



RESEÑA:

“LA PRIMERA GRAN CRISIS DEL SIGLO XXI: ORÍGENES, DETONANTES, EFECTOS, RESPUESTAS Y REMEDIOS”

Guillermo de la Dehesa
Alianza Editorial, 2009

La crisis financiera que se instala en la economía mundial desde agosto de 2007 continúa siendo motivo de interés de noticiarios y portadas, programas y periódicos que tratan de abordar el estudio minucioso de los factores que han traído tras de sí esta situación y de los efectos de la misma. Sin embargo, sólo de manos expertas y muy preparadas podremos obtener una verdadera panorámica de la complejidad que se esconde en esta realidad de crisis global.

Guillermo de la Dehesa, con amplia experiencia en el análisis y estudio de la realidad económica mundial, es uno de los autores que mejor puede guiarnos en los entresijos de la crisis de finales de la década 2000. El autor es Técnico Comercial del Estado desde 1968 y ha sido asesor de instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la OCDE o ECOFIN, además ha asesorado a varios gobiernos en política económica y en privatizaciones.

La obra, estructurada en once capítulos, analiza desde distintas ópticas la reciente crisis económica mundial. Así, los tres primeros capítulos abordan en profundidad los orígenes macroeconómicos, teóricos y de política económica de la crisis financiera global. El cuarto capítulo trata sus detonantes microeconómicos, mientras que el quinto se centra en las consecuencias sobre la economía real a través del efecto riqueza, el acelerador financiero, la prima de financiación externa o la contracción del crédito, entre otros.

El capítulo sexto presenta las posibles respuestas por parte de la política fiscal a la crisis, siendo en el capítulo séptimo donde se tratan las políticas monetarias. El capítulo octavo se centra en las ayudas a los bancos, el rescate del sistema financiero internacional, evalúa el tamaño del problema y las actuaciones para evitar una fuerte contracción del crédito. El capítulo noveno plantea los cambios que son necesarios acometer en el sistema financiero; en las agencias de calificación crediticia, en los sistemas de contabilidad, en los de remuneración e incentivos por parte de las entidades financieras, en la venta a corto o a descubierto, en la gestión del riesgo, etc. El capítulo décimo presenta las distintas propuestas para los nuevos sistemas de regulación y de supervisión y el Plan Obama para Estados Unidos. Finalmente, el último capítulo, se dedica de forma más específica a cómo la crisis financiera ha afectado a la economía española y qué debe hacerse para salir lo antes y lo mejor posible de ella.

¿Cómo podemos extrañarnos de esta crisis financiera cuando la propia historia muestra que éstas han sido cíclicas a lo largo de muchos siglos? Desde al menos ochocientos años atrás se poseen documentos que muestran cómo se ha caído de forma reiterada en burbujas y crisis financieras, y aún así la corriente académica dominante abogaba por la “hipótesis de los mercados eficientes y las expectativas racionales”. Todo ello sin ni siquiera hacer caso a los tres premios Nobel de economía; Akerlof, Stiglitz y Spence, que en 2001 demostraron las inconsistencias, ineficiencias y fallos de los mercados financieros derivados de la información asimétrica de éstos.

Con estos precedentes, Guillermo de la Dehesa centra su interés, en primer lugar, en los distintos factores causantes de la actual crisis. Por un lado, identifica los de tipo macroeconómico, microeconómicos, teóricos y, finalmente, los psicológicos. Entre los primeros, se encuentran la acumulación creciente de desequilibrios por cuenta corriente en las balanzas de pagos de algunos países y las dificultades creadas por una política económica que mantuvo durante un tiempo excesivo un nivel muy bajo de los tipos de interés reales. Los microeconómicos han tenido que ver con fallos en los sistemas de incentivos en las entidades financieras, en la medición externa del riesgo por parte de las agencias de calificación y en la medición interna, por parte de los bancos, y deficiencias en la regulación y supervisión de los sistemas financieros por parte de las autoridades administrativas o bancos centrales. Entre los teóricos y los psicológicos, refiere, la creencia ciega en la eficiencia y equilibrio del mercado financiero aun poseyendo una experiencia histórica que muestra que los agentes económicos no dejan de ser seres humanos que en época de bonanza tienden a caer en el exceso de optimismo para derivar posteriormente, una vez perdidos sus ahorros y la confianza, en un exceso de pesimismo que acelera aún más la caída.

En los años previos a la crisis se contraponen países con niveles elevados de ahorro en relación a sus gastos de consumo e inversión y otros en los que el consumo y la inversión superan con creces al ahorro, provocando stocks acumulados de reservas por parte de aquellos que tenían exceso de ahorro y, por su parte, elevados niveles de deuda por aquellos que tenían exceso de inversión. En esta situación, si los que acumulan muchas reservas pierden atractivo para invertir fuera de su país, intentarán repatriar su capital, produciendo un serio problema de financiación a los que están endeudados. A su vez, si estos últimos producen unos activos para financiarse, que venden a los primeros, a unos precios exageradamente elevados para su calidad crediticia, al final se convierten en virus que pueden contaminar al conjunto de inversores del mundo.

Para alcanzar una explicación más concreta y específica debemos añadir como factor determinante la escasez de activos financieros seguros. De hecho, a los tres fenómenos macroeconómicos más importantes -los desequilibrios globales en términos de balanza por cuenta corriente; las hipotecas de alto riesgo y la volatilidad de la materia prima, especialmente el petróleo- se une la situación del mercado financiero internacional donde confluye una escasa oferta mundial de activos financieros de muy bajo riesgo y muy líquidos frente a una demanda creciente de dichos activos por parte de los países con mayor nivel de ahorro. El exceso de demanda de activos financieros por parte de los países emergentes reduce los tipos de interés real en los países desarrollados, provocando burbujas en los mercados de activos inmobiliarios y financieros. A partir de agosto de 2007, la burbuja americana y de otros países desarrollados se colapsa, habiendo fallado el intento de satisfacerla con *la titulización de los créditos subprime*, de menor calidad de la que indicaban sus ratings. Consecuencia: la falta de confianza en los mercados financieros.

¿Cuál es el futuro de estos desequilibrios globales? Si los países emergentes siguen financiando el déficit de los desarrollados invirtiendo en su deuda más segura y de mayor

calidad crediticia, llegará un momento en que los mismos países emergentes tengan problemas para pagar su deuda, más aún si el precio de las materias primas cae por la recesión. En opinión del autor, lo más lógico es que los países con superávit externo aumenten su demanda interna mientras que los países con déficit la reduzcan. Todo ello acompañado con un papel por parte de Estados Unidos de “banquero mundial”, con la finalidad de generar el líquido necesario para dicha transición. ¿Cómo? Al ser él quien emite la moneda dominante debe mantener fuertes superávits externos por cuenta corriente para endeudarse a corto plazo y prestar a largo.

Tras este primer análisis de los factores de las crisis, el capítulo cuarto se centra en uno de los desencadenantes más importantes de la misma: la burbuja de los precios de la vivienda y del sector inmobiliario, en general, en Estados Unidos, que empezó a explotar en 2006, tras haber crecido sin parar desde la Segunda Guerra Mundial.

En opinión del autor, es muy difícil impedir dichas burbujas y sus inevitables desplomes. Por ello, la mejor política aplicable para sortearlas, “*derivada del sentido común*”, es que la política monetaria se mantenga “*frente al viento*” para hacerlas perder fuerza y que la fiscal intente eliminar cualquier tipo de incentivo impositivo que pueda tener la compra de vivienda u otros activos inmobiliarios, para no contribuir a que aumenten el precio. De todas formas no es fácil saber con total precisión el momento más idóneo para “pinchar” las burbujas ya que los bancos centrales, a pesar de su mayor sofisticación económica y financiera, no son capaces de adivinar cuáles son los valores a largo plazo de dichos activos. Pinchar burbujas demasiado pronto puede tener unos costes económicos y sociales mucho mayores que sus pretendidos beneficios.

En definitiva, se dio una combinación fatídica. En primer lugar, una caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos tras décadas sin dejar de crecer; en segundo término, una decisión política para conseguir que las familias más modestas americanas tuvieran acceso a una vivienda, lo que hizo que los créditos *subprime* se disparasen. Además, se produce un desarrollo masivo de la titulización de dichos créditos y de muchos otros (como los *subprime* de coches y de consumo en general). Por último, la compra por los bancos de otros muchos países de dichas titulizaciones con mayor riesgo pero, incompresiblemente, con elevadas clasificaciones crediticias. Esta combinación ha sido el principal desencadenante de la crisis financiera.

Tras abordar en los capítulos octavo, noveno y décimo los posibles cambios que se deban adoptar en el sistema financiero y en los sistemas de regulación y gestión del riesgo, finalmente, el capítulo once está dedicado a analizar las causas y efectos de la crisis sobre la economía española. Ante todo hay una idea principal; la economía española había conseguido crecer durante 14 años a una tasa media del 3,5 por 100, sin embargo dicho crecimiento había sido desequilibrado y poco diversificado. Efectivamente, entre 1993 y 2007 la tasa media anual de crecimiento estaba situada en un 3,5 por 100 anual gracias a un proceso mundial general: la globalización, y a un doble choque positivo más particular. Por un lado, el financiero derivado del dinero real barato y, por otro, el de la inmigración creciente. Esta última llegó a representar un 80 por 100 del crecimiento de la población total española, lo que ayudó a incrementar la fuerza laboral y los contribuyentes a la Seguridad Social y, además, resolvía el problema de la escasez de mano de obra en ciertos sectores como la construcción, la hostelería y el servicio doméstico. A partir de estos tres factores se logra incrementar el PIB total y el PIB por habitante.

En 2007 la economía española ya llegaba muy recalentada; llevaba creciendo por encima de su potencial varios años. Prueba de ello era su tasa de inflación, la burbuja latente de su sector inmobiliario y el enorme déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, que

llegó a ser del 10 por 100 del PIB, el más elevado en volumen tras el de Estados Unidos. Déficit que había que financiarlo en el exterior.

En conjunto, el crecimiento mantenido por la economía española en la última década fue desequilibrado y poco diversificado, por el excesivo peso específico de la construcción y del sector inmobiliario en la actividad y en el empleo total. Casi todo el crecimiento responde a la acumulación de los dos factores básicos de producción: trabajo y capital, y no a una mejora de la eficiencia con la que se utilizaban, pues la productividad total de los factores empleados sigue siendo en promedio una de las más bajas de la UE.

Se nos plantea una pregunta final con la que se cierra la obra; ¿cómo recuperar la actividad económica anterior a la crisis? Guillermo de la Dehesa habla de cinco etapas: una primera y básica es “tocar fondo”. Se toca fondo cuando la economía alcanza su tasa intertrimestral de crecimiento más negativa (aunque no se sepa con certeza, parece que así es). La segunda etapa consiste precisamente en conseguir una tasa de crecimiento intertrimestral positiva. La tercera es lograr una tasa de crecimiento interanual positiva. La cuarta, más difícil y larga que las tres anteriores, supone recuperar la tasa de crecimiento potencial o tendencial. Conseguida la cuarta etapa durante cierto tiempo se puede pasar a la quinta; en la que el nivel del PIB actual alcance su nivel potencial a largo plazo estimado.

En todo el libro, un poso prevalece: no será fácil ni breve la salida de la crisis. Se entremezclarán distintas fuerzas positivas y negativas. Entre las negativas destacan el ajuste de la demanda externa y la recuperación del sector inmobiliario. La primera se debe a que el área euro también sufre en su economía dicho ajuste, lo que afectará a las exportaciones españolas, que muestran una elevada correlación con el PIB de la zona euro. En cuanto al redimensionamiento del sector inmobiliario un dato esclarecedor: su recuperación hasta alcanzar de nuevo el 6 por 100 del PIB no se espera hasta el 2016. Entre las positivas destacar el impacto de las políticas fiscales, los efectos del Plan E cuyas ayudas han sido rápidas y sus efectos se dejan notar, el mantenimiento de la renta bruta disponible, las reformas laborales y, por supuesto, la necesidad de apostar en educación y en I+D+i.

Debo finalizar recomendando una lectura pausada y didáctica de la obra. Ésta es clara en su estructura y precisamente por tratarse de una exposición profunda y experta permite un análisis detallado y muy ilustrativo de la reciente crisis financiera, con importantes consecuencias en la economía real de todo el mundo y, especialmente, en países de elevado nivel de desarrollo, como es el caso de España. Para todo profesional de la Economía y, por supuesto, para todo estudiante de Economía Mundial, esta obra es imprescindible.

Antonio Moreno Ocaña.

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas y Derecho

Becario del Departamento de Economía - Universidad de Jaén.