

El mundo de ayer y el mundo de hoy: semejanzas y diferencias entre dos crisis

Pablo Martín-Aceña *

¿Estamos ante una nueva Gran Depresión como la iniciada hace ochenta años? ¿Hemos sido arrastrados por acontecimientos similares a los acaecidos en 1929? ¿Lo ocurrido en el trienio 2007-2008-2009 es una repetición de lo que pasó en 1929-1930-1931? ¿La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue el albatros que nos ha anunciado una tormenta todavía por venir, al igual que lo fue la quiebra del Credit Anstald en mayo de 1931? ¿Hemos cometido y estamos incurriendo en los mismos errores que condujeron a la peor crisis del capitalismo moderno? ¿Es nuestra actual crisis similar o diferente a la de los años treinta? Estas y parecidas preguntas están a la orden del día, porque la crisis de 1929 y la depresión de los años treinta han dejado en nuestra memoria una huella imborrable y ejercen sobre nosotros una fascinación fuera de lo común. Tratamos de recordar qué pasó en aquellos años y qué se hizo para sacar a la economía mundial del abismo en que estaba cayendo. Nos interrogamos porque no deseamos que se repitan acontecimientos parecidos que nos evocan las duras imágenes del desempleo masivo, de fábricas y equipos parados, de desesperación y de conflictos sociales, y también el recuerdo del ascenso del nazismo y de la consolidación en muchas partes de Europa de regímenes autoritarios. El tiempo de la Gran Depresión lo identificamos con la destrucción de la democracia.

Ahora como entonces se ha roto un espejismo: la economía de mercado, de libre competencia, que produce tanto bienestar para tanta gente, no asegura sin embargo un crecimiento sostenido sin fluctuaciones. Lo dijo el gran economista austríaco, Joseph Schumpeter, y a veces nos olvidamos: el sistema de vez en cuando se paraliza y provoca agudas crisis que son imposible predecir y complica-

das de curar. También Paul Samuelson, que observó la crisis del 29 siendo alumno de Chicago, llegó a la conclusión de que las fluctuaciones económicas son inherentes al capitalismo porque el optimismo y el pesimismo son cíclicos.

Tolstoi, en el célebre comienzo de Ana Karenina, nos dice que “las familias felices son todas iguales; y las familias infelices lo son cada una a su manera”. A los períodos de auge y a las recesiones económicas les pasa lo mismo. Y las crisis, como las familias infelices, lo son cada una a su manera: tienen rasgos comunes y también caracteres diferentes. ¿Qué distingue nuestros días de aquellos de hace ocho décadas? ¿Qué hay de común y qué de distinto? Centremos primero nuestra atención en las analogías.

Ambos fueron acontecimientos inesperados, o al menos los expertos fueron incapaces de predecirlos. El crac bursátil de octubre de 1929 en la Bolsa de Nueva York fue un acontecimiento que pilló por sorpresa a la mayoría de los operadores y políticos. El presidente de los Estados Unidos, Calvin Coolidge declaraba en diciembre de 1928, justo al final de su mandato: “en ningún otro momento el Congreso se ha reunido en medio de tanta prosperidad y tranquilidad”. Se refería al prolongado período de crecimiento y estabilidad que había disfrutado la economía americana desde 1924. Y un indicador había sido el alza de los valores bursátiles impulsada por recortes en los tipos de interés de la Reserva Federal. También Andrew Mellon, secretario del Tesoro, en declaraciones a principios de 1929, cuando la economía norteamericana daba ya signos de debilidad había afirmado que “no hay motivos para preocuparse; la ola de prosperidad continuará”. Y el nuevo inquilino de la Casa Blanca, Herbert Hoover, que había tomado posesión en marzo de 1929, repetía en el mismo mes de octubre, coincidiendo con el crac bursátil: “los fundamentos de la economía, es decir, la producción y la dis-

* Universidad de Alcalá (Madrid).

tribución, son sólidos y la prosperidad continuará". La prensa, con pocas excepciones como el redactor económico del *New York Times*, se mostraba optimista y no atisbaba peligros como consecuencia de la euforia en los mercados de valores. Y en el mundo académico desde el economista Irving Fisher, profesor en Yale, hasta la *Harvard Economic Society* hacían previsiones optimistas sobre el futuro. De Fisher se recuerda su célebre y equivocado juicio de que "los precios de las acciones han alcanzado un nivel elevado permanente". Sólo unas pocas voces advertían de que la especulación bursátil había ido demasiado lejos y podía estallar en cualquier momento. En la Reserva Federal, los miembros del Consejo se mostraban preocupados por la excesiva especulación bursátil pero dudaban en aplicar subidas de las tasas de descuento por las consecuencias que podrían provocar al otro lado del Atlántico y en la propia economía americana.

En los meses previos al anuncio de las dificultades de Bear Stearns en marzo de 2008 o poco antes de la quiebra de Lehman Brothers, en el mes de septiembre, las voces avisando de un posible colapso financiero eran pocas y apenas audibles. El consenso generalizado era que la globalización y el libre funcionamiento del mercado habían proporcionado una larga etapa de crecimiento, cierto que con algunos sobresaltos. ¿Por qué los economistas no anticipamos el cataclismo? se preguntaba Paul Krugman (2009) en unas recientes conferencias. Todo el mundo coincidía en que los precios de la vivienda habían aumentado en exceso, pero nadie pudo anticipar cuando estallaría la burbuja ni las consecuencias que provocaría sobre el sistema financiero. Asimismo, nadie avisó de los verdaderos peligros de la existencia de un sistema bancario en la sombra: activos fuera de balance, o, si se prefiere, "riesgos" al margen de la contabilidad ordinaria. ¿Por qué nos olvidamos de que tras largos períodos de dinero barato y elevaciones de los precios de los activos, sobre todo inmobiliarios, siempre nos cae encima una crisis? Reinhart y Rogoff (2008) lo acaban de confirmar: para un elevado número de países y períodos de la reciente historia moderna existe una abrumadora coincidencia entre los indicadores que nos avisan de posibles crisis financieras.

El crac bursátil de 1929 y la subsiguiente depresión tuvieron su epicentro en los Estados Unidos. La caída vertical y prolongada de la bolsa provocó fuertes pérdidas a los inversores que recortaron sus niveles de gasto, mientras que las familias, altamente endeudadas y con carteras de activos cada vez más deterioradas, se encontraron sin liquidez para hacer frente a sus compromisos. Romer (1990) aduce que el crac bursátil de 1929, que continuó en 1930, generó una atmósfera de temor y un ambiente de incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía, esto es, sobre la renta futura. Esta incertidumbre hizo que los

consumidores revisaran a la baja sus expectativas y aplazaran sus compras de bienes de consumo duradero; asimismo, los productores ante el empeoramiento de las condiciones de mercado y de los negocios, y también desconcertados por la situación general, aplazaron nuevas inversiones en equipos y plantas hasta que se despejase las incógnitas sobre la evolución de la economía. Luego la política monetaria contractiva de la FED y el mantenimiento del patrón oro a toda costa empeoraron la situación. De Estados Unidos la recesión se trasladó al resto del mundo por diversos canales: la interrupción de las exportaciones de capital, la caída de las importaciones y la aplicación de políticas monetarias y fiscales para corregir los desequilibrios exteriores y defender las paridades de los tipos de cambio. En 1930 la economía europea había entrado en recesión y en 1931 el sistema bancario, aquejado de graves problemas estructurales, colapsó tras la sonada quiebra del gigante vienés *Credianstald*, que arrastró tras de sí a la poderosa banca alemana. Como han puesto de relieve Kindleberger (1973) y más recientemente James (2001), la crisis financiera de la primavera-verano de 1931 intensificó las tensiones deflacionistas y contribuyó a profundizar y prolongar la recesión. La crisis financiera fue también responsable de la adopción de control de cambios por parte de Alemania y otros países centroeuropeos, y de la suspensión del patrón oro en Gran Bretaña en septiembre de 1931. Cuando Londres abandonó la convertibilidad de la libra esterlina, un movimiento seguido por una treintena de países, el mundo quedó dividido en tres bloques monetarios sin apenas interconexión. El resultado fue un acelerado descenso del comercio internacional.

Esta primera crisis del siglo XXI también ha tenido su centro de arranque en los Estados Unidos, cuando en junio de 2007 se conocieron las pérdidas de varios *hedge funds* pertenecientes a importantes bancos de inversión. El origen de los problemas hay que buscarlo en el descenso acelerado de los tipos de interés tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001, lo que estimuló la demanda de crédito. Wall Street empezó a convertir hipotecas y préstamos de diversa índole en títulos para inversores (como fondos de inversión y de pensiones, y sociedades de capital riesgo). Los banqueros sostenían que estos títulos respaldados por hipotecas y obligaciones de deuda ayudaban a reducir y distribuir riesgos. Al mismo tiempo, las entidades de crédito y las compañías hipotecarias asumieron mayores riesgos a la hora de realizar sus préstamos y permitieron a los prestatarios tomar más deudas con menores avales sin comprobar su solvencia. Los menores costes de los préstamos y la facilidad para conseguirlos impulsaron el precio de la vivienda que prácticamente se dobló entre 2000 y 2006. Bancos, sociedades de inversión y *hedge funds* se endeudaron para llevar a cabo nuevas inversiones. Tomaron dinero a préstamo a muy bajo interés

y lograron realizar inversiones con altas rentabilidades. A partir de 2006 los tipos de interés invirtieron su tendencia y comenzaron a subir, mientras que los precios de las viviendas descendieron a partir de la segunda mitad de ese mismo año. La morosidad hipotecaria se elevó. Los primeros síntomas de problemas surgieron con las denominadas hipotecas *subprime* o basura, pero rápidamente se trasladaron a otras clases de hipotecas que supuestamente eran de mayor calidad. Con la morosidad en aumento y los precios de la vivienda en descenso el valor de los títulos con respaldo hipotecario se redujo. El Fondo Monetario Internacional estimó ya en 2007 en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión. Luego la serie de acontecimientos es bien conocida: rescate de Bear Stearns por J.P. Morgan en marzo de 2008, quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, y en este mismo mes rescate de Merrill Lynch por Bank of America y el de la aseguradora AIG por la propia Reserva Federal. En otoño la crisis había saltado a Europa y aparecieron los problemas en gigantes financieros como HBOS, Fortis, ING, Hypo Real State, Dexia, RBS, Lloyds Bank y City Bank, que obligó a los gobiernos europeos a diseñar fórmulas de urgencia para evitar su quiebra y con ello el colapso del sistema financiero. Así pues, en los años treinta y en la actualidad las dificultades y quiebras de entidades financieras fueron un ingrediente esencial del origen y sobre todo del desarrollo de la crisis económica.

Lo acontecido en los años treinta y la recesión actual comparten asimismo el carácter de global. La depresión de los años treinta en los Estados Unidos se extendió como una mancha de aceite que terminó incidiendo en lugares tan alejados como la pampa argentina, donde los ganaderos se vieron afectados por la caída del precio de la carne; los cultivadores de arroz en la India contemplaron de manera similar como descendían sus ingresos, y los obreros de la minería vasca como se reducían las exportaciones de mena hacia los mercados europeos, lo que generó un incremento en los niveles de desempleo. Ahora hemos podido observar cómo la burbuja inmobiliaria americana, desde los chalets de Florida y las macromansiones de California, han causado una catástrofe económica y financiera en la pequeña Islandia y han terminado con los milagros irlandés y español.

Nuestra crisis se ha producido tras un largo período de crecimiento en el que han participado la gran mayoría de países industrializados y emergentes; ese crecimiento ha estado acompañado de cambios estructurales derivados en buena medida de un intenso cambio tecnológico, vinculado sobre todo al ámbito de la información y las comunicaciones. Las economías son más abiertas y están más expuestas a la competencia internacional. La renovación tecnológica exige ajustes rápidos ante cualquier perturba-

ción y, en el caso de que no se produzcan esos ajustes vía precios, los desequilibrios se corregirán vía cantidades (descenso de la producción y el empleo), lo que suele llevar más tiempo y ser más penoso. De modo análogo, cabe señalar que en los trabajos sobre las causas de la Gran Depresión también se mencionan los desequilibrios económicos gestados durante la década de los veinte como factor sin el cual no se puede comprender la dureza y la duración de la misma. Después de la Primera Guerra Mundial se produjeron notables transformaciones en la estructura productiva fruto de una ola de innovaciones técnicas, en sectores tales como la automoción, aeronáutica, química orgánica y energía, que alteró el esquema de ventajas comparativas existente con anterioridad a 1914. Además, el ascenso de los sindicatos y de las organizaciones empresariales incidió en los mercados laborales, que perdieron flexibilidad y aparecieron rigideces en la determinación de los salarios; la falta de ajuste fue en buena medida la causa del elevado desempleo de aquellos años. Asimismo, el sistema monetario basado en el patrón oro que con tanta fluidez había funcionado hasta la guerra, dejó de ser ese mecanismo que de manera casi automática permitía corregir los desequilibrios exteriores. Los flujos internacionales de capital, que permitieron financiar el comercio mundial desde Londres, París y Berlín cesaron y Nueva York, como nuevo centro financiero, no pudo sustituir a las viejas capitales europeas ni desempeñar sus mismas funciones.

Ahora bien, no todo son parecidos entre el ayer y el hoy: de hecho existen diferencias notables. Una primera la encontramos en el ámbito de la política. Hoy vivimos un mundo ideológicamente menos tensionado y más próspero, y por tanto con mayor capacidad de resistencia. Tenemos un consenso básico sobre las virtudes y ventajas del sistema de economía de mercado frente a mecanismos de asignación y distribución alternativos; el mundo no se enfrenta a los desafíos de los años treinta, como el comunismo o el nazismo que proponían una modelo de sociedad diferente y destruyeron en muchos lugares la democracia y el libre mercado. Con la caída de la Unión Soviética y la conversión al capitalismo de China ha desaparecido la gruesa línea ideológica y política que separaba el mundo. Excepto grupúsculos marginales, hoy nadie quiere destruir el sistema capitalista de libre mercado.

Un segundo consenso afecta al papel del Estado. Libres de los corsés ideológicos heredados del siglo XIX, que atenazaron las reacciones de las autoridades económicas de entonces, hoy sabemos que la intervención del Estado es compatible con una sociedad libre y con el funcionamiento del mercado. De hecho, la crisis actual ha revaluado el papel del Estado como garante de la estabilidad. Como señala Paul Kennedy (2009), el Estado ha vuelto y

lo ha hecho a lo grande. Los defensores del capitalismo de libre mercado sin ningún tipo de control dijeron que el mundo estaba convirtiéndose en un bazar único en el que los gobiernos eran cada vez más ineficaces y los conflictos, una cosa del pasado; la guerra fría era una curiosidad histórica y las finanzas cosmopolitas, la fuerza dominante en los asuntos internacionales. El terrorismo desde el 11-S y la crisis financieras han terminado con ese mundo ilusorio. El capitalismo de libre mercado sin control se ha encontrado con un final brusco y el Estado ha tenido que intervenir para hacerse con el control de la situación tanto económica como política. El Estado ha vuelto a primera fila y los ministros de Hacienda ocupan el protagonismo que les corresponde. Washington, Berlín, Londres, París, Nueva Delhi y Pekín coinciden en la necesidad de regular y supervisar a los agentes económicos privados, en particular a aquellos cuyas acciones y tamaño puedan generar riesgos sistémicos.

La cooperación internacional es un tercer hecho diferencial. En los años treinta todos los intentos de alcanzar acuerdos supranacionales fracasaron de manera estrepitosa. En 1930, el conflicto sobre reparaciones y la arquitectura de alianzas y bloques comerciales impidieron que franceses y alemanes llegasen a un entendimiento que quizá hubiese evitado la quiebra del patrón oro. En 1931, los banqueros centrales de las principales potencias, en Londres, París y Berlín, no fueron capaces de tomar medidas que impidiesen la crisis financieras de 1931; por el contrario, su actitud provocó que esta tuviese mayores repercusiones. No había fluidez en sus comunicaciones y sí bastante desconfianza. Más dañino fue el fracaso de la célebre conferencia Londres de 1933. Para entonces la crisis mundial llevaba ya tres largos años de recorrido y había producido un descenso de la producción mundial superior al 25 por ciento, y un pavoroso aumento del desempleo que en Estados Unidos y Alemania rondaba el 20 por ciento. La crisis había contraído el comercio mundial y puesto en marcha una imparable espiral deflacionista. El colapso bancario de la primavera de 1931 había desarticulado el sistema financiero y monetario internacional. El ambiente estaba tenso. Hitler había ascendido al poder en enero de ese año y la Europa democrática estaba asediada por el fascismo y el comunismo. Francia se hallaba sumida en una situación desesperada. Para defender su economía las autoridades francesas habían decidido mantener el patrón oro con un franco fuerte; querían también una estabilización monetaria y la condonación de las deudas derivadas de la Primera Guerra Mundial. Los británicos habían tomado otro camino: habían devaluado la libra esterlina en 1931 y su salida del patrón oro les estaba rindiendo buenos frutos, ya que el Banco de Inglaterra, ya sin ataduras, había adoptado una política monetaria expansiva y de bajos tipos de interés; los británicos también abogaban por

la eliminación de las deudas de guerra, pero no querían oír la palabra "estabilización". A los soviéticos poco les preocupaba el hundimiento del capitalismo. El gobierno nazi antepuso la resolución de los asuntos políticos pendientes y por su cuenta emprendió el camino de la autarquía. Italia defendía el patrón oro e insistía en la supresión de las deudas interaliadas. En 1933, en la conferencia de Londres los intereses nacionales se impusieron sobre el espíritu internacionalista al que había apelado Roosevelt, quien tampoco mantuvo su compromiso de buscar una solución global.

La diferencia con la atmósfera de esta primera década del siglo XXI es bien distinta. No sólo se dispone de foros de alcance mundial, tal como el Fondo Monetario Internacional, sino también de grupos de consulta formales, tales como el G7 o más recientemente el G20, con una amplia participación de las nuevas potencias emergentes, además de la vieja Rusia. Se dispone, además, del foro permanente que supone la Unión Europea sin duda el mejor invento institucional de la segunda posguerra. De mayor trascendencia, si cabe, es la confianza y nivel de comunicación existente entre las autoridades económicas, ministros de Hacienda y banqueros centrales. Los primeros almuerzan juntos casi semanalmente en Bruselas y los segundos tienen reuniones periódicas y frecuentes en Basilea. Hay complicidad hasta el punto de que los funcionarios internacionales constituyen casi una nueva casta, hablan el mismo idioma técnico y no les separa ninguna divisoria ideológica o política. Lo hemos comprobado en recientes ocasiones. En plena tormenta financiera, el 7 de octubre de 2008 el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y los bancos centrales de Japón y Canadá adoptaron de manera simultánea una rebaja de tipos de interés por primera en la historia; se trató de un hito que no debe quedar en el olvido. Poco después la conferencia de Washington del mes de noviembre logró emitir un amplio comunicado en el que se comprometía a llevar a cabo un plan de acción conjunta para mejorar el funcionamiento del sistema financiero mundial. El plan incluía el fortalecimiento de la transparencia y la responsabilidad, mejoras en el marco regulatorio, medidas para adoptar sistemas más eficaces de supervisión prudencial y de control de riesgos, acciones para promover la integración financiera y medidas para reforzar la cooperación internacional. Tras Washington se organizó la reunión de Londres en el mes de marzo de 2009, de la cual salió un documento de veintinueve puntos en el que se señalaba que una crisis global exigía una solución global. Se admitía que la situación había empeorado, los fallos en el sector financiero habían sido la causa de la crisis, era necesario coordinar las políticas monetarias y acometer políticas de expansión fiscal concertadas, resultaba imprescindible resistir el proteccionismo y promover el comercio mundial y el objetivo último debía ser

restaurar el crecimiento y el empleo. Es posible que lo consensuado en estas dos citas mundiales parezca poco, o que no se hayan cumplido todos los acuerdos, pero a diferencia de lo ocurrido en 1933 no puede hablarse de fracaso y de hecho nadie ha utilizado ese término.

Una cuarta diferencia que no debe pasarse por alto es el progreso en nuestro conocimiento estadístico y en nuestra capacidad analítica. Durante la Segunda Guerra Mundial, y años posteriores, se perfeccionaron los instrumentos de medición económica y se dieron pasos de gigante en el ámbito de la contabilidad nacional. Ahora existen los medios, índices, para conocer casi en tiempo real, o con breves retrasos, el estado de la economía. Más trascendente ha sido la revolución macroeconómica a raíz de la publicación y difusión de la Teoría General de John Maynard Keynes. De hecho, la macroeconomía moderna es un producto de la Gran Depresión. Gracias a las aportaciones del genial economista de Cambridge hemos aprendido a gestionar la demanda agregada, aunque en ocasiones se cometan errores. La historia económica también ha hecho una modesta aportación. Del estudio de la Gran Depresión, sus causas, su desarrollo, sus consecuencias, se han obtenido lecciones que nos ayudan a no cometer los mismos desatinos que en el pasado. Buena prueba de ello lo encontramos en la actual Administración americana donde el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, y la jefa de asesores, Christina Romer, realizaron investigaciones sobre la economía de los treinta, de las cuales extrajeron enseñanzas útiles para tener un mejor conocimiento del presente; de hecho, parte de las políticas monetarias y fiscales puestas en práctica por el gobierno de Obama se inspiran en lo que hicieron y no hicieron, pero debieron hacer sus antecesores en el cargo durante la Gran Depresión, Herbert Hoover y Franklin Roosevelt. Frente al desafortunado consejo que Andrew Mellon le dio al presidente Hoover ("liquida la mano de obra, liquida las acciones, liquida a los granjeros, liquida los bienes raíces, dejemos que se purgue por sí sola la economía"), la recomendación de los asesores de Obama, y antes los del presidente Bush, ha sido la contraria. Henry Paulson salió en septiembre de 2008 con un plan de rescate de 700 mil millones de dólares y Timothy Geithner se ha lanzado a un programa de expansión fiscal mucho mayor que el conjunto de gastos que representó el New Deal. Simultáneamente, en la cumbre de París de octubre de 2008 se aprobó un plan de rescate urgente para entidades de crédito en dificultades; y Gordon Brown puso sobre la mesa 550.000 euros para recapitalizar bancos y garantizar deuda emitida por entidades financieras.

Eichengreen y O'Rourke (2009) han llevado a cabo hace solo unos meses un primer ejercicio comparativo de la intensidad de ambas crisis, la de ayer y la de hoy. Sus con-

clusiones aunque provisionales apuntan a que el descenso de las cotizaciones de Wall Street desde principios de 2008 ha sido más rápido y profundo que en 1929-1930, que la caída de la producción mundial estaba siendo hasta hace poco tan intensa como la de los doce meses que siguieron al colapso de 1929 y que la caída del comercio mundial lo está haciendo a un ritmo más acelerado que en el bienio 1929-30. Empero, sostienen que nuestra Gran Recesión no se convertirá en Gran Depresión sencillamente porque se están evitando los errores macroeconómicos que se cometieron en los años treinta. El mundo de tipos de cambio flexibles que vivimos permite la adopción de políticas monetarias y fiscales activas para estimular la demanda agregada y eso es lo que están haciendo los gobiernos de los países que conforman el G20. A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, los bancos centrales se han comportado como auténticos "prestamistas en última instancia", y han permitido y fomentado aumentos en la cantidad de dinero y sustanciales rebajas de los tipos de interés; por su parte, los responsables de Hacienda han impulsado políticas de déficit presupuestario destinadas a compensar la caída de la demanda privada de consumo e inversión.

No, no estamos ante una repetición de los acontecimientos de la década de los años treinta. De hecho, la economía americana, la asiática y la europea, con excepciones, parecen recuperarse poco a poco. No obstante, debemos ser cautos y no proclamar victoria prematuramente porque no debe olvidarse que las crisis financieras dejan profundas cicatrices tanto en los prestamistas como en los prestatarios. Como ha señalado Krugman, la recuperación será lenta y complicada, y requiere la recomposición del ahorro de las familias y de las empresas, y hasta que esto no suceda no se restablecerá la confianza, clave de bóveda del sistema de economía de mercado.

Bibliografía

- EICHENGREEN y O'ROURKE (2009), "A tale of two depressions", Vox: www.voxeu.org
- JAMES, Harold (2001), *The end of globalization: lessons from the Great Depression*. Harvard University Press.
- KENNEDY, Paul (2009), El País, 7 de junio.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1973), *The world in depression, 1929-1939*. University of California Press.
- KRUGMAN, Paul (2009), Lionel Robbins Memorial Lectures.
- REINHART, Carmen M. and KENNETH S. Rogoff (2008), "Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison", *American Economic Review*, 98, 2.
- ROMER, Christina (1990), "The great crash and the onset of the Great Depression", *The Quarterly Journal of Economics*, 105, 3.