

déficit, pero sus consecuencias negativas sobre la productividad, los beneficios, el empleo y el crecimiento en una economía abierta tienen carácter permanente. Los aumentos impositivos traen como resultado, además de distorsiones y fraude, un relajamiento de la restricción del gasto a la que se enfrentan los gobernantes, en lugar de unas menores necesidades de financiación, tal y como afirma el profesor Barea. La decisión de realizar el ajuste rompiendo la inercia del gasto, que continuó creciendo en los Presupuestos Generales del Estado del año 2000 desde los de 1996 por debajo de la tasa de aumento del PIB, como en los cuatro años anteriores, es coherente con el imperativo de alcanzar un equilibrio sostenible. La disminución de los gastos financieros, en buena medida de naturaleza estructural y permanente, y de los pagos por desempleo, de origen predominantemente cíclico, ha permitido avances en otros renglones de gasto sometidos a contención en años previos, como los de formación de capital, que vuelven a experimentar un aumento de su peso en relación al PIB.

Es importante prestar atención a la composición del gasto y a sus efectos sobre la competitividad a la hora de diseñar programas de recorte, ya que hay buenas razones para afirmar que una política de este tipo que incida desproporcionadamente en la inversión pública es desaconsejable por ineficaz y por ineficiente. Ineficaz porque el lugar dejado por la inversión tiende a ser ocupado con rapidez por otros gastos, sin afectar apenas al déficit total. E ineficiente si se repara en la influencia positiva de la inversión pública sobre el crecimiento económico: el capital acumulado por el sector público contribuye al crecimiento de la productividad del sector privado, especialmente cuando se materializa en infraestructuras, como indica toda la evidencia disponible para el caso de España. En los Presupuestos Generales del Estado de 1998, 1999 y 2000, las infraestructuras, la promoción del empleo y los gastos en I+D se beneficiaron de una apreciable inyección de fondos. Esta circunstancia, unida a la reducción del déficit, permitieron el cumplimiento de la "regla de oro" del presupuesto: el déficit viene explicado no por el desahorro público sino por inversiones públicas, buena parte de las cuales indirectamente contribuyeron a aumentar los recursos tributarios, como sugiere el profesor Barea.

A largo plazo, un éxito genuino y duradero en la contención del déficit es del todo improbable sin actuar en un nutrido frente de problemas estructurales que van estrechando progresivamente el margen de maniobra disponible, especialmente cuando la globalización y los cambios demográficos van a traer consigo demandas de nuevas atenciones. Entre estos problemas, encontramos un sistema tributario susceptible de reformas, una influencia excesiva en la inercia y en la dinámica de crecimiento del gasto público, un marco de descentralización del sector público, tensión alcista del gasto sanitario y el desequilibrio financiero creciente del sistema de pensiones. La globalización parece exigir recortes de gasto, en la medida que ello permitiría rebajar la presión fiscal. Sin embargo, no se debe olvidar que la globalización reclama el abandono de tareas poco justificadas, como la subvención de pérdidas de empresas que operan en sectores competitivos o sin futuro. Pero, al mismo tiempo, impone a nuestro Gobierno otras, como las políticas activas de

empleo, la promoción de actividades de I+D o la mejora permanente de las infraestructuras de transporte, comunicaciones y medio ambiente.

El aumento de la competencia interna urge un reacomodo de los programas de pensiones y del seguro de desempleo, al objeto de minimizar sus consecuencias adversas sobre la participación laboral y el ahorro. Pero los márgenes de holgura financiera así logrados podrían ser pequeños al lado del coste de la mayor calidad en los servicios que nuestra sociedad demanda, sin olvidar presiones alcistas de gasto provenientes del mercado laboral, inmigración y la demanda creciente de provisión pública de servicios sociales dirigidos a atender las demandas de la tercera edad y de las familias, que desean compatibilizar el desarrollo de una carrera profesional de ambos cónyuges con la crianza de hijos. Los avances registrados en los últimos ocho años ofrecen margen para un cierto gradualismo en la aproximación a objetivos más ambiciosos. Un gradualismo que no cabe entender asociado a un esfuerzo menor, ya que las medidas adoptadas hasta el presente son aún insuficientes para contener duraderamente la dinámica del gasto público.

Así pues, nos encontramos con otro regalo, fruto de la generosidad intelectual, del profesor Barea, que sigue transmitiendo la fuente de sus conocimientos y la experiencia acumulada en muchos años de prolongado y fructífero servicio al Estado. Sin duda, una referencia imprescindible para aquellos que se dedican al estudio de la economía española.

Juan E. Irazo

Director General del Instituto de Estudios Económicos

Crisis financieras.

Enseñanzas de cinco episodios,

de Antonio Torrero Mañas, Marcial Pons, Madrid, 2006, 107 págs.

Uno de los aspectos que ha adquirido mayor relevancia en el panorama económico de las últimas décadas es la globalización de las fuerzas de mercado, instigada por procesos de integración y liberalización financieras que se han desarrollado, o se encuentran en fase de implantación en numerosos países. El dinamismo y complejidad alcanzado por los mercados ha generado un sin número de interrogantes para los responsables de la política económica de los diferentes países. Esta dificultad resulta especialmente significativa en un contexto en el que la velocidad de las transformaciones y la globalización de los mercados parecen ir en la misma dirección que la frecuencia de ocurrencia de períodos de inestabilidad financiera. A medida que los mercados están más integrados y se encuentran estrechamente vinculados —debido a la creciente movilidad de capitales—, aspectos tales como la transmisión de las crisis financieras y la repercusión de episodios de crisis anteriores cobran especial relevancia. En este contexto, y en un momento como el actual en el que existe una apuesta decidida por los grandes acuerdos de

cooperación económico-financiera internacionales, cabría preguntarse ¿qué trascendencia podría tener el análisis detallado de las crisis financieras pasadas para la gestión y prevención de la inestabilidad financiera de los países?

Esta tarea resulta ambiciosa, a la vez que compleja, debido a la multitud de dimensiones económicas e institucionales que se encuentran implícitas en las crisis financieras. Pese a esta dificultad, parece bastante claro que una de las principales vías para acotar el alcance de las crisis financieras y, paralelamente, para afrontar las situaciones de inestabilidad, es el análisis pormenorizado de las experiencias anteriores. Dichas experiencias son una ventana abierta a la reflexión y al análisis crítico. Resulta oportuno, pues, relacionar las partes implicadas, el momento histórico, la situación macroeconómica y las iniciativas que se adoptaron para afrontar dicho episodio, así como el éxito o fracaso final de las mismas. Un gran reto, sin lugar a dudas, el tratar de forma, a la vez breve y exhaustiva, dichos aspectos en una obra monográfica. En este sentido, el profesor Antonio Torrero, con una dilatada experiencia en el entorno empresarial y docente, ofrece pormenorizadamente, a lo largo de 107 páginas, un análisis de las principales perturbaciones financieras ocurridas en el siglo XX a partir del examen de cinco acontecimientos clave en el mundo financiero: la Gran Depresión, el *crack* bursátil de 1987, el estallido de la burbuja japonesa, la crisis del *long-term capital management* en el año 1998 y la burbuja tecnológica de la segunda mitad de década de 1990. De la experiencia de estos acontecimientos, sin duda, se ha fundamentado la gestión de las crisis más recientes, así como las actuaciones llevadas a cabo por los responsables de política. En su conjunto, el profesor Torrero ha logrado, nuevamente, ofrecer una obra de contenido relevante y de lectura asequible y amena. Asimismo, se vuelve a hacer palpable la visión crítica con la que Antonio Torrero siempre ha analizado el fenómeno financiero.

El libro consta de siete capítulos. Ya, desde la introducción, el autor se plantea la necesidad de construir una taxonomía de las crisis financieras a partir de la experiencia y las aportaciones de la literatura. Un ejercicio breve de comparación de los objetivos de esta introducción y las conclusiones finalmente ofrecidas permiten afirmar que, a partir de esta taxonomía y del análisis de los episodios de crisis analizados, pueden derivarse valiosas lecciones y mecanismos para afrontar estos procesos. Los capítulos centrales giran en torno a los cinco episodios de crisis de especial relevancia ocurridos durante el siglo pasado y comienzos del presente, desde la Gran Depresión de 1929 hasta las situaciones de inestabilidad financiera derivadas de la burbuja tecnológica ocurrida a principios de 2000. La obra abarca desde la dimensión del impacto doméstico de las crisis hasta su repercusión internacional mediante los mecanismos de contagio financiero. Cabe destacar la aportación que realiza el profesor Torrero al final de cada uno de los capítulos centrales, presentando las principales enseñanzas para el futuro que se pueden derivar del estudio de los períodos de inestabilidad financiera ocurridos, así como una valoración personal de los mismos.

En el capítulo siguiente a la introducción, titulado “La Gran Depresión (1929-1933)” se toma como punto de partida el *crack*

de 1929, tanto por la magnitud del cambio económico y financiero que supuso, como por su relevancia para explicar y actuar ante las crisis financieras presentes. De hecho, a juicio del autor “no puede sorprender que en crisis posteriores los errores cometidos por la Reserva Federal en la Gran Depresión influyeran notablemente en las decisiones de los responsables de dirigir la institución” y añade “la Gran Depresión ha tenido una importancia extraordinaria para comprender la reacción de la Reserva Federal en situaciones de crisis financieras”. Destaca Torrero las raíces del alza bursátil ocurrida en la década de los años veinte, derivada del frenesí especulador y las políticas adoptadas, que derivaron en la estrepitosa caída de la bolsa en 1929. El autor destaca de forma concisa, al final del capítulo, las enseñanzas para el futuro de dicha crisis, ofreciendo un marco inicial de referencia y análisis para comprender el por qué de las decisiones tomadas, así como los costes y beneficios que dichas actuaciones tuvieron en aquel escenario.

En el tercer capítulo, titulado “El *crack* bursátil de 1987”, se analizan las razones económicas que desencadenaron este nuevo *crack* de los mercados de capitales entre el 14 y el 19 de octubre (lunes negro) de 1987, días en los que los inversores perdieron miles de millones de dólares en la bolsa. La revisión histórica es sumamente elaborada, analizando los determinantes del fenómeno y las actuaciones de estabilización llevadas a cabo por la Reserva Federal, cuya actuación, de cara a facilitar liquidez y apoyar al sistema financiero, jugó un papel muy importante para la recuperación. Cada crisis tiene algo nuevo que enseñar y que, a su vez, se relaciona con otras crisis existentes. En este caso, el autor, entre otras cuestiones, señala “...lo que es novedoso es la actitud vigorosa de la Reserva Federal impidiendo que los excesos bursátiles afectaran al funcionamiento de la economía”, añadiendo, más adelante, que “las experiencias de las crisis precedentes inciden en la forma de abordar las siguientes”. El autor ofrece suficientes argumentos para contrastar esta última afirmación, enfatizando el hecho de que las experiencias pasadas han sido un referente que ha marcado las actuaciones de los bancos centrales a partir de estas crisis, así como las medidas de política económica e, incluso, la propia forma de estructurar la política monetaria y sus objetivos.

El cuarto y quinto capítulo explican la formación y las secuelas de dos de los principales eventos de inestabilidad financiera que acaecieron durante el último cuarto del siglo pasado. En este sentido, el capítulo cuarto se dedica al “estallido de la burbuja japonesa”. La acertada descripción realizada por Torrero comienza exponiendo con brevedad la génesis y la dimensión del fenómeno para centrar la atención, específicamente, en la actuación de las autoridades y las enseñanzas que se han obtenido de la experiencia nipona para afrontar las crisis en los mercados asiáticos y la prevención de los mecanismos de contagio en economías asiáticas de rápido crecimiento. Las características propias del caso japonés la convierten en un paradigma para el estudio de las crisis financieras y se caracteriza por tres cuestiones fundamentales, a juicio del autor: 1) los excesos de las valoraciones afectaron, de forma interrelacionada, a las acciones, a la propiedad real e inmobiliaria y al sistema bancario; 2) el estallido de la burbuja no incidió, de forma contundente, sobre la producción y el empleo y no forzó, por tanto, la adopción de medidas radicales e in-

mediatas; y 3) el derrumbe de las valoraciones puso en marcha un proceso de ajuste que cuestionó el sistema económico en el que se fundamentó el auge de cuatro décadas. El planteamiento del autor es muy claro al respecto indicando que “los episodios de crisis tienen características distintas y se insertan en realidades económicas, sociales e institucionales también diferentes”. En cualquier caso, según se desprende de la lectura del libro, las lecciones para el futuro del caso nipón son un elemento de suma importancia, pero también lo fueron las experiencias de crisis pasadas, en especial en lo referente a la forma de actuación de los bancos centrales de cara a atajar la crisis.

La crisis financiera analizada en el quinto capítulo viene dedicada a un *hedgelfund* o fondo de cobertura, bajo el título “La crisis de los *Long-term capital Management* (LCTM) (1998)”. La característica esencial de estos fondos es su carácter esencialmente especulativo. A priori, estos fondos, además, ofrecen a sus partícipes posibilidades adicionales de diversificación y, por tanto, mayor reducción del riesgo conjunto de su cartera de activos. Sin embargo, como señala el autor, el motivo especulación socavó las ventajas de diversificación. La descripción de las actividades y operaciones realizadas, especialmente en el mercado de derivados por el LCTM, así como sus formas de medición del riesgo mediante modelos VAR (*Value-At-Risk*) es analizada por parte del autor, a partir de una cuidadosa selección de bibliografía que desarrolla en detalle dichos aspectos. La crisis del LCTM amenazó con efectos en cadena los incumplimientos de contratos en los mercados de derivados, que incluían, a su vez, al núcleo central del sistema bancario. Las medidas adoptadas se centraron en evitar la posible expansión de la crisis al núcleo del sistema, principalmente a los bancos internacionales especializados en la gestión del riesgo. El concienzudo análisis emprendido por el autor en torno a la crisis del LCTM proporciona enseñanzas provechosas de cara a considerar la existencia de incertidumbre en los modelos de gestión del riesgo basados en el comportamiento histórico y constituye una referencia como caso de estudio sobre cómo actuar para evitar una crisis sistémica.

El penúltimo capítulo se dedica a la “burbuja tecnológica de la segunda mitad de los noventa”. Al máximo nivel bursátil alcanzado por las empresas tecnológicas en marzo de 2000, prosiguió un vertiginoso descenso, llegando a su mínimo en octubre de 2002. Dicho fenómeno fue generalizado en todo el mundo, aunque el epicentro se situó en los Estados Unidos. En este capítulo, el profesor Torrero analiza la exuberancia en la valoración bursátil de las acciones tecnológicas y las actuaciones de la Reserva Federal en un marco en el que la propia autoridad monetaria estadounidense era consciente de que los mercados de acciones habían cobrado un protagonismo económico muy superior al de etapas anteriores. En este caso, la Reserva Federal actuó con prontitud y decisión con un programa de reducciones continuadas de tipos de interés que dotó de mayor estabilidad al sistema. Asimismo, ante este escenario, el autor señala la ocurrencia de la burbuja tecnológica como una referencia clave para entender lo sucedido en la Gran Depresión, considerando que, en ambos períodos, el ritmo de crecimiento del empleo, la renta *per cápita* y la productividad fueron casi idénticos, a la vez que no existían presiones inflacionistas y la aplicación generalizada de los avances tec-

nológicos, así como el auge bursátil, generaron episodios de fuerte sobreinversión. Es decir, “del mismo modo que la historia ayuda a la interpretación del presente, éste también puede contribuir a la comprensión de episodios anteriores”.

La obra se cierra con las principales ideas y lecciones comunes derivadas de los cinco episodios de inestabilidad financiera analizados. Se ofrece al lector un esquema de interpretación en el que se agrupa a cada una de las crisis analizadas en dos niveles. Por un lado, los episodios en los que la respuesta de las autoridades ha sido errónea y, por otro, aquellos otros en los que los responsables de la política han actuado de forma acertada y decidida. Del mismo modo se consideran crisis de larga duración —como la Gran Depresión y el estancamiento japonés— y parciales o de corta duración —como el desplome bursátil de 1987, la crisis del LCTM o el estallido de la burbuja tecnológica—. En definitiva, es éste un libro cuya riqueza y rigor lo hacen interesante para los estudiosos del sector y, sobre todo, para cualquier lector interesado en profundizar en el ámbito de las finanzas internacionales y sus riesgos potenciales, con o sin conocimientos previos en la materia, puesto que encontrará en esta obra importantes reflexiones e ideas valiosas condensadas, debidamente estructuradas y amablemente expuestas.

Santiago Carbó Valverde

Universidad de Granada y FUNCAS

La industria bancaria en el marco de Basilea II,

de Antón Gasol Magriñà, Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección, Barcelona, 2006, 876 págs.

En la actualidad, el sector bancario centra la atención de académicos y reguladores, dado que se trata de un sector en continuo proceso de cambio que requiere importantes esfuerzos de actualización ante los nuevos acontecimientos que se han ido desencadenando. Con este telón de fondo, surgieron voces que reclamaban un avance parejo de la regulación prudencial a la que se encuentran sometidas las entidades de crédito, con el cometido de que el sistema financiero tuviera, en todo momento, un nivel de adecuada solvencia. En este sentido, la aprobación, el 26 de junio de 2004, del Nuevo Acuerdo de Capital del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (conocido como Basilea II) trataba de dar respuesta a los nuevos retos a los que se enfrentan las entidades de crédito día a día.

El título que se comenta es una obra muy completa que abarca desde planteamientos teóricos y análisis de los distintos modelos de gestión de riesgos en las instituciones bancarias, hasta la aplicación práctica del Acuerdo de Capital Basilea II, concluyendo con un análisis empírico sobre su impacto en términos de estabilidad financiera y transparencia informativa.

La publicación de esta obra resulta enormemente oportuna y útil puesto que aún existen numerosas dudas sobre los efectos