

---

desarrollo sostenible, de los servicios a los miembros y del interés general.

En cualquier caso, puede afirmarse que Manuel PANIAGUA ZURERA cumple con creces la misión principal de toda doctrina científica:

*descubrir las conexiones de sentido en que las normas jurídicas y regulaciones particulares se encuentran entre sí y con los principios directivos del orden jurídico, y exponerlas de un modo ordenado que posibilite la visión de conjunto, es decir, en la forma de un sistema (Karl LARENZ).*

[José Manuel SERRANO CAÑAS]

## *Economía*

REINHART, C. M., ROGOFF, K. S. (2011) *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Madrid, Fondo de Cultura Económica, 472 pp.

C. REINHART es profesora de la Universidad de Maryland y K.S. ROGOFF es profesor de la Universidad de Harvard; por otra parte, ambos han tenido responsabilidades en el Fondo Monetario Internacional.

El libro que reseñamos, publicado en su versión original inglesa en 2009, ha tenido un gran eco en todo el mundo y en concreto un nuestro país. Su tesis central es que la frase "Esta vez es distinto" aplicada a la crisis actual, y que se viene repitiendo a lo largo de la historia, es errónea, ya que las similitudes con crisis anteriores es muy notable. Para demostrar su tesis han analizado datos correspondientes a los últimos ocho siglos, si bien el trabajo se centra fundamentalmente en los siglos XIX, XX y XXI, siendo bastante reducidas las referencias a los siglos anteriores; la elección de estos ocho siglos se ha realizado porque corresponden al periodo histórico en el que han existido mercados financieros

y monetarios más o menos desarrollados; además la parte dedicada a la crisis actual es bastante extensa: unas cien páginas. El análisis no sigue el acostumbrado método descriptivo de otros estudios, sino que se basa principalmente en el tratamiento de los datos recogidos en abundantes cuadros y gráficas; dichos datos proceden de sesenta y seis países de los cinco continentes y comprenden la deuda externa e interna, el comercio, ingreso nacional, inflación, tipos de cambio, tasas de interés y precios de los productos básicos; todo ello dirigido al estudio minucioso de la crisis de la deuda soberana y de las crisis bancarias.

De forma precisa, los autores exponen los distintos tipos de crisis observadas en este largo periodo: impago soberano, crisis bancaria, problemas de los tipos de cambio y alzas inflacionarias.

Una frase del prólogo recoge muy bien la argumentación básica de los autores:

*Si hay un factor común para el amplio abanico de crisis estudiadas en el libro es el hecho de que una excesiva acumulación de deuda (trátese de gobiernos, bancos,*

---

*empresas o consumidores) por lo general conlleva riesgos estructurales más grandes de lo que podría pensarse en medio de un boom financiero (pág. 11).*

Veamos el contenido concreto de los distintos capítulos.

En el "Preámbulo" señalan que en casi todos los casos se puede observar un fenómeno de fragilidad financiera por lo que las instituciones bancarias sufrirán en gran medida la crisis de confianza, llevando con frecuencia a un pánico bancario, cita como ejemplo el caso del Northern Rock; la crisis de la deuda puede tardar tiempo en manifestarse (alude muy acertadamente a la existencia de "equilibrios múltiples") y puede ir unido a problemas de confianza sobre el tipo de cambio; subrayan que la crisis bancaria determinará que la depresión se extienda durante un periodo muy largo.

La parte primera se titula "Manual operativo sobre crisis financieras".

El capítulo I "Tipos de crisis y su datación" insiste de nuevo en los diferentes tipos de crisis; en primer lugar las clasifica en términos de umbrales cuantitativos, distinguiendo las crisis inflacionarias, los derrumbes monetarios y el estallido de las burbujas en el precio de los activos; en segundo lugar, define las crisis en términos de eventos, es decir: crisis bancarias, crisis de deuda externa y crisis de deuda interna. Vuelve de nuevo al síndrome de "esta vez es distinto", aplicándolo a distintos momentos problemáticos; así con referencia a la crisis actual indican la "creencia" de la época anterior al estallido:

*Todo marcha bien debido a la globalización, el boom tecnológico, nuestro sistema financiero superior, nuestro buen*

*entendimiento de la política monetaria y el fenómeno de la deuda titulizada (pág. 47).*

Lo sucedido después de esta etapa de optimismo es bien conocido...

El capítulo II "Intolerancia a la deuda: génesis del impago serial" se refiere en primer lugar a los umbrales de deuda que si se traspasan generarán problemas crediticios (apuntan que este umbral puede estar entre el 30 y el 35 % del PNB); para medir la vulnerabilidad de una economía acuden a las calificaciones del Institutional Investor, las cuales presentan datos de un número elevado de países emergentes; determinan tres clubes de países según el mayor o menor acceso a los mercados internacionales; en el club C aparece por ejemplo el caso de Argentina; completan el capítulo con la consideración de la intolerancia a la deuda, subrayando las dificultades de los países con mayor intolerancia en conseguir unos niveles más reducidos de la misma.

El capítulo III "Una base global de datos sobre crisis financieras con una visión de largo plazo" se basa en la enorme base de datos conseguida por los autores, indicando la metodología utilizada en cada caso; afirman que si bien existe información abundante sobre la deuda pública externa, las informaciones sobre la deuda interna son muy escasas. El cuadro III.1 es especialmente interesante, incluye los países "vírgenes" que no han cometido un impago definitivo de su deuda externa.

La segunda parte se refiere a la "Crisis de deuda externa soberana".

El capítulo IV "Digresión sobre los fundamentos teóricos de la crisis de la deuda" explica los conceptos claves sobre la deuda

---

soberana y su impago, alertando sobre la menor frecuencia de lo esperado de los impagos. Interesante el apartado sobre la "deuda odiosa" que en la actualidad se refiere al caso de los países corruptos que consiguen préstamos que, en principio, no tendrían que ser devueltos por los gobiernos sucesivos.

El capítulo V "Ciclos de impago soberano de deuda externa" relaciona en primer lugar los impagos con las crisis bancarias, fenómenos que han ido unidos con frecuencia; igualmente la relación de los impagos con la inflación aparece en muchos países; "descubren" que los impagos desde la segunda guerra mundial han tenido una duración media de tres años (inferior a la media de seis años de la época anterior). En este apartado se incluyen interesados cuadros y gráficas.

El capítulo VI "El impago externo a lo largo de la historia" hace un recorrido desde el 1300, justificando este apartado el título del libro; apuntan que en muchos casos las recaídas en el impago son más frecuentes de lo que se mantiene normalmente, ya que se consideran como un solo episodio de impago lo que son normalmente varios episodios conectados entre sí.

La parte tercera estudia "La historia olvidada de la deuda interna y su impago".

El capítulo VII "Los hechos estilizados de la deuda interna y su impago" recoge textualmente el siguiente párrafo:

*La deuda interna representa una porción considerable de la deuda total de los países: en el caso de los 64 países para los que disponemos de series temporales de largo alcance, la deuda interna promedia casi dos terceras partes de la deuda pública total (pág. 129),*

como vemos la "desconocida" deuda interna es importante en términos cuantitativos, aunque los autores se han encontrado con grandes dificultades para determinar los casos de su impago; se plantean por qué los gobiernos acuden al repudio de la deuda interna en lugar de resolver el problema con un alza inflacionaria; sin embargo, parece que los daños de una inflación han llevado con frecuencia al citado repudio.

El capítulo VIII "Deuda interna: el eslabón perdido que explica el impago externo y la alta inflación" estudia el vínculo entre impago externo, inflación y deuda externa, aludiendo a los casos de impago interno como efecto de una inflación: ¿se trata de una contradicción con las ideas expuestas en el capítulo anterior?

El capítulo IX "Impago interno y externo: ¿cuál es peor, cuál tiene mayor jerarquía?" vuelve de nuevo a la relación entre ambos contenidos de la deuda soberana, recordando que muchos países han mantenido una elevada falta de transparencia sobre la deuda interna quizás para evitar una mayor castigo de los mercados; sin embargo, el caso de algunos países, por ejemplo España, parece que hace inútil esta limitación de la información.

La parte cuarta lleva por título "Crisis bancarias, inflación y derrumbes monetarios".

El capítulo X "Crisis bancarias" insiste en que son muchos los países que no han logrado "graduarse" en la superación de la crisis bancarias y financieras; tratan de nuevo el caso más reciente, sobre todo el de EEUU, donde la creencia de que la ingeniería financiera eliminaba los riesgos de crisis bancaria llevó a una caída de importantes entidades

---

financieras; el análisis muestra que este no es un problema únicamente de los países emergentes sino también de los países ricos y también de que el coste de las recesiones provocados por las crisis bancarias han sido enormemente elevados.

El capítulo XI “Degradación monetaria: la forma favorita de impago en el viejo mundo” tiene un párrafo interesante:

*Aunque en realidad la inflación se volvió un lugar común y un problema crónico sólo con el uso extendido del papel moneda a principios del siglo XX, cualquier estudioso de la historia del dinero metálico sabe que mucho antes los gobiernos encontraron la manera de “extraer señoreaje” de la moneda en circulación. El mecanismo principal fue la degradación del contenido metálico... (pág. 200).*

En este breve capítulo se recogen cifras de los ocho siglos aludidos en el título del libro.

El capítulo XII “Inflación y crisis monetarias modernas” incluye también un texto relevante:

*Si el impago serial es la norma para un país que atraviesa por la fase de desarrollo de mercado emergente, la tendencia a caer en periodos de inflación alta o extremadamente alta es un denominador común que sobrepasa incluso más (pág. 206);*

como vemos insiste de nuevo en el problema de la inflación ya tratado anteriormente, si bien añade nuevos problemas: las crisis cambiarias y las dificultades creadas por la dolarización interna (Israel, Polonia, México y Paquistán).

La parte quinta “La crisis hipotecaria de alto riesgo estadounidense y la segunda gran contracción” está dedicada a la crisis actual y como indican los autores tiene un

carácter autosuficiente, de forma que pueda leerse de forma independiente.

El capítulo XIII “La crisis hipotecaria de alto riesgo estadounidense: una comparación internacional e histórica” hace un recorrido por las crisis observadas en el pasado reciente, insistiendo que en la actual se presentaron importantes desequilibrios mundiales en cuenta corriente, inflación en el precio de los activos, apalancamiento excesivo en las compras de las viviendas, etc., a pesar de lo cual la gente fue incapaz de reconocer el peligro de una crisis.

En el capítulo XIV “Las secuelas de una crisis financiera” los autores realizan comparaciones e indican que hay similitudes importantes entre las crisis de la segunda posguerra y de la actual, si bien un aspecto específico de la segunda gran contracción ha sido su carácter global.

El capítulo XV “Las dimensiones globales de la crisis hipotecaria de alto riesgo: ¿los efectos del contagio o fundamentales comunes?” explica, entre otros aspectos, la gravedad de los derrames, es decir, del contagio de los problemas de las economías ricas al resto del mundo.

El capítulo XVI “Medidas compuestas para determinar una turbulencia financiera” expone el índice BMDI, creado por los autores tomando como base las crisis bancarias, monetarias, de deuda e inflacionaria. A partir de dicho índice y de las comparaciones con la gran depresión del 29, afirman que la actual ha sido extraordinariamente grave, añadiendo que el hecho de

*que su impacto macroeconómico sólo haya sido la recesión mundial más profunda desde la segunda Guerra Mundial –y no*

---

*algo todavía peor- debe considerarse como una bendición. (pág. 295).*

La parte sexta y última lleva por título "¿Qué hemos aprendido?"

El único capítulo de esta parte, el número XVII "Reflexiones sobre los indicadores de alerta temprana, que significa *graduarse*, posibles políticas de respuesta y los caprichos de la naturaleza humana" se centra en primer lugar en los indicadores de alerta, entre los que destaca los precios de la vivienda; pasa luego al concepto de "graduación", es decir las condiciones bajo las cuales un país puede acceder a los mercados financieros, volviendo de nuevo al tema de los clubes, tomando las calificaciones de el International Investor; después contiene unas consideraciones sobre las políticas de respuesta: formas de mitigar y manejar las crisis de la deuda, actitud política realista sobre la gravedad de las crisis bancaria y riesgos de considerar de forma prematura el final de la crisis. Al final del texto aparece un párrafo que recoge la idea central del libro:

*Hemos regresado adonde comenzamos: el concepto de fragilidad financiera en las economías sumamente endeudadas. Muy a menudo, períodos de fuerte endeudamiento pueden tener lugar en medio de una burbuja y prolongarse durante un tiempo asombrosamente largo. Sin embargo, las economías con un alto grado de apalancamiento, en particular aquellas donde la continua renegociación de la deuda a corto plazo se sostiene gracias únicamente a la confianza en activos implícitos poco líquidos, rara vez sobreviven por mucho tiempo, sobre todo si el apalancamiento sigue creciendo libremente. Quizás esta vez parezca distinto, pero casi siempre una mirada más a fondo revela que no es así... (pág. 313).*

El libro se completa con: 1) cuatro apéndices que contienen los datos manejados en la investigación (series temporales macroeconómicas, deuda pública, crisis bancarias: datación y crisis bancarias: un resumen histórico); 2) una bibliografía muy extensa (que por supuesto no contiene títulos ni autores españoles); 3) varios índices: de nombres, analítico y general.

Sobre los aspectos más positivos de la obra, debemos señalar: 1) es un texto más completo, en cuanto al periodo histórico y al ámbito geográfico que la investigación famosa de FRIEDMAN y SHWARTZ de 1963 *A monetary history of de United States, 1867-1960*, la comparación con este original señero es claramente favorable; 2) en relación con la crisis actual va mucho más allá que la mera descripción de la misma que han realizado casi todas las publicaciones.

Nuestras opiniones críticas son las siguientes: 1) si bien, la idea central (esta vez no es distinto) es una indudable aportación, se centra excesivamente en ésta, obviando las cuestiones diferenciales que sin embargo aparecen en el análisis de los datos; cada crisis se produce en unas circunstancias que no son idénticas; 2) aunque aporta algunas propuestas sobre las políticas "anticrisis", éstas son algo limitadas; su interés es alertar de los riesgos; 5) en relación con la crisis actual es poco crítico con los errores de la banca y de la política neoliberal; quizás esto no ha interesado a los autores.

En resumen, un libro con defectos pero sobre todo con importantes sugerencias que hacen recomendable su lectura.

[Adolfo RODERO FRANGANILLO]