



**CRISIS MONETARIAS Y FINANCIERAS.
LECCIONES PARA EL FUTURO**

Sergio A. Berumen (coordinador)

Autores: Sergio A. Berumen, Antonio Kamal Romero Sooko, Luis P. Pérez-Megino, Guillermo Vázquez Vicente, Luis Pires Jiménez, Fabiola S. Sosa-Rodríguez, Alberto Colino Fernández, Gonzalo Ramírez de Haro, Fernando Alonso Guinea, Pedro Martín de Matos.

ESIC Editorial, 2014

ISBN: 978-84-7356-237-9

182 páginas

15,20 €

Este libro, coordinado por el profesor Sergio Berumen, de la Universidad Rey Juan Carlos, es muy oportuno por el tema tratado, de absoluta actualidad tras la crisis de 2007. También es un libro muy interesante y de gran calidad. Intervienen en él 10 autores que han redactado 9 capítulos que analizan diferentes episodios de crisis monetarias o financieras.

En el capítulo introductorio, Sergio Berumen analiza tres de las principales crisis financieras de la historia. Lo hace por orden histórico, empezando por la famosa crisis de los tulipanes que tuvo lugar en la Holanda del S. XVII, por entonces el país con mayor productividad del mundo y, por ello, considerado líder económico de su época por el historiador Angus Maddison. La crisis de los tulipanes es un buen ejemplo del funcionamiento de las burbujas de activos y es considerada como la primera de la era capitalista. A continuación analiza las dos últimas y más graves crisis financieras internacionales: la de 1929 y la de 2008. En ambos casos la crisis tiene su origen en EEUU pero se extiende con rapidez a Europa y al resto del mundo. Sergio Berumen hace un pormenorizado relato de ambas, desgranando sus causas diversas. Respecto a las crisis de 2008, el autor atribuye buena parte de la causalidad de la misma a la desregulación del sistema financiero que había venido produciéndose en los años precedentes; concretamente, considera que si bien los bancos centrales han sido eficaces en controlar la inflación, no lo han sido en controlar las burbujas, cuyo estallido constituye el desencadenante de la presente crisis.

El capítulo 2, cuyo autor es Antonio Kamal, analiza los modelos construidos en los últimos treinta años para analizar las crisis financieras y monetarias. Los clasifica con un criterio temporal, de 1ª, 2ª y 3ª generación, para facilitar el análisis de su evolución. En los modelos de 1ª generación, las crisis son debidas a ataques especulativos que se producen por la inconsistencia de las variables macroeconómicas “fundamentales” en economías con sistemas de tipo de cambio fijo. En los modelos de 2ª generación, a pesar de que las variables “fundamentales” sean correctas, la existencia de equilibrios múltiples - buenos y malos- puede provocar situaciones de crisis cuando se modifican las

expectativas de los agentes económicos. Es interesante señalar que Paul de Grauwe acude a este análisis para interpretar la crisis de 2012 en la UEM. Los modelos de 3ª generación surgen en respuesta a la crisis de los países del sudeste asiático a finales de la década de 1990. Estos modelos se centran en distintos problemas económicos que los modelos precedentes: la debilidad del sistema financiero, el balance de las empresas, la sobre inversión en sectores de dudosa rentabilidad y la estrecha relación entre el sector privado y el sector público que propicia el riesgo moral.

“Veinte años de crisis en Japón” es el título del capítulo 3, obra de Sergio Berumen y Luis P. Pérez-Megino. Este trabajo aborda el estudio de la prolongada crisis de la economía japonesa. Una economía que, tras deslumbrar al mundo entre 1960 y 1990 con una economía muy innovadora y competitiva en el mercado internacional, entró en una dinámica de estancamiento en la década de 1990. Los autores señalan que Japón ha sido la primera potencia económica afectada por el fenómeno de la desregulación en el sector financiero. Esta última se inicia en los años 80 y, mediante el aumento de la competencia para captar prestatarios, da lugar a una fuerte reducción de los tipos de interés. Como más tarde ocurrirá en España, la reducción de los tipos incentiva la aparición de la burbuja inmobiliaria impulsada por el aumento del crédito a la construcción y a la compra de viviendas, en torno al 80% de aumento en ambos casos entre 1980 y 1990. También se produce, como en España, una burbuja de activos financieros que se manifiesta en el auge sostenido de la bolsa de valores. El pinchazo de ambas burbujas tendrá lugar a finales de los 80 e inicios de los 90 del siglo pasado. El relato de los autores sobre el periodo de la crisis, que cubre toda la década de los 90 y parte la década siguiente, es claro y pormenorizado. Se inicia con el efecto sobre la economía del pinchazo de las burbujas: reducción del consumo y la inversión y, en consecuencia, estancamiento económico. Sigue la reacción del gobierno para contrarrestar la caída de la demanda y frenar la recesión. Una de las medidas del gobierno será bajar el tipo de interés a cero en 1993. Como más tarde señalaría Krugman, una de las consecuencias de esa política fue situar a la economía japonesa en la *trampa de liquidez*. Otra fue aumentar considerablemente el número de créditos impagados y en riesgo de impago. Como resultado de esto último, el sistema bancario entró en un periodo de gran inestabilidad a partir de 1995, iniciándose la quiebra de varios bancos y el aumento de la prima de riesgo de la banca nipona. La verdadera crisis bancaria de Japón se inicia en 1997 con la quiebra de algunas importantes entidades financieras. La crisis se prolongará hasta 2003, cuando empieza la fase de recuperación. Este estudio pone de relieve la gravedad que puede tener una crisis con origen en burbujas si no se actúa con decisión y rapidez para atajarlas. También revela el error de la desregulación bancaria y la necesidad de ejercer un fuerte control sobre el riesgo crediticio.

En el capítulo 4 del libro, Guillermo Vázquez analiza “La crisis del Sistema Monetario Europeo”. Apenas existen trabajos que analicen con rigor la grave crisis que sufrió el Sistema monetario europeo (SME) entre agosto de 1992 y septiembre de 1993. A la hora de intentar explicar este episodio, la literatura especializada suele aludir a razones exógenas al propio sistema,

concretamente, a intereses especulativos desencadenados por los problemas de inflación derivados de la reunificación de la economía alemana, y al evidente cuestionamiento del sistema que supuso la negativa del pueblo danés a participar en el proyecto monetario europeo. Ahora bien, ¿pudo ser la propia estructura del Sistema la responsable de este seísmo monetario?. Esta es la pregunta de la que parte el profesor Vázquez, y a la que intenta responder partiendo de parámetros que trascienden a los estrictamente monetarios y financieros. Así, la estructura del análisis se centra en cuatro ejes. En primer lugar se analiza la balanza por cuenta corriente de cada una de las economías afectadas. A continuación se evalúa el estado de la cuenta de capital. Finalmente, el autor aborda toda la problemática derivada de la imposición de un sistema de tipos de cambio fijos en un grupo de economías tan plural.

El autor parte del incremento unilateral de los tipos de interés por parte del Bundesbank como referente inicial. Así, en un sistema de tipos de cambio fijo anclados al marco alemán, el resto de países se vieron presionados a elevar sus tipos como respuesta. Sin embargo, los problemas de competitividad, desempleo, inflación y marcada desaceleración económica que presentaban muchas economías europeas generaron tensiones políticas, que se hubiesen resuelto fácilmente mediante una reducción de tipos y una depreciación monetaria. Si a los problemas anteriores añadimos el hecho de que también presentaban problemas de déficit fiscal y deuda pública, no resulta extraño que Reino Unido, Italia, Suecia, Portugal y España sufrieran ataques por parte de intereses especulativos, que culminarían con la salida de los dos primeros del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC).

Ahora, ¿La crisis del SME pudo en cierta medida ser evitada? ¿Cómo es posible que Europa, donde la cooperación monetaria estaba más desarrollada que en ninguna otra parte del mundo, fuese incapaz de responder de manera armónica a esta crisis? Vázquez se decanta por pensar que “la aplicación de políticas de cooperación habría alejado a los fantasmas desestabilizadores del MTC mediante su fortalecimiento a través de una drástica decisión conjunta: el realineamiento de las divisas frente al marco alemán”. Sin embargo, la negativa del gobierno francés a devaluar el franco empujó a otras economías a tomar una posición similar, y generó un clima de inestabilidad económica que debilitó la imagen exterior del proyecto. De este modo, la crisis del SME “fue una crisis financiera precedida por una grave crisis en las políticas de cooperación monetaria. Sin la segunda, posiblemente no se hubiese dado la primera, o en su caso no hubiese ocasionado el shock financiero” que se describe en este trabajo.

El capítulo 5 contiene un estudio emparentado con el del capítulo anterior. Se titula “La crisis española de 1993: el largo camino hacia la modernización.”. Su autor, Luis Pires Jiménez, distingue entre causas de la crisis de corto y largo plazo. Entre las primeras sitúa las formuladas por Guillermo Vázquez para explicar la crisis del SME de 1992-94. Entre las segundas señala las tensiones inflacionistas de la economía española durante los años 80, sólo contrarrestadas con una política monetaria contractiva y un tipo de cambio sobrevaluado, sin abordar las reformas estructurales necesarias ni reducir el

déficit público. En el enfoque histórico que aborda el autor, se analizan las crisis de 1959, 1973 y 1979, como anticipo de la crisis de 1993. El estudio arranca con la observación de que el periodo 1960-2007 ha sido el de mayor crecimiento de los últimos siglos de la historia de España: un 4% anual de media. En esos casi 50 años, destacan dos fases de fuerte crecimiento: 1960-75 y 1996-2008. Tras reseñar las principales causas y características de las crisis de 1959, 1973 y 1979, el capítulo se centra en la crisis que le da título. El autor señala que España fue de los países de la UE más afectados por esta crisis. La expresión de su gravedad se puede observar en la evolución que registra el PIB y, sobre todo, el empleo. Para ambas variables sitúa como punto de inicio de la crisis, el momento álgido del ciclo, finales de 1992 para el PIB y mediados de 1991 para el empleo. Con este criterio, demuestra que la duración de la crisis se ha manifestado con mucha mayor fuerza en el empleo (casi una década) que en el PIB (dos años). Con esta observación, el autor resalta una de las grandes debilidades estructurales de la economía española, la elevada tasa de paro. En el terreno del sector exterior, se destaca el efecto muy positivo de las sucesivas devaluaciones de la peseta durante esta crisis sobre, por un lado, el saldo de la balanza por cuenta corriente y, por otro, el grado de apertura del comercio exterior español, que se duplicó.

El siguiente capítulo del libro, "México y la crisis del Efecto Tequila" corre a cargo de Fabiola S. Sosa-Rodríguez. El capítulo está estructurado en cuatro apartados. En el primero se enmarca la crisis en los últimos días del mandato del Presidente Carlos Salinas de Gortari (1986-1994), al frente de un gobierno que realiza una profunda reforma de signo liberal. A continuación, la autora construye un relato pormenorizado de la crisis mexicana de diciembre 1994-enero de 1995, planteando primero la situación económica previa a la crisis, con el título "la calma que precede a la tormenta" (2º apartado). De forma muy sintética, se puede decir que la crisis de 1994 tuvo su origen en la siguiente combinación de factores:

- 1) La privatización de la banca pública mexicana con el fin de reducir el peso del sector público y generar recursos con los que financiar infraestructuras para aumentar la competitividad de México ante su inminente ingreso en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).
- 2) El proceso de liberalización comercial que se inicia en 1987, reduce significativamente la competitividad de los productos mexicanos. Esta evolución tiene lugar a la vez que México mantiene un sistema de tipo de cambio fijo y se produce una fuerte apreciación del tipo de cambio real del peso mexicano con el \$ de EEUU. La apreciación restó competitividad a los productos mexicanos y propició un fuerte aumento del déficit por cuenta corriente.
- 3) El mantenimiento del tipo de cambio en torno a los 4 pesos/\$ requirió un aumento significativo del tipo de interés, Al mismo tiempo, el gobierno de México aumenta su endeudamiento en el mercado internacional mediante la emisión de "tesobonos" denominados en \$.
- 4) Finalmente, la privatización del sector financiero, que queda en manos del capital extranjero, se acompaña de su liberalización y desregulación, lo que acaba por debilitar el sector -recordemos lo ocurrido en Japón, analizado en el capítulo 3-. El tercer apartado, "el inicio de la tormenta", aborda la crisis

en sí misma. Ante el crecimiento de la incertidumbre por los desequilibrios citados, el detonante de la crisis fue el asesinato, en marzo de 1994, del candidato del PRI a la Presidencia del gobierno, Luis Donald Colosio. El nuevo Presidente electo, Ernesto Zedillo, adopta nuevas medidas económicas nada más acceder al cargo, en diciembre de 1994. Aumenta la banda de fluctuación del peso hasta el 15%, lo que traslada la nueva paridad al límite superior de la banda, 4 pesos/\$. También decide cortar la emisión de nueva deuda. Las medidas de Zedillo fueron consideradas claramente insuficientes y se produce una salida masiva de capitales hacia EEUU (venta de pesos contra \$), lo que ante la ausencia de suficientes reservas de \$, provoca una devaluación del 110% del peso. El trabajo finaliza con la explicación de los efectos de la crisis (ayuda financiera de EEUU, rescate de la banca, empobrecimiento de la población), efectos que ya nos resultan familiares en España.

El séptimo capítulo se titula “Irlanda, el primero en librarse de la supervisión de la troika.”. Su autor es Alberto Colino. Este trabajo explica la crisis de Irlanda, que tiene ciertos paralelismos con la de España. En la introducción se exponen los efectos de la crisis sobre diversas variables macro y microeconómicas, empleando diversas fuentes para el análisis. Los efectos han sido muy negativos e intensos, en términos de paro, PIB, desequilibrio exterior, recaudación fiscal, y, en el plano sectorial, ha provocado la caída del precio de los activos -inmobiliarios y financieros- y, sobre todo, la quiebra de la banca, cuyo rescate, a cargo de la troika, tendrá un coste muy elevado para los contribuyentes.

El origen de la crisis se sitúa a finales de 2007, unos meses antes que en otros países periféricos de la zona euro, con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. Dado el enorme tamaño relativo de la banca en la economía irlandesa, el riesgo de colapso fue captado muy rápidamente por las autoridades irlandesas, que garantizaron la totalidad de los depósitos y el cobro de los títulos de deuda. En la segunda mitad de 2008, el gobierno irlandés empezó a inyectar dinero en los principales bancos del país. Esta ayuda resultó insuficiente y, en enero de 2009, tres de los principales bancos del país fueron nacionalizados. Dos meses después, la agencia de calificación *Standard & Poor's* degradó la calificación de la deuda soberana irlandesa. Durante el resto del año el gobierno irlandés realizó fuertes recortes de gasto público y aumentó los impuestos para contener el déficit público. Todos los síntomas de la crisis se agravaron en 2010 y la reacción de los mercados vendiendo deuda pública irlandesa hizo subir fuertemente la prima de riesgo de las nuevas emisiones del Tesoro. A finales de año, el déficit público alcanzó el 32% del PIB y la necesidad de un rescate se hizo inevitable. El rescate fue aprobado en diciembre por la troika (BCE, FMI y Comisión Europea) por un importe de 85.000 millones de €. La contrapartida de la concesión del préstamo consistió, como en los rescates de Grecia y Portugal, en el compromiso de reducir el déficit público hasta el 3% en 2015. En 2011, un nuevo gobierno renegoció unas mejoras condiciones del préstamo (ampliación de la fecha de vencimiento y reducción del tipo de interés). Por su parte, el BCE compró deuda irlandesa

en el mercado secundario, logrando reducciones significativas del tipo de interés.

En 2012 se prosiguió con la política de austeridad exigida por la troika, reduciendo los subsidios y suprimiendo empleo público. Como consecuencia del cumplimiento de los planes de ajuste, a partir de mediados de 2012, el gobierno pudo volver a emitir deuda pública por primera vez en dos años. En este año se logró, como en el anterior, un muy leve crecimiento del PIB, en torno al 0.5%. También se logró un superávit en el comercio exterior y el déficit público siguió reduciéndose.

Aunque la gestión de la crisis realizada en Irlanda es considerada de forma positiva por muchos analistas, las secuelas de la misma han sido muy graves. En primer lugar, el índice de pobreza ha alcanzado el 20% de la población. En segundo lugar, la tasa de paro se aproxima al 15%, a pesar de la intensa emigración que ha registrado Irlanda. En tercer lugar, los servicios sociales, en particular la sanidad pero también la educación se han deteriorado gravemente. Por último, y como también ha ocurrido en España, el nivel de desigualdad económica ha aumentado fuertemente.

Gonzalo Ramírez de Haro es el autor del capítulo 8 del libro. Se titula “La crisis del ladrillo y sus consecuencias en España” y contiene un estudio muy detallado de la crisis en España. Es el capítulo más largo del libro y tiene gran calidad e interés. Está dividido en cinco apartados: Introducción, Orígenes de la crisis, Estallido de la crisis, Una segunda crisis dentro de la crisis del ladrillo y Algunos efectos derivados. Dada la longitud del capítulo centraré la reseña en destacar los aspectos que considero más sobresalientes del trabajo. En primer lugar las explicaciones de los hechos son muy claras y, a menudo, están apoyadas en fundamentos teóricos. Es interesante, en ese sentido, la definición de burbuja que se ofrece en la primera página: “hay burbuja cuando (...) precios y cantidades suben al mismo tiempo en lugar de seguir la ley de Marshall, que dice que cuando unos suben las otras bajan, y viceversa”. Los datos sobre el boom inmobiliario, aunque conocidos, vuelven a resultarnos impactantes y reveladores del desorden institucional en el que vivió España desde la entrada del euro. La atención del autor al papel de las instituciones en la crisis española es el segundo aspecto que destacaría del capítulo. Se cuestiona el papel del Banco de España y de la CNMV, así como el de los gobiernos de Aznar y Rodríguez Zapatero. Ciertamente la negligencia del Banco de España al mirar para otro lado cuando los inspectores del Banco estaban advirtiendo reiteradamente del peligro que representaba el exceso de riesgo de crédito es gravísima y reveladora de la ausencia de control social sobre las instituciones del Estado. Lo mismo cabe señalar de los gobiernos citados, el primero por establecer las condiciones para el desarrollo de la burbuja; el segundo por no hacer nada para frenarla. El autor señala también la responsabilidad del primero de los gobiernos citados en la desindustrialización de España. Un tercer aspecto sobre el que se interesa Ramírez de Haro es la singularidad del muy elevado nivel de paro de la economía española en relación al de los países de nuestro entorno y que ha vuelto a resurgir con la crisis. En este terreno, niega la falta de flexibilidad del

mercado laboral y, al contrario, considera que la *cultura de la temporalidad* es en buena medida la responsable del fuerte aumento del paro en España tras la crisis. Asimismo, considera que la sobredimensión del sector inmobiliario y la reducción del peso del sector industrial han hecho menos estable el empleo en España. Finalmente, en España el ajuste en el mercado laboral se produce vías cantidades y no vía precios, como ocurre en Alemania. Un cuarto aspecto destacable del capítulo es el análisis de lo que Ramírez de Haro llama “Una segunda crisis dentro de la crisis del ladrillo”, es decir la recaída en estancamiento y recesión en 2012-13, estudio realizado en el cuarto apartado. La atribuye a tres causas: la crisis de deuda soberana, las medidas de recorte del gasto público y la crisis bancaria. El análisis de estas causas resulta de gran interés. Es destacable la información sobre la fuga de capitales en España en el primer semestre de 2012, en el periodo en que la prima de riesgo de la deuda soberana española no paraba de subir y que finalizó con la famosa advertencia de Draghi en agosto de 2012 en la que dijo “El BCE hará lo que sea necesario para preservar el euro. Y será suficiente”. Un quinto aspecto es la crítica de la política y el sistema institucional de la UEM. La política de austeridad en los países “periféricos” ha aumentado la deuda, ha generado recesión, paro y un empobrecimiento intenso de la población así como un aumento de la desigualdad económica. La aplicación de una política económica tan desastrosa para este grupo de países se debe al poder que ejerce Alemania, apoyada en un sistema institucional de la Unión Monetaria que favorece en exceso a los países acreedores y al sector financiero. Este último aspecto es denunciado con firmeza por el autor. Los privilegios del sector financiero son excesivos. Priman los intereses de este sector sobre los de la población.

El capítulo nueve, último del libro, corre a cargo de Fernando Alonso y Pedro Martín de Matos. Se titula “Relato de un *Fado* económico en Portugal”. El trabajo está dividido en ocho apartados, de muy diversa extensión. Es un capítulo largo y, como en el anterior, señalaré los aspectos del mismo que considero más relevantes. En primer lugar, se realiza una extensa explicación de la situación de la economía portuguesa cuando se produce la crisis. En ella, queda claro que el caso de Portugal es singular pues la evolución de su economía desde el inicio del euro fue muy mediocre, hasta el punto que se emplea en Portugal la expresión “década perdida” para caracterizar este periodo. Los resultados estadísticos confirman esta denominación: entre 1995 y 2008 Portugal fue, junto a Malta, el único país de la UE cuyo PIB per cápita se alejó de la media europea. Los autores encuentran la causa de este pobre desempeño en la pérdida de competitividad y el estancamiento de la productividad de su economía. En segundo lugar, es interesante observar que la secuencia de las medidas hasta que se produce el rescate y las posteriores al mismo son muy similares a las observadas en Grecia o España (aunque en España el rescate ha sido de carácter sectorial y no ha implicado medidas tan duras como en los otros países). En todos los países periféricos, el objetivo perseguido es la reducción del déficit público -sobre todo primario- y las medidas son parecidas: reducción del gasto público mediante la reducción de los gastos sociales -pensiones, sanidad y educación- y de infraestructuras, reducción del número de funcionarios. Por el lado del ingreso público, aumento

del IVA y del impuesto sobre la renta. Es destacable que, por un lado, el impuesto sobre sociedades no se modifica al alza sino a la baja, con el argumento de que hay que incentivar la creación de empleo; por otro, las medidas contra el fraude fiscal apenas se fortalecen (en España se ofrece una generosa amnistía fiscal) con el argumento que si se endurecen estas medidas, los capitales huirán a los paraísos fiscales. Otra de las medidas impuestas por la troika es la llamada “flexibilidad” del mercado laboral, que significa abaratar y facilitar el despido, que ha provocado un aumento del paro en los países periféricos (en vez de reducirlo, como se argumentaba). Otro fenómeno que se reproduce en todos los países periféricos es la fuerte subida de la prima de riesgo, que al final acaba obligando a varios países a solicitar el rescate. En todos los casos se observa una misma secuencia de acontecimientos: venta masiva de deuda pública de estos países, bajada del precio de los bonos y subida, en consecuencia, del tipo de interés de estos bonos, degradación de la calificación de la deuda por parte de las principales agencias de rating, subida de la prima de riesgo, huida de capitales y reducción de la liquidez del sistema financiero. Esto es lo que sucedió en Portugal, Grecia y España. En el caso español, la famosa frase de Draghi llegó al tiempo que España aceptaba pedir el rescate bancario y, seguramente, ambos acontecimientos influyeron para modificar la tendencia de las primas de riesgo de los países periféricos, que empezaron a descender a partir de entonces. Un tercer aspecto del capítulo que merece mi atención es la incógnita que planea en algunas partes del trabajo: ¿no podría haberse aplicado una política económica diferente a la política de austeridad que tanto daño ha hecho a la población de renta media y baja de los países periféricos? Esta pregunta nos la planteamos muchos economistas y muchos consideramos que la respuesta es afirmativa.

“Crisis monetarias y financieras. Lecciones para el futuro” es un libro de gran interés que da respuesta a algunas de las preguntas que nos hacemos sobre el fenómeno de las crisis monetarias y financieras. Aunque, lógicamente, las respuestas de los autores del libro son diferentes, los planteamientos que encontramos nos obligan a reflexionar sobre una de las cuestiones centrales del momento histórico que vivimos en la eurozona: ¿qué rumbo deben tomar las reformas políticas y económicas que deben realizarse para evitar crisis como la que vivimos en la actualidad en la Unión Económica y Monetaria Europea?

JAVIER OYARZUN

Departamento de Economía Aplicada I
Universidad Complutense de Madrid
joyarzun@ccee.ucm.es