

---

el apoyo presupuestario como enfoque de cooperación) constituyen realmente sendas monografías independientes, eso sí, muy valiosas.

Nos quedan algunas inquietudes: ¿no habría que hacer más autocrítica de los actores de la cooperación, empezando por las ONGD, incluida IO? ¿Y qué pasó con la cooperación sur-sur cada vez más importante y bastante poco estudiada, quizás por falta de datos fiables?

Desde el punto de vista formal, una vez más el trabajo es impecable. Para los lectores de la edición electrónica, que no podemos utilizar, a causa de la distancia, de un ejemplar en papel del informe, sería de gran ayuda

disponer de hipervínculos en el índice, que remitan directamente a los capítulos. También, la referencia temporal de algunos informes anteriores abarcaba dos años (por ejemplo: 2006–2007, 2007–2008); este año sólo se menciona el 2009; no se explica qué criterio se utiliza a la hora de definir el año. Otro pequeño detalle: resulta innecesario duplicar la referencia a la autoría de los capítulos en la portada y en la primera nota a pie de página, en concreto en los capítulos 2 y 5.

Terminamos repitiendo que estamos ante una publicación indispensable. Prestigia a la institución que lo publica y a los autores y autoras que lo firman. [José J. ROMERO RODRÍGUEZ]

## *Economía*

DEHESA, Guillermo de la (2009) *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Madrid, Alianza, 583 pp.

¿Un nuevo libro sobre la crisis? Efectivamente, ¡no será por falta de escritos que desconoceremos que ha pasado en estos casi tres años problemáticos! La mayoría de los textos sobre la crisis se limitan a analizarla y describirla y a veces a indicar las causas de los problemas. Quizás, lo que singulariza el original de G. de la Dehesa es que se enmarca en una exposición de sus orígenes, atendiendo a los aspectos macroeconómicos, teóricos y de economía política. Su extensión le permite

detenerse en multitud de sus aspectos. La obra ha despertado un gran interés como se demuestra por el hecho de que en tres meses se hayan alcanzado tres ediciones o reimpressiones.

Guillermo de la DEHESA es economista del Estado y ha ocupado y sigue ocupando importantes puestos públicos, entre otros ha sido Secretario de Estado de Economía, y privados. Actualmente, realiza la tarea de experto monetario del Parlamento Europeo, es presidente del Observatorio del Banco Central Europeo y del Centre for Economic Policy Research (CEPR), además de otras relevantes actividades. Su labor de publicista es también considerable: ha escrito,

---

como autor, o coautor, 48 libros, numerosos artículos y diversas columnas regulares en diarios y revistas de economía.

Vamos a seleccionar algunas ideas y afirmaciones de los diferentes capítulos. Dada su extensión no podremos agotar su contenido, lo que, por otra parte, no es propio de una reseña. Será el lector del libro el que debe completar estas páginas.

La "Introducción" que es bastante extensa, entra rápidamente en materia. Después de una referencia a crisis anteriores, subraya que en todos los casos, se piensa que las circunstancias han cambiado y que "esta vez es diferente"; esto le lleva a afirmar que

*La historia ha demostrado recurrentemente que cada una de las crisis financieras ha venido siempre precedida de momentos de euforia, en los que se desatan los "animal spirits", es decir los impulsos emocionales o inconscientes inherentes a la condición humana, a los que se refería siempre John Maynard Keynes (pág. 14).*

Esta idea de De la Dehesa es repetidamente expresada a lo largo del libro. La crítica del papel de los economistas en el proceso crítico es aludida a través de la expresión "sabiduría después de que el hecho ha ocurrido". Utiliza diversos autores para explicar porque era difícil que los economistas hubieran previsto lo que iba a suceder. En otros párrafos explica el papel jugado por las hipotecas "subprime" y las titulizaciones, cuestiones ya muy conocidas, por lo que no insistimos en ellas. Los errores de las agencias de calificación ("rating") son, en parte, disculpadas por el autor, ya que en su opinión era imposible que las agencias conocieran la capacidad de pago de todos los propietarios de viviendas. La quiebra

de Lehman fue el origen de un pánico en los mercados financieros. Insiste en que se ha perdido la confianza en el sistema; así recuerda que el sistema financiero cumple un servicio público (opinión que no comparten actualmente muchos opinantes de carácter más o menos progresista), que sus instituciones canalizan los recursos del ahorro hacia la inversión, recordando también su capacidad de recoger y analizar la información; el problema se ha planteado porque existe una información asimétrica, que obligaría a estar informado no sólo de los socios de "mi" banco sino también de los socios de sus clientes o proveedores bancarios. Por último es importante su expresión que ha habido una situación de "riesgo moral", es decir situación que indujo a correr más riesgos ya que se confiaba en la intervención de los poderes públicos para suavizar las dificultades.

Los tres primeros capítulos están dedicados al estudio de los orígenes macroeconómicos, microeconómicos, teóricos y psicológicos de la crisis, es por consiguiente la parte más doctrinal y más específica del libro.

En el capítulo 1 "Orígenes macroeconómicos de la crisis financiera. Desequilibrios externos globales" asevera que entre esas causas destaca el déficit USA que ha llevado a un elevado incremento de las reservas chinas y de otros países; el sentido de estos movimientos ha sido distinto de lo que afirmaba la teoría clásica: los flujos de capital no han ido de los países desarrollados hacia los emergentes, sino al contrario. El mantenimiento de los déficits americanos fue posible por el tipo de sistema de cambios, en concreto el llamado sistema de Bretton Woods; la segunda versión de este sistema que se inició en la década de los setenta llevó a los desequilibrios globales

---

a que hemos aludido. El otro “lado” de la situación se produce porque algunos países emergentes tienen un exceso de ahorro que necesita unos activos de bajo riesgo y elevada liquidez que no han existido en los últimos años; ello explica la inversión mundial en activos con mucho riesgo, es decir los valores titulizados en términos de hipotecas “subprime”. Dice el autor:

*Dado que los superávits corrientes de muchos países emergentes y algunos desarrollados (como Alemania y Japón) están descendiendo, el superávit mundial va a concentrarse en China, ya que va a pasar de representar sólo el 7 por ciento del total global en 2000 al 60 por ciento del mismo en 2010. (pág. 52)*

Por tanto, de la Dehesa augura un futuro complicado; quizás no acierte, pero lo que no cabe duda es que no debemos olvidar los riesgos que nos indica. Finalmente, insiste en que la liberalización de capitales de los países emergentes (pensemos en la política del Fondo Monetario Internacional) no es seguro que haya determinado la crisis financiera aunque no es terminante en este sentido.

En el capítulo 2 “Orígenes teóricos de la crisis financiera” realiza una interesante revisión de las teorías macroeconómicas aceptadas durante los últimos setenta años. Tras una alusión a Keynes y a los Nuevos keynesianos, pasa a la hipótesis de los mercados eficientes que ha tenido un papel protagonista en la teoría de las finanzas modernas; acude a diversos autores que han puesto en duda su validez, a pesar de los cual se siguen enseñando en las universidades y escuelas de negocios. Pasa luego al tema de la información asimétrica, especialmente en los mercados financieros, y según el autor

es una de las causas claras de la crisis; este problema es muy importante en los países emergentes. Nos preguntamos si este extenso estudio de las teorías macroeconómicas nos explican claramente las causas de la crisis; podríamos decir que unos apartados explican más que otros, y en todo caso es una valiosa revisión de las ideas en vigor durante estos años. A continuación, pasa a otra hipótesis, la de la racionalidad de los agentes financieros; atendiendo a los problemas actuales, recuerda que la complejidad de los contratos y la falta de transparencia van en contra de dicha racionalidad, lo que lleva al autor, entre otras propuestas, a defender una mayor simplicidad de las hipotecas. Tratando la retroalimentación en los mercados financieros, explica que *El fallo de los mercados financieros no ha sido por la avaricia o por la codicia de los inversores y operadores, sino que los supervisores y reguladores dejaron que su apalancamiento creciese sin cesar...*(pág. 86) (opinión discutible, claro está). En otro apartado, subraya que en situaciones de incertidumbre ni los mercados son eficientes ni los que participan en ellos son racionales, es decir, llega a la conclusión de que algunos agentes no son racionales. La política de autorregulación tan denostada últimamente es comentada en un apartado, llegando a recordar el sistema de la banca “estrecha”, la cual dedica los depósitos de sus clientes a deuda pública y activos líquidos; piensa que esta banca no sería eficiente y al mismo tiempo defiende la regulación de los bancos. En un largo apartado expone los nuevos paradigmas macroeconómicos; se refiere a los cambios de las teorías: abandono de la keynesiana y la de las expectativas racionales; en estas teorías, falta la incorporación de los citados “animal spirits” que sin embargo fue objeto de una alusión en la Teoría General.

---

El capítulo 3 se titula "Orígenes de economía política de la crisis". Se detiene en el llamado fundamentalismo del mercado defendido en los países anglosajones y después aceptado en todo el mundo. Vuelve de nuevo a realizar una descripción de la crisis, tema en el que no nos detenemos por ser suficientemente conocido; es importante, sin embargo, su crítica de los descensos de los tipos oficiales de interés, ya

*que la rentabilidad a largo plazo prometida por los gestores de fondos no podía alcanzarse, con lo que los gestores de dichos fondos tomaban mayores riesgos para poder alcanzarlos, en algunos casos sin que lo supieran sus clientes (pág. 137).*

Dado este fenómeno es lógico que su opinión sobre la política de Alan Greenspan sea bastante negativa. Explica también los graves daños causados por los "bonus" y la contabilización de operaciones fuera de balance. Su opinión de que la supervisión del sistema financiero debe llegar a todas las instituciones nos ha recordado una reciente propuesta de empresas eléctricas y de Telefónica de crear unas filiales que realizaran el cobro de sus recibos y que podrían incluso conceder algunos créditos ¡lo que faltaba! Sin embargo, es importante indicar que de la Dehesa no cree en un derrumbe del capitalismo aunque defiende profundas mejoras del mismo.

El capítulo 4 "Desencadenantes de la crisis financiera. Burbujas de activos" corresponde a una descripción de la crisis, tema muy conocido, aunque el autor realiza un análisis muy completo y detallado de la misma. Recuerda en primer lugar que ya en 2006 empezaron a "explotar" los precios de las viviendas en USA, en contra de la opinión generalizada de que estos precios siempre suben (desde nuestro punto de vista,

esto demuestra que no estamos ante una crisis exclusivamente financiera); se refiere después a que los bancos acumularon riesgos de crédito, de tipos de interés y de transformación de plazos que ha dado lugar a muchos de los problemas posteriores; subraya el que llama "modelo originar para distribuir", es decir la operación de empaquetar las hipotecas para reducir el riesgo de impago y conseguir una diversificación; estas operaciones quedaban fuera del balance de las instituciones, siendo el comprador de estos valores el que corría el riesgo. En cuanto a las agencias de "rating" insiste en que fallaron los modelos que utilizan, sin olvidar la existencia de conflictos de interés. Hay un párrafo interesante que cita el autor sobre las fricciones que han desencadenado la crisis:

*La primera que al ofrecer productos hipotecarios excesivamente complejos al que los tomaba permitió tanto préstamos predatorios por parte de los originadores, obligando a los prestatarios a tomar excesivo riesgo... los inversores no sabían que los productos estructurados eran tan arriesgados... al hacer tu tarea el gestor, los incentivos del emisor para hacerlo eran mucho más bajo... aumentó la fricción entre el originador y el emisor que ya sabía muy poco sobre la probabilidad de impago... con lo que la solución quedaba en manos de las agencias de "rating" que terminaron fallando estrepitosamente (pp. 173 y 174).*

Insiste de nuevo en la información asimétrica que también ha perjudicado a los bancos que han invertido en aquellos instrumentos; estas inversiones se cubrieron con recursos captados en el mercado, creando un apalancamiento excesivo. El contagio de bancos una vez que la crisis había estallado fue un ejemplo claro de riesgo sistémico; el temor a quedarse sin liquidez motivó lo que se ha

---

denominado la “sequía” de los mercados. En relación a la supervisión de la Dehesa juzga que la actuación de las agencias gubernamentales fue errónea, sobre todo en USA, en donde se mantenía la presunción de inocencia de las entidades; sin embargo el comportamiento de los bancos centrales es valorado favorablemente por el autor.

El capítulo 5 “Efectos de la crisis financiera sobre la economía real” es importante porque demuestra que estamos ante una crisis financiera y real que se interconectan recíprocamente. Sin embargo, en algunos párrafos parece que el autor explica los efectos reales de una crisis financiera, siendo ésta última la causa del proceso; nuestra opinión no coincide con ésta, aunque creemos que es sólo un problema de orden de exposición. Alude al efecto riqueza, al acelerador financiero y al proceso de desapalancamiento como fenómenos que determinan efectos reales negativos. Indica que los efectos no son iguales en todos los países, por ejemplo un aumento del valor de los activos financieros de un 1% determina un aumento del 4% del consumo en Italia, mientras que en Canadá, este último sólo llega al 0,2%. El acelerador financiero tiene también efectos a largo plazo, sin olvidar que la política monetaria es el canal del crédito, con menos fuerza en la actualidad. Dedicamos unos párrafos al racionamiento del crédito (“credit crunch”) que en contra de ciertas opiniones, el autor afirma que se ha producido en esta crisis; por ello, la inyecciones de liquidez y la compra de capital han sido oportunas, ya que reducen este racionamiento, que según el autor se produce siempre en las recensiones profundas. Una opinión de De la Dehesa que compartimos: las ayudas a la banca eran necesarias para evitar una recesión más grave. También opina que esta crisis es peor

que la del 29, aunque las políticas públicas han frenado los efectos negativos.

El capítulo 6 “Respuesta de política fiscal a la crisis” es oportuno ya que sistematiza las medidas fiscales adoptadas, aunque quizás falta todavía la perspectiva que dará el paso del tiempo. Indica las distintas modalidades: gasto público en bienes y servicios, inversión pública, subsidios de desempleo y reestructuración de deuda de las empresas: todas estas acciones no han creado, en los momentos más graves de la crisis, el temor de los mercados sobre riesgos de sostenibilidad de las cuentas públicas. Trata los multiplicadores fiscales, indicando que las variaciones de los ingresos públicos tienen efectos mayores que los cambios de las transferencias. Recoge la información sobre el límite del esfuerzo fiscal en Alemania, establecido en el 0,35% del PIB; en general, este esfuerzo varía entre países desde el 4 al 0,1%. En otro terreno, propone las reformas laborales como medidas adecuadas para salir de la crisis, así como otras decisiones sin coste fiscal, ya que ahora sólo se aceptan las medidas sin dicho coste, salvo lo que se refiere a la política de I+D+i. Plantea luego el temor de que la interrupción de los estímulos fiscales se haga demasiado pronto, pero tampoco debe ser muy tarde. Los comentarios sobre la financiación de los estabilizadores automáticos y de los discrecionales le llevan a una preocupación por la sostenibilidad; pregunta ¿quién pagará en el futuro la deuda? Sin embargo, su respuesta en este sentido no es terminante ya que depende de los procesos futuros.

El capítulo 7 “Respuestas de política monetaria” tiene gran contenido dada su importancia en la política anticrisis; no es sin embargo una mera descripción de las

---

medidas adoptadas sino que tiene también un gran contenido de tipo teórico sobre el funcionamiento de la política monetaria; así por ejemplo, hace un amplio uso de la regla de Taylor que utilizan actualmente la mayor parte de los bancos centrales; otro ejemplo, es la afirmación de que la política monetaria tiene actualmente como objetivo el nivel de precios, dado que el manejo de la oferta monetaria ha perdido eficacia. Indica que la política de cambios de USA ha sido un medio para contener los precios (desde nuestro punto de vista, esto explica ciertos movimientos de los mercados de divisas). Recoge las tres posibilidades que tienen los bancos centrales: variaciones de los tipos de interés, prestamista de última instancia y creador de mercado; todas ellas han sido utilizados por los bancos centrales durante la crisis; recordemos que en muchos momentos se han encontrado con la llamada "trampa de liquidez". Mantiene que la Reserva Federal ha sido más eficaz que el Banco Central Europeo, lo que se explica por los procedimientos empleados por este último. El aumento de la liquidez proporcionado por estos bancos le lleva a sugerir la creación de inflación como remedio de la crisis; esta propuesta se está extendiendo entre algunos economistas, aunque pensamos que sus riesgos son excesivos; pensamos que el autor también teme los efectos de esta política. Enumera muchas de las acciones emprendidas por los bancos centrales: aumento de plazos, aceptación de colaterales "dudosos", "swaps" de la Reserva Federal con 14 bancos centrales, liquidez a inversores y deudores, compras de activos, compra de deuda etc. Como resultado de estas medidas los balances de los bancos centrales se han multiplicado, por ejemplo el de la Reserva Federal ha pasado de 870 miles de millones de dólares a 2,2 billones. Termina indicando que la salida

de los bancos centrales, en concreto del Banco Central Europeo, va a ser bastante complicada.

El capítulo 8 "Ayudas y rescates bancarios" se refiere a las ayudas a la banca que han sido muy criticadas por diversos autores. Este apartado mezcla aspectos históricos de distintas crisis pasadas con la actual, lo que da una cierta heterogeneidad al contenido. Indica, por ejemplo, que el coste fiscal de las ayudas en varias crisis se elevaron por término medio al 13,3% del PIB, aunque en algún caso se alcanzó el 55,1%, mientras que las recuperaciones de las ayudas llegaron a un 18,2%. Se trata por consiguiente de una política que viene de lejos; las críticas a las acciones actuales no deben olvidar esta realidad. Para matizar estos datos, hay que tener en cuenta que la pérdida de PIB en esas crisis llegó hasta el 20%. En la actual se ha estimado que las pérdidas potenciales podrían alcanzar unos 4,1 billones de dólares; para paliar este riesgo se han emprendido diversas medidas: rescates bancarios (en el caso de USA se han elevado al 12,7% del PIB), compras de activos deteriorados, también de inversores privados, inyecciones de capital, seguros de depósitos, intervenciones o nacionalizaciones temporales o permanentes, en otro sentido, podríamos aludir a las pruebas de "stress" realizadas obligatoriamente por bancos americanos y europeos. De la Dehesa insiste de nuevo en que las ayudas bancarias son necesarios dado el carácter del servicio público prestado por estas entidades, si bien apunta a ciertas cautelas y compensaciones; podría mantenerse que el autor debería ser más contundente en este sentido, si bien indicamos que en el capítulo siguiente es donde realiza una crítica más dura de la banca.

---

El capítulo 9 “Cambios necesarios en el sistema financiero tras la crisis” sugiere, por tanto, diferentes propuestas de reforma del sistema, aparte de una descripción de algunos aspectos de la crisis; esto último quizás resulte algo repetitivo. Así propone: una supervisión de los agentes “hipotecarios”, de forma que las hipotecas estén basadas en la capacidad de pago y por otra parte, la conveniencia de que los tramos de hipoteca se mantengan en los balances bancarios; sobre el “rating”, se sugiere la eliminación de los conflictos de interés, que estas operaciones se paguen por los inversores, sustituir la cifra única por un rango, aumentar la competencia y mejorar la regulación; una mayor flexibilidad de la valoración de activos, aunque comenta el riesgo de esta propuesta, en lo cual coincidimos; creación de una cámara de compensación y liquidación de los mercados de derivados de crédito; prohibición de ventas a corto en descubierto, a pesar de la falta de unanimidad sobre ello; límites a los “bonus”; regulación especial de los grandes bancos, insistiendo en las necesidades de capital, por nuestra parte, en este sentido recordamos las opiniones sobre la necesidad de “trocear” los bancos demasiado grandes; mejorar el sistema de Basilea II para eliminar su carácter procíclico y el riesgo de que los bancos más grandes utilicen sistemas muy sofisticados que enmascaren su situación real respecto al capital disponible. De todas estas propuestas se deduce los graves errores y prácticas poco éticas que se han realizado por las instituciones financieras y que han llevado a la situación actual.

El capítulo 10 “Nueva regulación y supervisión financiera. Regulación” es una continuación del anterior, centrando las propuestas en los temas de regulación

y supervisión, tales como: distinguir la regulación macroprudencial (del sistema) de la microprudencial (de cada una de las instituciones); niveles de capital de carácter contracíclico; realizar pruebas de resistencia; regulación de todo el sistema (recordemos las instituciones con una regulación insuficiente; en el caso español podemos citar, por ejemplo, los locutorios y otros que realizan las remesas de inmigrantes); avanzar hacia una mayor homogeneidad de la supervisión y regulación entre todos los países; evitar el “fuera de balance”; sustituir los diversos supervisores (bancos centrales) europeos por una única entidad; creemos que esta última propuesta es casi irrealizable actualmente, aunque los organismos previstos en la Unión Europea representan un tímido avance en este sentido; privatizar al cien por cien los fondos de garantía de depósito; con relación a USA, se realizan sugerencias del mismo tenor, insistiendo en la necesidad de una regulación y supervisión mucho más fuerte, la creación del Supervisor Nacional de Bancos podría considerarse como un primer paso; también se subraya que es importante la protección de los consumidores a través de una agencia independiente.

El último capítulo “Crisis financiera y economía española. Del auge a la recesión” comprende como indica su título los efectos sobre la economía española y como salir de la recesión. Apunta en primer lugar, los problemas específicos de la economía española, ya conocidos; desde un punto de vista financiero, critica el endeudamiento exterior y en general, el endeudamiento de todos los sectores; la financiación de las instituciones financieras con ahorro exterior ha sido un problema español (en la pág. 454, primera línea, parece que existe una contradicción sobre esta característica del

---

sistema español); alaba la política prudencial del Banco de España que ha sido bien comentada en otros países. Relaciona los efectos de la crisis, bastante conocidos: pesimismo de las expectativas; dificultades del ajuste del endeudamiento, problemas del ajuste inmobiliario y sobre todo el paro. Se refiere luego a la política anticrisis española que ha ido principalmente a los aumentos del gasto público, afirmando que en términos cuantitativos ha sido equivalente a la política estadounidense. El autor indica claramente que no se sabe si se ha tocado fondo, exponiendo después los cambios que deben producirse para salir de la recesión: aumento de las exportaciones, desapalancamiento, redimensionamiento del sector inmobiliario, el cual tendría que sufrir una caída de precios del 30 o 35%, lo que es muy dudoso; en general, todos estos cambios serán muy lentos. Sobre las políticas indispensables, piensa que las de carácter estructural no se han hecho porque son costosas y provocan rechazo; sin embargo, las considera indispensables; presupone que el fomento de la I+D+i es importante, lo que está ligado a una serie de cambios de la universidad; otra reforma indispensable es la laboral que va en la línea de la propuesta de los cien economistas, uno de los cuales era José M. Campa, el actual secretario de estado; dedica por

último unas páginas a la reforma de la formación profesional que también debe tener un papel importante en la mejora de la economía española. Como vemos, ideas bastante obvias pero cuya ejecución no es fácil que se acepte por las instituciones políticas y sociales.

El texto se completa con una extensa bibliografía (44 pp).

En nuestra opinión se trata de una obra monumental, exhaustiva, la cual nos parece mucho mejor que las obras "coyunturales" escritas al hilo de la crisis. La utilización de autores y pensadores sobre economía es impresionante; no queda "nada" por recoger, tanto de los clásicos como de los escritores más recientes. Como ya hemos indicado el aparato teórico es más que suficiente para interpretar la crisis. Como defectos de poca importancia, señalamos una cierta heterogeneidad en algunos capítulos, repetición de ciertas ideas en diferentes partes de la obra y en lo formal, bastantes erratas y defectos de expresión. En resumen, un libro indispensable para conocer los problemas recientes, que, aunque a veces sea de difícil lectura, recomendamos a todos los que quieren conocer la economía actual. [Adolfo RODERO FRANGANILLO]