930/31, Kammer für Arbeiter und Angestellte in Wien (Herausgeber).

⁶ Fuente: Federal Reserve Board Banking and Monetary Statistics 1914-1941, [<http://fraser.stlouisfed.org/publications/bms/>], que muestra los balances de los departamentos de emisiones y banca del Banco de Inglaterra. Para calcular la cifra de £562 millones, sumamos los activos totales de los dos departamentos y restamos del total la cantidad de billetes bancarios (obligaciones del departamento de emisiones) incluidos en los activos del departamento de banca.

⁷ Fuente: información proporcionada a los autores por el Banco del Japón. Agradecemos a Takamasa Hisada por traducirla al inglés.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Ahamed, L. *Lords of finance*, London, Windmill Books, 2009.
2. Allen, W. y R. Moessner. "Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9", *BIS Working Paper* 310, 2010.
3. Almunia, M., A. Bénétrix, B. Eichengreen, K. O'Rourke y G. Rua. "From Great Depression to great credit crisis: Similarities, differences and lessons", 50ª reunión del Economic Policy Panel, Tilburg, octubre de 2009, [http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/great_dep_great_cred_11-09.pdf].
4. Bagehot, W. *Lombard Street: A description of the money market*, London, Kegan Paul, 1892.
5. BIS G10. "Short-term credit arrangements among central banks and monetary authorities", 22 BISA, 7.18(12), Papers Michael Dealtry, box DEA14, f02: G10, January 1964.

6. BIS. *2nd Annual Report, 1931/32; 3rd Annual Report, 1932/33; 4th Annual Report, 1933/34; 5th Annual Report, 1934/35; 79th Annual Report, 2008/2009*.
7. Basel Committee on Banking Supervision. "The Joint Forum's report on special purpose entities", September 2009.
8. Bernanke, B. y H. James. "The gold standard, deflation and financial crisis in the Great Depression: An international comparison", 1991, B. Bernanke, ed., *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000.
9. Bernholz, P. "From 1945 to 1982: The transition from inward exchange controls to money supply management under floating exchange rates", *The Swiss National Bank 1907-2007*, Zürich, Neue Zürcher Zeitung Publishing, 2007.
10. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, Washington, 1976.
11. Bordo, M. D. y B. Eichengreen. "The rise and fall of a barbarous relic: The role of gold in the international monetary system", G. Calvo, R. Dornbusch y M. Obstfeld, eds., *Money, capital mobility and trade: Essays in honor of Robert A. Mundell*, Cambridge, MIT Press, 2001.
12. Bordo, M. D., E. Choudri y A. Schwartz. "Was expansionary monetary policy feasible during the great contraction? An examination of the gold standard constraint", *Explorations in Economic History* 39, 2002, pp. 1-28.
13. Bordo, M. y H. James. "The Great Depression analogy", *NBER Working Paper* 15584, 2009.
14. Brown, W. A., Jr. *The international gold standard reinterpreted 1914-1934*, New York, NBER, 1940.
15. Clapham, J. *The Bank of England 1694-1914*, vol. 2, Cambridge, Cambridge University Press, 1966.
16. Coombs, C. *The arena of international finance*, New York, Wiley, 1976.
17. Conolly, F. "International short-term indebtedness", memorandum (BIS), Bank of England Archive BE OV50/10, 1936.
18. Eichengreen, B. *Golden fetters – The gold standard and the Great Depression 1919-1939*, New York, Oxford University Press, 1995.
19. Eichengreen, B. *Globalising capital: A history of the international monetary system*, Princeton, Princeton University Press, 2008.
20. FOMC. "Transcript of the FOMC meeting of 13th February", 1962, [<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomchistmin19620213.pdf>].
21. Friedman, M. y A. Schwartz. *A monetary history of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press y NBER, 1963.
22. Gil Aguado, I. "The creditanstalt crisis of 1931 and the failure of the Austro-German customs union project", *Historical Journal*, 44, 1, 2001.
23. Hawtrey, R. *The gold standard in theory and practice*, London, Longmans, 1947.
24. Irwin, D. "Did France cause the Great Depression?", *NBER Working Paper* 16350, 2010.

25. James, H. "Financial flows across frontiers during the interwar depression", *Economic History Review* 45, 3, 1992, pp. 594-613.
26. James, H. *The end of globalization: Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Harvard University Press, 2001.
27. Kindleberger, C. *The world in Depression 1929-1939*, Berkeley, University of California Press, 1986.
28. Kindleberger, C. *Historical economics: Art or science?*, Berkeley, University of California Press, 1990, [<http://www.escholarship.org/editions/view?docId=ft287004zv&chunk.id=d0e8451&toc.idd0e7640&brand=eschol>].
29. Mosser, A. y A. Teichova. "Investment behaviour of industrial joint-stock companies and industrial shareholding by the Österreichische Credit-Anstalt: Inducement or obstacle to renewal and change in industry in interwar Austria", H. James, H. Lindgren y A. Teichova, eds., *The role of banks in the interwar economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1991.
30. Mouré, K. *Managing the Franc Poincaré: Economic understanding and political constraint in French monetary policy 1928-1936*, Cambridge, Cambridge University Press, 1991.
31. Panetta, F. et al. "An assessment of financial sector rescue programmes", *BIS Paper* 48, 2009.
32. Pihlmann, J. y H. van der Hoorn. "Procyclicality in central bank reserve management: Evidence from the crisis", *IMF Working Paper* WP 10/150, 2010.
33. Plessis, A. "Histoire des banques en France", 2003, [[http://www.fbf.fr/Web/internet/content_fbf.nsf/\(WebPageList\)/historique/\\$File/Histoire_des_banques_en_France-Plessis.pdf](http://www.fbf.fr/Web/internet/content_fbf.nsf/(WebPageList)/historique/$File/Histoire_des_banques_en_France-Plessis.pdf)].
34. Reserve Bank of Australia. *Financial Stability Review*, March 2009.
35. Ritschl, A. "War 2008 das neue 1931?", *Aus Politik und Zeitgeschichte* 20, 2009, [<http://www.bpb.de/files/PQYS6J.pdf>].
36. Sayers, R. *The Bank of England 1891-1944*, vol. 2, Cambridge, Cambridge University Press, 1976.
37. Stella, F. "The Federal Reserve System balance sheet – What happened and why it matters", mimeo, IMF, 2009.
38. Tallman, E. y E. Wicker. "Banking and financial crises in United States history: What guidance can history offer policymakers?", *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper* 10-09, 2010.
39. Toniolo, G. *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005.
40. Turner, P. "Central Banks, Liquidity and the Banking Crisis", S. Griffith-James J. A. Ocampo y J. Stiglitz, eds., *Time for a visible hand: Lessons from the 2008 world financial crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2010.
41. United Kingdom. *Reserves and liabilities 1931 to 1945*, Cmd. 8354, London, HMSO, 1951.
42. Warburton, C. "Monetary difficulties and the structure of the monetary system", *Journal of Finance* 7, 4, 1952.
43. Wells, D. *The Federal Reserve System: A history*, Jefferson, McFarland & Company, 2004.

44. Williams, D. "London and the 1931 financial crisis", *Economic History Review* 15, 3, 1963, pp. 513-528.
45. Wood, J. H. "The great deflation of 1929 - 33 (almost) had to happen", 2009, [[http://users.wfu.edu/jw/The%20Great%20Deflation%20of%201929-33%20\(almost\)%20had%20to%20happen.doc](http://users.wfu.edu/jw/The%20Great%20Deflation%20of%201929-33%20(almost)%20had%20to%20happen.doc)].