



MEDITERRANEO ECONÓMICO

La crisis de 2008

De la economía a la política y más allá

Coordinador:
Antón Costas Comesaña



www.mediterraneoekonomico.com



MEDITERRANEO ECONOMICO

Director

Jerónimo Molina Herrera

Consejo Asesor

Juan del Águila Molina

Joaquín Auriolés Martín

Horacio Capel Sáez

Francisco Ferraro García

José María García Álvarez-Coque

Jordi Nadal Oller

Antonio Pérez Lao

Manuel Pimentel Siles

Coordinador

Antón Costas Comesaña

Consejo de Redacción

Rodolfo Caparrós Lorenzo

Roberto García Torrente

Abel La Calle Marcos

Bienvenido Marzo López

Antonio Parejo Barranco

Andrés Sánchez Picón

David Uclés Aguilera

La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá

© de la edición: CAJAMAR Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito

© del texto: los autores

Edita: CAJAMAR Caja Rural Sociedad Cooperativa de Crédito

Producido por: Fundación Cajamar

www.fundacioncajamar.es

Diseño y maquetación: Francisco J. Fernández

Imagen de cubierta: Fragmento de la obra *Eolo*, de Leónidas Zabaleta (óleo sobre lienzo; 120 x 90 cm)

Imprime: Escobar Impresores SL. El Ejido (Almería)

ISBN-13: 978-84-95531-49-0

ISSN: 1698-3726

Depósito legal: AL-728-2008

Fecha de publicación: Noviembre 2010

Impreso en España / *Printed in Spain*

Cajamar no se responsabiliza de la información y opiniones contenidas en esta publicación, siendo responsabilidad exclusiva de sus autores.

© Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.



Índice

PRESENTACIÓN	9
<i>Jerónimo Molina</i>	

INTRODUCCIÓN: ALGO MÁS QUE UNA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA, UNA CRISIS ÉTICA	11
<i>Antón Costas</i>	

I. LAS EXPLICACIONES DE LOS ECONOMISTAS: LOS “FALLOS” DE MERCADO Y DE LA REGULACIÓN

LA CRISIS Y LA POLÍTICA ECONÓMICA: CINCO LECCIONES (PRELIMINARES)	65
<i>David Vegara</i>	

LA CRISIS FINANCIERA Y LA REGULACIÓN	77
<i>Xavier Vives</i>	

PERSPECTIVAS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (UME)	93
<i>Antonio Torrero</i>	

EL GOBIERNO DE LOS BANCOS: LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA	103
<i>Vicente Salas Fumás</i>	

RIESGO E INCERTIDUMBRE EN LA CRISIS	125
<i>Gumersindo Ruiz y Marta Ruiz</i>	

EL FALLO SISTÉMICO DEL PENSAMIENTO MACROECONÓMICO	141
<i>Xosé Carlos Arias</i>	

PASADO Y PRESENTE EN EL ANÁLISIS DE LAS CRISIS ECONÓMICAS: ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA DINÁMICA DE LOS MERCADOS Y EL MANEJO DE LA POLÍTICA FISCAL	159
<i>Carles Sudrià</i>	

II. MÁS ALLÁ DE LA ECONOMÍA: UNA CRISIS DE ÉTICA DE LOS NEGOCIOS

LA DIMENSIÓN ÉTICA DE LA CRISIS FINANCIERA	183
<i>Antonio Argandoña</i>	

APRENDIENDO DE LAS CRISIS. UNA LECTURA ÉTICA	199
<i>Adela Cortina</i>	

<i>HYBRIS</i> Y CRISIS	215
<i>Rafael Argullol</i>	



LA CRISIS NIHILISTA	219
<i>Josep Ramoneda</i>	
LAS AGENDAS DE LA CIUDADANÍA DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA.....	233
<i>Fermín Bouza</i>	
MEDIOS DE COMUNICACIÓN: ESTA CRISIS TAMBIÉN ES NUESTRA	249
<i>Lluís Bassets</i>	

III. EUROPA Y EL MUNDO DESPUÉS DE LA CRISIS

LA PRIMERA RECESIÓN GLOBAL Y LA CRISIS DEL EURO.....	263
<i>Álvaro Espina</i>	
EUROPA TRAS LA CRISIS: ¿GOBIERNO ECONÓMICO COMÚN O DISPERSIÓN NACIONAL?.....	283
<i>Xavier Vidal-Folch</i>	
LECCIONES DEL ORO EN LA CRISIS DEL EURO.....	301
<i>José María Serrano</i>	
CÓMO SALIR DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA ZONA EURO	311
<i>Guillermo de la Dehesa</i>	
EL G-20 Y LA GOBERNANZA FINANCIERA MUNDIAL.....	325
<i>José Antonio Ocampo y Stephany Griffith-Jones</i>	
DESAFÍOS DEL MUNDO CONTEMPORÁNEO	333
<i>Francisco Jarauta</i>	

IV. LA CRISIS ESPAÑOLA Y LAS ESTRATEGIAS DE SALIDA

CAUSAS Y LECCIONES IGNORADAS DE LA CRISIS	345
<i>Joan Coscubiela</i>	
ESPAÑA ANTE LA CRISIS: CONDICIONANTES INTERNOS Y EXTERNOS	365
<i>Francisco Pérez</i>	
ESPAÑA: LAS DIFÍCILES DECISIONES QUE SE AVECINAN	385
<i>Dani Rodrik</i>	



Relación de autores

<i>Xosé Carlos Arias</i>	Universidad de Vigo
<i>Antonio Argandoña</i>	Universidad de Navarra e IESE
<i>Rafael Argullol</i>	Universidad Pompeu Fabra
<i>Lluís Bassets</i>	Periodista. Director adjunto de <i>El País</i>
<i>Fermín Bouza</i>	Universidad Complutense de Madrid
<i>Antón Costas</i>	Universidad de Barcelona
<i>Adela Cortina</i>	Universidad de Valencia
<i>Joan Coscubiela</i>	Facultad de Derecho de ESADE
<i>Guillermo de la Dehesa</i>	Centre for Economic Policy Research (CEPR)
<i>Álvaro Espina</i>	Universidad Complutense de Madrid
<i>Stephany Griffith-Jones</i>	Universidad de Columbia
<i>Francisco Jarauta</i>	Universidad de Murcia
<i>José Antonio Ocampo</i>	Universidad de Columbia
<i>Francisco Pérez</i>	Universidad de Valencia e IVIE
<i>Dani Rodrik</i>	Universidad de Harvard
<i>Josep Ramoneda</i>	Director del Centro de Cultura Contemporánea de Barcelona
<i>Gumersindo Ruiz</i>	Universidad de Málaga
<i>Marta Ruiz</i>	PricewaterhouseCoopers
<i>Vicente Salas Fumás</i>	Universidad de Zaragoza
<i>José María Serrano</i>	Universidad de Zaragoza
<i>Carles Sudrià</i>	Universidad de Barcelona
<i>Antonio Torrero</i>	Universidad de Alcalá
<i>David Vegara</i>	Fondo Monetario Internacional
<i>Xavier Vidal-Folch</i>	Periodista. Columnista de Economía de <i>El País</i>
<i>Xavier Vives</i>	IESE Business School



PRESENTACIÓN

*Jerónimo Molina Herrera **

Hay ciertas temáticas que constituyen la referencia obligada de una Colección de Estudios como **MEDITERRÁNEO ECONÓMICO**, y éste el caso de la recesión económica iniciada en 2008, de la que aún, en el momento en el que escribo estas páginas, no somos capaces de terminar de intuir la salida. Por tanto, y siendo imposible (lamentablemente) dar la cuestión por zanjada, la pregunta pertinente en este caso no es cuántos volúmenes de la Colección habría que dedicarle a la situación económica que vivimos, sino más bien en qué momentos publicarlos, qué especialista debe coordinarlos y desde qué enfoques debe abordarse su análisis.

De hecho, **MEDITERRÁNEO ECONÓMICO** vienen abordando monográficamente ciertos aspectos parciales de la crisis desde mediados de 2009. En el volumen XV, que estuvo a cargo de Jaime Lamo de Espinosa, se caracterizó el nuevo sistema agroalimentario global en su nuevo contexto, marcado por una demanda creciente y cada vez más exigente, el dominio de la gran distribución en el comercio internacional, el auge de los biocombustibles y los problemas de seguridad y soberanía alimentarias. El XVI, coordinado por Juan Velarde Fuertes, estuvo dedicado a las debilidades, fortalezas y riesgos del sistema productivo español a corto y medio plazo, en un momento en el que los efectos de la crisis ya se habían manifestado en toda su crudeza. Finalmente, en el último número, el XVII, una selección de políticos con cargos de alta responsabilidad, profesionales de mérito y especialistas reconocidos respondieron a la invitación de Joaquín Moya-Angeler para profundizar en el mundo de la innovación y el desarrollo, ejes fundamentales de la sociedad de la información y el conocimiento que se enfrenta, en la actualidad, al peor escenario internacional desde los años 20.

Sin embargo, y al margen de dichas aproximaciones sectoriales, valiosas pero incompletas, ha sido necesario dejar pasar un tiempo prudencial antes de atrevernos, no sin cierta temeridad, a un análisis de la crisis en su conjunto y en profundidad, en el que participasen las diferentes voces de las Ciencias Sociales con un objetivo común: tratar de comprender cómo hemos llegado a esta situación, y realizar propuestas, si acaso todavía tentativas, de cómo podríamos dejarla atrás. Sólo desde esa perspectiva, tras haber observado las consecuencias de la crisis a lo largo de varios trimestres, y habiendo contrastado detenidamente los múltiples discursos surgidos al respecto, era viable un trabajo así. Es más: aun siendo necesario, el planteamiento de este volumen XVIII no agota, ni siquiera de forma parcial, las posibilidades de reflexión en torno a la evolución reciente de la economía, por lo que necesariamente habremos de volver sobre la temática en futuras entregas, modificando en cada caso el enfoque, el ajuste de la lente.

Una mayoría cualificada de expertos y analistas comparte la sensación de que estamos ante el fin de una etapa histórica, y somos espectadores del inicio de una nueva. En este cambio de siglo y de milenio han ocurrido demasiadas cosas, y en demasiado poco tiempo. El orden socioeconómico surgido de la Revolución Industrial, que fue modelándose trabajosamente

* Director de la Colección de Estudios **MEDITERRÁNEO ECONÓMICO** (director@mediterraneoeconomico.es).

durante más de dos siglos, está en cuestión. Tras la crisis energética de los años 70, la caída del Muro de Berlín en 1989 y el imparable desarrollo de las comunicaciones telemáticas en los 90, se fue imponiendo un nuevo modelo de pensar, enseñar y gestionar la economía, las finanzas y la empresa. Esta “nueva economía” entendió que los ciclos económicos (el carácter maníaco-depresivo de la economía de mercado al que hace alusión el coordinador de este número en su texto), eran cosa del pasado. Durante los últimos quince años, sus defensores y practicantes entendieron que el capitalismo, en su versión financiera, el mercado desregulado a fin de cuentas, había alcanzado un grado de madurez e independencia de las instituciones sociales suficiente como para garantizar por sí mismo el bienestar de las sociedades desarrolladas y la paulatina desaparición de la pobreza en el mundo. Evidentemente, no ha sido así.

Es cierto que la irrupción de las nuevas tecnologías ha cambiado la forma de producir, pero sobre todo ha transformado, y muy intensamente, la manera en la que accedemos a los bienes, e incluso la propia naturaleza de lo que consumimos. No hay más que pararse y ver cómo la música y el cine ya se demandan de forma diferente, y cómo pronto lo harán los libros; cómo la pedagogía ha otorgado un singular protagonismo a estas herramientas en sus métodos; o cómo la función social de los medios de comunicación de masas está permanentemente en entredicho. Empieza a configurarse, en definitiva, una nueva forma de interrelación entre el hombre y el resto del mundo, que se canaliza cada vez más a través de procesos informáticos. Este tipo de cambios institucionales, sociales, culturales y tecnológicos, imprimen necesariamente un carácter propio a esta crisis, más allá de teñir de rojo las principales magnitudes del análisis económico.

Parece claro, pues, que esta primera década del siglo XXI se está cerrando con una profunda transformación estructural que afecta a toda la organización social en su conjunto. Surgen así nuevos conflictos, al tiempo que se agotan los paradigmas tradicionales, poniendo incluso en cuestión la viabilidad política, cuando no financiera, del Estado del Bienestar. Mientras tanto, la velocidad y la intensidad de semejante cambio estructural dificultan la adaptación de las instituciones sociales, que necesitan de un tiempo de transición más amplio para poder adaptarse y asimilar las nuevas reglas del juego.

Hemos intentado resumir, en apenas unos párrafos, las líneas maestras del argumentario de este volumen, que coordina y dirige el Catedrático de Economía de la Universidad de Barcelona Antón Costas Comesaña. Tanto él como el resto de autores compartían a priori un único axioma, a partir del que cada uno de ellos ha desarrollado su propio discurso: la crisis de 2008 debe ser estudiada desde una perspectiva global. En la construcción colectiva de dicha reflexión debían participar todas las Ciencias Sociales, ya que los problemas a los que nos enfrentamos al iniciar la segunda década del siglo no se limitan a los convencionales de la fase recesiva del ciclo económico. Van mucho “más allá”, y suponen un reto de futuro para la dimensión sociológica, política, ética y comunicativa de la humanidad. Desde la Fundación Cajamar tan sólo nos queda agradecer la labor de coordinación de Antón Costas, que ha hecho posible reunir en un único volumen una selección de autores y textos tan a propósito. Estamos convencidos de que los lectores terminarán dándonos la razón.

Almería, noviembre de 2010



ALGO MÁS QUE UNA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA, UNA CRISIS ÉTICA

Antón Costas *

1. Introducción

¿Cómo acabará pasando a la historia la crisis de 2008? ¿Como una crisis que, aunque amenazó con una quiebra financiera mundial y provocó una Gran Recesión, finalmente pudo ser controlada y no tuvo efectos de largo plazo? ¿O, por el contrario, como un momento de cambio en la forma de gobernar la economía, en el equilibrio entre poder de los mercados y poder de la política y sobre la forma en que los economistas piensan que aquella funciona? La hipótesis que subyace y estructura este número monográfico de *Mediterráneo Económico* es que, aun cuando no podamos predecir todas sus consecuencias, ésta no es una crisis financiera y económica más, como las que hemos visto en las seis últimas décadas. En este caso, los efectos serán de largo aliento, y dejarán heridas que tardarán en curar.

No estoy sugiriendo, sin embargo, que la crisis de 2008 vaya a poner en cuestión los fundamentos mismos de la economía de mercado, del capitalismo; afirmación que no sabría qué quiere decir. Cuando digo que será algo más que una recesión, apunto a que sus efectos irán más allá de lo que suele ocurrir en una crisis económica o financiera convencional. Éstas cursan normalmente en forma de una caída de las grandes variables macroeconómicas (PIB, demanda privada, formación bruta de capital, desequilibrios exterior y público) y del empleo; variables que después de un tiempo (entre tres y cuatro trimestres) vuelven a su estado normal. Por su lado, las crisis financieras convencionales vienen acompañadas de dificultades de crédito y quiebras bancarias, pero sin que acostumbren a amenazar con una quiebra financiera sistémica.

En este sentido, se podría decir que las crisis forman parte del ADN de la economía de mercado. El capitalismo es un sistema socioeconómico maníaco-depresivo, cíclico, con fases recurrentes de euforia (expansiones), seguidas de otras de recesión. Pero hay crisis convencionales, y grandes crisis. Las primeras no cuestionan las formas de gobernar la economía, el equilibrio entre poder de los mercados y poder de la política, ni las formas (teorías) a partir de las que los economistas explican el comportamiento de los agentes económicos y cómo funciona la economía. Las segundas sí lo hacen. Y esta crisis es de las últimas.

* Universidad de Barcelona.

Una forma simple de apreciar que estamos ante algo diferente a una crisis convencional es prestar atención a las palabras que con mucha frecuencia son utilizadas para describir las conductas y valores que están detrás de esta crisis. Son frecuentes términos como *avaricia, fraude, corrupción, injusticia, robo, falsificación, desconfianza, ocultación de información, publicidad engañosa, mentira, imprudencia, negligencia profesional, cobardía, complicidad, prepotencia o arrogancia*, por mencionar sólo las más utilizadas. Su uso no es exclusivo de los medios de comunicación o de sectores sociales e intelectuales críticos con el capitalismo. Por el contrario, son términos extraídos de los análisis de economistas reputados, simpatizantes en su mayoría con la economía de mercado, y que no vimos aplicados a crisis anteriores. En otras ocasiones se discutía únicamente sobre las políticas macroeconómicas más adecuadas para hacer frente a la recesión y buscar una salida rápida para la recuperación. Ahora no se discute sólo de políticas, sino de conductas, valores, virtudes e instituciones que son básicas para el buen funcionamiento de la economía de mercado. Éste es un cambio que nos hace pensar que lo que ahora está ocurriendo es diferente a lo que hemos vivido con crisis económicas y financieras anteriores.

En este sentido, la historia nos muestra que, de tiempo en tiempo, la economía experimenta sacudidas más fuertes que las de esas crisis recurrentes. Son momentos o fases del desarrollo del capitalismo en que, utilizando la afortunada expresión de Karl Polanyi¹, se produce “una gran transformación” en el equilibrio entre el mercado y el poder político que rige en cada momento el gobierno de la economía y, por tanto, en el gobierno político de la economía. Y en las que se producen también cambios en las historias (o teorías) que utilizan los estudiosos para explicar cómo se comportan los actores económicos y cómo funciona la economía. Para Polanyi, el desarrollo del capitalismo se mueve a través de ciclos, en los que en cada fase se altera el equilibrio entre mercados y gobiernos de la fase anterior, haciendo que, alternativamente, se sucedan en el gobierno de la economía.

El ejemplo paradigmático de este tipo de crisis transformadora fue la de 1929, que junto con la Gran Depresión de los treinta que le siguió, cambió el equilibrio a favor de los gobiernos, en perjuicio de los mercados, que habían dominado durante la fase de la primera globalización económica moderna que vivió la economía mundial desde los ochenta del siglo XIX hasta la primera Guerra Mundial. Ese cambio de hegemonía en el gobierno de la economía trajo consigo nuevas instituciones político-económicas nacionales (el Estado del Bienestar y las políticas macroeconómicas keynesianas) e internacionales (el esquema de instituciones de *Bretton Woods*), que sirvieron para controlar el poder de los mercados y gobernar las economías durante los años cincuenta, sesenta y setenta. Paralelamente, se produjo un cambio también en las historias o teorías que utilizan los estudiosos, en particular los economistas, para explicar cómo funciona la economía. En este caso, vimos la emergencia del keynesianismo como relato dominante, frente a la teoría neoclásica anterior.

¹ Polanyi (1944).



Otra gran transformación se produjo coincidiendo con la crisis económica de los años setenta. En este caso, el equilibrio giró a favor del poder de los mercados, en particular de los mercados financieros, desmóntándose las instituciones de regulación y supervisión de los mercados en que se había basado el poder de la política de la fase anterior. A la vez que se produjo una pérdida de poder e influencias de las instituciones sociales de control de esos mercados (sindicatos, prensa). Y también en este caso, ese giro vino acompañado de un cambio en las formas como los economistas explican como funciona la economía, cambio en la que el keynesianismo fue desplazado por las nuevas teorías de las expectativas racionales como explicación de la conducta de los agentes económicos, y de la teoría de la eficiencia de los mercados desregulados.

Como vemos, estas grandes transformaciones cíclicas del capitalismo son momentos en que se modifican elementos básicos de la estructura del gobierno de la economía –el “mix” de mercado y política que se utiliza para tomar decisiones económicas–, así como las formas como los expertos explican que funciona el sistema económico y la sociedad de mercado. Pero los impactos de esos vaivenes acostumbran a ir más allá de la economía, para afectar dimensiones de la vida política, social, cultural, intelectual y artística. Las percepciones sociales, los valores, las reglas, las instituciones, la cultura y hasta las formas de ocio se ven influidas por esos vaivenes.

Aun es temprano para confirmar si la crisis de 2008 va a venir asociada a otro ciclo de este tipo en el desarrollo de la economía de mercado. Quedan aún por ver impactos que no han ocurrido, como la batalla final entre monedas y políticas comerciales para repartir el coste de la crisis a nivel mundial, así como decisiones de los gobiernos que no han sido tomadas. Pero por lo que ya hemos visto hasta ahora, la crisis de 2008 no es una recesión más, como lo fueron las de 2001 ó 1991. Esta es, sin duda, una gran crisis. Una crisis que ya ha derribado ideas y certezas intelectuales arraigadas que habían dominado el pensamiento y las políticas públicas desde, al menos, el final de la Guerra Fría y la caída del Muro de Berlín, en 1989.

Fue evidente desde los inicios de esta crisis que su gestión política no iba a ser fácil. Pero, sin duda, se superará. Sin embargo, a diferencia de otras crisis anteriores, pienso que ésta va a dejar con nosotros problemas de largo plazo y heridas que tardarán en curar. En la gestión macroeconómica, emerge la necesidad de repensar cual debe ser el cuadro de mando que han de manejar las autoridades monetarias y fiscales. En la gestión de las instituciones y mercados financieros, emerge la necesidad imperiosa de reformar todo el marco institucional de regulación y supervisión. En el plano intelectual, asistimos también a los primeros esfuerzos de los economistas y otros científicos sociales por elaborar explicaciones del funcionamiento de la economía más coherentes con la realidad observada. Y, en un plano más general, el de la gobernanza de la sociedad de mercado, emerge asimismo la necesidad de reconstruir una política del bien común y una cultura económica que sea capaz de dar nueva legitimidad social y apoyo político a la economía de mercado. Desde esta perspectiva, propia del enfoque de Polanyi, cabe pensar que la fase de globalización liderada por los mercados que hemos vivido durante este último cuarto de siglo debería ir seguida de otra de fortalecimiento del poder político, tanto a nivel nacional, como europeo y global.

En cualquier caso, es evidente que hoy por hoy existe en la opinión pública una demanda de respuestas a muchos interrogantes: ¿Qué ha pasado? ¿Cómo explicar esta crisis que por imprevista parece caída del cielo? ¿Por qué han fallado las instituciones de supervisión en ver lo que estaba pasando dentro de las grandes corporaciones financieras y empresariales? ¿Por qué los reguladores no supieron ver los riesgos de la burbuja de crédito? ¿Se trata de una crisis provocada sólo por fallos del mercado, de la regulación y de las políticas macroeconómicas o ha jugado un papel determinante la cultura del nuevo capitalismo desregulado que surgió con las políticas liberalizadoras de los ochenta? ¿En qué sentido habría influido esa nueva cultura?

Para responder a este tipo de cuestiones es necesario escuchar la voz del análisis económico, la voz de los economistas. Sin duda, las interpretaciones económicas de la crisis, sus causas, consecuencias y soluciones son en términos generales correctas; pero, a la vez, resultan insuficientes para comprender en toda su complejidad la realidad económica que estamos viviendo. Insuficientes, porque omiten los sentimientos, actitudes y comportamientos y, especialmente, porque no toman en consideración las percepciones que tanto influyen en la confianza o la desconfianza en las instituciones, así como los valores, que serán importantes para arreglar los destrozos morales y políticos que va a dejar esta crisis. Por ello, a mi juicio, y siguiendo un viejo consejo de Albert O. Hirschman, hay que ir más allá de la Economía, traspasar sus fronteras analíticas, para adentrarnos en el terreno del análisis político, jurídico, histórico, sociológico, filosófico y cultural. Sólo así comprenderemos la complejidad de la crisis de 2008 y sus consecuencias de largo plazo.

Esto es lo que me ha llevado, al coordinar este número monográfico de *Mediterráneo Económico* sobre la crisis de 2008, a reunir no sólo a un grupo de prestigiosos economistas y *policymakers*, sino también a incorporar la “voz” de otros estudiosos interesados en la reflexión sobre las causas, consecuencias y remedios a esta crisis. Se busca tener una perspectiva intelectual amplia que permita aprehender todas las dimensiones del momento histórico que estamos viviendo. El enfoque tiene riesgos, en la medida en que los lenguajes de las distintas disciplinas son diferentes. Pero pienso que el hablar con una “voz coral” tiene mayor capacidad para responder a algunas de las cuestiones acuciantes que hoy nos planteamos sobre el presente y el futuro de la economía y la sociedad de mercado. A todos los colaboradores se les pidió reflexiones exploratorias, elaborados con rigor pero con lenguaje asequible a los no expertos, sin condicionar tema su contenido temático ni su enfoque.

Las veintidós colaboraciones se han agrupado en cuatro bloques temáticos:

1. *Las explicaciones de los economistas: los “fallos” de mercado y de la regulación*
2. *Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios*
3. *Europa y el mundo después de la crisis*
4. *La crisis española y las estrategias de salida*



He de advertir que esta agrupación de las veintidós colaboraciones en estos cuatro apartados tiene, como cualquier otra, algo de arbitraria, dado que algunos de los ensayos podrían perfectamente incluirse en apartados diferentes a los que están.

Lo que sigue no pretende ser un resumen de esas colaboraciones, cuya riqueza y variedad de enfoques y reflexiones sería imposible trasladar a esta presentación. Lo que persigo es construir mi propio relato de la crisis a partir de la lectura de esos textos. Tengo la esperanza, sin embargo, de que pueda ser de interés para otros lectores y estimule su interés por la lectura directa de las colaboraciones.

2. Las explicaciones de los economistas: una crisis causada por “fallos” de mercado, de regulación y de políticas

Las explicaciones de los economistas sobre la crisis financiera, que se puso en marcha en el otoño de 2007 y explotó violentamente un año después, con la quiebra de Lehman Brothers, una centenaria y reputada banca de inversión norteamericana, tienen un elevado consenso, como probablemente no podía ser de otra manera. Coinciden en afirmar que detrás de la crisis está una cadena de fallos relacionados con el funcionamiento, la regulación y la supervisión de las instituciones financieras y con unas políticas que agudizaron los desequilibrios macroeconómicos y financieros globales.

Esos dos términos, *fallos* y *desequilibrios*, están presentes con tanta intensidad y amplitud en las explicaciones económicas de la crisis que hacen surgir la pregunta de cómo, entonces, no fueron anticipados y no se les puso remedio a tiempo para evitar la catástrofe que ahora estamos sufriendo.

Los fallos y desequilibrios que más frecuentemente se mencionan son los siguientes:

- Fallos de los mercados, relacionados con los procesos de liberalización e innovación financiera que se desarrollaron de forma convulsiva e incontrolada en las dos últimas décadas.
- Fallos del gobierno de las empresas, en particular de las entidades financieras y, más específicamente, de los bancos, que llevaron a estas instituciones a una toma excesiva de riesgo y al sobre-apalancamiento.
- Fallos en los esquemas de incentivos de las retribuciones de los directivos.
- Fallos de la regulación y la supervisión de las instituciones financieras y del mercado de valores, que han permitido verdaderos “agujeros negros” al tolerarse una separación entre actividades reguladas y no reguladas, y que hicieron que muchas

actividades antes reguladas se sacaran del balance para evitar su supervisión. Quizá uno de los logros más importantes del debate internacional de estos dos años haya sido el reconocimiento de que la crisis financiera internacional estuvo claramente relacionada con la insuficiente e inadecuada regulación y supervisión.

- Fallos de las políticas macroeconómicas, que dieron lugar a unas condiciones de liquidez muy holgadas y bajo coste de la financiación durante mucho tiempo, contribuyendo a crear unas condiciones muy favorables para que se desarrollase y prolongase en el tiempo una intensa burbuja de crédito.
- Desequilibrios económicos globales, en forma de elevados déficit por cuenta corriente en unos países y de superávit en otros, que tenían la contrapartida en los flujos de ahorro e inversión global, con el surgimiento de enormes burbujas de ahorro (*global savings glut* o *liquidity glut*) en algunos países como China y Alemania; y de endeudamiento en otros, como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda o España.
- Fallos intelectuales, especialmente de la economía financiera y de la teoría macroeconómica, que con su defensa de la teoría de las expectativas racionales y la teoría de la eficiencia de los mercados desregulados contribuyeron de forma significativa a provocar los fallos y desequilibrios anteriores.

En este primer apartado se incluye un grupo de colaboraciones de economistas y responsables de la política económica que analizan esos fallos y desequilibrios e intentan extraer lecciones para el futuro. **David Vegara**, ex secretario de Estado de Economía y ahora director asistente del FMI, reflexiona sobre lo que creíamos saber y lo que hemos aprendido en relación con las políticas macroeconómicas. **Xavier Vives**, profesor del IESE, aborda con detalle los fallos de la regulación financiera. **Antonio Torrero**, catedrático de Economía en la Universidad de Alcalá, identifica los rasgos de los nuevos mercados financieros que permiten explicar su mayor inestabilidad. **Gumersindo Ruiz**, catedrático de Economía en la Universidad de Málaga, y **Marta Ruiz**, de PricewaterhouseCoopers, señalan en su estudio la importancia de diferenciar entre riesgo e incertidumbre, así como la responsabilidad muy relevante que en esta crisis ha tenido la inadecuada evaluación del riesgo dentro de las instituciones financieras. **Vicente Salas**, catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad de Zaragoza y consejero del Banco de España, aborda el análisis del gobierno de los bancos y los fallos en el buen gobierno corporativo que permiten explicar conductas como la toma excesiva de riesgo, el sobre-apalancamiento y las elevadas retribuciones de la alta dirección de esas instituciones. **Xosé Carlos Arias**, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Vigo, analiza los fallos de la teoría económica que contribuyeron de una forma decisiva a legitimar la desregulación y a crear un clima intelectual de confianza desmedida en la eficiencia de los mercados, que a la postre impidió a economistas, reguladores y responsables políticos ver lo que estaba ocurriendo en los mercados financieros. Finalmente, **Carles Sudrià**, catedrático de Historia Económica en la Universitat de Barcelona, compara la crisis actual y la de los años treinta para extraer lecciones sobre la dinámica de los mercados financieros y el manejo de la política fiscal en situaciones de recesión como las que vivimos.



2.1. Lo que creíamos saber y lo que hemos aprendido

Una de las cuestiones hacia la que con más insistencia se han dirigido a los economistas y a los responsables de la política económica en estos tres últimos años es cómo es posible que haya ocurrido una catástrofe financiera y económica como la que estamos viviendo sin que nadie se hubiese dado cuenta antes de lo que se nos venía encima. Se cuestiona de esa forma tanto el papel los economistas como el de la propia ciencia económica, así como su relevancia para buscar ahora la solución. ¿Cómo pueden dar lecciones si no anticiparon la crisis? ¿Cómo pueden pretender tener recetas para mejorar la situación si fallaron a la hora de anticipar (colectivamente) la crisis? ¿Para qué sirven si tras tres años después de su inicio aún no han encontrado la solución?

David Vegara se enfrenta abiertamente estas cuestiones. Primero identifica lo que los economistas y responsables de la política creían saber sobre la gestión macro y las creencias; supuestos y paradigmas que fueron generalmente aceptados por ambos, tanto en la macroeconomía como en la microeconomía. Creencias y supuestos que, sin duda, contribuyeron a la miopía de la profesión a la hora de no ver lo que estaba ocurriendo.

De ese análisis extrae cinco lecciones (provisionales) importantes para las estrategias de salida de la crisis y el diseño futuro de las políticas económicas:

- La política monetaria debe ampliar horizontes.
- La política fiscal debe ganar margen de actuación en los buenos tiempos.
- La regulación del sistema financiero debe mejorar.
- Los desequilibrios mundiales importan.
- La cooperación internacional es clave.

Su ensayo aborda de forma pedagógica estas cuestiones y constituye una buena introducción a los análisis que otras contribuciones hacen de aspectos más específicos.

2.2. La responsabilidad de la regulación en la mayor inestabilidad financiera

¿Por qué el sistema financiero ha mostrado una tendencia tan marcada a la inestabilidad? ¿Qué hay detrás de esta tendencia? ¿Es intrínseca a los propios mercados financieros o ha habido algún factor en los últimas décadas que ha intensificado esa tendencia? Si es así, ¿que se debería hacer para reducir esa proclividad a la inestabilidad que tienen las instituciones y mercados financieros? ¿Qué se está haciendo en este terreno? ¿Con qué resultados? El ensayo de Xavier Vives aborda estas cuestiones de forma certera y con un lenguaje asequible a los no expertos.

A su juicio, en el sector financiero se dan todos los fallos de mercado clásicos que ha identificado la teoría económica: existen importantes efectos externos (externalidades) que se originan cuando quiebra una institución bancaria; los problemas de contagio son de especial intensidad en este sector; las asimetrías de información entre inversores e instituciones puede hacer que el mercado se colapse; los conflictos de intereses (problemas de “agencia”) entre accionistas-directivos y depositantes pueden llevar a una asunción excesiva de riesgo y endeudamiento; estas conductas de riesgo se ven incrementadas por el hecho de que accionistas y directivos conocen que en caso de error en las decisiones (selección adversa de riesgos); los mecanismos de ayuda pública pueden evitar la quiebra (riesgo moral); los agentes que operan en el sector lo hacen con racionalidad limitada, agudizando los ciclos financieros y alimentando las burbujas; y existe poder de mercado, dado que muchos sectores bancarios están concentrados y se dan barreras de entrada.

Ahora bien, asumiendo que la inestabilidad es consustancial al sector financiero, no deja de ser cierto que esa inestabilidad se ha visto aumentada desde los años ochenta del siglo pasado. Esto es algo que necesita explicación. Vives atribuye esa mayor inestabilidad a la forma en que se llevó a cabo el proceso de liberalización del sector desde aquellos años y a la mala regulación que acompañó a ese proceso. La explicación de la crisis surge entonces de los fallos de la regulación y de los mecanismos de gobierno corporativo de las instituciones financieras.

Analiza también la reforma regulatoria en curso, especialmente la que se desarrolla en el marco de *Basilea III*, y la emprendida en EEUU en la *Dodd-Frank Act* de julio de 2010, y discute los principios y criterios en que se asientan esas reformas. Finalmente evalúa los resultados. Su opinión es que la dirección del proceso de reforma parece adecuada, pero que habrá que esperar a los detalles para poder evaluar su grado de efectividad final en la corrección de los fallos regulatorios que llevaron a la crisis y en la reducción del grado de inestabilidad del sistema financiero.

2.3. La difícil explicación del protagonismo de los “nuevos” mercados financieros

De lo que hemos visto hasta ahora se intuye que a partir de los años ochenta se produjeron algunos cambios de fondo que transformaron la naturaleza y forma de operar de los mercados financieros, haciéndolos más inestables. Esa sospecha se afianza cuando distinguimos entre dos períodos claramente diferenciados en la evolución del sistema financiero desde mediados del siglo XX.

La primera etapa ocupa el período que va de los años 40 a los 70. En ella, el sistema financiero mantuvo una razonable estabilidad, especialmente si la comparamos con las décadas anteriores. A la vez, durante este período la banca estuvo más regulada. Estabilidad y regulación parecen, pues, ir unidas. En EEUU la regulación surgió de la *Glass-Steagal Act*,



de 1933, promulgada precisamente reducir la inestabilidad financiera que había llevado a la crisis de 1929 y a la Gran Depresión de los treinta. La regulación descansó sobre tres pilares principales: a) la separación de la banca comercial y de la banca de inversión; b) la creación del seguro de depósitos bancarios; y c) la imposición de límites a la competencia entre bancos en la captación de recursos. Como consecuencia de esa regulación la banca se hizo más aburrida y menos innovadora. Pero eso no fue óbice para que fuese capaz de financiar las inversiones necesarias para lograr uno de los períodos más brillantes de la historia, tanto en términos de crecimiento económico como de igualdad social. Fueron los “felices sesenta”.

El segundo período va desde los años 70 hasta el inicio de esta crisis, en octubre de 2007. Corresponde a una etapa en la que, como ya hemos visto, el sistema financiero se liberalizó. En EEUU, la *Riegel-Neal Act* de 1994 desmontó los controles y regulaciones de la *Glass-Steagall* de 1933. Algo similar ocurrió en la mayoría de países occidentales. En paralelo a esta liberalización, el sistema financiero aumentó su inestabilidad y se produjo un elevadísimo número de quiebras bancarias.

¿Qué factores pueden explicar este cambio en la regulación, que llevó a una mayor inestabilidad? Las colaboraciones incluidas en este número permiten identificar algunos factores relacionados con el comportamiento de la tecnología, la economía y la demografía:

- La revolución de las nuevas tecnologías de la información y las telecomunicaciones, que permitió un procesamiento de la información financiera y una capacidad computacional que sin duda alimentó la confianza en la liberalización y las presiones en esa dirección.
- El desarrollo de innovaciones en las técnicas de cobertura de riesgos financieros, con los “derivados” y las “titulaciones” como innovaciones financieras estrella.
- La liberalización de los movimientos internacionales de capital y de los flujos comerciales (*globalización*), con la incorporación de China y la India a la economía internacional.
- Los cambios demográficos asociados al envejecimiento de la población, que fomentaron un aumento extraordinario del ahorro y de los fondos privados de pensiones ante el temor de la dificultad de los esquemas públicos de bienestar para financiar esos cambios demográficos.

Estos cambios se combinaron con otros en la cultura y del *management* corporativo que han tenido una gran influencia en la inestabilidad:

- Orientación de la cultura de las grandes corporaciones financieras y empresariales hacia la “creación de valor” para el accionista y la alta dirección (a través de los esquemas retributivos basados en opciones sobre acciones de la empresa). Esta cultura corporativa presionó a los bancos y empresas a la búsqueda de elevadas rentabilidades a corto plazo.

- Uso de modelos matemáticos sofisticados para la evaluación del riesgo de las inversiones, pero con supuestos de comportamiento simplistas y utilizando series estadísticas cortas con distribución inadecuada de sucesos en las colas de distribución, lo que ha llevado a una sistemática infravaloración del riesgo, especialmente en relación con sucesos de baja probabilidad de ocurrencia pero que comportan riesgo sistémico una vez que se dan.
- Utilización de esquemas de incentivos mal diseñados, con fuertes conflictos de interés, como en el caso de las agencias de calificación de riesgo (*rating*), lo que ha llevado a la catástrofe.

Todos esos cambios significaron una alteración profunda de modelo de negocio de las instituciones financieras. Del *modelo tradicional*, basado en la intermediación financiera entre la captación de depósitos y la concesión de préstamos que permanecen en el balance de la entidad financiera hasta su cancelación, se ha pasado a un nuevo *modelo de originar para distribuir*, que se basa en las titulaciones e innovaciones que buscan evitar que los préstamos a largo plazo se tengan que financiar con depósitos a corto, en los ingresos procedentes de la provisión de servicios a inversores y empresas, y en inversiones en operaciones de alto riesgo desarrolladas fuera de balance, utilizando vehículos de inversión estructurada (SIV) que requerían poco capital pero eran susceptibles de una elevada rentabilidad; aunque también de un elevado riesgo, como finalmente se ha demostrado.

Como consecuencia, ha tenido lugar una extraordinaria transformación financiera a lo largo de las últimas décadas, con protagonismo y peso creciente de los mercados financieros. Por un lado, ha aumentado de forma extraordinaria la inversión institucional, con gestión profesional y de ámbito global (fondos soberanos, de capital riesgo, *hedge funds*, *shadow banks*, entidades de gestión de patrimonios, departamentos de patrimonio de la banca, etc.). Por otro, se ha producido una generalización de instrumentos y mercados, en particular los mercados de CDS (*credit default swaps*), propicios a la especulación y a la inestabilidad. La intermediación financiera, como nuevo modelo de negocio de la banca, ha experimentado una tremenda expansión, con un fuerte aumento de los activos financieros de los intermediarios como porcentaje del PIB. Así, en los EEUU el porcentaje era del 50% en 1950, y su desarrollo durante la liberalización los ha llevado a ser del 306% en 2007. En el caso de la Zona Euro, el porcentaje de los activos financieros de los intermediarios era del 277% del PIB en 1995, ascendiendo en 2008 al 507%. Para el caso de España, la evolución ha sido similar, siendo del 218% en 1995 y alcanzando el 430 % en 2008.

Debajo de esta transformaciones existe un “nuevo mundo” financiero, aún poco estudiado en sus rasgos constitutivos, pero muy diferente del mundo financiero anterior a los años ochenta.

El ensayo de Antonio Torrero identifica y describe alguno de sus rasgos, ayudándonos a comprender la mayor inestabilidad del sistema:



1. Está formado por una nueva comunidad difusa de gestores profesionales que actúan por cuenta de instituciones financieras y no financieras.
2. No están en un centro financiero identificable, del tipo de la *City* londinense, sino que operan de forma difusa a través del ciberespacio.
3. Operan con una perspectiva global en todos los mercados de activos (acciones, bonos, mercancías...).
4. Tienen una extraordinaria capacidad de movilizar recursos mediante operaciones de apalancamiento financiero y de productos derivados.
5. Actúan con una perspectiva temporal distinta, que hace que las decisiones sobre movilidad de los recursos financieros sea constante y los ajustes globales.
6. Las motivaciones de esos gestores profesionales que toman las decisiones son distintas a las pautas que siguen los banqueros tradicionales o los organismos internacionales como el FMI; por tanto, tienen intereses distintos y modelos de comportamiento diferentes.

Estos rasgos de los nuevos mercados financieros surgidos en las dos últimas décadas nos ayudan a comprender el cambio que, paralelamente, se ha producido en las relaciones entre poder político y poder financiero. Torrero señala, con acierto, que cuando los bancos internacionales han sido los prestamistas fundamentales, como sucedió con el reciclaje de los petrodólares entre 1973 y 1982, la presencia y presión de los financiadores era identificable y visible. Tanto si los préstamos los realizaba un país o el FMI, sucedía lo mismo: se conocía al acreedor, se sabía con quien negociaba, así como sus exigencias y capacidad de intimidación. Además, cuando el protagonismo se concentra en un centro financiero, como era el caso de la *City*, se identificaba el ámbito de decisión. La opinión de las instituciones que lo conformaban determinaba las posibilidades de obtención de fondos, y sus códigos eran conocidos.

Pero, señala, la situación actual es completamente distinta. No hay un centro financiero identificable geográficamente que asuma el protagonismo, ni tampoco instituciones financieras concretas. Los mercados financieros de los que hablamos están conformados por una comunidad numerosísima de gestores profesionales, los cuales actúan por cuenta de instituciones financieras y no financieras. Y esto ha cambiado por completo las reglas y los códigos de la relación entre deudores y acreedores.

¿Qué se debería hacer para reducir la mayor inestabilidad que traen estos nuevos mercados financieros? ¿Qué tipo de regulación debería introducirse? ¿Existen límites al funcionamiento global de estos mercados? ¿Qué parámetros se deberían establecer para determinar esos límites? ¿Qué autoridades tendrían que imponerlas? ¿Qué es mejor: una gobernanza financiera global o regulaciones y controles nacionales? ¿Cómo vencer las resistencias que se oponen a esa regulación? ¿Cómo combinar regulación prudencial con margen para la inno-

vacación financiera? Los ensayos abordan algunas de estas cuestiones. En el apartado tercero veremos también cómo las medidas y políticas que se están llevando a cabo, tanto a nivel nacional como europeo y global, y dan respuesta a alguna de esas cuestiones.

2.4. Los fallos en el gobierno corporativo, la propensión al riesgo, el apalancamiento y las abusivas retribuciones de los directivos

Entre los muchos diagnósticos sobre las causas de la crisis financiera, hay tres que se mencionan con más frecuencia: la toma de riesgos excesivos por parte de las entidades financieras, en general, y de los bancos, en particular; la tendencia al sobre-apalancamiento y las elevadas retribuciones de los directivos de estas instituciones. Si se acepta este diagnóstico, la cuestión que surge de inmediato es qué es lo que ha fallado en el buen gobierno corporativo de las instituciones financieras que explique esa conducta corporativa.

El ensayo de Vicente Salas reflexiona sobre esta cuestión. Su principal conclusión es que las causas de esos tres comportamientos fue la excesiva, cuando no exclusiva, focalización del buen gobierno en la maximización del beneficio de las empresas o en la maximización del valor de las acciones, olvidando los intereses de otros actores en el comportamiento y resultados de la empresa, como los acreedores, los empleados o los proveedores. El no tomar en consideración ese interés más amplio que el de los accionistas, llevó al gobierno de las instituciones financieras a comportamientos de endeudamiento excesivo y esquemas de retribución de los directivos que, además de ser lesivos para esos otros interesados, ponen en riesgo de quiebra a la propia empresa.

En muchos sectores de la economía, el criterio de maximización del valor económico de las acciones puede ser una buena guía para la toma de decisiones empresariales que estén razonablemente alineadas con el interés general, en la medida en que los intereses de acreedores, proveedores y empleados quedan suficientemente protegidos por los contratos entre ellos y la empresa. Pero ese criterio no es una buena guía para las empresas bancarias. Para Vicente Salas, en este sector el criterio de maximización del valor de las acciones es muy probable que lleve a decisiones que entran en claro conflicto con las que se tomarían en el caso de que se tomaran teniendo en consideración el interés general. Este enfoque le permite descubrir los incentivos a asumir riesgos y al apalancamiento excesivo, que llevan a excesivas retribuciones.

En su trabajo, Salas incorpora un sencillo ejercicio que ilustra cómo la equiparación de buen gobierno con la maximización del valor de las acciones puede llevar a invertir en proyectos que crean valor para los accionistas, pero que al mismo tiempo destruyen valor cuando se tiene en cuenta la riqueza conjunta de accionistas y acreedores. La recomendación es, por tanto,



que el valor económico de la empresa a maximizar se entienda desde la perspectiva de hacer máximo el valor económico de los activos, lo que significa que sólo se deben aceptar proyectos de inversión con valor actual neto (VAN) positivo, calculado a partir de los flujos de caja.

A partir de este enfoque, Vicente Salas recomienda situar el estudio del gobierno corporativo de la empresa bancaria dentro del ámbito de la economía del bienestar; una rama de la economía que aporta instrumentos analíticos y desarrollos operativos que permiten diseños de medidas reguladoras y supervisoras que neutralizan esos malos incentivos que surgen de un gobierno corporativo que toma en cuenta sólo el interés privado de los accionistas y directivos.

Para contrarrestar la tendencia a un excesivo endeudamiento, o la tendencia a seleccionar proyectos de alto riesgo, propone tres tipos de actuaciones:

- 1) Aumentar las exigencias de fondos propios.
- 2) Reforzar la implicación de los titulares de la deuda, distintos de los depositantes, en el control de los riesgos que toman las empresas bancarias; de modo particular, recomienda esta mayor vinculación en el caso de los titulares de los llamados *pasivos híbridos*. Sugiere llevar a cabo esta mayor implicación, por ejemplo, mediante la conversión automática de esos instrumentos híbridos en acciones de la empresa cuando se cumplan determinadas condiciones.
- 3) Revisar el tratamiento fiscal de la financiación a través de deuda para familias y empresas, orientando esas revisiones a lograr la máxima neutralidad posible entre instrumentos que formen parte del capital regulatorio de la empresa.

2.5. Modelos sofisticados de evaluación de riesgo, pero con supuestos simplistas

Es muy frecuente atribuir los errores que han cometido las instituciones financieras en sus decisiones de inversión a los fallos en los mecanismos utilizados para la evaluación del riesgo de esas inversiones. En muchos casos, se han atribuido esos fallos al uso generalizado de modelos matemáticos sofisticados, pero basados en supuestos de comportamiento simplistas y con una base estadística muy corta, con una distribución de la probabilidad que dejaba de lado los sucesos extraordinarios que rara vez ocurren (“riesgos de cola” de la curva de distribución normal de sucesos), pero que cuando se dan tienen un impacto sistémico dramático. Estos eventos improbables pero posibles normalmente tienen más que ver con la incertidumbre (“lo conocido de lo desconocido”) que con los riesgos sobre los que se tiene información estadística adecuada y herramientas para gestionarlos.

Partiendo del hecho de que la crisis actual ha puesto en evidencia las teorías generalmente aceptadas y utilizadas en el sistema financiero para valorar y medir el riesgo de las inversiones financieras, Gumersindo Ruiz y Marta Ruiz abordan esta diferencia entre *riesgo* e *incertidumbre* y analizan los enfoques sobre control del riesgo en instituciones financieras, los diferentes modelos de medición del riesgo, sus fallos y debilidades, y el por qué mercados financieros completamente diferentes y gestionados por gente distinta se conectan y contagian.

En su ensayo surge de nuevo la noción de “fallo”. En este caso, el motivo por el cual las teorías y modelos utilizados para valoración y mediación del riesgo han fallado se debe a que utilizaban de forma excesiva una perspectiva estadística, abstracta, que descuidó el análisis de las características específicas de los mercados y la toma en consideración de la conducta de los agentes que actúan en ellos. A su juicio, se ha puesto mucho énfasis en la diversificación, utilizando la volatilidad estadística como una variable sustitutiva del riesgo, a la vez que se ha utilizado de forma ingenua, basándose en comportamientos históricos. Este enfoque agravó la crisis, en la medida en que esas herramientas de valoración del riesgo llevaron a deshacer posiciones, provocando situaciones de iliquidez en algunos mercados.

En este caso, las lecciones de la crisis pueden resumirse en que hoy existe un amplio acuerdo acerca de la necesidad de un enfoque macroeconómico en la valoración del riesgo y de disponer de herramientas que, por un lado, estabilicen los valores a lo largo del ciclo y, por otro, cubran los sucesos extraordinarios de baja probabilidad (los riesgos de la cola de la curva de distribución normal de riesgos), pero que cuando ocurren, como ha sucedido en esta crisis, tienen efectos sistémicos. Para ello, recomiendan la utilización de una metodología llamada *Risk Dynamics into the Future* (RDF), que integra un enfoque macroeconómico en la valoración del riesgo y permite disponer de herramientas de medición que estabilizan las valoraciones de los activos a lo largo del ciclo, así como la cobertura de los sucesos extraordinarios, conocidos como riesgos de cola de la curva de distribución normal.

2.6. Algo falló también en el razonamiento económico

Entre los destrozos que trae esta crisis, los que han tenido lugar en algunos ámbitos de la teoría económica han sido considerables. Las teorías económicas son las historias que utilizan los economistas para explicar cómo se comportan los actores económicos y cómo funciona la economía. Algunas de estas historias o teorías, dominantes entre la comunidad académica, han quedado muy tocadas por el hecho de haber impedido a los economistas ver lo que estaba ocurriendo y los gravísimos peligros que acechaban.

Y aun se les puede hacer un cargo más grave: esas teorías económicas han ofrecido la falsa seguridad de un futuro estable, en el que la pura razón por fin estaba al mando de la economía. Esta falsa seguridad contribuyó a desarmar a gobiernos y agentes económicos



y a eliminar las cautelas y elementos prudenciales frente a los riesgos. Y, lo que fue aún peor, como acabamos de ver, frente a la incertidumbre. Todo esto constituyó uno de los ingredientes del cóctel letal que condujo al desastre. La teoría económica estaría, por tanto, ante su propio *fallo sistémico*.

El ensayo de Xosé Carlos Arias, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Vigo, analiza este fallo sistémico del pensamiento macroeconómico y su contribución a los demás fallos que acabamos de analizar. A la vez, hace un relato interesante de numerosa literatura crítica que ha surgido en los dos últimos años del propio seno de la comunidad académica.

A su juicio, en el centro de ese fallo del razonamiento económico se sitúan la teoría de las expectativas racionales y la teoría de la eficiencia de los mercados, sostenida la primera desde el campo de la teoría macroeconómica y la segunda desde la economía financiera y de la empresa. Estudia con detalle y asequible para no expertos de los fundamentos de esas dos hipótesis y sus debilidades.

Si el razonamiento económico vinculado a la hipótesis de las expectativas racionales y a la de los mercados eficientes falló en explicar cómo funcionan los mercados y fue incapaz de ver la llegada de la crisis, Arias se pregunta si ahora la crisis provocará un proceso de *destrucción creativa* en la teoría económica o, por el contrario, si el cuestionamiento de esos supuestos teóricos será un espejismo que desaparecerá en cuanto las economías vuelvan a enfocar la senda de la recuperación. No se pronuncia de forma concluyente. Por un lado, ve razones para el escepticismo; pero, por otro, también identifica argumentos para la esperanza en ese cambio. En cualquier caso, señala que las ideas económicas son influyentes en la política, tanto cuando son acertadas como cuando son erróneas, como ha ocurrido en este caso.

2.7. Las crisis financieras: ¿cíclicas, provocadas o inevitables?

Si analizamos esta crisis desde una perspectiva comparada, ¿es diferente de las anteriores que hemos vivido en el siglo pasado? Ésta es la perspectiva que adopta Carles Sudrià en su ensayo. A su juicio, el estallido de esta crisis no muestra ninguna peculiaridad sustantiva respecto de lo analizado por los historiadores económicos a partir de las crisis financieras ocurridas desde mediados del siglo XIX. De ahí que, parafraseando el irónico título de la reciente obra de Carmen Reinhard y Kenneth Rogoff (2009), señale que *this time is (not) different*.

En su trabajo repasa la dinámica de las crisis financieras a la luz de lo que enseña la historia. Señala el carácter intrínsecamente imperfecto de los mercados financieros, en los que se dan simultáneamente, como ya se decía en el texto de Xavier Vives desde una aproximación teórica, todas las imperfecciones o fallos de mercado que estudia la teoría económica. Imperfecciones que explican, entre otras cosas, el fenómeno de contagio característico de todas

las crisis financieras. De ahí que señale la sorpresa que le produce la deriva desreguladora adoptada por distintas administraciones estadounidenses desde mediados de los ochenta y también por los demás países occidentales.

A pesar de esa conclusión, el estudio de las crisis bancarias en la historia no ha llevado a la unanimidad en la identificación de las causas. Permanecen distintas aproximaciones. Sudrià repasa en su ensayo las más relevantes:

- a) La visión clásica de **Charles Kindleberger** y **Hyman Minsky** y otros, todavía muy influyente, que sitúa las crisis bancarias como parte del ciclo económico. Esta interpretación de la crisis asume la hipótesis de inestabilidad intrínseca de los mercados financieros, y en ella coinciden un número considerable de autores actuales.
- b) La visión de **Milton Friedman** y **Anne Schwartz**, que encuentra las causas de las crisis bancarias en errores de gestión de la política monetaria y relativiza los ciclos de la economía real y los posibles fallos del mercado.
- c) Otros enfoques que ven las crisis como algo inevitable.

Las conclusiones que extrae sobre la dinámica de los mercados financieros son, a su juicio, inequívocas: éstos tienen ciertas peculiaridades que exigen una regulación amplia por parte del Estado. Defiende que la regulación no puede limitarse a asegurar un mayor flujo de información, sino que debe proporcionar a las autoridades instrumentos suficientes para poder luchar contra los efectos de una crisis concreta. En este sentido, considera que tiene lógica plantearse la aplicación de controles sobre los tipos de operaciones practicadas y de productos financieros ofrecidos al mercado, así como la posibilidad de limitar el tamaño máximo de las entidades para evitar que una dimensión excesiva haga imposible la reacción eficaz de los reguladores ante la crisis de alguno de esos bancos.

2.8. Siete pecados económicos capitales que están detrás de la crisis de 2008

¿Cómo explicar esta crisis que, por inesperada, parece caída del cielo? Los artículos recogidos en este número permiten ensayar respuestas esa pregunta. Las formularé en forma de siete falsas creencias; a saber:



1. La creencia de que los ciclos económicos eran cosa del pasado

Coincidiendo con la larga etapa de crecimiento y estabilidad de precios que siguió a la recesión de 1992, en los ambientes académicos y entre los *policy makers* se difundió la creencia de que los ciclos económicos eran cosa del pasado y que la profesión sabía ya cómo manejar la política macroeconómica para evitar las recesiones. Desde el ámbito académico, fue el Premio Nobel de Economía Robert Lucas quien expresó con mayor rotundidad la convicción de que los ciclos eran cosa del pasado. Entre los *policy-makers* esa misma creencia fue sostenida, entre otros, por Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos a lo largo de esta etapa, y persona de gran influencia en el mundo de los negocios y en la opinión pública.

Esa creencia en el fin de los ciclos económicos fue contemporánea a la idea de “fin de la historia” expresada por Francis Fukuyama, profesor de Ciencia Política de la Universidad de Harvard, y su aparición en el debate público coincidió con la caída del Muro de Berlín a finales de los ochenta y la desaparición de la URSS a principios de los noventa. Estos dos cambios políticos de ámbito global tuvieron una influencia decisiva en la creación de un clima político, social y cultural, basado en la sensación de estar asistiendo a un cambio decisivo en la historia de la humanidad, en el que la desaparición del socialismo dejaba al capitalismo liberal occidental como la única forma de organización de la economía y la sociedad. El capitalismo había triunfado de forma definitiva sobre su rival socialista y podría reinar eternamente.

Ese sentimiento de estar viviendo una nueva época se vio fortalecido por otros cambios políticos globales y tecnológicos que tuvieron lugar en esas mismas fechas. Por un lado, las nuevas tecnologías relacionadas con la informática, las telecomunicaciones y los transportes fueron determinantes para que tuviese lugar esa globalización de los mercados de bienes, capitales y personas; globalización que significaba la primera mundialización efectiva de la humanidad. Por otro, la apertura de China y su integración en la economía internacional venía a confirmar, con una fuerza emocional enorme, esa convicción de cambio histórico.

La innovación tecnológica y la globalización de los mercados impulsaron la productividad y el crecimiento económico prácticamente a escala internacional. A la vez, la competencia global de los mercados de trabajo llevó consigo una presión a la baja de los salarios en los países desarrollados. El resultado fue una etapa de crecimiento sin inflación (excepto la de los activos sometidos a especulación, que no contaban mucho en el cálculo de la inflación general de precios).

Cuando a finales de los noventa la explosión de la burbuja de las *punto com* amenazó con una fuerte crisis, una política monetaria y fiscal laxa logró superar ese evento sin prácticamente ninguna recesión. Se fue, así, creando una percepción de que se abría una nueva época histórica y que los bancos centrales y los gobiernos sabían ya como gobernar la economía para evitar los ciclos económicos. Estábamos ante un tiempo nuevo en la historia de la humanidad.

El reciente trabajo de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff ha puesto de manifiesto de forma convincente y brillante que esta percepción de vivir un tiempo nuevo está en el origen de la mayor parte de las burbujas especulativas de activos que ha habido a lo largo de los últimos siglos. Su propio título, *This time is Different*, es ilustrativo de esa idea². La percepción de estar viviendo en una época nueva tiene un poderoso efecto en la pérdida de importancia del pasado como experiencia relevante, así como en la creación de un clima de confianza desmedida. Este sentimiento de confianza está en el origen y desarrollo de todas las burbujas especulativas. En esas situaciones, las personas tienden a creer que la experiencia del pasado ya no vale. De ahí que la creencia en el fin de los ciclos haya impedido ver lo que se estaba gestando en la economía y anticipar la crisis.

Sin embargo, la crisis de 2008, con la Gran Recesión a la que dio inicio, ha dinamitado esa falsa creencia, y ha hecho que los ciclos económicos hayan vuelto al horizonte de los economistas y de los *policy-makers*.

2. La creencia en la eficiencia de los mercados desregulados

La creencia en el fin de los ciclos se vio favorecida, a su vez, por un clima intelectual en el seno de la economía financiera y de la empresa en el que dominaba la creencia en la teoría de los mercados eficientes; es decir, en que los mercados tienen capacidad por sí mismos para estabilizar la economía, sin necesidad de intervención estabilizadora de los gobiernos. Esa creencia está basada en la idea que los precios que se forman en los mercados contienen toda la información relevante para que los agentes económicos tomen decisiones racionales. Si se aceptan de forma acrítica esos supuestos de eficiencia de los mercados y racionalidad de los agentes, entonces se tiende a creer que, por muy elevados que sean los precios de algunos activos, como sucedió con los inmobiliarios, no indican la existencia de burbuja.

Esa idea de la eficiencia de los mercados fue más un principio filosófico que una teoría sustentada en un buen análisis económico. Pero ésta era la nueva economía financiera que se explicaba en las más influyentes universidades y escuelas de negocios. Y tuvo una influencia determinante en la miopía de los reguladores y supervisores, que les llevó a no tomar en cuenta algunas señales, como el extraordinario creciente del crédito que estaba ocurriendo en todas las economías.

La explosión de la burbuja crediticia y de la burbuja inmobiliaria ha puesto fin a esta falsa creencia en la eficiencia de los mercados.

² Reinhart y Rogoff (2009).



3. La creencia en que las grandes corporaciones tienen capacidad de autocontrol para impedir las prácticas abusivas de sus directivos

La economía financiera y la teoría de la empresa que se explicaba en las más prestigiosas escuelas de negocios sostenía que las grandes corporaciones tienen un capital reputacional interno que, unido al control externo de las empresas de auditoría y consultoría y de las agencias de *rating*, hace que sean imposibles las prácticas abusivas y dolosas de sus directivos y accionistas, en perjuicio de los demás interesados en la buena marcha de la empresa (acreedores, empleados, clientes, sociedad). Quizá una de las mayores sorpresas que surge de esta crisis es la evidencia de que ésa es una falsa creencia, cuyo impacto ahora sobre la confianza en las empresas y mercados es dramática.

Hoy es evidente que ni los mercados, ni las instituciones de control externo ni el autocontrol interno pueden controlar milagrosamente el comportamiento oportunista y fraudulento de los directivos. Como ha señalado Daren Acemoglu, la razón se debe a que el control interno lo hacen individuos dentro de una estructura jerárquica, y el hecho de que formen parte de grandes corporaciones no les da mayor capacidad efectiva de control³. La reputación controladora requiere que los fallos sean severamente castigados, y eso es difícil que ocurra dentro de las organizaciones jerárquicas.

4. La creencia de que las altas retribuciones de los directivos responden productividad

De entre los factores que están detrás de esta crisis, hay uno que concita el rechazo y la denuncia unánime: son las elevadísimas retribuciones que han recibido los ejecutivos y directivos de bancos y grandes corporaciones empresariales que han quebrado o han necesitado la ayuda pública.

¿A qué responden estas elevadas retribuciones? La teoría de la empresa ha sostenido que es el precio de la escasez de buenos directivos. Pero Lucien Bebchuk y Jesse Fried, quizá los que mejor han estudiado este tema, han mostrado que esa hipótesis no tiene evidencia empírica⁴. Se suponía que los esquemas de retribuciones a los directivos basados en *bonus* y opciones sobre acciones en función de los resultados eran un buen mecanismo de incentivos salariales para estimular conductas financieras eficientes y alinearlas con los intereses de los accionistas. Pero la experiencia de esta crisis ha demostrado que hay un conflicto entre incentivos a corto plazo y conducta ética en los negocios. Y cuanto más alto es el incentivo, más coste de oportunidad tiene la conducta ética.

³ Acemoglu (2008).

⁴ Bebchuk y Fried (2004).

No es fácil que cambien este tipo de conductas sólo con mecanismos internos. Bebhuk y Fried sugieren que, mientras no se eleve el “límite de indignación” social contra estas prácticas, será difícil que cambien las cosas en este terreno. Es decir, mientras no haya un control externo, a través de la acción de instituciones sociales como la prensa, mecanismos de opinión pública u organizaciones sociales como los sindicatos, no es previsible que veamos cambios.

5. La creencia de que sólo con controlar la inflación es suficiente para mantener la estabilidad

La experiencia de otras burbujas pone de manifiesto que la especulación que las fomenta sigue presente mientras haya crédito que las alimente. Si es así, ¿por qué las autoridades monetarias no cortaron el flujo de crédito que funcionaba como combustible de la burbuja de activos inmobiliarios?

Además de algunos factores ya mencionados, aquí funcionó la creencia de que sólo con vigilar la inflación era suficiente para mantener la estabilidad de las economías. El hecho de que no aparecieran tensiones inflacionistas significativas a pesar del espectacular crecimiento del crédito, llevó a las autoridades monetarias a pensar que esa expansión del crédito respondía a los fundamentos del mercado y no era inflacionista. Esa creencia llevó a mantener una política monetaria laxa a pesar de la fuerte expansión del crédito que se estaba produciendo.

30

¿Por qué durante estos años se rompió la vieja y conocida relación entre expansión monetaria e inflación? La explicación que dieron las autoridades monetarias a esa ausencia de tensiones inflacionistas a pesar de la expansión monetaria fue que la liberalización de los mercados y la globalización lograban aumentos de la productividad que mantenían la inflación controlada. Dado que no aparecían tensiones inflacionistas significativas en el índice general de precios al consumo, las autoridades no se preocuparon por el crecimiento extraordinario del crédito. De ahí también que, hasta el momento mismo de su explosión, las autoridades monetarias negasen que hubiese una burbuja especulativa de activos. El hecho real fue, sin embargo, que los precios de los activos inmobiliarios estaban experimentando una fuerte especulación, como la crisis se encargó de poner de manifiesto.



6. La creencia de que *más* globalización es siempre *mejor* globalización

La crisis de 2008 nos enseña también que no hay mecanismos institucionales para responder a una crisis financiera global con medidas de política económica también global. Pero sería un error, a mi juicio, querer responder a esta falta de un “gobierno global” de los mercados creando nuevos reguladores globales. Refiriéndose a este intento, Dani Rodrik ha recordado que *más* globalización no es necesariamente *mejor* globalización⁵.

Según Rodrik, un escenario más adecuado para gestionar la economía en el futuro sería una globalización, que sin poner en cuestión la globalización *per se*, busque un mejor equilibrio entre la integración global de los mercados y la capacidad de los gobiernos nacionales para elegir el *mix* de seguridad e innovación más adecuado con las preferencias políticas de cada país. El ejemplo de EEUU y Canadá, países vecinos con muchas rasgos comunes, pero con diferentes combinaciones de riesgo y seguridad en su regulación financiera, muestra la conveniencia de dejar margen para las regulaciones prudenciales nacionales.

En el apartado tercero volveremos sobre esta importante cuestión.

7. La creencia de que los desequilibrios globales pueden mantenerse indefinidamente

La crisis de 2008 nos sirve también para comprobar la falacia de creer que los grandes desequilibrios macroeconómicos globales se pueden mantener indefinidamente sin provocar graves problemas para las economías. En esta ocasión el desequilibrio comercial, con su correspondiente contrapartida financiera, entre EEUU y China ha sido una de las fuentes de alimentación de la burbuja de crédito.

El modelo chino de crecimiento, basado en la exportación masiva y en la austeridad en el consumo interno, ha generado un exceso de ahorro que ha salido a la búsqueda de altos rendimientos, generando unos flujos de elevada liquidez en los mercados financieros internacionales, en particular en los Estados Unidos. Esta liquidez (junto a la originada en Alemania con mecanismos similares) ha sido un fuerte estímulo para el desarrollo de innovación en productos financieros complejos y, en muchos casos, fraudulentos, que han llevado a la crisis.

En todo caso, de todas estas falsas creencias no culpen a la Economía, que es una ciencia práctica y humilde; culpen en todo caso a los economistas que las han sostenido.

⁵ Rodrik (2009).

3. Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios

Las explicaciones económicas de la crisis que acabamos de ver son, a mi juicio, adecuadas; pero insuficientes para comprender toda la complejidad de las causas y consecuencias de la crisis. Hemos de ir más allá de la Economía. Pero, ¿qué pueden añadir otras aproximaciones distintas de la de los economistas a la comprensión de la crisis actual? En mi opinión, nos pueden permitir ver otras dimensiones de las causas de la crisis y, muy especialmente, identificar los problemas de largo plazo que ésta va a dejar y que van a vivir con nosotros largo tiempo. Sirve, en definitiva, para: a) entender mejor la naturaleza de los fallos que se han producido, y que hemos estudiado en el apartado anterior; y b) diseñar mejores soluciones para una salida eficiente pero también equitativa a la crisis, evitando un mal reparto de costes y beneficios.

Cruzar las fronteras de la Economía exige entrar en el análisis de las motivaciones humanas desde una perspectiva plural (política, filosófica, sociológica y cultural). Estas variables escapan al análisis económico tradicional. Sin embargo, son cruciales para comprender las conductas de la ciudadanía. Y, por tanto, para una adecuada gestión de la crisis, tanto para la gestión a corto plazo de la recesión y la recuperación de la economía, como para la de los problemas de largo plazo, relacionados con la reconstrucción de alguna suerte de bien común; es decir, del interés general.

Damos también importancia a las percepciones ciudadanas, tanto sobre las causas de la crisis como sus efectos. Su importancia para una buena gestión de la crisis se pone de manifiesto si tenemos en cuenta que, como afirma el *Teorema de Thomas*, lo que las personas perciben como real, es real en sus consecuencias (*if men define situations as real, they are real in their consequences*⁶). Por lo tanto, las percepciones importan.

¿De dónde saca la opinión pública la información que alimenta esas percepciones? Fundamentalmente de los medios de comunicación. De ahí la importancia de estudiar el comportamiento de los medios en esta crisis y, en particular, de la prensa escrita, un instrumento básico de la democracia. Comprender la crisis económica exige analizar las relaciones entre la crisis económica, la política y la comunicación pública. ¿Cuánto hay de política del gobierno, o de la oposición, en la percepción que tienen los ciudadanos de la crisis? ¿Qué habría ocurrido, por ejemplo, si la comunicación pública del anterior Gobierno griego hubiera sido correcta?

Es evidente que las explicaciones económicas dejan muchos espacios en blanco y que hay que dar “voz” a otro tipo de aproximaciones. Traspasar las fronteras de la disciplina de la Economía para ir hacia la Filosofía Política, la Ética, la Sociología, la Psicología, la Antropología Cultural y el periodismo. Eso es lo que hemos hecho en este *Mediterráneo Económico*.

⁶ Thomas y Thomas (1928).



Este apartado recoge seis colaboraciones que analizan la crisis desde una perspectiva diferente a la de la Economía. Antonio Argandoña, profesor de Economía en el IESE, lo hace desde una perspectiva de la ética de los negocios y del *management* corporativo. Adela Cortina, catedrática de Filosofía en la Universidad de Valencia, lo hace desde la perspectiva de la Ética aplicada al comportamiento empresarial. Josep Ramoneda, filósofo, ensayista, analista político y director del Centro de Cultura Contemporánea de Barcelona (CCCB), desde la Filosofía Política. Rafael Argullol, escritor y profesor de la Univesitat Pompeu Fabra, desde el análisis cultural. Por su parte, Fermín Bouza, catedrático de Sociología de la Universidad Complutense, analiza los impactos de la crisis en las percepciones de los ciudadanos. Finalmente, Lluís Bassets, periodista y analista político, analiza la crisis desde la perspectiva de los medios de comunicación.

3.1. Una crisis de ética de los negocios y de cultura corporativa irresponsable

Para la totalidad de los autores de las colaboraciones que se incluyen en este apartado, la crisis de 2008 tiene causas más profundas que los fallos (de los mercados, de la regulación y de las políticas) que mencionan los economistas, y que hemos analizado en el apartado anterior. Sus análisis ponen de relieve la importancia que la falta de ética y una inadecuada cultura corporativa han tenido en las conductas de todos los agentes, en particular, de los que actúan en el sistema financiero.

Para Antonio Argandoña, esta crisis no es, en principio, distinta de las crisis financieras anteriores. Responde al patrón tradicional, en la medida en que emerge de una burbuja especulativa. Tampoco su dimensión ética es novedosa. De hecho, señala, en todas las crisis financieras encontramos comportamientos de codicia, engaño, imprudencia, arrogancia, fraude, conflicto de intereses, incentivos perversos y otro tipo de conductas vinculadas a problemas de ética. Su tesis central es que en este caso nos encontramos ante una crisis ética que se manifiesta en un crisis de dirección (*management*) de las grandes corporaciones: fallaron las conductas de las personas que estaban al frente de organizaciones tan variadas como bancos, *hedge funds*, *monolines*, agencias de *rating*, organismos supervisores, bancos centrales, gobiernos y universidades.

A su juicio, esa crisis de ética se deriva del hecho de haber focalizado la dirección de las organizaciones en un solo objetivo: la cuenta de explotación a corto plazo, el aumento de valor del activo. Se olvidó que dirigir es conseguir resultados en otros frentes muy diversos, que tienen en cuenta el interés de terceros; es decir, un interés general. Este enfoque coincide con el que hace Vicente Salas, al que nos hemos referido ya en el apartado anterior al hablar de los fallos del buen gobierno corporativo.

A la hora de buscar la causa de esas conductas corporativas no éticas, la encuentra en los modelos teóricos del *management* empresarial. Los fundamentos antropológicos y éticos de esos modelos eran incorrectos. Se trataba de modelos construidos a partir de supuestos incompletos o erróneos, que llevaron a planteamientos equivocados de gestión, de sistemas

de incentivos, de control e información interna, de los sistemas contables, de la selección, formación y remuneración del capital humano y de la cultura misma de las organizaciones. Se generó así una cultura de irresponsabilidad de la que sólo cabía esperar la proliferación de conductas desacertadas.

No fue un problema de codicia en sí misma, entendida como el impulso hacia la simple búsqueda de beneficios, sino de la codicia entendida como perversión del derecho legítimo al lucro. Pero, si la humanidad sufre este vicio desde hace siglos, ¿por qué ahora se ha llegado a estas cotas? La respuesta de Argandoña es que hubo un cambio en los años recientes respecto al pasado:

- 1) Se crearon condiciones (tipo de interés bajos, abundancia de liquidez, rápido crecimiento de los precios activos, innovaciones financieras) que al favorecer la especulación y el apalancamiento han permitido que los beneficios obtenidos sean mucho mayores.
- 2) Se ha generado un clima de “codicia inducida” en el conjunto de la sociedad, un clima general que ha alentado y premiado a los que tienen éxito en esas conductas codiciosas (*greed is good*; la codicia es buena, se decía), dificultando comportarse de otro modo.
- 3) Han fallado algunos mecanismos de regulación y control; pero Argandoña no considera que éste sea sólo un fallo técnico, en la medida en que esos mecanismos de regulación y control los elaboran y los manejan las personas y, por tanto, son también decisiones con una dimensión ética.

Se propició, de esta manera, el riesgo moral, especialmente dentro de las instituciones financieras. Y eso desembocó en situaciones de injusticia, tanto de injusticia conmutativa (cuando los efectos de la codicia inciden en otras personas mediante mecanismos perversos de ocultación de información, publicidad engañosa, multiplicación de operaciones innecesarias para generar comisiones mayores, recomendaciones manipuladas sobre valores, imprudencia, inexperiencia y negligencia profesional, minusvaloración del riesgo, etc.). Y también situaciones de injusticia distributiva, relacionadas con el reparto de costes y beneficios en la sociedad.

¿Hubiese la ética evitado la crisis? Por sí sola probablemente no, pero podría haberla hecho menos probable y, en todo caso, menos violenta. Pero Argandoña no predica una ética abstracta, sino una ética incorporada a los objetivos, estructuras y culturas de las organizaciones y, por tanto, en las decisiones de sus directivos y empleados. La crisis y sus consecuencias habrían sido distintas, afirma, si un número elevado de agentes hubiese actuado con esa responsabilidad ética. Pero, concluye, otra cosa es que este supuesto sea realista, a la vista de la historia de la finanzas. Queda, por tanto, un poso de escepticismo: la ética en los negocios sería conveniente, pero no sabemos como inducirla de forma efectiva.



En la misma línea de argumentación, pero con cierto mayor optimismo respecto de la posibilidad de inducir comportamientos éticos en el mundo de los negocios, se sitúa Adela Cortina. Defiende que, de la misma manera que se hace una lectura económica de la crisis, también puede hacerse una lectura ética. Y señala que esa lectura ética tiene capacidad para formular sugerencias que pueden ayudar a buscar una salida justa a la situación y a evitar, o reducir, la probabilidad de que vuelvan a darse los comportamientos no éticos que han llevado a esta situación.

Aunque a su juicio no hay nada nuevo bajo el sol, lo que estamos viendo en esta crisis no es sólo una cuestión de ciclos, como sugiere con frecuencia la perspectiva del economista. Su punto de partida es el reconocimiento de que lo que la causa de la crisis es una crisis generalizada de confianza, que a la postre es el principal “recurso natural” con el que cuentan las empresas y la economía de mercado en general.

¿De dónde ha surgido esa pérdida de confianza? De la no toma en consideración de intereses más amplios que los de los accionistas y directivos. Por lo tanto, vemos la coincidencia con Vicente Salas y Antonio Argandoña. Pero la ética de la empresa no es una ética del desinterés. Al contrario, el afán de lucro es una motivación básica, como lo es el mecanismo del mercado. Pero para ella la ética de la empresa sí es una ética del interés universalizable, es decir, del interés de todos los afectados por su actividad. Es el modelo de empresa propuesto por Freeman en 1983, que toma en consideración todos los intereses que todos los actores interesados en la buena marcha de la (*stakeholders*). Este enfoque de la empresa da vida a la perspectiva ética de la empresa, convirtiéndola en el núcleo de la Responsabilidad Social Empresarial: una empresa responsable ha de tener en cuenta las expectativas legítimas de todos los afectados por su actividad y asumir la responsabilidad de sus acciones. Ese es el pivote fundamental de la estructura moral, tanto de las personas como de las organizaciones y la única forma de generar confianza y reputación corporativa. Ética como cultura de la responsabilidad, en el sentido de hacerse responsable de las consecuencias de los actos. Y eso es, a su juicio, lo que no ha sucedido en esta crisis, donde lo que hay detrás es una verdadera cultura de irresponsabilidad.

¿Cómo explicar esta cultura de irresponsabilidad corporativa? Sin duda, han fallado, como hemos visto ya de forma reiterada, los mecanismos de regulación y de supervisión que dan soporte a la confianza de la gente en las instituciones financieras y empresariales. Pero Cortina apunta en un sentido más profundo, de mayor exigencia ética: ha fallado la profesionalidad de la mayor parte de los actores del sistema financiero y de las grandes corporaciones empresariales.

Para explicar esta conducta, hace una distinción entre “profesionales” y “técnicos”. Los primeros, además de estar motivados por los incentivos económicos, también lo están por un conjunto de valores vinculados a la responsabilidad profesional. Los segundos, sólo

están movido por los incentivos económicos particulares. Señala el asombro que le produce el observar que quienes desencadenaron la crisis eran personas con MBA (Master en Administración de Empresas) obtenidos en las más reputadas universidades y escuelas de negocios de excelencia. Se pregunta: ¿qué formación estamos dando a nuestras elites empresariales? Su conclusión es que no está orientada a la formación de profesionales, sino de técnicos movidos únicamente por la codicia.

Esa formación de las elites económicas ha propiciado un “modelo de vida” y una “cultura empresarial” desprovista de horizonte ético. Una cultura empresarial que ha fomentado dos tipos de comportamientos lesivos para las empresas. Por un lado, conductas imprudentes, irresponsables y fraudulentas, basadas en una infravaloración del riesgo a sabiendas que si las cosas van mal, el coste no recaerá sobre ellos (*riesgo moral*). Por otro, propicia la “maldición del cortoplacismo”, un comportamiento orientado a la maximización de los beneficios a corto plazo, desentendiéndose de la sostenibilidad de la empresa a largo plazo.

3.2. La *hybris* del “nuevo héroe” económico de nuestro tiempo

Los dos ensayos siguientes profundizan en las causas de la generalización de esta cultura de irresponsabilidad y la mutilación del horizonte ético de los individuos y organizaciones empresariales. Pero lo hacen de forma más radical, vinculando esa cultura empresarial con las mutaciones que se produjeron en el capitalismo a partir de los años ochenta.

36

En un ensayo sintético y certero, y desde una perspectiva de Antropología Cultural, Rafael Argullol identifica al “protagonista espiritual de la Crisis” con un “nuevo rico” desacomplejado y amnésico que, a gran escala, habitaba en los *penthouses* de Wall Street, pero que, a su juicio se ha incrustado también en la conciencia de la mayoría: el *especulador*. Éste es, a su juicio, el “héroe de nuestro tiempo”. Un protagonista que ha sido educado en la idea de que la vida es posesión, y que nunca ha escuchado conceptos alternativos, y para el que la noción de autocontención es una antigualla de las épocas de la Europa deprimida, postbélica y pretecnológica. Un protagonista, en definitiva, que ha exacerbado la inclinación depredadora del hombre, y para el que la vida es para saquearla lo más rápido posible.

Estaríamos, por tanto, en una reedición de aquella *hybris* que ya los antiguos griegos identificaron como la principal fuente de destrucción del individuo y de la libertad colectiva. Una desmesura que por falta de cualquier capacidad de contención se ha desplegado de forma arrolladora, y que no afecta sólo a unos cuantos individuos, sino que ha imbuido toda la sociedad.

¿Cómo se ha llegado a esta *hybris moderna*? Varios fenómenos prepararon, a su juicio, el camino. Pero por encima de todos, apunta al hundimiento catastrófico y criminal en el siglo pasado de las utopías inacabadas de las centurias anteriores. Paradójicamente, la caída del



comunismo ha arrastrado, en un efecto simétrico, a la caída del capitalismo enraizado en la moral protestante, que era un elemento de contención. Desde esta perspectiva, el horizonte ético de principios del siglo XXI aparece doblemente mutilado, tanto a la izquierda como a la derecha.

Es esa mutilación la que ha traído esta desmesura moderna. La consecuencia de más calado ha sido la multiplicación del ánimo depredador, convertido no ya en “instinto” sino en “derecho” del ser humano, frente al cual ningún poder puede poner contención. En este punto, Argullol coincide con Adela Cortina en la importancia de la educación de las elites. A su juicio, la pérdida del aliento de la cultura del humanismo ilustrado en la formación de las elites coincide plenamente con el dominio de esa *hybris moderna*. Sería el fruto de una siembra espiritual en la que “nuestros cachorros” del capitalismo han sido educados en una dirección antiilustrada, amoral, pragmática por una sociedad que ha hecho suyo el derecho de “saqueo” de la vida por encima de cualquier otro objetivo con algún horizonte ético. De ahí que concluya que no es posible separar la genealogía de la Crisis de la instalación entre nosotros de es *hybris moderna*, de esa desmesura en los comportamientos financieros y corporativos.

3.3. La *hybris* del dinero y la pérdida de la “noción de límite” con el paso del capitalismo industrial al capitalismo financiero

El ensayo de Josep Ramoneda introduce un nuevo rasgo del perfil psicológico de ese “nuevo héroe” económico de nuestro tiempo del que habla Argullol. Es la “pérdida de la noción de límite”. Aunque ya había operado en el siglo pasado en el campo de la política, se introdujo en la economía en la primera década de este siglo, provocando que las conductas financieras y económicas rompiesen con el principio de ética mínima, consistente en tener en cuenta que “no todo vale”.

A partir de esa pérdida de la noción de límite se desencadenó una pulsión nihilista que tuvo dos efectos. Por un lado, significó el fin de los valores en economía, de cualquier dimensión ética de las acciones económicas. Por otro, puso en marcha una pulsión destructiva, encarnada, a juicio de Ramoneda, en la forma de actuar de los *hedge funds*, o los consultores.

¿Dónde encuentra su razón de ser esa pulsión nihilista? Para Ramoneda su causa original está también, como en el caso del análisis de Argullol, en las mutaciones que tuvieron lugar en el capitalismo en los años setenta y ochenta. La combinación de cambios tecnológicos y cambios económicos y financieros dio lugar, a su juicio, a un cambio de hegemonía dentro del capitalismo: el capitalismo industrial, vinculado a la fábrica y a un espacio geográfico concreto, cedió su hegemonía a un nuevo capitalismo financiero que parece gozar de ese atributo divino que es el don de la ubicuidad; un análisis que nos recuerda el que hemos visto que hace Antonio Torrero al hablar de los nuevos mercados financieros surgidos en esos años. Ese cambio dentro del capitalismo trajo también un cambio en la ética de los negocios: de la ética capitalismo industrial, en muchos casos patriarcal, se pasó a un nuevo capitalismo financiero sin ética.

Simultáneamente, Ramoneda señala que se produjo un cambio importante en las ideas económicas. Coincide en este argumento con el que maneja Xosé Carlos Arias al hablar del fallo sistémico del pensamiento económico. Para Ramoneda, se introdujo la idea de que hay alguna cosa natural y universal en el mercado moderno que le permite independizarse del resto del sistema social, funcionar por su cuenta sin estar sujeto a ningún otro principio moral. Se olvidó, de esa forma, de que los mercados son construcciones humanas, con los riesgos que conlleva ese olvido. Uno de ellos, coincidiendo en esto con Argullol y Adela Cortina, fue la marginación de la cultura humanística como guía de la acción humana. El neoliberalismo, como cultura del nuevo capitalismo financiero, con su acento exagerado en la noción de competitividad, asimila el individuo con una empresa orientada únicamente a los resultados. Los riesgos de esta orientación están a la vista. Una salida equivocada a la crisis puede acentuarlos.

3.4. El riesgo de una salida en falso de la crisis: el totalitarismo blando

¿Cuáles fueron las consecuencias políticas y sociales de ese nuevo capitalismo financiero y de esa nueva cultura nihilista? Para Ramoneda, el camino del nihilismo pasa siempre por la debilitación del poder político, la destrucción de la democracia, el totalitarismo de la indiferencia, la sociedad sin alma y el reino del dinero. Un nuevo despotismo asiático, cuyo manifestación en China es para Ramoneda el ejemplo insólito de esta transformación.

Paralelamente a ese ascenso de la hegemonía de los mercados financieros, se produjo una pérdida de autonomía y de influencia del poder de la política. Para Ramoneda, esta crisis ha permitido muchos avances hacia el desprestigio del “interés general” y del desplazamiento del poder de la política por un dios menor, los mercados financieros. La hegemonía de la cultura neoliberal ha fragilizado el poder político, debilitado la cultura democrática, fragmentado las clases populares, debilitado instituciones sociales que sirven de control social del poder económico, como los sindicatos o los medios de comunicación.

A la vez, el proceso de globalización ha puesto en cuestión la condición humana y ha engullido instituciones y culturas precedentes, como ha ocurrido en anteriores globalizaciones. Ésta es la primera crisis de la mundialización de la economía, y trae una amenaza de fractura irreversible de la humanidad. Ello es así porque, sobrepasados ciertos ritmos, la misma idea de sociedad humana puede romperse, emergiendo entonces una sociedad fragmentada que trae consigo un gran problema: la cuestión del “reconocimiento”; es decir, de la negación del reconocimiento como iguales a una serie de individuos o grupos sociales, como los inmigrantes, los “sin papeles”, los ilegales o el analfabeto productivo.



¿Cuál es la salida? ¿Qué veremos después de la crisis? ¿Vamos a seguir por el camino del nihilismo o la crisis puede ser la posibilidad de volver a emprender el camino de los límites y del reconocimiento del individuo y del respeto al otro? O se construyen fórmulas de gobernabilidad capaces de poner límites al poder financiero, sobre la base de la reivindicación de la autonomía de la política y la defensa activa de la democracia, o iremos hacia un “totalitarismo blando”. Para Ramoneda, de momento, es la segunda vía la que se está imponiendo.

3.5. Efectos políticos del paro: desafección y debilidad de la democracia

En su ensayo sobre las percepciones y las agendas de la ciudadanía, Fermín Bouza expone los efectos de la crisis sobre la desafección política y la debilitación de las instituciones democráticas que pronostica Ramoneda. En su análisis, las dos variables que reciben el impacto de la crisis y que determinan las percepciones, cogniciones, actitudes, perspectivas de futuro y la conducta social y política de los ciudadanos son el “paro” y los “problemas económicos”.

En el análisis de Bouza, el paro emerge como algo más que un problema económico. Su trabajo nos permite ver que determina la imagen que los ciudadanos tienen de la política y, aún más importante, genera escepticismo y distancia hacia la misma democracia, cuya viabilidad en ese esquema evolutivo es muy problemática, pues se tiende a desvincular de la buena marcha económica que, frecuentemente, se une al autoritarismo en época de crisis. Ése es para Bouza el problema de mayor magnitud sociopolítica que plantea la crisis.

La percepción ciudadana sobre la clase política, los partidos, el gobierno, la corrupción y el fraude está directamente relacionada de forma positiva con las percepciones sobre el paro y los problemas económicos. El análisis que desarrolla Bouza muestra un sistema cognitivo de los ciudadanos que atribuye los problemas de la crisis a la política y a sus representantes y organizaciones. De ahí que, en el imaginario social que muestra el análisis de las percepciones y las agendas de la ciudadanía, la democracia sea una de las víctimas de la crisis.

El análisis sociológico de Bouza evidencia también que las dificultades de ajuste entre las agendas mediática, pública, política y económica generan un malestar cívico que, en tiempos de crisis, se hace más patente, rotundo e interesante. Lo anterior nos lleva a analizar el papel de los medios en esta crisis.

3.6. Los “multimedia”: un ejemplo del fracaso de la cultura del nuevo capitalismo

¿Qué papel han jugado los medios de comunicación, y el periodismo en general, en el relato de la crisis y en la formación de la agenda política de la crisis? El ensayo de Lluís Bassets aborda esta cuestión. Comienza apuntando un hecho frecuentemente olvidado: el protagonismo que tienen los medios en la comunicación de la crisis ha hecho que se tienda a olvidar que también sus empresas y sus profesionales se han visto golpeados de lleno por las turbulencias financieras y sus efectos sobre las economías. Y no sólo en sus variables empresariales (caída de ingresos, reducción de gasto y tamaño, disminución de empleos, endeudamiento financiero), sino en lo que es “el núcleo mismo de su propio oficio”. El impacto ha sido tan especial como para que, a su juicio, la crisis también pueda calificarse de crisis de quienes la cuentan, los periodistas y el periodismo.

De hecho, junto con el sistema financiero y las actividades de consultoría y auditoría, los medios de comunicación son tres de los espejos de lo que podríamos llamar el *nuevo capitalismo global* que surgió en los años ochenta y cuya cultura de negocios global (especialmente su propensión al sobreendeudamiento y fijación de sueldos basados en componentes variables y a corto plazo) impregnó al conjunto de la economía y de la sociedad. El *turbocapitalismo*, como Bassets lo llama, de estos años pasados estuvo dominado por la idea de que sólo los grandes conglomerados multimedia y multinacionales podrían jugar como actores globales en el nuevo escenario que se estaba configurando a finales del siglo pasado y comienzos de éste. Esa perspectiva condujo a fuertes concentraciones y un alto nivel de endeudamiento que ahora, con la crisis, se han revelado letales.

40

La irrupción con fuerza del mundo digital ha atacado a estos grandes conglomerados. Uno detrás de otro, todos los negocios han ido cayendo, demostrando la falsedad de la idea del *too big to fail*, mientras que la porción residual de los grupos resultantes intenta sobrevivir a sus niveles de endeudamiento y con gran frecuencia caen en manos de nuevos grupos directamente interesados en el aprovechamiento financiero y no en el periodismo. Asistimos ahora al resurgimiento de modelos de negocio que habían sido laminados por ese *turbocapitalismo*, como pequeños medios familiares o pertenecientes a grupos empresariales muy vocacionales, o los modelos cooperativos del periodismo europeo de postguerra, que ahora emergen en forma de fundaciones independientes.

Pero lo que aquí me interesa especialmente es el efecto que la crisis financiera y económica está teniendo en los medios de comunicación como instituciones fundamentales de la democracia. Desde esta perspectiva, hay dos impactos que resalta el ensayo de Bassets sobre los que me gustaría llamar la atención.

Por un lado, la crisis ha hecho que los periódicos vayan quedando en manos de los grandes anunciantes. Su objetivo ya no es meramente empresarial (mejorar la venta de su producto, lanzar productos nuevos o simplemente sostener o acrecentar el valor de la marca), sino que tratan directamente de influir y de capturar opinión e influencia. Eso vale para



los grandes bancos, monopolios comerciales *de facto*, eléctricas, petroleras o fabricantes de automóviles, que suelen tener intereses directos en el terreno de las políticas comerciales, económicas, energéticas, medioambientales o urbanísticas.

Por otro lado, de la misma forma que la economía está abandonando al periodismo en su dimensión de institución básica de la democracia, Bassets señala que el periodismo está abandonando a la política, con efectos devastadores en la calidad de nuestras democracias. Pero en la medida en que el periodismo se ve tentado a abandonar la plaza pública, deja también la función más noble para la que fue concebido, y también la que le había proporcionado su mayor carta de prestigio, como era ejercer de controlador de los poderes públicos, garantía de la transparencia y voz de los ciudadanos sin voz.

Vemos, por tanto, cómo los análisis de filósofos, sociólogos, politólogos y analistas coinciden en señalar los efectos dañinos que la crisis puede tener en la política y en los fundamentos de la democracia.

3.7. La crisis, ¿una oportunidad para recuperar la autonomía de la política o una crisis de crecimiento de la hegemonía financiera?

Dado que no hay mal que por bien no venga, ¿será la crisis una oportunidad para lograr un nuevo equilibrio entre poder de los mercados financieros y poder de la política? ¿Quién será más decisivo para determinar la estrategia de salida de la crisis y, por tanto, el reparto de los costes? ¿Veremos un retorno de los valores éticos a la cultura financiera y empresarial o, por el contrario, una vez pasado lo peor de la crisis, asistiremos a más de lo mismo? La lectura de los textos incluidos en este apartado nos permite ensayar algunas respuestas a estas cuestiones.

En un primer momento, con la llegada de Barak Obama y las denuncias de las prácticas financieras fraudulentas y abusivas, las proclamas éticas, y los primeros programas de intervención pública en el rescate de las corporaciones financieras y empresariales, así como los grandes programas de sostenimiento de la demanda y cobertura del desempleo, se alimentó la esperanza de que la crisis iba a ser la catarsis necesaria para recuperar la autonomía de la política y el interés general frente a la hegemonía de los mercados financieros; del interés general frente al interés particular.

Sin embargo, a medida que han transcurrido estos dos últimos años, muchas cosas hacen presumir que hubo cierta precipitación en cantar las exequias del neoliberalismo. Así Ramoneda señala que la evolución de los hechos afianza la idea de que la crisis puede acabar siendo una crisis de crecimiento de la hegemonía financiera. Ese pronóstico surge de ver cómo las políticas giran hacia la austeridad, que pagan los más débiles y hacia una nueva oleada de privatizaciones, ahora de servicios públicos sociales, que se les darán a aquellos que financiaron el desastre.

Se agudiza de esa forma la visión de una cierta impotencia de la política para cambiar el rumbo de las cosas. A conclusiones similares llegan las reflexiones de otros trabajos incluidos en este número. Así, para Joan Coscubiela existe el riesgo que la salida de la crisis suponga más desigualdad social de la que había al inicio de la crisis.

En el terreno de las instituciones democráticas o representativas, el deterioro de su credibilidad es evidente y no muestra signos de recuperación. Y el *reconocimiento del otro* tampoco mejora. Al contrario, la orientación política en las recientes elecciones celebradas en distintos países de la Unión Europea confirma la búsqueda de chivos expiatorios a los que poder cargar la impotencia política para cambiar las cosas. Los falsos debates sobre problemas inexistentes como el uso del *burka* son un buen ejemplo.

¿Hasta dónde puede llegar este deterioro de las instituciones democráticas, tal como hoy las conocemos? ¿Se quedará en la desafección política o puede ir más allá, cuestionando el propio sistema socioeconómico, la economía de mercado, el capitalismo? La lectura de los ensayos incluidos en este apartado permite ensayar algunas respuestas. Es cierto, en este sentido, que la repercusión de la crisis económica en el sistema político cuestiona su validez, como acabamos de ver. Sin embargo, Fermín Bouza señala que la inexistencia real de organizaciones revolucionarias extremas, o reaccionarias extremas, como en otros tiempos históricos, hace posible que esa desafección política fuerte y profunda que estamos viendo no tenga otras repercusiones que las de anunciar, *caeteris paribus*, una importante abstención electoral. Por su lado, Josep Ramoneda afirma que el hecho de que la salida política de la crisis ya no pueda ser tan inquietante como en tiempos más agitados desarrollados es un consuelo importante, pero no deja de ser intranquilizador que se vuelva a abrir la vieja frustración social.

¿Cuál es la salida? Nadie propone refundar el capitalismo, suprimir los mercados, ni tampoco refundar los valores de la sociedad de mercado. Lo que recuerdan es que la economía necesita tener el respaldo de unos valores éticos, sin los cuales no funciona bien, ni puede forjar sociedades más justas y personas más felices. Sin duda, todos están de acuerdo con Amartya Sen cuando recuerda que la economía tiene que ser ética, en el sentido de estar orientada a crear buenas sociedades.

Pero los caminos para reintroducir la ética en los negocios no parecen claros. Adela Cortina propone algunas líneas de acción, como:

- 1) Tomar en serio la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE), como herramienta de gestión que debe formar parte del núcleo duro de la empresa y de su gestión básica.
- 2) Cultivar las diversas motivaciones de la racionalidad económica, que no se concentran únicamente en el autointerés.



- 3) Formar profesionales que sepan ser ciudadanos y no simples técnicos, algo que requiere el cultivo de la cultura humanista.
- 4) Trabajar por el horizonte de una ciudadanía económica cosmopolita, mediante la conjugación de esfuerzos múltiples de instituciones políticas que forman comunidades políticas transnacionales que comparten soberanía, de organizaciones internacionales, aun cuando tengan déficit democráticos, de organizaciones solidarias y empresas éticas que compartan un cierto sentido de justicia mundial.

Otro frente posible de actuación para introducir una dimensión ética y elementos de interés general en el comportamiento de las instituciones financieras y corporaciones empresariales podría ser la intensificación del control social de esas conductas, mediante el fortalecimiento de instituciones sociales de todo tipo, incluidos los sindicatos, y de los medios de comunicación independientes. Probablemente fue la existencia efectiva de ese control social externo sobre el comportamiento de los negocios lo que –más que la regulación y supervisión pública– hizo que durante las tres décadas siguientes a la Gran Depresión de los treinta y a la segunda Guerra Mundial la economía lograra las más elevadas cotas de crecimiento, estabilidad e igualdad que hasta ahora ha logrado el capitalismo.

4. Estrategias de salida y de reforma: ¿Cómo serán Europa y el mundo después de la crisis?

¿Cómo se está enfocando la salida a la crisis? ¿Cómo diseñar estrategias que eviten un estancamiento prolongado y una injusta distribución de costes? ¿Cómo reformar el sistema financiero para hacerlo más seguro y estable, sin por ello cegar su capacidad de innovación? ¿Qué combinación de seguridad y riesgo es la más adecuada para el sistema financiero? ¿Cómo alcanzar un nuevo equilibrio entre mercados y poder político en la regulación de los mercados y en el gobierno de la economía? ¿Cuál es el futuro del euro? ¿Cómo será el mundo después de la crisis? ¿Más globalización es siempre *mejor* globalización? Los ensayos incluidos en este apartado tratan de dar respuesta a este tipo de cuestiones.

4.1. La expansión fiscal: tabla de salvación o camino al infierno

El reto más urgente es, sin duda, gestionar la recesión y buscar una salida de la crisis que, evitando los riesgos de una recesión prolongada y un elevado desempleo permanente, tampoco cree un problema de déficit y deuda pública que cercene el crecimiento. La política económica ha de moverse con sabiduría para evitar chocar, por un lado, con la *Escila* de la recesión prolongada y, por otro, con la *Caribdis* del déficit público. El debate se ha focalizado

en el papel de la política fiscal, vista por unos como tabla de salvación frente al riesgo de una recesión y un desempleo prolongado, y por otros como el camino que lleva al infierno del déficit. Es en ese escenario en el que se debate ahora sobre la conveniencia o no de la austeridad fiscal.

Esta discusión reproduce la vieja polémica entre keynesianos y monetaristas, entre políticas expansivas y políticas ortodoxas, una polémica que llenó las estanterías de las bibliotecas de las facultades de Economía desde la segunda posguerra mundial. Carles Sudrià analiza, en la segunda parte de su ensayo, este debate y el manejo que se hizo de la política fiscal en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial y en medio de la gran recesión de los años treinta. Su conclusión es que esas experiencias muestran de forma clara el riesgo de adoptar políticas contractivas cuando aún no se ha completado la recuperación de la actividad económica del sector privado. En ambos casos, el temor a la inflación llevó a la adopción de políticas que a la postre no hicieron otra cosa que empeorar la situación e incrementar el sacrificio de una población ya muy castigada en la primera parte de la crisis. Su temor es que ocurra lo mismo en el debate actual sobre si es mejor mantener los estímulos fiscales hasta consolidar la recuperación o, por el contrario, dar prioridad a la consolidación fiscal mediante políticas de austeridad en el gasto público.

En este sentido, Álvaro Espina, economista del Estado y profesor de Sociología en la Universidad Complutense de Madrid, coincide con Robert Skidelsky cuando afirma que si la consolidación fiscal demuestra ser el camino real para la recuperación y el crecimiento rápido, entonces podríamos enterrar a Keynes de una vez por todas. En cambio, en el supuesto contrario habría que afrontar abiertamente el desafío que supone el poder financiero para el buen gobierno.

Espina señala que desde la aparición de la recesión ha habido un consenso bastante general (en el cual participaron de forma muy activa organismos internacionales como el FMI) en que lo más urgente era gestionar la crisis para evitar el riesgo de una recesión prolongada (cuando no de una deflación) que llevase a un elevado desempleo permanente. Para ello, se recomendó a los gobiernos llevar a cabo programas de fuertes estímulos fiscales (aumento de gasto y reducción de impuestos) para estimular la demanda agregada de las economías, tanto de consumo público y privado como de inversión. Es decir, una estrategia de inspiración keynesiana. Sin duda, esa estrategia tuvo éxito: la recesión ha sido de menor intensidad y duración de lo que se temía en principio.

Pero esa política pronto generó un nuevo problema: la aparición de un fuerte y creciente déficit público y el aumento consiguiente de la deuda. En algunos casos se comenzó a defender que la medicina podía ser peor que la enfermedad. Se abrió así el debate acerca de si la prioridad debe ser seguir estimulando la demanda hasta consolidar la recuperación de la demanda privada y evitar el riesgo del retorno a la recesión (la temida *double dip*, doble recesión o 'W') o, por el contrario, si la prioridad debe ser ahora la consolidación fiscal, con lo que significa de prioridad a la austeridad y el riesgo de volver a la recesión. O, dicho de otro modo, el debate sobre la austeridad como política de consolidación y de crecimiento. Las espadas están, por el momento, en alto.



La cumbre del G-20 en Toronto declaró que había llegado el “momento de la verdad” y que la Zona Euro se había convertido en una “zona de peligro” global. Se abrió así el debate sobre la política de austeridad como camino para la consolidación fiscal y el crecimiento. Las posiciones, sin embargo, están muy enfrentadas, tanto entre economistas como entre políticos y gobiernos.

Quizá lo que más ha sorprendido en este debate, haya sido la cerrada y dura posición alemana al defender la austeridad compulsiva para todos, tanto para los países que tienen déficit comercial y un elevado endeudamiento como para aquéllos que, como Alemania, tienen un elevado superávit comercial y no tienen problemas de endeudamiento ni de acceso a la financiación de los mercados. Para explicar esta postura, Álvaro Espina maneja una hipótesis sugerente: ha habido un cambio general en las elites alemanas que las ha desvinculado del futuro común europeo, para pasar a preocuparse por sus propios intereses nacionales.

Este *giro alemán* es tanto más sorprendente cuanto que, como señala Espina, se produce en un momento en el que parece existir una tendencia histórica general que empuja precisamente a favor de una tendencia de una regulación integradora y un nuevo equilibrio mundial entre poder de los mercados y poder político.

Algunos analistas han sugerido que la austeridad compulsiva y para todos defendida desde Alemana ha tenido una función táctica: forzar a los países deficitarios de la UEM (Grecia, Italia, Portugal, Irlanda y España) a adoptar programas económicos de contención fiscal y reformas estructurales que de otra forma sus gobiernos hubiesen tenido dificultades en imponer a sus ciudadanos. De ser así, Alemania estaría haciendo el trabajo sucio que en el pasado jugaron los organismos económicos internacionales, como el FMI, al imponer planes de estabilización y ajuste a los países con fuertes desequilibrios que necesitaban ayuda financiera externa.

En cualquier caso, la posición alemana planea la cuestión de si en los próximos años veremos una renacionalización de la idea de Europa o, por el contrario, un avance en la integración con la aparición de un gobierno económico efectivo que complete el gobierno monetario del euro.

4.2. ¿Germanizar Europa o gobierno económico europeo?

La posición alemana a favor de la austeridad compulsiva como estrategia de salida de la crisis ha sembrado de dudas también su compromiso con respecto al futuro del euro y de la UEM. Mientras todo fue bien, durante la “década maravillosa”, el euro fue capaz de subsistir a pesar de la enormidad de las inconsistencias entre países dentro del euro. Los países que tenían problemas de competitividad, como es el caso de España, pudieron esconderlos mediante el endeudamiento exterior. Pero la crisis financiera ha puesto en evidencia que el marco

institucional de la Eurozona desafía a todo el conocimiento económico disponible. No cumple prácticamente ninguno de los requisitos que la teoría monetaria exige para que pueden ser sostenibles las zonas de cooperación monetaria avanzada, como es el euro. Surgen cuestiones del tipo: ¿fue el funcionamiento del euro en su primera década un espejismo? ¿Hay que abandonarlo, una vez que se han puesto de manifiesto sus incoherencias? La crisis de 2008 es también la primera crisis del euro.

En el debate sobre el euro han surgido propuestas y pronósticos de todo tipo. Se apuntaron tres soluciones: a) una devaluación interna de los países del Sur, mediante drásticas reducciones de salarios y precios; b) la salida de Alemania de la Zona Euro (o la división de la Eurozona en dos hemisferios, con dos monedas); y c) una unión presupuestaria y fiscal. Cualquiera de ellas tenía fuertes costes y riesgos.

Sin embargo, a partir del aquelarre vivido el 9 de mayo de 2010 en Bruselas, Alemania ha girado su posición y eso ha permitido poner en marcha una estrategia de reconducción de la situación para todos los países miembros con menores costes y riesgos que los que implican las dos primeras opciones. En esa reunión se tomó una doble decisión: aprobar un Fondo de Estabilidad Financiera para salir al rescate de países con problemas, y autorizar al Banco Central Europeo para adquirir de forma directa en el mercado bonos soberanos de los países del euro. Para ambas decisiones hubo que forzar un poco el Tratado de la Unión, dado que éste prohíbe el rescate de cualquier Estado miembro y la monetización de la deuda por el BCE. Hubo, por tanto, que llegar al borde del precipicio para reaccionar. De aquí que Espina señale que la crisis del euro puede ser vista como un ejemplo de “la argucia de la razón” hegeliana, a través de la cual los intereses privados de inversores de los mercados de deuda se convierten en el catalizador para el logro de un bien público global de orden superior, que de otra forma no se hubiese producido.

Los ensayos de Álvaro Espina y Xavier Vidal-Folch analizan con detalle ese movimiento: uno desde una perspectiva de la Sociología Económica y el otro desde el análisis político. De momento, el dilema entre avanzar hacia el gobierno económico europeo o renacionalizar (o *germanizar*, como dicen algunos) Europa parece haberse resuelto a favor del primero. Aunque, como ambos apuntan, el camino ni está despejado ni es fácil.

En cualquier caso, ahora toca reflexionar sobre los pasos que se deberían dar para garantizar la sostenibilidad del euro.

4.3. El futuro del euro: ¿La misma suerte que los anteriores intentos de cooperación monetaria europea?

Desde mediados del siglo XIX Europa ha llevado a cabo varios intentos de cooperación monetaria con el objetivo de facilitar el comercio y los movimientos de capitales entre determinados países, y en la perspectiva de lograr algún grado de cooperación política europea. Todos



esos intentos de cooperación monetaria se diluyeron en cuanto surgieron crisis financieras, económicas o conflictos políticos que enfrentaron el interés común con el interés particular de cada uno de los países europeos, propiciando el retorno al nacionalismo.

En 1857 se creó una unión monetaria entre Alemania y Austria. A mediados del XIX Gran Bretaña invitaba a los demás países europeos a la coordinación monetaria con los demás mediante su adhesión al Patrón Oro, aunque no hiciese mucho para lograrlo. En 1865 Francia impulsó la Unión Monetaria Latina, con la participación de Bélgica, Suiza e Italia, y la incorporación posterior de Austria y Grecia. España valoró también su adhesión y aprovechó esa cooperación para unificar el sistema monetario interno y crear la peseta como moneda única. En 1873 se creó la Unión Monetaria Escandinava formada por Suecia y Dinamarca, con la adhesión posterior de Noruega. En 1867 se celebró en París, en el marco de la Exposición Universal, la Conferencia Monetaria Internacional con amplia participación europea y americana. Después vino el triunfo del oro como patrón monetario internacional, que tuvo un reinado feliz entre 1890 y 1914, pero que no pudo recuperarse después de la primera Guerra Mundial, a pesar de los intentos por restaurarlo. Por último, estuvo el Sistema Monetario Europeo (SME), como intento de coordinación monetaria avanzada dentro de la Comunidad Económica Europea (CEE), hasta su quiebra con la crisis económica de 1992.

A la vista de esas experiencias históricas fracasadas de cooperación monetaria, surge de inmediato la pregunta de si a al euro puede ocurrirle lo mismo, una vez ha tenido que enfrentarse a la primera crisis como moneda única europea.

En este tercer apartado se recogen varias colaboraciones que, desde distintas perspectivas, abordan esta cuestión. La primera es la de José María Serrano, catedrático de Economía de la Universidad de Zaragoza. Su ensayo, además de repasar las distintas experiencias de cooperación que acabo de señalar, busca extraer lecciones de la experiencia del Patrón Oro que puedan ser útiles para la situación actual del euro. Se apoya para ello en el “trilema” expuesto por Obstfeld en 2005, que señala la existencia de conflictos internos entre la política de tipo de cambio, la libertad de movimiento de capital y la política monetaria orientada al pleno empleo interno. Esos conflictos entre objetivos determinan que las autoridades sólo puedan elegir dos cualesquiera, quedando el tercero como variable de ajuste.

Serrano señala también que el Patrón Oro eligió el tipo de cambio rígido y la libertad de circulación de capitales, relegando el objetivo de la actividad y el empleo interno. Durante una primera etapa, la disciplina externa del oro permitió una larga etapa de bajos tipos de interés y de estabilidad de precios. Sin embargo, su base monetaria metalista lo hizo considerablemente rígido, inutilizando la política monetaria a la hora de manejarla para afrontar los problemas de empleo y ajuste a largo plazo que plantea una economía cuando entra en crisis y el desempleo se dispara. El euro se enfrenta a una situación similar, con la diferencia importante de que en los tiempos actuales es impensable que las autoridades europeas no tomen en consideración el objetivo relacionado con la actividad económica y el empleo. La lección es en este caso es, si no se quiere volver atrás, la necesidad de avanzar en la integración europea, creando mecanismos de compensación fiscal dentro de la UE.

En este punto es conveniente volver al ensayo de Antonio Torrero, que se incluye en el primer apartado y que ya hemos comentado al hablar de la naturaleza de los nuevos mercados financieros. En cuanto a las perspectivas del euro, señala que aun sin la crisis financiera, las divergencias hubiesen acabado surgiendo y, con ellas, las diferencias de tipos de interés entre los países miembros que vemos ahora. La razón de fondo hay que buscarla en las diversas estructuras productivas e institucionales de los países, el distinto peso del endeudamiento y de la credibilidad de los gobiernos, y la ausencia de un sistema fiscal conjunto. Como vemos, las mismas razones que señala Serrano.

La opinión de Torrero es que, de no producirse las reformas institucionales a favor de la unificación fiscal, las divergencias que vemos en los tipos de interés después de la crisis dentro de la UEM se mantendrán. A su juicio, una autoridad fiscal única actuando conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE) quizá tendría fuerza disuasoria para frenar la especulación y la inestabilidad, cerrando la brecha actual de tipos. Si no se camina en esa dirección, la divergencia y la inestabilidad financiera se acentuarán en el futuro, en un entorno dominado por los mercados financieros. Apunta las razones que le hacen creer que esto es lo que ocurrirá.

Una de las cuestiones que se plantean en relación con del euro es si es mejor avanzar mediante reglas de fiscales fijas, comunes, autoimpuestas y de cumplimiento obligatorio, o dejar cierta discrecionalidad a la acción política. El ensayo de Guillermo de la Dehesa plantea abiertamente esta cuestión. Con argumentos convincentes se inclina por el establecimiento de nuevas reglas para reforzar el marco fiscal de la Zona Euro, a saber: a) un nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento; b) un nuevo mecanismo de resolución de las crisis de deuda; c) una nueva regla de sostenibilidad fiscal a introducir en cada Constitución de los países de la Zona Euro; d) un nuevo Euro Bono Común; y e) reformas estructurales orientadas a promover la productividad, la reducción de la inflación y el crecimiento en los países miembros con mayores problemas de competitividad.

4.4. El sistema financiero después de la crisis: ¿una banca más aburrida, pero más segura?

Como ya he señalado en el primer apartado, existe un consenso prácticamente general en que la liberalización financiera de los años 80 y 90 del siglo pasado, unida a una regulación y supervisión laxa, llevaron a una asunción de riesgos excesiva, a una mayor inestabilidad financiera, a quiebras bancarias frecuentes y, a la postre, a la crisis financiera actual.

Es lógico entonces que ahora la gran cuestión en relación con el futuro del sistema financiero sea la de cómo introducir una regulación y una supervisión que haga de la banca una actividad más segura, haciéndola interiorizar los riesgos que asume en sus operaciones (“el que la hace la paga”), sin limitar en exceso su capacidad de innovación financiera para favorecer la asignación



eficiente de los recursos financieros hacia las actividades económicas más productivas. Se busca una banca quizá más aburrida desde el punto del *glamour* de la innovación financiera, pero más segura para la propia banca y, especialmente, para el conjunto de la economía.

Esa tensión entre seguridad e innovación se manifiesta en las reformas regulatorias del sistema financiero que a lo largo de estos dos años se han ido poniendo en marcha, tanto en Estados Unidos (la *Dodd-Franc Act*, de julio de 2010), como en la Unión Europea y, a nivel global, con las nuevas propuestas regulatorias globales en el marco de *Basilea III*.

El lector interesado en conocer estas propuestas de reforma y el grado de avance en su implantación encontrará en el trabajo de Xavier Vives una exposición detallada de: a) cómo los fallos regulatorios acentuaron la intensidad de la crisis financiera; b) cuáles tendrían que ser los nuevos criterios de capital que deberían orientar la regulación prudencial del sistema financiero, de tal forma que aumentando la seguridad no se merme en exceso la innovación y la labor de intermediación de la banca; c) cuáles son las nuevas propuestas contenidas en las reformas procedentes de Estados Unidos y de Basilea; y c) por último, su valoración de cómo está avanzando el proceso de reforma financiera en curso y su posible evolución, formulando en este sentido toda una serie de preguntas acerca de que en qué medida las nuevas propuestas pueden evitar los fallos que se han puesto en evidencia con la crisis, preguntas cuya respuesta aún está pendiente de conocerse. El ensayo de Xavier Vidal-Folch incluye también una descripción y comparación de la reforma financiera de Barak Obama en Estados Unidos y de las medidas, más parciales, que hasta ahora ha anunciado la Comisión Europea.

Respecto de la innovación financiera y el papel controvertido que ha tenido al facilitar el arbitraje regulatorio (como el abuso en las titulizaciones para evitar requisitos mayores de capital que de otra forma tendría que haber hecho, reduciendo entonces los beneficios), Vives sostiene que el problema es más de una regulación inadecuada que de la innovación financiera en sí misma. Considera que los derivados tienen mucho sentido al proporcionar cobertura y señales informativas que se deben preservar, pero exigiendo el control y la transparencia del riesgo de contrapartida. Por lo que hace a la titulización, sostiene que es una innovación que permite transferir el riesgo y diversificar, aumentando de esa forma el crédito disponible para la economía. A su juicio, los problemas han surgido de una cadena de incentivos incorrectos en el marco de una regulación deficiente. Por lo tanto, el reto consiste en establecer una regulación que permita el desarrollo de la innovación en el marco de un sistema financiero más resistente y seguro, que proteja el interés general y preserve la globalización.

En relación con el desarrollo futuro de la reforma, Xavier Vives plantea una duda que ya ha surgido en esta introducción en relación con otras cuestiones. A saber, ¿la nueva capacidad de regulación y supervisión que la nueva normativa da a los reguladores debe ser ejercida con discrecionalidad por el regulador o estar sometida a reglas que obliguen a la intervención en circunstancias objetivas? La experiencia pasada hace que su posición se incline a las reglas en vez de a la discrecionalidad, coincidiendo con Guillermo de la Dehesa.

En todo caso, el balance, a medio camino, que se puede hacer de la reforma en marcha es ambiguo. La dirección parece adecuada, pero los resultados finales son aún inciertos. Los intereses contrarios a la reforma son poderosos y cuentan además con servicios de estudio, consultoras y grupos de expertos con gran capacidad de influencia entre los *policy-makers* y en la formación de opinión pública. Esos intereses y grupos pondrán el acento en los riesgos de que una regulación y supervisión excesiva anule la innovación financiera y perjudique la asignación eficiente de recursos y el crecimiento. Además, hay que tener en cuenta que muchos legisladores y reguladores proceden o tienen vinculaciones estrechas con el mundo financiero, vinculaciones que sin necesidad de llegar a pensar en la “captura del regulador” por parte de los intereses del sector, les hacen sensibles a los argumentos a favor de la innovación. Como apunta Xavier Vives, la regulación financiera tiene mucho de Economía Política. El tiempo dirá cuál es el resultado final.

4.5. El reto regulatorio del siglo XXI: ¿Qué *mix* de innovación/riesgo y seguridad?

La cuestión del equilibrio entre innovación-riesgo y seguridad (regulación financiera prudencial) es realmente peliaguda. Lo mismo sucede en otros ámbitos, como el de la genética, la creación de organismos o plantas modificadas genéticamente, o la nanotecnología, donde el binomio innovación versus seguridad es un reto para la regulación. Es, sin duda, uno de los retos de este siglo, dado el ritmo de avance tecnológico en todos los campos. Porque, por un lado, la innovación tecnológica es una posible bendición, al ofrecer a la sociedad nuevos materiales, alimentos o medicinas. Pero, a la vez, esas tecnologías plantean la cuestión de que un riesgo de baja probabilidad que, sin embargo, de ocurrir, puede tener consecuencias sistémicas catastróficas.

50

En el ámbito financiero, la crisis de 2008 ha puesto de manifiesto las consecuencias que para la economía y la sociedad se pueden derivar de una inadecuada combinación de riesgo-seguridad. El optimismo de los economistas partidarios de la eficiencia de los mercados desregulados contagió a *policy-makers*, reguladores y supervisores. La experiencia de esta crisis financiera nos enseña que cuando existe una enorme incertidumbre en cuanto a la posibilidad que se produzca uno de esos riesgos de baja probabilidad pero de efectos sistémicos, lo mejor es no confiar en el mercado como mecanismo de asignación eficiente de riesgos, ni utilizar para evaluarlos modelos matemáticos sofisticados que utilizan supuestos simples y bases estadísticas muy débiles. Pero, sin embargo, la solución no puede ser cortar de forma absoluta la innovación del mercado.

Por lo tanto, parece razonable pensar que mientras no entendamos mejor la naturaleza de estos problemas, estaremos condenados a practicar regulaciones tentativas, pecando unas veces por defecto y otras por exceso.



4.6. El mundo después de la crisis: ¿gobierno financiero global o reformas nacionales-regionales?

¿Cómo será la economía mundial después de la crisis? ¿Veremos un gobierno financiero mundial o un reforzamiento de las regulaciones y controles nacionales/regionales? ¿Podemos afirmar que *más* globalización es *mejor* globalización? ¿Cuál será el *mix* de mercados y políticas que veremos después de la crisis? El ensayo de José Antonio Ocampo y Stephany Griffith-Jones aborda con detalle esta cuestión, en particular el papel de G-20. Hacen, en primer lugar, un breve análisis comparado entre la reforma incompleta que surgió de la crisis financiera asiática de 1997, y su contagio al mundo en desarrollo, con la reforma que se ha puesto en marcha ahora después del estallido de la crisis en 2008. La comparación deja una cierta sensación de *déjà vu*, especialmente cuando se advierte la incapacidad de las instituciones internacionales para afrontar las crisis financieras. De ahí el temor de que también en esta ocasión la reforma pueda quedar incompleta.

Señalan que las reformas puestas en marcha a lo largo de estos dos años a nivel internacional van orientadas a dos grandes objetivos. Por un lado, la regulación financiera mundial. Por otro, la corrección de los grandes desequilibrios macroeconómicos mundiales. En ambos casos, identifican avances y lagunas del actual proceso de reforma. Me interesa resaltar tres.

La primera está relacionada con la regulación prudencial de las cuentas de capital. En este sentido, los autores señalan la ausencia de los flujos transfronterizos en la agenda de reformas, en particular del efecto desestabilizador que los flujos de capitales procíclicos puedan tener en la estabilidad financiera global, así como, en los últimos años, la especulación con divisas (*carry trade*). En el pasado han sido los países en desarrollo los que se han visto gravemente perjudicados por los flujos de capitales procíclicos, pero en esta crisis lo están siendo algunos países europeos. Sin duda, la regulación de las cuentas de capital puede ser un elemento importante para lograr la estabilidad financiera.

La segunda, está relacionada con la coordinación de la política macroeconómica, los desequilibrios mundiales y los tipos de cambio. Los autores lamentan que la coordinación macroeconómica haya seguido funcionando fuera del FMI, lo que consideran una “desgracia”, dado que a su juicio es quien debería hacerse cargo de ese proceso. La razón de esta opinión es el giro que se produjo dentro del G-20 (que es donde sigue residenciada la coordinación) en la Cumbre de Toronto, en la que los países europeos forzaron el ritmo de la consolidación fiscal por encima de las políticas de estímulo a la demanda para salir de la recesión, limitando así el papel anticíclico de la política macroeconómica. Tampoco ha habido avances en el tema de la corrección de los desequilibrios globales y de la cooperación de políticas de tipo de cambio.

La tercera falla de la arquitectura internacional en curso es la ausencia de un buen mecanismo para abordar las crisis de endeudamiento, similar a los procedimientos de quiebra que existen en todas las legislaciones nacionales.

Por último, en lo que aquí me interesa, en cuanto a la gobernanza en la cooperación macroeconómica y financiera mundial, señalan tres pasos importantes, aunque incompletos. Por un lado, las reformas orientadas a mejorar la participación de todos los países, en particular de los países en desarrollo y de los medianos y pequeños, en las instituciones financieras reguladoras, como el Consejo de Estabilidad Financiera (antes “Foro”) o el Comité de Basilea. En segundo lugar, las reformas de voz y representación, orientadas a incluir a países en desarrollo en las instituciones de *Bretton Woods*, donde existe una representación insuficiente de Asia. Y, en tercer lugar, la reforma orientada a hacer del G-20 el “primer foro de cooperación económica internacional”, tal como se decidió en Pittsburgh en 2009.

4.7. Más globalización puede no ser mejor globalización

Las reformas que se han emprendido, o que se debaten, implican en todos los casos, y en mayor o menor medida, un mayor control del poder político sobre el funcionamiento del sistema financiero. Están por tanto en la dirección que apuntaba el análisis de los filósofos políticos, sociólogos y ensayistas que se incluyen en este número de *Mediterráneo Económico*. Como vimos, defendían la necesidad de reintroducir alguna noción de límite ético en los comportamientos financieros; es decir, de que no todo vale, y que el cuadro de mando de las instituciones financieras y de las grandes corporaciones empresariales tienen que orientarse también en el sentido del interés general, y no sólo del interés particular de sus accionistas y directivos.

El ensayo de Ocampo y Griffith-Jones pone de relieve la preferencia que tienen los países industriales para controlar la gobernanza global a través los “Ges” (el G-7, el G-20), en vez de dejar la coordinación de la política macroeconómica a las organizaciones económicas internacionales. Esto podría parecer incongruente con una economía globalizada, pero a mi juicio tienen sentido. Sería un error querer responder a esa falta de un “gobierno mundial” de los mercados financieros creando nuevos reguladores globales.

Como ha señalado Dani Rodrik, *más globalización no es necesariamente mejor globalización*. Rodrik subraya acertadamente que en este terreno la economía mundial se enfrenta a un trilema: avance en la mundialización económica, profundización en la democracia política y fortalecimiento del Estado nación. Elegidos dos de ellos, el tercero ha de adaptarse a esa decisión. Optar por un avance rápido de la globalización puede dañar gravemente la democracia o el Estado. De ahí que un escenario adecuado para los próximos años sería gestionar una cierta *desglobalización* que, sin poner en cuestión la globalización *per se*, ni sus beneficios, busque un mejor equilibrio entre la integración global de los mercados financieros y la capacidad de



los gobiernos nacionales para mantener la cohesión de la estructura económica y social de cada país, optando por distintas combinaciones de innovación-riesgo-seguridad financiera de acuerdo con las preferencias nacionales.

Los Estados Unidos y Canadá constituyen un buen ejemplo comparado de las ventajas de mantener márgenes para un espacio nacional de regulación financiera buscando la combinación de innovación-riesgo-seguridad deseadas. EEUU tiene una mayor preferencia por la innovación-riesgo, pero los efectos de la crisis financiera sobre su sistema bancario han sido catastróficos. Canadá ha mantenido décadas una mayor preferencia por la seguridad, y prácticamente ningún banco canadiense ha quebrado o necesitado ayudas públicas. Pero no hay porque obligar a Estados Unidos a imitar la regulación canadiense, ni a la inversa. La regulación prudencial española, con la obligación para los bancos de constituir provisiones genéricas anticíclicas, es otro buen ejemplo que ilustra la conveniencia de mantener márgenes nacionales de regulación.

Por lo tanto, se trataría de mantener una serie de normas de comportamiento financiero global que funcionasen como una especie de código de circulación financiera de aceptación global, pero que a su vez permitiese ciertos márgenes nacionales en su aplicación, de acuerdo con las preferencias y los intereses generales de cada país.

4.8. Más allá de la economía: desafíos del mundo contemporáneo

Este apartado de *Mediterráneo Económico* sobre la crisis de 2008 incluye una colaboración de Francisco Jarauta, catedrático de Filosofía de la Universidad de Murcia, sobre los desafíos del mundo contemporáneo. Se podría haber incluido en el apartado segundo, pero creo que tiene mucho sentido en éste. Después de las visiones de los economistas sobre el futuro de la Unión Europea y del mundo, una visión de los desafíos del mundo contemporáneo hecha desde la perspectiva de la Filosofía Política puede ser muy útil al lector, al incorporar factores y escenarios que no están presentes en el análisis de los economistas.

En su ensayo, Jarauta identifica los escenarios de la mundialización que se abren ante nosotros. Señala que pocas épocas como la nuestra se han visto tan dificultadas para pensar su futuro. El punto de partida de su reflexión es, como hemos visto que ocurría con otros colaboradores de este número, los cambios profundos que tuvieron lugar con la caída del Muro de Berlín, la disolución de la URSS y la crisis del llamado “socialismo real”. Señala también que, lo que en un primer momento fue visto como un prometedor horizonte, al coincidir también con cambios científicos y tecnológicos importantes, se ha transformado ahora en dificultad, incertidumbre e impotencia política. Los escenarios optimistas dibujados por estudiosos como Francis Fukuyama con su tesis acerca del “fin de la historia”, o Daniel Bell acerca de un gran “homologación social” en torno al capitalismo liberal occidental, aparece ahora como una realidad mundial llena de conflictos económicos, políticos y culturales.

Jarauta insiste en que la contradicción que significa ver cómo en la época en la que el proceso de internacionalización del capital es máximo y la universalización del modelo capitalista occidental se proyecta a escala planetaria, surgen simultáneamente nuevos desafíos impensables hace escaso tiempo, como el la lógica de los derechos de los grupos, el multiculturalismo, las identidades culturales y el factor demográfico y migratorio.

Esas nuevas realidades traen nuevos desafíos para la gobernanza mundial que van más allá del horizonte de problemas y soluciones considerados por los economistas, pero que no se pueden dejar de tomar en consideración. Así, señala la necesidad de organizar nuevas formas de solidaridad planetarias en defensa de los bienes comunes de la humanidad, y la urgencia de asumir una nueva responsabilidad frente al futuro inmediato de nuestro mundo y de la humanidad. Es decir, incorporar en el proyecto universalizador un ideal moral que nunca debió de dejar de ser el horizonte de la experiencia humana, sabiendo que hay ciertos mínimos innegociables, como son, por ejemplo, los que recoge la Declaración Universal de Derechos Humanos.

Vemos, de nuevo, cómo la visión de los no economistas sobre los problemas y desafíos que nos plantea el mundo actual incorpora una dimensión moral que no siempre está presente en el análisis de los economistas.

5. El paciente español: causas internas y externas de la crisis española, y estrategias de salida

54

Este monográfico sobre la crisis de 2008 se cierra con un apartado dedicado a la crisis española, que incluye tres ensayos. El primero, de Joan Coscubiela, sindicalista, ex secretario general de CCOO de Cataluña y en la actualidad profesor de ESADE. El segundo, de Francisco Pérez, catedrático de Análisis Económico en la Universidad de Valencia y director del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). El último, de Dani Rodrik, profesor de Economía Política Internacional en la Universidad de Harvard. Otros ensayos incluidos en los apartados primero y tercero hacen referencia, de una u otra manera, a la situación económica española. Algunos de ellos perfectamente hubiesen podido ser incluidos también en este apartado. Por lo tanto, el lector interesado en la situación nacional debería leer no sólo los tres artículos que se incluyen en este apartado, sino los incluidos también en los apartados primero y tercero.

5.1. Una enfermedad asintomática que no fue diagnosticada a tiempo

Tanto Joan Coscubiela como Francisco Pérez coinciden en que en la crisis económica española confluyen tanto causas externas, vinculadas a la crisis financiera y económica internacional, como causas propias o internas. Coinciden también en que, en cualquier caso,



más tarde o temprano, la crisis hubiese llegado, debido a los desequilibrios internos que estaba experimentando la economía española, en particular el desequilibrio y el elevadísimo endeudamiento privado que habían ido acumulando familias, empresas y bancos a lo largo de la década anterior.

Por lo tanto, podemos decir que las causas externas actuaron como detonante de un combustible altamente inflamable que se había ido acumulando a lo largo de la “década maravillosa” y que explotó con fuerza inusitada una vez se puso en marcha la crisis financiera internacional. Una vez desencadenada, con su secuela de sequía de los flujos internacionales de financiación, la crisis española adquirió perfiles específicos y diferenciados. El más visible ha sido el desplome del empleo, el mayor entre las economías desarrolladas de la OCDE.

Esa idea de crisis propia, latente, que se había ido incubando durante una década, y que emergió a la superficie cuando explotó la crisis financiera internacional, nos lleva a pensar que la economía española experimentó durante la “década maravillosa” una enfermedad asintomática, cuyos síntomas estuvieron ocultos durante un largo tiempo bajo los efectos sedantes de una fuerte expansión económica y un sentimiento generalizado de riqueza. Una sensación de riqueza que no se apoyó tanto en la evolución de los ingresos salariales como en la facilidad de acceso al crédito. La financiación barata, abundante y a largo plazo hizo las veces de un ingreso adicional que permitió acceder a bienes de todo tipo, como la vivienda, que no hubiesen sido posible sólo con los ingresos salariales.

Joan Coscubiela se refiere en su ensayo a las lecciones ignoradas del modelo productivo español en términos que pueden ser vistos como síntomas ocultos de esa enfermedad. A saber: la preponderancia del sector inmobiliario (la *economía eucalipto*, como él la llama); una sociedad construida sobre la arena, ante la falta de una fiscalidad propia de gobiernos locales; la burbuja de empleo en la construcción, que tal como se infló se deshizo; el “mito” de las virtudes de las pymes, con su secuela de baja productividad y debilidad en momentos de crisis; la “externalización ineficiente”, que no busca una reducción de costes basada en mejoras de productividad, sino reducir costes salariales precarizando el empleo; los “desincentivos a la formación” derivados del propio modelo productivo, y no a la inversa; y el “agujero tecnológico e innovativo” del modelo español que provoca, entre otras cosas, esos desincentivos a la formación.

El peso que tienen ese tipo de elementos del modelo productivo español es lo que lleva a Francisco Pérez a defender la conveniencia analítica de evaluar la intensidad de la crisis española y las perspectivas de salida desde el lado de la oferta, y con un planteamiento de largo plazo. Su línea argumental, que desarrolla de forma convincente en su ensayo, la resume en tres tesis:

1. Las mayores dificultades españolas para salir de la recesión se derivan de un importante exceso de capacidad productiva en relación con el valor añadido generado, algo que ya existía antes de la crisis pero que ahora es más grave.

2. El reflejo del exceso de capacidad durante la expansión fueron las caídas de la productividad total de factores (PTF) y durante la crisis son el paro elevado y el volumen de activos inmobiliarios –viviendas, locales, despachos, naves– no utilizados.
3. La falta de flexibilidad de estos dos mercados de activos –el laboral y el inmobiliario– retrasa la solución al problema, y las reformas en ambos casos han tardado demasiado en llegar.

5.2. Un patrón de inversión especulativo racional, pero improductivo

El núcleo de los desequilibrios de la economía española durante la expansión estuvo en un comportamiento inversor especulativo, que originó una extraordinaria burbuja inmobiliaria, mayor que en el resto de economías de nuestro entorno. Esta peculiaridad española requiere de alguna explicación, y Francisco Pérez ofrece una hipótesis sugerente. Ese patrón de crecimiento tuvo lugar en España porque disponíamos de todos los recursos necesarios para ese modelo sesgado hacia la inversión inmobiliaria: experiencia empresarial abundante en actividades de construcción y promoción inmobiliaria; mano de obra abundante en este sector; un mercado de trabajo con una parte muy flexible; y financiación amplia y barata. A estos recursos sesgados hacia la actividad inmobiliaria, hay que añadir el estímulo de una importante demanda estructural de viviendas. Demanda que se vio reforzada por la retroalimentación que proporcionaban los bajos tipos de interés y las expectativas de revalorización de viviendas, locales y suelo. Además, ese *boom* inmobiliario no fue frenado por nada ni nadie. Ni por la política monetaria, que estaba diseñada por el Banco Central Europeo pensando en el conjunto del Área Euro, con una situación económica diferente a la española. Ni por las medidas del supervisor bancario, insuficientes para tener efectos anticíclicos en un período en el que la confianza en la eficiencia de los mercados provocó una expansión excesiva del crédito, derivada de una infravaloración generalizada del riesgo. Ni por las políticas fiscales de los distintos niveles de gobierno, que se beneficiaban de la financiación que les ofrecía para sus gastos los fuertes incrementos de los ingresos fiscales derivados del *boom*, sin advertir los riesgos para la sostenibilidad del gasto público que se iban acumulando.

Estas condiciones hicieron que el *coste de uso de capital* de unos activos (los inmobiliarios) que representaban la mayor parte de la inversión española fuesen negativos. La rentabilidad venía dada por la revalorización de los activos, y no, como sería de desear, por su productividad. No es sorprendente que en un contexto como ese se llevaran a cabo inversiones inmobiliarias (tanto residenciales como empresariales) que, aunque no eran productivas, eran rentables. La conclusión que extrae Francisco Pérez es que ese comportamiento especulativo que dominó la economía española durante una década fue “racional” desde el punto de vista de la rentabilidad, aunque improductivo desde el punto de la asignación eficiente de los recursos de la economía.



En este sentido, señala que si se pone en relación el peso de la inversión en construcción en los distintos sectores económicos con la PTF (productividad total de los factores), se comprueba que la evolución de la PTF fue más negativa en aquellos sectores de actividad en los que, por las características de las inversiones, se podía apostar más a invertir para especular con activos inmobiliarios.

No nos ha de extrañar, por tanto, el sesgo inmobiliario y especulativo que adquirió el patrón de crecimiento español de la precrisis.

5.3. Estrategias de salida: la prioridad entre políticas y reformas

En el otoño de 2010 la economía española ha logrado ya salir de la recesión, pero tiene dificultades para alcanzar una recuperación que sea capaz de absorber el alto desempleo creado durante la crisis. Y, sin embargo, necesita más que nadie crecer más rápido para evitar que esa elevada tasa de paro se transforme en desempleo permanente para cientos de miles de personas.

¿Cuáles son las causas de esa mayor dificultad española para encauzar una recuperación sostenida? Los obstáculos vienen tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta:

1. Elevado déficit exterior, no financiable mediante endeudamiento exterior, como sucedió hasta el comienzo de la crisis. La corrección de este déficit obliga a una, o ambas, de estas dos cosas: reducir la demanda agregada interna (consumo e inversión) y/o aumentar la demanda externa de nuestros productos.
2. Elevado nivel de endeudamiento de familias, empresas y bancos que hace que el consumo, la inversión y el crédito disminuyan cuando más necesario sería para la recuperación rápida de la economía.
3. Existencia de un elevado nivel de capital inmobiliario improductivo (en “manos muertas”, como dice Francisco Pérez), que frena el crecimiento y requiere políticas de “desamortización” para transferirlo a manos productivas, a través de la intermediación de la banca.
4. Un sistema financiero con un elevado nivel de endeudamiento y de excesos de capacidad, necesitado de recapitalización y de reestructuración profunda, en particular en las cajas de ahorro.
5. Un mercado de trabajo dual, con rigideces en la contratación y un modelo de negociación colectiva que no favorecen la adaptación de las plantillas a través de vías diferentes al despido, y que no facilita la reasignación de recursos desempleados desde actividades en declive (como la construcción y la obra pública) a otras donde existen posibilidades de aumento de demanda (como la exportación).

6. Un elevado déficit público, en gran parte estructural, necesitado de rápido de reducción, antes incluso de que esté consolidada la recuperación del consumo y la inversión privada, debido a la necesidad de dar confianza a los mercados de deuda de que España será capaz de hacer frente a las devoluciones.

¿Cuáles deberían ser las prioridades? ¿Qué combinación de políticas y reformas podría llevarnos a una recuperación sostenida y crecimiento de empleo? Tanto el ensayo de Dani Rodrik como el de Francisco Pérez dan respuestas a estas cuestiones.

El análisis que hace Rodrik parte de un hecho irrefutable: una vez la crisis financiera ha hecho desaparecer la posibilidad de seguir financiando el déficit por cuenta corriente con financiación exterior, España tenía que corregir ese déficit. En principio se pudo pensar que esa corrección se podía hacer de forma gradual, pero Grecia ha hecho cambiar radicalmente esa perspectiva temporal: España está obligada ahora a un ajuste rápido y brutal. Y además tiene que hacerlo a sus costa. Si fuese un Estado de los Estados Unidos podría esperar que el presupuesto del Gobierno Federal (el 25% del PIB de EEUU) le ayudase con transferencias y subvenciones para cubrir gastos sociales que ahora han de ser recortados. Pero la UE no dispone de un presupuesto similar (es el 1,1% del PIB de la UE). Por lo tanto, España tiene que cargar sobre sus propias espaldas la totalidad del ajuste.

Un ajuste de esta naturaleza ha de transcurrir por dos vías. Por un lado, mediante una reducción el gasto agregado de la economía. Por otro, mediante un aumento de la competitividad de los bienes y servicios exportables. Cuando mayor y más rápido sea el aumento de la competitividad, menores serán los esfuerzos y las reducciones de gasto y, subsiguientemente, menor serán las tendencias recesivas. De ahí que la tesis central del ensayo de Rodrik sea que la prioridad de la política económica española tiene que ser la mejora a corto plazo de la competitividad. La única forma de absorber empleo es en las actividades de producción de bienes y servicios exportables.

La cuestión clave es cómo lograr esa mejora de competitividad. Rodrik examina cuatro vías. La primera es aumentando la productividad; pero el problema es que mejoras de productividad en el conjunto de la economía sólo son posibles a largo plazo. El segundo camino es tomar un atajo mediante una devaluación de la moneda; pero la pertenencia al euro no lo hace posible. La tercera sería una devaluación fiscal, mediante una combinación de aranceles a la importación y de ventajas fiscales, que tenga los mismos efectos que la devaluación; pero la pertenencia a la UE también lo impide.

La cuarta vía es una reducción coordinada de salarios y precios nominales en toda la economía, incluidos los salarios y precios de los servicios no sometidos a competencia exterior. Rodrik se decanta por esta opción. Aunque la reducción o contención de los salarios nominales sea una medida aparentemente lesiva para los asalariados, los salarios reales pueden mantenerse si se logra reducir los precios de los bienes y servicios que entran en la cesta de la



compra de los trabajadores. Las empresas se benefician de una reducción de costes y mejora de competitividad. El Gobierno, de una mejora de los ingresos fiscales. Y los desempleados de un aumento del empleo en los sectores que logran mejoras de competitividad. Es un círculo virtuoso. Pero no se pone en marcha de forma fácil, ni sus efectos son inmediatos. Requiere, a juicio de Rodrik, de liderazgo político y de alguna suerte de pacto social que haga que sindicatos, empresarios y Gobierno se sienten a la mesa, sabiendo que al final es bueno para todos.

Tanto Dani Rodrik como Francisco Pérez coinciden en que algunas reformas necesarias en el largo plazo para la mejora de la productividad, como es el caso de la reforma laboral, pueden entrar en conflicto con el objetivo prioritario de corto plazo de la competitividad y de la reasignación del capital inmobiliario ahora en manos improductivas (“manos muertas”) a otras que le den un uso productivo.

En este sentido, Rodrik señala que no es nada evidente que la reforma laboral sea el remedio a la cuestión de la competitividad. Destaca que, aunque sea deseable a medio o largo plazo, puede no serlo para el problema de la competitividad a corto plazo. Reducir el coste de despedir no incrementará, a su juicio, demasiado la demanda de mano de obra si ninguna empresa quiere ahora contratar nuevos empleados. Lo mismo ocurre con las medidas orientadas a descentralizar la negociación salaria para transferirla a nivel de empresas. Esta medida, quizá necesaria a medio y largo plazo, no significará el *shock* de competitividad que necesita la economía española. Al contrario, la disminución de costes salariales puede lograrse más fácilmente con una negociación centralizada de salarios, como ocurrió en ocasiones anteriores.

Por su parte, Francisco Pérez señala que aunque la reforma laboral es, sin duda, necesaria para evitar que perdure la asimetría en el reparto de costes de ajuste que representa la dualidad del mercado de trabajo y el desincentivo a la mejora de productividad del trabajo que significa la temporalidad; sin embargo, es dudoso que sirva para recuperar la demanda a corto plazo. En su opinión, la actuación más urgente es la eliminación de las “manos muertas” en las que están los activos inmobiliarios, dado que esta reasignación de recursos es crucial para la mejora del nivel de utilización de la capacidad y de la productividad en España, tanto a corto como a largo.

Por lo tanto, la política económica española se encuentra ante un conflicto de objetivos. A corto plazo, el objetivo de competitividad exige reducción de salarios y precios; esto requiere políticas. A largo plazo la competitividad tiene apoyarse en la productividad; esto exige reformas. Pero políticas y reformas deben conjugarse de forma adecuada. El problema para el Gobierno español es que Grecia alteró profundamente las prioridades. Antes de la aparición del problema de la deuda soberana griega y de la amenaza que significó para el euro, cabía pensar en una estrategia a largo plazo de reducción del déficit público a largo plazo. Pero Grecia lo ha cambiado todo. La desconfianza de los mercados de deuda ha obligado a dar prioridad a las reformas, creando un conflicto sindical y social que puede obstaculizar o impedir las políticas a corto plazo de mejora de competitividad.

Este es el dilema de política económica de mayor trascendencia frente al que se encuentra el gobierno y la sociedad en este momento. Hay que tener en cuenta además que los gobiernos disponen de un capital político limitado, y que hay tensión entre utilizarlo en hacer reformas o en las políticas de salarios y precios. La sabiduría del gobierno en combinar corto con largo plazo, políticas con reformas, condicionará en gran medida el crecimiento, el empleo y el bienestar de la próxima década.

5.4. Cuatro buenas noticias, para concluir

Como hemos visto, la crisis ha vertido un gran criticismo sobre el patrón de crecimiento de la economía española en la última década. A la vez, la lentitud en salir de la recesión proyecta un fuerte pesimismo sobre su futuro. Sin embargo, también hay buenas noticias. Me interesa, para acabar, mencionar tres.

No es cierto que los años de expansión hayan sido “una fiesta”, como se ha dicho en ocasiones. La economía española ha experimentado un fuerte proceso de modernización empresarial y de acumulación de capital. Por un lado, de inversión empresarial en capital productivo, y no sólo en activos inmobiliarios. Por otro, una fuerte acumulación de capital público en infraestructuras de todo tipo. Lo mismo ha ocurrido con el capital humano y en capital tecnológico, en el que se ha producido una convergencia importante con los países centrales de la UE. Si ese aumento no se ha manifestado hasta ahora en una mejora de la productividad probablemente ha sido porque ha estado tapada por la burbuja de inversión y empleo en la construcción. Se podría hablar entonces de una especie de “productividad durmiente”, que es de esperar que se active a partir de la crisis. Ésta es una buena noticia a tener en cuenta.

En relación con la capacidad de crecimiento futura hay también otra buena noticia. El fuerte esfuerzo inversor que se ha hecho durante la expansión, superior al que estaría justificado por los beneficios empresariales, permite ahora a la economía española crecer en la próxima década con un esfuerzo inversor sensiblemente menor que el que tuvo lugar durante el *boom*. A este respecto, Francisco Pérez señala el hecho que las economías desarrolladas que han crecido con fuerza lo han conseguido con esfuerzos inversores menores, alrededor del 20% del PIB, cuando en el caso español han sido de cerca del 30%. Dado que el ajuste inversor recaerá básicamente sobre el componente inmobiliario, cabe pensar, por tanto, que es posible reducir el esfuerzo inversor sin afectar al ritmo de crecimiento del capital directamente productivo.

También en el terreno de la capacidad exportadora de la economía española es posible encontrar noticias alentadoras. España es el país de la OCDE, exceptuando Alemania, que mejor ha conservado su cuota de exportaciones en los mercados mundiales desde 2000 hasta los últimos datos conocidos del segundo trimestre de 2010. Y la economía que mejor comportamiento exportador está teniendo desde que se desencadenó la crisis. Ésta es una



señal muy clara de que España es más competitiva de lo que parece cuando se observa sólo la evolución de los costes laborales relativos (que han crecido por encima de los países del área del euro). Particularmente significativo es el hecho de que desde el año 2006 los ingresos de la balanza de pagos por servicios no turísticos son mayores que por los de servicios turísticos. Este comportamiento exportador tan positivo tiene que estar relacionado con el proceso de modernización empresarial que tuvo lugar desde la crisis de 1992, al que acabo de referirme.

Por último, dado que no hay mal que por bien no venga, la crisis permite corregir aquel comportamiento inversor-especulativo que basaba la rentabilidad de las inversiones en el coste negativo de uso de capital. Ahora, como señala acertadamente Francisco Pérez, la crisis, al hacer depender la primera de la segunda, permite realinear la rentabilidad con la productividad. De hecho, eso es lo que están haciendo ya las empresas con mayores niveles de productividad y las que crecen a pesar de la crisis. Ahora, los economistas deberían observar atentamente la especialización y el tamaño de esas empresas que mejor se están comportando, y extraer de ese análisis lecciones relacionadas con el tipo de organización y de recursos humanos que utilizan. De esa forma, podremos orientar con mayor conocimiento de causa e información la reforma que necesita con urgencia una gran parte del tejido empresarial español. Creo que ésta es una recomendación a la que merece la pena prestar atención para conseguir consolidar un modelo de crecimiento basado en la productividad y la competitividad, y dirigido por las exportaciones. Un modelo de crecimiento que haga sostenible la permanencia dentro del euro, sin los desequilibrios que hasta ahora se han producido. Un modelo, en definitiva, de generar riqueza y bienestar sostenible a largo plazo.

Referencias bibliográficas

- ACEMOGLU, D. (2008): “The Crisis of 2008: structural lessons for and from economics”; en *CEPR Policy Insight* (28).
- BEBCHUK, L. y FRIED, J. (2004): *Pay Without Performance*. Princeton.
- POLANYI, K. (1944): *The Great Transformation*. New Cork, Rinehart (hay version española de FCE, México, 1992).
- REINHARD, C. y ROGOFF, K. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princenton, Princeton University Press.
- RODRIK, D. (2009): “A Plan B for Global Finance”; en *The Economist* (12 de mayo).
- THOMAS, W. y THOMAS, D. S. (1928): *The Child in America: Behavior problems and programs*. New Cork, Knopf.



MEDITERRANEO ECONÓMICO

La crisis de 2008

De la economía a la política y más allá

- I. Las explicaciones de los economistas: los “fallos” de mercado y de la regulación
- II. Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios
- III. Europa y el mundo después de la crisis
- IV. La crisis española y las estrategias de salida



LA CRISIS Y LA POLÍTICA ECONÓMICA: CINCO LECCIONES (PRELIMINARES)

David Vegara Figueras *

Resumen

A mediados de 2010 se estima que la ya conocida como “gran recesión”, que se manifestó a partir del verano de 2007, ha provocado la destrucción de millones de empleos en todo el mundo, especialmente en las economías avanzadas. A pesar de que gran parte de ellas ha recuperado la senda del crecimiento económico en los últimos meses, los acontecimientos en Grecia y los ajustes fiscales en marcha en un numeroso grupo de países ponen de manifiesto que la recuperación es todavía frágil y que aún no podemos hablar de la crisis en pasado. Sin embargo, incluso tomando esto en consideración, parece razonable preguntarse si hay algunas lecciones para la política económica que puedan extraerse de lo que hemos vivido estos últimos años. Evidentemente, aún es pronto para ello, por lo que cualquier esbozo sobre las implicaciones de la crisis para la política económica no deja de ser un ejercicio arriesgado y, en todo caso, necesariamente preliminar. El objetivo de las siguientes páginas es repasar brevemente las causas, los efectos y las respuestas a la crisis para, posteriormente, discutir el papel del conocimiento económico a la hora de anticiparla y en las respuestas articuladas frente a la misma. Finalmente esbozaremos algunas lecciones (necesariamente preliminares, como decíamos) que los acontecimientos de los últimos años parecen enseñarnos en el campo de la política económica.

Abstract

Half way through 2010, it is estimated that what is now known as the “great recession” which manifested itself following summer 2007 has led to the destruction of millions of jobs all around the world, especially in the advanced economies. Even though most of them have found themselves back on the road to economic growth in recent months, events in Greece and the fiscal tightening measures required in other countries highlight that the recovery is still fragile and that we cannot yet talk about the crisis as a past event. However, even taking this into consideration, it seems reasonable to ask whether there are certain lessons for economic policy which can be drawn from what we have experienced. Clearly, it is too soon for this exercise, and any attempts to sketch out the implications of the crisis for economic policy is a risky and preliminary exercise. The aim of the following pages is to briefly review the causes, effects and responses to the crisis before going on to discuss the role of economic knowledge when it comes to anticipating crisis and in the responses given to it. Finally, we outline a few lessons (preliminary, as we said above) that events of recent years appear to be showing us in the field of economic policy.

1. Introducción

A mediados de 2010 se estima que la ya conocida como “gran recesión” ha provocado la destrucción de millones de empleos en todo el mundo, especialmente en las economías avanzadas. Desde que en pleno mes de agosto de 2007 determinados fondos de inversión no fueron capaces de hacer frente a sus obligaciones como consecuencia de ciertas inversiones en activos respaldados por hipotecas norteamericanas hasta el plan de rescate de Grecia, la economía mundial se ha visto sometida a un conjunto de perturbaciones difícilmente imaginables poco tiempo atrás.

Lo que comenzó en un segmento de los mercados financieros (el ya conocido mercado *subprime* norteamericano) se extendió rápidamente a una crisis del sistema financiero de las economías desarrolladas, especialmente de sus sistemas bancarios, con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, posteriormente a las economías de Europa del Este y, desde principios de 2010, está poniendo en serias dificultades al conjunto de países del Sur de Europa

* Fondo Monetario Internacional. Ex Secretario de Estado de Economía del Gobierno de España (2004-2009). Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no representan necesariamente las del FMI.

por la desconfianza de los inversores internacionales en su capacidad de reducir los elevados déficit públicos alcanzados y por los elevados niveles de deuda acumulados por los sectores privado y público en los años de expansión económica.

La velocidad y el grado de deterioro de la actividad económica, especialmente a partir de octubre de 2008, obligó a los gobiernos y bancos centrales de los distintos países a articular un conjunto de respuestas y políticas de una magnitud sin precedentes. Los gobiernos se vieron obligados a extender la garantía de los depósitos del sistema bancario, rescatar numerosas entidades financieras y expandir significativamente el gasto en un contexto en el que sus ingresos se reducían rápidamente, mientras los bancos centrales recortaban drásticamente sus tipos de interés oficiales y expandían sus balances de forma significativa. Todo, para evitar el colapso de sus respectivas economías.

A pesar de que gran parte de las economías avanzadas ha recuperado la senda del crecimiento económico en los últimos meses, la situación en Grecia y los ajustes fiscales necesarios en otros países ponen de manifiesto que la recuperación es todavía frágil y que no podemos hablar todavía de la crisis en pasado. Sin embargo, aun tomando esto en consideración, parece razonable preguntarse si hay algunas lecciones para la política económica que puedan extraerse de lo que hemos vivido estos últimos años. Evidentemente, aún es pronto para ello, por lo que cualquier esbozo sobre las implicaciones de la crisis para la política económica no deja de ser un ejercicio arriesgado y, en todo caso, necesariamente preliminar.

Considerando lo anterior, el objetivo de las siguientes páginas es repasar brevemente las causas, los efectos y las respuestas a la crisis para, posteriormente, discutir el papel del conocimiento económico a la hora de anticiparla y en las respuestas articuladas frente a la misma. Finalmente, esbozaremos algunas lecciones (necesariamente preliminares, como decíamos) que los acontecimientos de los últimos años parecen enseñarnos en el campo de la política económica.

2. Causas, efectos y respuestas

Las causas de la crisis son múltiples pero, de forma muy sintética, cabría atribuir la a la superposición de diversos fallos que cabe agrupar en tres categorías:

- a) **Fallos de mercado**, que se manifestaron en el aumento de las asimetrías informativas derivadas del proceso de innovación financiera; en la existencia de conflictos de interés no resueltos en ciertas empresas que prestan servicios financieros y en fallos de gobierno que han primado una visión a corto plazo en beneficio de los gestores y en perjuicio de los accionistas y empleados. El paradigma en este campo serían los fallos detectados en el modelo *originar y distribuir* tan en boga en los últimos años.



- b) Fallos regulatorios**, que permitieron la coexistencia de actividades reguladas y no reguladas, es decir, de *agujeros negros* que favorecieron el arbitraje regulator, el desarrollo de activos de baja calidad y su diseminación por todo el sistema o la innovación financiera orientada a evadir el consumo de recursos propios, por poner algunos ejemplos. El paradigma en este campo lo constituyeron las operaciones fuera de balance de una parte muy importante del sistema bancario mundial que *volvieron al balance* al aparecer problemas de liquidez en los mercados, provocando enormes pérdidas a las instituciones financieras involucradas.
- c) Fallos de diseño de políticas macroeconómicas**, que propiciaron unas condiciones extremadamente holgadas de liquidez y bajo coste de financiación durante un dilatado periodo de tiempo. Este entorno favoreció la asunción de unos niveles de riesgo y endeudamiento no sostenibles por parte de los agentes y un proceso continuado de sobrevaloración de los activos. El paradigma en este campo sería la acumulación de desequilibrios por cuenta corriente sin precedentes en un conjunto muy importante de países.

Esta última categoría merece especial atención para el objetivo que nos ocupa. En los debates alrededor de la crisis y sus causas no parece haberse dado suficiente importancia al papel desarrollado por los desequilibrios globales y al dilatado período de bajos tipos de interés como factores explicativos de la misma. La crisis tiene su origen en un proceso de acumulación de desequilibrios macroeconómicos a nivel mundial y en comportamientos y prácticas de un conjunto de agentes privados. Estos comportamientos y prácticas se han dado en el contexto de un marco regulatorio y de supervisión que, en muchos casos, se ha manifestado claramente inapropiado y, sin duda, son los aspectos financieros los que más han llamado la atención.

Pero no deben olvidarse los aspectos relacionados con los desequilibrios macroeconómicos acumulados por los distintos países en la última década, en forma de déficit por cuenta corriente en unos países y de los correspondientes superávits en otros.

Recordemos dos cuestiones muy básicas pero importantes relacionadas con las cuentas exteriores de un país. En primer lugar, un déficit por cuenta corriente muestra, al fin y al cabo, una diferencia entre la inversión y el ahorro del país en cuestión. Cuando el país invierte más de lo que ahorra (sectores privado y público conjuntamente), aparece un déficit por cuenta corriente y el país debe pedir prestado al exterior para financiarlo, endeudándose en los mercados internacionales (es decir, frente al resto de países). Cuando el país ahorra más de lo que invierte, aparece un superávit por cuenta corriente y el país financia a otros países que tienen déficit.

En segundo lugar, un país con déficit por cuenta corriente persistentes acumulará deuda con el resto del mundo. Si el resto de países que financian su déficit quieren mantener un tipo de cambio más o menos fijo con el primero, deberán acumular la divisa de éste, pues en caso contrario lo más probable es que la moneda del primero se depreciara y este proceso conllevara una corrección del déficit.

Estos desequilibrios globales estaban (y seguramente siguen estando) íntimamente relacionados con lo que Ben Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal de los EEUU, denominó en su día el *global savings glut*¹ (el “exceso [o abundancia] global de ahorro”). Por definición, no es posible un exceso de ahorro en la economía mundial (pues éste es siempre igual a la inversión al ser la economía mundial una economía *cerrada*), pero Bernanke se refería a las espectaculares tasas de ahorro que mostraban algunos países con relación a su PIB y a sus niveles de inversión que, combinados con su orientación exportadora y su deseo de evitar caer en lo que habían sido las crisis *tipo* de los países emergentes hasta los años 90 (es decir, acumulación de deuda en divisas por la sucesiva acumulación de déficit por cuenta corriente, posterior depreciación de la moneda del país, etc.), llevaban a una acumulación de reservas sin precedentes por parte de algunos países, muy particularmente China².

La dinámica de los últimos años es bien conocida: elevados déficit por cuenta corriente en algunos países financiados por los países exportadores y unas tasas de inflación reducidas (medidas por los índices de precios de consumo) que favorecían el mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos e inducían aumentos en los precios de otros activos (especialmente en el sector vivienda) y un descenso del precio del riesgo en los mercados financieros. Todo ello favoreció una excesiva acumulación de deuda en los países avanzados, especialmente en sus sectores privados, cuyo riesgo se puso repentinamente de manifiesto con la aparición de los primeros quebrantos en algunos segmentos de los mercados financieros.

Las cuantiosas pérdidas y la incertidumbre con relación a futuros quebrantos y a su distribución provocaron el cuasi-colapso del sector financiero mundial y tuvieron efectos muy negativos sobre el crédito y la predisposición al gasto de los agentes económicos, especialmente de los privados. Los efectos de todo ello son bien conocidos. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)³, el conjunto de economías desarrolladas, después de crecer una media del 2,9% entre 2004 y 2007, experimentaron en 2008 un crecimiento de tan sólo el 0,5% y su PIB descendió un 3,2% en 2009. Para 2010 se espera un crecimiento del 2,3%. La economía mundial, que creció a una media cercana al 5% entre 2004 y 2007, se contrajo un 0,6% en 2009 y crecerá un 4,2% este año. Por lo que se refiere a las tasas de paro, se prevé que después de situarse en el 5,4% el 2007 en el conjunto de las economías desarrolladas, alcance el 9,3% en 2010. Es, en consecuencia, el peor comportamiento de la economía mundial desde el período de entreguerras.

La respuesta de los gobiernos y las autoridades monetarias tampoco tiene precedentes. Por lo que se refiere a las políticas monetarias, los bancos centrales recortaron sus tipos de interés oficiales, de forma que a principios de 2010 ninguna de las grandes áreas económicas del mundo tenía su tipo de referencia por encima del 1%. Estos recortes fueron en muchos casos complementados con un conjunto de medidas de relajamiento monetario cuantitativo (*quantitative easing*).

¹ Bernanke (2005).

² Wolf (2009).

³ FMI (2010).



El impacto del descenso de la actividad económica y la menor predisposición al gasto de los agentes económicos fue especialmente acusado en las cuentas públicas. El descenso en los ingresos y los aumentos en los gastos han llevado a los déficit públicos a niveles insospechados hace poco tiempo. En 2009 tres países del G-7 mostraron desequilibrios en sus cuentas públicas superiores al 10% de su PIB (EEUU, Reino Unido, Japón) y el déficit público de las economías avanzadas fue del 10% del PIB y se prevé que baje sólo ligeramente en 2010.

El deterioro de las cuentas públicas tiene tres orígenes⁴. En primer lugar, el de carácter cíclico; es decir, el que tiene relación con el descenso de los ingresos y el aumento de los gastos provocado directamente por la caída en la actividad económica (los llamados estabilizadores automáticos). Esta parte del déficit es la que se recuperará (teóricamente) una vez se recupere el crecimiento. En segundo lugar, el de carácter estructural; es decir, aquellos menores ingresos (fundamentalmente) que no se recuperarán cuando se recupere la economía⁵ y que obligan a un ajuste del gasto público de proporciones semejantes para volver a niveles de déficit públicos más reducidos. Finalmente, los gobiernos articularon un conjunto de medidas discrecionales que tuvieron también un impacto sobre el déficit (aumentos de la protección social, ayudas a determinados sectores económicos, etc.)⁶.

El impacto de estos déficit sobre los niveles de deuda pública ha sido, y será en los próximos años, muy significativo. El FMI⁷ prevé que entre 2007 y 2015 la ratio deuda pública sobre PIB aumentará en 47,6 puntos porcentuales en EE UU (hasta 109,7%); en 29,2 en la Zona Euro (hasta 94,9%); en 46,5 en el Reino Unido (hasta el 60,6%); y en 61,1 en Japón (hasta el 248,8%).

El deterioro de la actividad económica y de las cuentas públicas ha sido pues generalizado en el conjunto de las economías avanzadas dadas las interconexiones, reales y financieras, entre las mismas. Como consecuencia de ello, pronto se puso de manifiesto la necesidad de intentar buscar respuestas coordinadas a nivel internacional, tanto a nivel de la Unión Europea como del llamado *Grupo de los Veinte* (G-20).

Las iniciativas de coordinación internacional para hacer frente a la crisis han tenido tres objetivos fundamentales. En primer lugar, articular unas respuestas fiscales y monetarias al descenso del gasto del sector privado, de forma que las actuaciones de los sectores públicos y de los bancos centrales compensaran, aunque fuera parcialmente, los efectos sobre la

⁴ El compromiso de los recursos públicos como respuesta a la crisis va incluso mucho más allá de lo que reflejan las cifras de déficit públicos, puesto que el volumen comprometido con el sector financiero ha sido muy importante. Aunque ciertamente gran parte de estos compromisos son de carácter contingente, la Comisión Europea estimó que las economías desarrolladas han comprometido una cifra cercana al 30% de su PIB en 2008 en esquemas de garantías, adquisición de activos y préstamos de gobiernos, inyecciones de capital por parte de los gobiernos y esquemas de provisión de liquidez y otras medidas de apoyo por parte de los bancos centrales.

⁵ Por ejemplo, en España, aquellos ligados a la notable actividad del sector de la construcción de los últimos años.

⁶ Cabe destacar que, según el FMI (Fiscal Monitor, 2010), tan sólo el 10% del incremento de la deuda pública que se observará en los próximos años en los países avanzados está relacionada con las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los gobiernos para hacer frente a los efectos de la crisis.

⁷ FMI (2010).

actividad. En segundo lugar, un compromiso de evitar medidas proteccionistas que empeoraran los efectos negativos de la crisis, como ocurrió en la gran depresión de los años treinta. Finalmente, la búsqueda de un consenso para impulsar un conjunto de reformas en el sector financiero que evitaran la repetición de los comportamientos observados en los últimos años y favorecieran un reparto equitativo de los costes económicos de la crisis.

3. Los economistas, la política económica y la crisis

Uno de los debates seguramente más importantes (y legítimos) que los acontecimientos de los tres últimos años han puesto sobre la mesa se refiere al papel de la ciencia económica y de los economistas en general. ¿Cómo pueden dar lecciones si no anticiparon la crisis? ¿Cómo pueden pretender tener recetas para mejorar la situación si fallaron a la hora de anticipar (colectivamente) la crisis? ¿Para qué sirven si tres años después de su inicio aún no han encontrado la solución?

Es discutible que, incluso considerando la magnitud de la crisis, pueda pensarse que los avances de la ciencia económica después de la gran depresión no han servido para nada. La crisis, ni siquiera una de la magnitud como la que estamos viviendo, no puede poner un interrogante sobre todo el conocimiento acumulado a lo largo de las últimas décadas y sobre la capacidad de la ciencia económica para contribuir positivamente al bienestar de los ciudadanos.

Sin embargo, qué duda cabe que deben extraerse lecciones y matizar, modificar o incluso abandonar ciertos paradigmas, supuestos o creencias que han sido generalmente aceptados en el campo de la economía, tanto en la macroeconomía como en la microeconomía. Debemos aceptar, no obstante, que la identificación de fallos o errores no conlleva, desgraciadamente, a la identificación de las soluciones.

En lo que se refiere a la política fiscal, ésta había perdido en los últimos años el atractivo como mecanismo de gestión del ciclo económico⁸. Varias razones justificaban (y, en muchos casos, siguen justificando) esta visión entre los economistas. En primer lugar, salvo el caso de los estabilizadores automáticos y algunas otras (limitadas) excepciones, los tiempos en los que opera la política fiscal suelen ser muy dilatados, lo cual limita su eficacia como instrumento de gestión del ciclo económico. En otras palabras, el tiempo transcurrido entre el momento en que se detecta la necesidad de aumentar el gasto público (por ejemplo) y su implementación efectiva incrementa los riesgos de que los impactos deseados no se obtengan en el momento deseado o más adecuado (piénsese por ejemplo en la construcción de una gran infraestructura). En segundo lugar, está el riesgo de los llamados *efectos ricardianos*, es decir, el riesgo de que la respuesta de los agentes económicos invalide los efectos expansivos de un mayor

⁸ Nótese que estamos refiriéndonos a la política fiscal como instrumento para gestionar el ciclo económico, no a la discusión de cuál debería ser el nivel de gasto público en una economía.



gasto público (por la vía, por ejemplo, de un aumento de la tasa de ahorro de las familias como respuesta a un mayor gasto público al anticipar mayores impuestos futuros). Finalmente, la mayor efectividad de la política monetaria (como consecuencia, entre otros aspectos, del desarrollo de los mercados e instrumentos financieros) y las mayores dificultades de índole política que conllevan las decisiones en materia fiscal, hacían a esta última comparativamente menos atractiva.

Como resultado de ello, especialmente en las últimas tres décadas, el debate con relación a la política fiscal se centró en mejorar la eficiencia del gasto público y su sostenibilidad, particularmente en lo que se refiere a la necesidad de afrontar las consecuencias a largo plazo del envejecimiento de la población, especialmente en las sociedades más desarrolladas⁹.

Por lo que se refiere a la política monetaria¹⁰, el consenso es que ésta debía tener un objetivo: el control de la inflación. Y para este objetivo disponía de un instrumento: los tipos de interés oficiales. Una inflación reducida y estable, medida por los índices de precios de consumo, era la mejor contribución para un crecimiento económico sostenido y, en consecuencia, las autoridades monetarias debían concentrarse en alcanzar este objetivo y debían dotarse para ello de la independencia que les permitiera alcanzarlo sin interferencias.

La política monetaria era pues considerada el principal instrumento para la gestión del ciclo, puesto que con cambios en los tipos de interés oficiales los bancos centrales podían rápidamente inducir cambios en la propensión al gasto de los agentes económicos.

En un entorno de reducida inflación y reducida volatilidad de la misma, se esperaba que todos los tipos de interés de la economía (los tipos a largo plazo de la deuda pública, por ejemplo, pero también los tipos a los que se financian las inversiones privadas) vinieran determinados por una relación de arbitraje: los tipos a largo eran una media convenientemente ponderada de la evolución prevista de los tipos a corto plazo por parte de la autoridad monetaria, razonablemente corregidos por unos diferenciales que reflejan el riesgo de crédito de los distintos deudores. En consecuencia, el resto de precios de los activos se deducía de esta relación y el papel del sistema bancario se limitaba a intermediar estos diferenciales y a que éstos reflejaran razonablemente el riesgo de impago. Con todo ello, poca importancia se daba a los aspectos macroeconómicos de la actividad financiera (aunque se reconocía la importancia de contar con un sistema de garantía de depósitos y la posibilidad de que el banco central actuara como prestador de última instancia en caso de que surgieran problemas de liquidez en alguna entidad financiera, con el objetivo fundamental de evitar posibles pánicos bancarios y sus indeseables efectos sobre otras instituciones financieras).

⁹ Blanchard *et al.* (2010).

¹⁰ *Ibidem.*

En este contexto, la regulación y la supervisión financiera no se entendían como parte de las políticas macroeconómicas. Su objetivo fundamental era asegurar la solvencia y el adecuado comportamiento de los distintos agentes financieros, pero ello era ajeno a una política fiscal que debía preocuparse por su sostenibilidad y una política monetaria focalizada en los índices de precios de consumo.

Adicionalmente, en este campo más de carácter microeconómico, se había extendido el consenso de que el funcionamiento de la regulación, la supervisión, los mercados, los productos y las instituciones financieras era tal que se había conseguido crear un entorno especialmente propicio a la innovación, que permitía distribuir los riesgos de forma eficiente de forma que éstos terminaban en manos de aquéllos más preparados para gestionarlos.

Sin duda ello comportó errores en los mecanismos de control, regulación y supervisión financieros, a los que anteriormente nos hemos referido como fallos de mercado y de regulación. Los acontecimientos han demostrado las limitaciones con relación a su diseño y a la cobertura de mercados, instrumentos e instituciones, lo que dejó margen de maniobra excesivo en cuanto a, por ejemplo, los niveles de endeudamiento o el desarrollo de productos financieros complejos y a su distribución posterior a lo largo y ancho de la geografía mundial. A pesar de que muchos de los aspectos de la actividad financiera se encuentran bajo regulación desde hace décadas, parece claro a estas alturas que hubo demasiada confianza en la capacidad de una parte importante de la misma de autorregularse, cuestiones que se unieron a la orientación de las políticas monetarias y de tipo de cambio en los últimos años que reforzaron la evolución de los niveles de endeudamiento y, como se ha comentado anteriormente, de los desequilibrios mundiales.

De forma muy resumida, el marco teórico general bajo el que se ha venido analizando el comportamiento de los mercados financieros en los últimos años partía de varias hipótesis. La primera es que los agentes actuaban racionalmente enfrentados a un conjunto de información idéntico (o al menos, que por la vía de la imposición externa, por ejemplo por la regulación, este conjunto de información se intentaba hacer lo más idéntico posible entre inversores). La segunda, que el riesgo era *medible* o, al menos, *parametrizable*.

La consecuencia de la primera hipótesis era que los mercados son eficientes, concentran toda la información relevante y la diseminan convenientemente. También que los inversores no se dejan llevar por modas, ruido o, muy particularmente, por comportamientos gregarios. Tampoco son especialmente sensibles a los acontecimientos recientes puesto que éstos, en términos de información, están ya incorporados a los precios de los activos financieros y, por tanto, la evolución de estos últimos responde únicamente a la llegada de nueva información al mercado.

Que el riesgo era medible o, al menos, parametrizable tenía también importantes implicaciones. El paradigma de esto fue el desarrollo de los modelos de *Value-at-Risk* (VaR) que estimaban las pérdidas máximas en las que podía incurrir una cartera o una institución



financiera en un horizonte determinado de tiempo, dado un nivel de confianza. Es decir, bajo ciertos supuestos de comportamiento de los precios (típicamente que sus incrementos siguen una distribución normal), podía resumirse en un número el riesgo de pérdidas de la cartera o de la institución financiera.

Todo ello¹¹, combinado con la percepción de que las políticas de los bancos centrales habían conseguido reducir enormemente la volatilidad de la inflación y, como consecuencia, también la volatilidad de los mercados financieros, tuvo como efecto la extensión de la creencia que la gestión del riesgo (o volatilidad) remanente era posible y permitía, y de hecho hacía totalmente racionales, estrategias de toma de riesgo mucho más agresivas. Hacía posible, por ejemplo, endeudarse más, apalancarse más, sin poner más valor en riesgo.

Las ideas de que los mercados eran eficientes y que el riesgo era medible y controlable tuvieron también sus implicaciones sobre la regulación y la supervisión. En algunos países, la primera permitía justificar un enfoque de regulación *light* como consecuencia lógica de esta eficiencia, centrando la atención en los ámbitos (sin duda muy importantes) de protección al inversor minorista. La segunda facilitaba la tarea de los supervisores, al concentrar la información y transmitirles la confianza en que las propias entidades podían medir y controlar sus riesgos adecuadamente.

Pero, como en el caso de la macroeconomía, todo lo anterior no invalida los increíbles avances que la microeconomía ha tenido en las últimas décadas para ayudarnos a comprender lo que ha ocurrido. Por ejemplo, la teoría de la agencia, que parte de la constatación de que los accionistas de las empresas tienen dificultades en controlar a los gestores de la misma e investiga sobre las distintas preferencias en cuanto al horizonte temporal de la toma de riesgos de ambos colectivos, hace tiempo que apuntaba ya a la necesidad de prácticas de remuneración que consideraran horizontes dilatados. No son una novedad para la economía de la información los problemas de las asimetrías de información entre prestadores y prestatarios y, por tanto, sobre sus distintos incentivos, y nos aporta también conocimientos útiles sobre los problemas de selección adversa en los mercados financieros. También es extensa la literatura sobre azar moral (*moral hazard*), o el comportamiento de los prestatarios tomando más riesgo del que tomarían en otras circunstancias, especialmente si hay al final una red de seguridad pública.

O, por poner un último ejemplo, tampoco se puede decir que la llamada economía del comportamiento, que enfatiza que los elementos relativos al conocimiento, las emociones y otros factores psicológicos y sociales afectan a las decisiones económicas y financieras no aporte elementos que ayuden a explicar lo ocurrido. La constatación, por ejemplo, de que los procesos de toma de decisión se escapan muchas veces de lo que en algunos campos de la teoría económica se entiende como *racional* y del papel del comportamiento gregario y sus efectos sobre las burbujas y los *crashes* difícilmente puede decirse que sean novedades para esta disciplina¹².

¹¹ Eichengreen (2010).

¹² Akerlof y Shiller (2009).

4. Cinco lecciones (preliminares)

Sin duda alguna, la economía como disciplina ayuda a comprender lo que ha ocurrido y ha aportado conocimiento útil a la hora de articular respuestas a la crisis, a pesar de no tener todas las respuestas a todas las preguntas. No obstante, de lo resumido hasta este momento pueden extraerse cinco lecciones (necesariamente preliminares, como anticipábamos) con relación a la economía en general y con las políticas económicas en particular, con el objetivo de minimizar tanto la probabilidad de otra crisis en el futuro como su posible impacto en el bienestar de los ciudadanos:

4.1. La política monetaria debe ampliar horizontes

La política monetaria deberá en lo sucesivo prestar más atención y, consecuentemente, reaccionar ante acontecimientos no estrictamente relacionados con la inflación medida por los precios de consumo. El debate fundamental en este campo se centrará en cómo incorporar los elementos relativos a la estabilidad financiera (la visión *macroprudencial*) para evitar la acumulación de riesgos (en los balances del sector privado, por ejemplo) y, al mismo tiempo, seguir contribuyendo al bienestar de los ciudadanos por la vía de asegurar unos niveles de inflación reducidos.

4.2. La política fiscal debe ganar margen de actuación en los buenos tiempos

La política fiscal ha jugado un papel importante tanto en lo que se refiere a limitar los efectos negativos del recorte del gasto del sector privado como en lo que se refiere al apoyo de los sectores más vulnerables de la población. Pero el coste en términos de desajuste de las cuentas públicas y de carga para las generaciones futuras ha sido muy elevado. Ello hará necesario en el futuro extremar las precauciones en los *buenos tiempos* para disponer de mayores márgenes de actuación cíclica cuando ésta sea necesaria. Para ello, será importante dotarnos de un conjunto de reglas que limiten la capacidad de los sucesivos gobiernos de no tomar adecuadamente en consideración los efectos a largo plazo de medidas que aumenten los gastos o disminuyan los ingresos de forma permanente.

4.3. La regulación del sistema financiero debe mejorar

Gran parte de las discusiones que actualmente tienen lugar en los organismos internacionales y similares (G-20, por ejemplo), abordan esta tarea. Desde la problemática de las *instituciones demasiado grandes para caer* (*too big to fail*) hasta los niveles adecuados de



capital para hacer frente a posibles pérdidas, pasando por las agencias de calificación, las políticas de remuneración, el papel de los fondos de garantía de depósito o la contribución que debería realizar el sector financiero por su relación con la crisis, entre muchos otros, están sujetos a un intenso debate en estos momentos¹³. El objetivo no es otro que disponer de un sistema financiero que cumpla con su función y, al mismo tiempo, minimizar la posibilidad de que pudiera volver a ser el epicentro de una crisis como la actual.

4.4. Los desequilibrios mundiales importan

Las potenciales implicaciones de la acumulación de los desequilibrios mundiales observada en los últimos años eran motivo de preocupación y análisis bastante antes de la crisis (por parte del FMI, por ejemplo), y no puede negarse su relación con los desequilibrios internos en los países más afectados por la misma (endeudamiento del sector privado en EEUU y Reino Unido, por ejemplo). Aunque la debilidad de la demanda doméstica en muchos de ellos está corrigiendo en parte dichos desequilibrios (por ejemplo, por la vía de la reducción de las importaciones), sus causas fundamentales siguen presentes, y es difícil anticipar una solución duradera a las dificultades experimentadas en los últimos años sin una corrección, también duradera, de los mismos.

4.5. La cooperación internacional es clave

Las respuestas fiscales y monetarias coordinadas por parte de las principales economías sin duda evitaron que la contracción del crecimiento y el empleo fueran mayores, al aprovechar de forma más efectiva los efectos *derrame* (*spillover*) de las mismas. El compromiso del conjunto de países del G-20 de no adoptar medidas proteccionistas, mantenido a pesar de algunos episodios relativamente aislados, evitó que el colapso del comercio mundial fuera mayor y propició su recuperación más rápida que durante el desastre observado en los años treinta.

Desde el principio los gobiernos fueron conscientes de que, dado el nivel de interconexión y sus particularidades, el único camino para una reforma efectiva de la regulación y la supervisión del sistema financiero era el de la cooperación internacional. Si el aprovechamiento de numerosos arbitrajes regulatorios estaba detrás de la crisis, sólo una respuesta coordinada y general puede aportar soluciones efectivas.

Ninguna de estas lecciones tiene una traducción fácil en términos de políticas y de implementación. Si la política monetaria debe reaccionar no sólo a los niveles de inflación y a las expectativas que sobre la misma tienen los agentes sino también, por ejemplo, a la evolu-

¹³ Véanse, por ejemplo, Acharya y Richardson (2009) y Alonso *et al.* (2009).

ción del crédito de la economía, las autoridades monetarias deberán en el futuro ser capaces de explicar a los ciudadanos que bien pudieran aumentar los tipos de interés oficiales en un contexto de estabilidad de precios pero de crecimiento exponencial del crédito.

Por su parte, cualquier regla fiscal limitará el margen de actuación de los gobiernos, que deberán ser capaces de explicar a los ciudadanos la necesidad de ser especialmente prudentes en los buenos tiempos cuando siempre hay necesidades objetivamente no cubiertas. Cualquier regla será imperfecta, y la identificación de cuándo son *buenos tiempos* y cuándo son *malos tiempos* no es, en absoluto, tarea fácil.

Mejorar la regulación del sector financiero deberá superar numerosos obstáculos, entre los cuales la necesidad de encontrar el momento adecuado para ser más exigentes y evitar poner dificultades adicionales a la recuperación económica no va a ser el menor.

Y, finalmente, la necesidad de avanzar en la corrección de los desequilibrios globales, como el resto de lecciones, va a exigir una coordinación internacional que tiene mucho de novedad en el marco de las relaciones internacionales, por las diferencias objetivas, de todo tipo, de los países involucrados. Confiemos, no obstante, en el buen hacer de aquellos que tienen la responsabilidad de llevarla a cabo.

Referencias bibliográficas

- ACHARYA, V. y RICHARDSON, M. (2009): *Restoring Financial Stability*. John Wiley&Sons, Inc.
- AKERLOF, G. A. y SHILLER, R. J. (2009): *Animal Spirits*. Princeton.
- ALONSO, J. A.; FERNÁNDEZ DE LIS, S. y STEINBERG, F. (2009): *La reforma de la arquitectura financiera internacional*. Ediciones Empresa Global.
- BERNANKE, B. (2005): *The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2010): *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note (febrero), SPN/10/03.
- EYCHENGREEN, B. (2010): "The last temptation of risk"; en *The National interest* (mayo/junio).
- FMI (2010): *World Economic Outlook* (abril).
- FMI (2010): *Fiscal Monitor* (mayo).
- WOLF, M. (2009): *Fixing Global Finance*. Yale University Press.



LA CRISIS FINANCIERA Y LA REGULACIÓN

Xavier Vives *

Resumen

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades muy importantes en la regulación y supervisión del sistema financiero y deja más preguntas e interrogantes que certezas sobre el camino adecuado a seguir. La regulación se enfrenta al reto de cómo hacer el sistema financiero más resistente y estable sin reprimir su desarrollo, protegiendo el interés público, la innovación, y preservando la globalización. Ello es crucial puesto que el sistema financiero es una pieza importante del crecimiento económico. A largo plazo no hay contradicción entre estabilidad del sistema financiero y crecimiento económico. El sector financiero se enfrenta al reto de recuperar la confianza y la reputación, y de adaptarse al nuevo entorno regulador más estricto, consecuencia de la visión de que el sector ha disfrutado de retornos excesivos debido a un asunción de riesgo también excesiva, debiéndose ajustar su tamaño a su contribución al desarrollo de la economía. Las consecuencias de los cambios regulatorios serán muy importantes en la definición del modelo de negocio y en la estrategia de internacionalización de los intermediarios financieros aunque, de momento, el grado de incertidumbre es elevado dada la falta de concreción de las reformas emprendidas. La dirección del proceso de reforma parece adecuada pero habrá que esperar a los detalles para poder evaluar su grado de efectividad.

Abstract

The crisis has revealed very important weaknesses in the regulation and supervision of the financial system, and it leaves more questions than answers about the right path to follow. Regulation is facing the challenge of how to make the financial system more resilient and stable without repressing its development whilst at the same time protecting public interest, innovation and preserving globalisation. That is crucial since the financial system is important for economic growth. In the long term, there is no contradiction between the stability of the financial system and economic growth. The financial sector is facing the challenge of regaining trust and rebuilding its reputation, as well as adapting to the new stricter regulatory context, resulting from the understanding that the sector has enjoyed excessive profits owing to equally excessive risk-taking, and adapting its size to its contribution to the development of the economy. The consequences of regulatory changes will be very important in terms of defining the business model and internationalisation strategy of financial intermediaries although, at the moment, the level of uncertainty is high given the lack of development of the reforms undertaken. The direction being taken in the reform process seems adequate, but we will have to wait for the details to emerge before their level of effectiveness can be evaluated.

1. Introducción

La severidad de la crisis financiera desatada a raíz de la explosión de la burbuja inmobiliaria en los EEUU y los préstamos *subprime* en 2007 ha sorprendido a los analistas más diversos y ha provocado una grave recesión económica. A pesar de que la crisis ha tenido aspectos comunes con crisis pasadas, su magnitud –la más grave desde los años treinta del siglo XX– debido a los canales amplificadores en un mercado globalizado, y las debilidades que ha mostrado en la regulación y supervisión de las entidades financieras, plantean la necesidad de la reforma de la regulación financiera y cambios en los modelos de negocio bancarios.

La crisis que empieza con las hipotecas *subprime* se vuelve sistémica tras la caída de Lehman Brothers, en septiembre del 2008, poniendo en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional. Las pérdidas bancarias esperadas (desde 2007 hasta 2010) se estiman en más de \$1.500 millardos en los EEUU y en la UE, y la ayuda comprometida en rescatar al sector bancario ha llegado hasta un 30% del PIB.

* IESE Business School.

¿Por qué y en qué han fallado los mecanismos reguladores? ¿Han aparecido nuevos fallos de mercado o han sido similares a crisis anteriores? ¿Qué lecciones podemos extraer de la crisis? La respuesta a estas preguntas hará patentes cuáles son las cuestiones fundamentales para el diseño de una regulación adecuada y determinará si hay necesidad de una reformulación radical de la arquitectura reguladora.

En este artículo se pasa revista a las grandes tendencias antes de la crisis en la Sección 2; a los mecanismos de la crisis y los fallos regulatorios en la Sección 3; y al proceso de reforma regulatoria en marcha en la Sección 4. En la Sección 5 se evalúa este proceso, y la Sección 6 concluye.

2. Las grandes tendencias hasta la crisis

Es posible distinguir dos periodos en la historia reciente del sector financiero. Una regulación estricta, intervencionismo y estabilidad desde los años cuarenta hasta los setenta, seguido de un periodo de liberalización y mayor inestabilidad. En el primer periodo la competencia entre las instituciones financieras estuvo severamente limitada por la regulación de los tipos, actividades e inversiones, la separación entre la banca comercial, las compañías de seguros y la banca de inversión (*Glass-Steagall Act* de 1933 en los EEUU), las restricciones sobre la actividad de las cajas de ahorros, y la segmentación geográfica (en los EEUU)¹. La banca universal se mantuvo en algunos países europeos. Se estableció el seguro de depósito, y el banco central actuó como prestamista de última instancia para el sistema financiero.

78

La estabilidad de este período contrasta con el aumento considerable del número de quiebras y crisis en el período posterior, en el cual el sector fue liberalizado². La liberalización consistió en el levantamiento de controles sobre tipos y actividades de la banca de inversión, así como de las restricciones geográficas (con el *Riegle-Neal Act* en los EEUU en 1994), la eliminación de coeficientes de inversión obligatorios, y la convergencia entre las actividades de instituciones de varios tipos (por ejemplo, entre cajas de ahorros y bancos, entre banca comercial y banca de inversiones, entre banca y seguro hasta cierto punto)³. En esta liberalización acompañada de una inadecuada regulación está el origen del aumento de la inestabilidad como muestran las crisis en los EEUU (S&Ls), Japón y Escandinavia⁴. A pesar de estos episodios de crisis, la liberalización financiera ha contribuido al desarrollo financiero general, y por lo tanto al crecimiento de la economía.

¹ El *Glass-Steagall Act* prohibió actuar a cualquier institución como una combinación de un banco de inversión, banco comercial y/o compañía aseguradora.

² Véase, por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998 y 2001).

³ La derogación definitiva del *Glass-Steagall Act* sucede con el *Financial Services Modernization Act* en 1999.

⁴ Véanse Reinhart y Rogoff (2009); Dewatripont y Tirole (1994); Hoshi y Kayshap (2000) y Honkapohja (2009) (y Caminal, Gual y Vives (1990) para el caso español).



En la base del proceso de liberalización y desregulación hay avances en las tecnologías de la información, en el procesamiento de transacciones (cajeros automáticos, banca telefónica y electrónica), y en la capacidad computacional, así como en técnicas de cobertura de riesgo (por ejemplo con innovaciones como el uso de instrumentos derivados y técnicas de titulización). Estos desarrollos aumentan la productividad, y generan economías de escala en las actividades internas así como la necesidad de capital humano muy cualificado y especializado. Una parte integral del proceso es la liberalización de movimientos internacionales de capitales y la reducción general de los costes de transporte y barreras para el comercio; en suma, la globalización financiera. A ello se añaden los cambios demográficos en los países desarrollados con una población en proceso de envejecimiento y crisis en la financiación del estado de bienestar (afectando a la gestión de activos y a la banca privada con una demanda por sistemas de pensiones en alza), y un movimiento hacia el “valor para el accionista” (afectando al mercado del control corporativo de bancos y empresas) que presiona a los bancos a obtener rentabilidades elevadas.

El proceso de liberalización ha resultado en una tremenda expansión de la intermediación financiera, con un fuerte aumento de los activos financieros de los intermediarios como porcentaje del PIB (en los EEUU el porcentaje va del 98% en 1950 a un pico del 306% en 2007). Los porcentajes de los activos financieros de los intermediarios correspondientes para la Eurozona son de 277% en 1995 y 507% en 2008, y para España de 218% en 1995 y 430% en 2008.

Antes de la crisis de 2007 la banca fue evolucionando desde el negocio tradicional de recibir depósitos y conceder (y supervisar) préstamos hacia la provisión de servicios a inversores (gestión de fondos de inversión/activos, asesoría y seguros) y empresas (consultoría, seguros, fusiones y adquisiciones, colocación de acciones y emisión de deuda, titulización, gestión de riesgo), y la realización de inversiones con fondos propios. En un conglomerado financiero podemos identificar un banco minorista, un banco de inversión o corporativo, la gestión de activos, inversiones con fondos propios, y seguros. El ahora infame modelo bancario de “originar y distribuir” es un buen ejemplo del proceso evolutivo de la banca. Al mismo tiempo, aunque los bancos crearon vehículos fuera del balance (SIV, ABCP *conduits*) éstos fueron asegurados con líneas de liquidez. En cualquier caso, el margen financiero perdió importancia en relación a los ingresos por comisiones y se pasó de la inversión en infraestructura en las sucursales a la inversión en redes de comunicación, tecnología de la información y capital humano especializado. Pasada la crisis, el margen financiero ha ganado otra vez importancia y el peso de los activos financieros bancarios tiende al alza. El retorno a la banca tradicional se aprecia en los EEUU, donde recientemente el volumen de activos de la banca comercial en términos reales crece más que el del total de intermediarios financieros.

3. La crisis y los fallos en la regulación

En el sector financiero se dan todos los fallos de mercado clásicos. En primer lugar las importantes externalidades que se producen cuando quiebra una institución bancaria, en particular si tiene carácter sistémico, tanto para el resto del sector financiero como para la economía real. La fragilidad, el contagio y los problemas de coordinación de los inversores son ubicuos en el sistema financiero. En segundo lugar, las asimetrías de información en los mercados financieros que dejan desprotegido al pequeño inversor y pueden hacer que el mercado se colapse. Al mismo tiempo los problemas de agencia (conflicto de intereses) entre accionistas y depositantes inducen una asunción excesiva de riesgo que se ve acrecentada por los mecanismos de garantía y de ayuda a las entidades sistémicas para evitar su quiebra. El riesgo moral y la selección adversa son fenómenos recurrentes en el sector. Los conflictos de interés son generalizados. En tercer lugar, el poder de mercado de las entidades dado que muchos sectores bancarios tienden a estar concentrados y existen barreras a la entrada. Finalmente, la racionalidad limitada de los agentes económicos agudiza los ciclos financieros y alimenta las burbujas.

La regulación ha intentado paliar los fallos de mercado con los mecanismos de seguro de depósito, el banco central como prestamista en última instancia, y requisitos prudenciales y de supervisión. El proceso de liberalización en la banca ha estado acompañado por requisitos prudenciales, permitiendo a los bancos confiar en sus propios modelos internos para valorar y controlar el riesgo, e incluyendo exigencias de divulgación de información para las instituciones financieras a fin de aumentar la transparencia y fomentar la disciplina de mercado. Esta visión flexible de las exigencias de capital, supervisión, y disciplina de mercado son los pilares del marco de *Basilea II*. La intención de este marco fue proporcionar a las exigencias de capital una mayor sensibilidad frente al riesgo.

Todo el esquema regulatorio se ha puesto en cuestión debido a la crisis. En efecto, la crisis financiera ha puesto de manifiesto debilidades del sistema financiero que desembocaron en una crisis de liquidez, con la paralización del mercado interbancario, que se convirtió en sistémica en otoño de 2008, y que ha provocado quiebras y ha dejado los balances de muchas entidades con graves problemas.

En el centro de los problemas está el modelo de originar y distribuir y la pirámide invertida de productos derivados complejos basados en las hipotecas *subprime*. En el modelo de originar y distribuir los bancos tratan de deshacerse del riesgo crediticio originando préstamos hipotecarios y titulizándolos rápidamente en una cadena de productos estructurados crecientemente complejos. El problema del modelo es que deja la supervisión de las hipotecas en un limbo, es opaco y, dada la complejidad de los productos, lleva a una subvaloración del riesgo. Además, el riesgo hipotecario vuelve al balance de los bancos cuando los vehículos de inversión estructurados (SIV) tienen problemas de liquidez debido a los compromisos explícitos e implícitos que mantienen las entidades. La subvaloración del riesgo se ve agravada por el uso de modelos estadísticos basados en series cortas y correlaciones históricas (y distribuciones



con poco peso en los extremos) sin tener en cuenta el riesgo sistémico generado por los nuevos productos y los altos niveles de apalancamiento. Se ha abusado de modelos mecánicos de valoración del riesgo que funcionan solamente en un rango de parámetros muy limitados. Además, el aumento de la financiación mayorista a corto plazo se ha manifestado como una debilidad crucial en el balance de las entidades financieras como muestran los casos de Northern Rock y Lehman Brothers⁵.

Toda una cadena de incentivos alineados incorrectamente lleva a la catástrofe. Las agencias públicas en los EEUU impulsan las hipotecas *subprime* para que se den a familias con pocas posibilidades de devolver el préstamo, las agencias de calificación crediticia, alineadas con los emisores, compiten para dar las calificaciones más favorables a los productos más arriesgados, y la compensación cortoplacista de los gestores financieros induce a la toma de riesgos excesivos (esto vale tanto para los originadores y distribuidores de los productos complejos como para los compradores –pensemos en los incentivos de los gestores de un *Landesbank*, por ejemplo)–. Esta cadena se alimenta con tipos de interés muy bajos que financian la burbuja inmobiliaria. La política monetaria solamente apunta a la inflación sin preocuparse de las burbujas en los precios de los activos y de la situación del balance de las entidades financieras. De hecho, el modelo central de política monetaria usado por los bancos centrales, sorprendentemente, no asigna ningún papel a la intermediación financiera.

Se debate también hasta qué punto la presión para generar valor para el accionista y fallos en los mecanismos de gobierno corporativo han contribuido a la crisis. Aquí hay que destacar que la responsabilidad limitada de los accionistas en un contexto en donde hay seguros de depósito y políticas explícitas o implícitas de TBTF (*too big to fail*), hace que éstos demanden la asunción de riesgos elevados, puesto que los beneficios son privados y las pérdidas en caso de quiebra se socializan. Los accionistas diseñan entonces contratos de compensación con los ejecutivos que incentivan la toma de riesgo al hacer la remuneración insensible a la baja (con bonos garantizados, por ejemplo) pero sensible al alza. Hay evidencia reciente de que esto ha sucedido en el periodo antes de la crisis⁶. Puede existir además un problema adicional de agencia (conflicto de intereses) entre los accionistas y los ejecutivos, y entre los ejecutivos y los *traders* de los intermediarios.

La reputación de las entidades financieras se ha visto dañada por la crisis. En octubre de 2008 y durante los meses posteriores el porcentaje de la población que tenía confianza plena en los intermediarios financieros o los mercados de valores disminuyó drásticamente. De forma parecida, la confianza en los bancos y agentes financieros se quedó por debajo del

⁵ Por ejemplo, en junio de 2007 los fondos mayoristas representaban alrededor del 26% del pasivo de Northern Rock (Shin, 2009) y la financiación a corto plazo representaba un porcentaje extremadamente alto de los pasivos totales de Lehman Brothers antes de la crisis (Adrian y Shin, 2010). Washington Mutual se enfrentó a la retirada de US\$16.500 millones en grandes depósitos sólo en las dos semanas anteriores a su colapso (según la Office of Thrift Supervision).

⁶ Véanse Fahlenbrach y Stulz (2009); Cheng et al. (2010); Bebchuk y Spamann (2010) y Bebchuk, Cohen y Spamann (2010). En este sentido se puede interpretar también la afirmación de Chuck Prince, CEO of Citigroup (Financial Times, julio de 2007): “When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing”.

nivel de confianza que una persona tiene en otra aleatoriamente seleccionada. Este desplome en la confianza estuvo provocado en gran medida por la aparición de comportamientos oportunistas (como el emblemático fraude de Bernard Madoff) que salieron a la luz, gracias a la, por entonces, incipiente crisis y contribuyeron a ensombrecer a toda la industria financiera. De hecho, en los estados de los EEUU con un mayor número de víctimas del fraude de Madoff, el nivel de confianza en los intermediarios financieros ha caído más que en estados con una menor concentración de víctimas de este fraude⁷.

Las crisis pasadas y la actual tienen en común desajustes en los vencimientos (excesiva transformación de plazos) en instituciones muy apalancadas, contagio a través de la exposición interbancaria, y problemas de coordinación de los inversores que inducen a los participantes en el mercado interbancario y en el mercado de papel comercial a no renovar sus créditos por miedo a que otros tampoco lo harán. El resultado es el colapso del mercado de papel comercial con garantía de activos (titulizaciones) y el colapso asociado del mercado interbancario. En la crisis actual el contagio se ha exacerbado por canales de mercado. La financiación mayorista ha acentuado la fragilidad. El apalancamiento se mueve de manera procíclica. Cuando los valores de los activos suben, con la contabilidad a valores de mercado, se fortalece el balance de las entidades permitiendo un mayor endeudamiento, y nuevas compras de activos alimentan el ciclo alcista de los precios y del apalancamiento. El proceso se invierte cuando se produce el desapalancamiento en la fase posterior de la crisis. La globalización del mercado financiero conduce potencialmente a una mayor diversificación, pero también a más posibilidades de contagio con efectos dominó entre entidades y contagios por problemas de información. Aquí desempeña un papel fundamental la opacidad de los nuevos instrumentos financieros derivados que conduce a la subestimación del enorme riesgo sistémico acumulado en el sistema así como un problema muy severo de selección adversa al no saberse exactamente ni la magnitud ni la distribución de las exposiciones a los productos tóxicos derivados de las hipotecas *subprime*. Este problema de información asimétrica paraliza los mercados interbancarios y los hace ilíquidos.

La crisis ha puesto de manifiesto importantes fallos regulatorios. Una primera constatación es que la regulación no parece haber ido acompañada con la aceleración del proceso de liberalización y de globalización del sector financiero que empezó en la década de los años setenta en los EEUU. La innovación financiera en productos derivados y titulizaciones, alimentada por una política monetaria laxa, ha generado una burbuja en la oferta de crédito y el mercado de la vivienda. Históricamente cambios tecnológicos importantes, como el ferrocarril, el automóvil o Internet, han ido asociados a burbujas especulativas en un contexto de gran asimetría informativa y de sesgos en las predicciones. La innovación financiera en los derivados no ha sido una excepción. Al mismo tiempo la innovación financiera ha sido acusada de desestabilizar al sector bancario y a los mercados financieros y de ayudar a los operadores a soslayar los requisitos de la regulación.

⁷ Véase EEAG (2010), cap. 2.



Una segunda constatación es el enorme desarrollo del sector financiero, y en particular de la banca de inversión en los EEUU, antes de la crisis, que logra tasas de rendimiento extraordinariamente elevadas de forma sostenida y cuyos beneficios son compartidos con los trabajadores de la industria en forma de altos salarios y compensaciones. El sector financiero captura un porcentaje muy elevado y creciente del valor añadido de la economía⁸. La pregunta de fondo es cuál es la causa de estos rendimientos extraordinarios sistemáticos. La asunción de riesgos excesivos⁹ (que se concreta en grandes beneficios en la fase alcista y pérdidas limitadas por los mecanismos aseguradores en la fase bajista) o un grado de competencia insuficiente son las causas próximas a examinar, y corregir en su caso.

Una regulación inadecuada ha permitido y agravado la crisis. En primer lugar, una regulación dual que permite el arbitraje regulatorio entre el sector regulado de las entidades de depósito y el sistema bancario paralelo de los vehículos estructurados y la banca de inversión. En segundo lugar, unos niveles de requisitos de capital insuficientes en cantidad y calidad, y falta de atención a las necesidades de liquidez. A los bajos niveles de capital se añaden bajos niveles de liquidez que introducen una mayor fragilidad en el sistema. El apalancamiento ha tendido al alza. A ello se añade que las ratios de capital en lugar de modular el ciclo lo acentúan al ser fijos durante el ciclo. Además, en el ciclo del apalancamiento la contabilidad según valor de mercado tiene propiedades procíclicas. La regulación no ha tenido en cuenta el riesgo sistémico, ni el regulador ha tenido la necesaria información sobre el mismo, ni las instituciones potencialmente sistémicas han tenido un tratamiento diferenciado. La opacidad del sistema bancario paralelo y de los mercados de derivados no organizados (*over-the-counter*) han contribuido a ocultar el riesgo sistémico. Finalmente, el importante papel que en la regulación desempeñan las agencias de calificación crediticia (por ejemplo, en la determinación de las necesidades de capital) ha sido guiado por una competencia a la baja en estándares sin supervisión adecuada del regulador.

En general la regulación no ha tenido en cuenta de manera apropiada los conflictos de interés y se apoyado en exceso en los mecanismos de auto-regulación y de gobierno corporativo. La influencia del sector financiero, y de la banca de inversión en particular, no son ajenas al establecimiento de regulaciones laxas. La regulación financiera tiene un importante componente de economía política.

⁸ La explicación del aumento aparente de la productividad en el sector financiero puede estar en un incremento de la asunción de riesgo o en un aumento del poder de mercado de las entidades financieras.

⁹ La banca ha aumentado su exposición al riesgo, entre otras estrategias, con elevados niveles de apalancamiento, aumentando sus activos en el *trading book* (en donde los requisitos de capital son menores), y apostando por activos muy rentables en tiempos normales pero con resultados potencialmente catastróficos en tiempos de crisis.

4. La reforma regulatoria en curso

La reforma de la regulación se debería asentar en los siguientes aspectos clave. En primer lugar, los bancos centrales deberían tener un mandato para mantener la estabilidad financiera. En algunos casos este mandato ya existe formalmente pero la crisis actual requiere la reconsideración del papel de las cantidades en el balance del sector financiero para atajar posibles burbujas especulativas. Para ello se requieren medidas macroprudenciales específicas que tengan en cuenta la evolución de las necesidades de capital y liquidez a lo largo del ciclo económico. Las provisiones dinámicas del Banco de España son un ejemplo.

En segundo lugar, cualquier institución que realiza las funciones de la banca (transformaciones de vencimientos, supervisión de créditos opacos) es frágil, está sujeta a pánicos y necesita la cobertura de una red de seguridad, y por tanto, no puede escapar a la supervisión. La regulación y la supervisión deben extenderse a todas las entidades que realizan las funciones de bancos.

En tercer lugar, las pérdidas esperadas de los pasivos garantizados por el gobierno deben ser cubiertas por primas de seguro que dependan del riesgo asumido por la entidad. Al mismo tiempo, la falta de observabilidad de las acciones de los bancos que actúan protegidos por la red de seguridad (el problema del riesgo moral) apunta a la necesidad de limitar su rango de actividades (en particular las más arriesgadas, como por ejemplo, *proprietary trading*)¹⁰.

En cuarto lugar, las instituciones que ocupan un lugar central en el sistema financiero, para las cuales la doctrina de TBTF se aplica con mayor intensidad, deben ser reguladas de manera que los potenciales efectos externos de su quiebra sean internalizados por las mismas. Ello es posible mediante tasas à la Pigou impuestas a las instituciones según su contribución al riesgo sistémico¹¹. Debido a la presencia de estas instituciones en los mercados globales, los estándares regulatorios deberían ser uniformes y acompañados por una supervisión coordinada internacionalmente.

En quinto lugar, un enfoque fragmentario de la regulación financiera no funciona: se necesita tener en cuenta de manera coordinada los requisitos de capital y de liquidez, y el grado de liberalización del mercado¹²; se debe inducir una alineación de incentivos en el sistema en general, y en particular en cada paso desde la sala de juntas hasta el cliente, pasando por los ejecutivos, analistas, vendedores y agencias de calificación de riesgo.

Finalmente, es preciso establecer mecanismos de manera que la intervención del supervisor no se posponga (*regulatory forbearance*) mientras los balances de las entidades financieras se deterioran y el capital disminuye. Este ha sido un problema tradicional en las crisis financieras que las alarga en el tiempo y aumenta su coste.

¹⁰ Véase Matutes y Vives (2000).

¹¹ Véase, por ejemplo, Acharya *et al.* (en prensa).

¹² Para un análisis de las relaciones entre competencia y estabilidad en banca, véase Vives (2010).



La respuesta de los gobiernos se ha dado mediante los trabajos del Comité de Estabilidad Financiera y del Banco de Pagos Internacionales (FSB y BIS, respectivamente, por sus siglas en inglés)¹³, y cambios legislativos en los EEUU, el Reino Unido y la Unión Europea.

Los requisitos de solvencia y liquidez de la banca van a aumentar de manera importante en el marco de la nueva regulación de Basilea (denominada *Basilea III*). Los objetivos de la regulación son que las entidades puedan sobrevivir a pérdidas inesperadas y que se ataje el posible contagio entre entidades. Se va a incrementar la cantidad (ratios de solvencia más estrictas) y calidad (menos instrumentos híbridos como participaciones preferentes o deuda subordinada en relación al *core capital* compuesto por acciones ordinarias –que debe ser el elemento predominante– y reservas, netos del fondo de comercio) del capital de las instituciones, con provisiones contracíclicas, y se van a imponer requisitos de liquidez para ajustar y moderar la transformación de plazos de la industria.

En términos de requisitos de capital, aunque no se han especificado aún, se espera que los actuales mínimos de ratios sobre activos ponderados por riesgo de 2% para el *core Tier 1*, 4% para el *Tier 1* (incluyendo acciones preferentes no acumulativas), y 8% para el capital regulatorio total (incluyendo acciones preferentes perpetuas e instrumentos híbridos deuda/capital, deuda subordinada, y provisiones genéricas) se aumenten sustancialmente¹⁴. Es posible que el mercado sea más exigente aún. La ponderación por riesgo de los activos está también en revisión. La filosofía es que el *core capital* es el que realmente protege en una situación de crisis. Por otra parte se exigirá mucho más capital para la cartera de negociación de los bancos y para las titulaciones complejas (como los CDO: *collateralized debt obligations*). Además, se simplificará los otros tipos de capital para asegurar que los riesgos de mercado sean respaldados por un capital de la misma calidad que los riesgos de crédito y operativos.

Para moderar la vulnerabilidad de la financiación mayorista, se propone introducir una ratio de liquidez a corto plazo (*liquidity coverage ratio*) para cubrir 30 días de retiradas con activos líquidos, y una ratio de largo plazo de fondos estables netos (*net stable funding*) para moderar la transformación de plazos (y que el activo a largo plazo no sea financiado a corto plazo)¹⁵. La segunda ratio debería proporcionar un colchón de un año para enfrentar problemas de rentabilidad o solvencia de una institución debidos a un incremento en los riesgos de crédito, de mercado, operacional u otros (incluyendo exposiciones fuera de balance); problemas por potenciales reducciones en la calificación de elementos del balance, y cualquier evento que ponga en tela de juicio la reputación de la institución.

¹³ En diciembre de 2009 el BIS sometió a consulta pública dos documentos: *Strengthening the resilience of the banking sector e International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. En julio de 2010 el BIS publicó un anexo con las principales modificaciones a la propuesta inicial acordadas hasta esa fecha.

¹⁴ *Tier 1* son los recursos propios básicos; *core Tier 1* son los recursos propios de más alta calidad.

¹⁵ Según el plan actual, esta ratio no será implementada hasta el año 2018 y aún puede estar sujeta a modificaciones.

Dentro de las nuevas propuestas en el marco de *Basilea III* también se incluye una ratio de apalancamiento con el objetivo de proporcionar un indicador simple, transparente y no basado en el riesgo que actúe como una medida suplementaria a la ratio de capital ponderada por riesgo de *Basilea II*. Este indicador, que se aplicará a nivel mundial, exigirá a los bancos mantener un total de capital *Tier 1* equivalente al 3% de los activos totales¹⁶. Se ha determinado además un período de transición para la implementación y posibles modificaciones a esta ratio. Los bancos estarán obligados a publicar esta ratio a partir de 2015 y deberán cumplir con el requerimiento del 3% a partir de 2018.

Estos requisitos representarán un aumento de coste para las instituciones y una disminución potencial de los niveles de crédito a corto plazo¹⁷. Asimismo, si se mantienen las ideas iniciales, los cambios propuestos penalizarán en términos de capital a las instituciones bancarias que tengan intereses y participaciones minoritarios y negocio asegurador. En efecto, los intereses minoritarios no se consolidarían en el *core capital (Tier 1)*¹⁸ mientras que sí computarían como activos ponderados por riesgo (la razón es que el interés minoritario puede cubrir el riesgo de la subsidiaria relacionada pero no el riesgo del grupo y se evita un posible arbitraje regulatorio); asimismo las participaciones significativas (de más del 10%) en instituciones financieras no consolidadas (bancos, seguros, y otras entidades financieras) se reconocerán como parte del *core capital* sólo hasta un límite del 10% de las acciones ordinarias (para evitar el contagio de problemas en las subsidiarias al grupo).

La promulgación de la *Dodd-Frank Act* en los EEUU (julio de 2010) representa un esfuerzo por fortalecer las capacidades de regulación y supervisión. Entre los cambios más importantes se encuentran la creación de un consejo de reguladores (*Financial Stability Oversight Council*) a cargo de la identificación de las entidades con importancia sistémica –a las cuales se les impondrán requerimientos más exigentes de liquidez, capital y apalancamiento–, la protección a los consumidores respecto a la falta de información sobre los productos financieros, la limitación de las actividades de inversión por cuenta propia de los bancos (*Volcker Rule*¹⁹), la mayor transparencia en las transacciones con derivados, y la capacidad de los reguladores de tomar el control y liquidar las entidades financieras con problemas cuya quiebra amenazaría la estabilidad del sistema, recayendo las pérdidas sobre los accionistas y acreedores no asegurados²⁰.

¹⁶ Se evaluará además la posibilidad de medir la ratio de apalancamiento a partir del capital total o de las acciones comunes tangibles, en vez de a partir de la nueva definición de *Tier 1*.

¹⁷ Las estimaciones de los efectos a corto plazo del BIS son muy moderadas mientras que las realizadas por el propio sector financiero son mucho más dramáticas.

¹⁸ Algunos intereses minoritarios en subsidiarias extranjeras sí podrán ser contabilizados como capital básico de *Tier 1* (acciones comunes), respaldando pérdidas específicas de esas subsidiarias.

¹⁹ En la versión aprobada de la ley se establece la implementación de una versión menos estricta que la inicial de la *Volcker Rule*: los bancos podrán invertir hasta 3% de su capital *Tier 1* en *proprietary trading*, y también podrán invertir hasta un 3% del capital *Tier 1* en *hedge funds* y *private equity funds*.

²⁰ Antes de la reforma, las opciones de actuación de los reguladores frente a entidades financieras no bancarias en problemas era rescatarlas o permitir su quiebra (como en los casos de Bear Stearns, Lehman Brothers y AIG). Los costes del proceso de liquidación de la entidad serán financiados por una tasa impuesta (después de la quiebra) a las empresas financieras con activos superiores a los US\$ 50.000 millones.



Las entidades de importancia sistémica podrán estar sujetas a requisitos adicionales a discreción del regulador, reduciendo su complejidad, adoptando “testamentos” para establecer los procedimientos de resolución en caso de quiebra, incrementando sus requisitos de capital, introduciendo instrumentos de deuda que se convierten en acciones en determinados supuestos, limitando su apalancamiento²¹, y creando subsidiarias capitalizadas independientemente.

En relación con los mercados, la *Dodd-Frank Act* ha establecido que las operaciones con derivados por parte de los bancos se deberán realizar a través de organismos centralizados y no en transacciones *over-the-counter*, que quedan bajo supervisión federal. Al mismo tiempo se establecen reglas prudenciales y de transparencia para que el mercado de titulaciones recupere su papel crucial en la financiación de la economía. Por ejemplo, la entidad originadora deberá retener una parte del riesgo (*stake* del 5%) para que así mantenga los incentivos a supervisar los créditos. Se establece también una agencia de protección del consumidor, el *Bureau of Consumer Financial Protection* (como una oficina dentro de la Reserva Federal pero independiente de ésta). Esta agencia podría ser un elemento que ayude a recuperar la confianza de los inversores y superar los conflictos de interés que han contagiado al sector. Las agencias de calificación de riesgos estarán sujetas a la supervisión de la SEC.

Se plantean asimismo en el debate internacional tasas e impuestos para internalizar las externalidades que las entidades sistémicas confieren al conjunto del sistema financiero. Estas tasas podrían acumularse para constituir fondos de rescate de entidades con problemas. La administración Obama ha propuesto un impuesto sobre el pasivo de la banca financiado en los mercados mayoristas del 0,15%²². El Reino Unido ha decidido imponer un impuesto similar a los bancos, así como Francia y Alemania (que consideran también un impuesto a las transacciones financieras de acuerdo con la Comisión Europea).

La contabilidad se tenderá a hacer más homogénea (en un proceso de convergencia entre los EEUU y la UE), y se armonizará la definición de capital para facilitar las comparaciones internacionales, el tratamiento de las posiciones fuera de balance, y la estimación del valor razonable en mercados ilíquidos.

Los mecanismos de compensación de los directivos y empleados están siendo revisados de manera exhaustiva con vistas a controlar la asunción de riesgo por parte de las entidades, así como el gobierno corporativo de la banca. Por ejemplo, la Comisión Europea ha propuesto medidas que restringen los pagos a ejecutivos bancarios cuando dejan la empresa y la prohibición que el primer ejecutivo sea el presidente del consejo de administración. La *Dodd-Frank Act* requiere que los accionistas expresen su opinión no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos.

²¹ En los EEUU las *Bank Holding Companies* ya tienen una ratio máxima de apalancamiento de deuda sobre capital de 24 (capital sobre activos del 4%). Con la aprobación de la *Dodd-Frank Act* se mantienen los límites actuales como requerimientos mínimos, pero se faculta al *Financial Stability Oversight Council* a imponer una ratio deuda/capital propio de 15:1, si se determina que la entidad representa un riesgo para la estabilidad financiera.

²² Este impuesto no fue incluido en la versión final de la *Dodd-Frank Act*.

5. Evaluación del proceso de reforma

El proceso de reforma iniciado con las propuestas de *Basilea III* y en los distintos países permite empezar a vislumbrar el futuro de la regulación financiera. Las medidas propuestas están en consonancia, en líneas generales, con los principios de reforma expuestos en la sección anterior. La cuestión es si la reforma será lo suficientemente ambiciosa y efectiva. Hoy por hoy, la falta de concreción no permite responder a la cuestión de forma clara pero hay escenarios en los que la reforma se pueda diluir.

En relación a las propuestas de *Basilea III*, y a falta de concretar los detalles, que son cruciales, habrá que ver si acaba estableciendo requisitos de capital y de liquidez suficientes y no distorsionadores. En efecto las propuestas iniciales podrían penalizar las *joint ventures* en banca, y por tanto sus potenciales beneficios en términos de entrada en el mercado, intercambios de conocimiento y buenas prácticas, así como inducir una menor diversificación geográfica y en segmentos del negocio como el asegurador. Las propuestas en relación a la liquidez tendrán implicaciones para la función de transformación de plazos de la banca dado que se pretende limitarla y podrían penalizar a la banca minorista (si se considera relativamente poco estable la financiación vía depósitos). Más compleja es la influencia previsible en la frontera entre intermediación y mercado. Los requisitos previstos de liquidez por el lado del activo harán menos atractivos los créditos y más los bonos, y en particular los públicos, y por el lado del pasivo primarán los depósitos minoristas frente a los fondos mayoristas no asegurados. El resultado podría ser una desintermediación del activo y una reintermediación del pasivo. De hecho, es posible que exista una tensión entre la tendencia a controlar y reducir la titulización por un lado y los aumentos en los requisitos de capital y de liquidez de los créditos de las entidades por otro. Una posibilidad es que la banca se aproxime más a un *narrow bank* (en donde los depósitos se invierten en activos líquidos y seguros como la deuda pública). Si esto es así surge la pregunta de quién hará la función de transformación de plazos que antes hacía la banca tradicional. Si son entidades no reguladas el problema del sistema bancario paralelo se reproducirá y las entidades que conviertan activos ilíquidos en pasivos líquidos seguirán siendo vulnerables y, si son sistémicas, seguirán siendo rescatadas.

En relación a las reformas en los EEUU, la *Dodd-Frank Act* deja a la discreción del regulador la implementación de la regulación. Los efectos dependerán por tanto de cómo se concrete y se lleve a la práctica su implementación. Así, la ley requiere la promulgación de nuevas regulaciones (se calcula que más de 200 nuevas reglas a cargo de 11 entidades diferentes). Al mismo tiempo, la gran discreción que se da al regulador puede ser problemática dada la experiencia en crisis pasadas. Reglas que obligan a la intervención en circunstancias objetivas pueden ser superiores²³.

²³ Por ejemplo, de acuerdo con la Ley de Mejoras de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos de EEUU (FDICIA, 1991), cuando la solvencia cae por debajo de cierto límite, el banco no puede expandir sus activos. Una nueva disminución de la solvencia puede provocar la necesidad de recapitalizar o incluso imponer límites máximos a los tipos de interés pasivos. La FDICIA busca reducir la facultad reguladora discrecional mediante normas rígidas de intervención, que se aplican de forma gradual (ver Dewatripont y Tirole, 1994).



Una segunda pregunta que necesita respuesta es cómo se va evitar que los mecanismos implícitos y explícitos de aseguramiento, junto con la responsabilidad limitada y la opacidad del activo de la banca, no provoquen una asunción excesiva de riesgo. Los testamentos vitales y mejoras en la transparencia en el balance de las entidades son elementos paliativos pero el problema va a persistir. La cuestión es si la tímida separación de actividades propuesta en la modificada *Volcker Rule* será suficiente. La cuestión es particularmente relevante para las entidades sistémicas. Aquí cabe destacar que lo que importa en relación al riesgo sistémico es la especialización, las conexiones y la posición de un banco en el sistema financiero más que el tamaño en sí, como el caso de Lehman Brothers muestra. Además, en términos del alcance de un banco lo que lleva al fallo de mercado es el conflicto de interés entre distintas actividades cuyo control debería ser la guía de posibles remedios estructurales de separación de actividades. La pregunta es si se han puesto en funcionamiento suficientes mecanismos de control de los conflictos de interés inherentes a los conglomerados financieros. En principio, impuestos que corrijan las externalidades generadas por las instituciones sistémicas son superiores a restricciones al tamaño de las entidades. Sin embargo, los gobiernos se decantan por impuestos y tasas como mecanismo recaudador (y para recuperar los costes de las ayudas a los bancos) más que corrector de externalidades. Se debate la conveniencia de impuestos *ex ante* o un fondo de seguro frente a impuestos *ex post* para financiar rescates. La imposición *ex ante* es preferible siempre que discrimine en términos del perfil de riesgo de las distintas entidades. Las propuestas de imposición solamente a los activos que se financian con deuda ignoran otras fuentes de riesgo sistémico (como las interconexiones de las entidades).

Otros aspectos de la reforma reguladora se pueden cuestionar. Es discutible que las reformas propuestas en el gobierno corporativo sean efectivas si no se ataca el problema fundamental de los incentivos generados por el seguro de depósito y los rescates de entidades TBTF que, junto con la responsabilidad limitada, inducen a los accionistas a querer tomar excesivo riesgo desde el punto de vista social. No es evidente que las limitaciones a las ventas a corto o al descubierto mejoren el funcionamiento del mercado cuando el problema de fondo es de manipulación del mercado. Cabe preguntarse también cómo se asegurará que los incentivos de las agencias de calificación de riesgos estén alineados socialmente. En relación a la protección del inversor/consumidor hay que destacar que la destrucción de la confianza a consecuencia de la crisis tiene implicaciones importantes para el futuro de los mercados financieros con descensos en la inversión en activos arriesgados, posible menor diversificación, financiación más a corto plazo, y menor dependencia y delegación en los intermediarios. Si se materializaran estas posibilidades tendería a aumentar la prima de riesgo y se encarecería la financiación a largo plazo, dificultando proyectos con altas rentabilidades y largos vencimientos. Para recuperar la confianza es necesario un nuevo contrato entre la banca y los consumidores e inversores de manera que se eliminen los conflictos de interés y se aumente la transparencia para el cliente. La cuestión es si la regulación estará a la altura para fomentar este nuevo contrato.

La reforma reguladora puede tener un impacto importante en el grado de internacionalización del sector bancario. En efecto, el tratamiento dado en los requisitos de capital a las participaciones minoritarias tendrá consecuencias importantes en la expansión internacional de las entidades financieras, y la tendencia a aislar los problemas de las entidades en el país en que se den puede llevar a entidades supranacionales que sean colecciones de subsidiarias capitalizadas, reguladas y supervisadas independientemente. Por ejemplo, en la UE sustituyendo las sucursales por subsidiarias nacionales. Ello puede representar un freno a la integración del mercado financiero europeo. Además, en la UE, y en la Eurozona en particular, se necesitan mecanismos de resolución de crisis de entidades paneuropeas que establezcan *ex ante* la financiación de la reestructuración y que estén acompañadas de un seguro de depósito a nivel europeo para evitar problemas como los explicitados en la quiebra de Fortis. Este tema está sobre la mesa de debate en la UE.

La innovación financiera ha tenido un papel controvertido al facilitar el arbitraje regulatorio (como el abuso en las titulaciones para evitar requisitos de capital). La raíz del problema es más una regulación inadecuada que la innovación en sí. Por ejemplo, los mercados de derivados proporcionan oportunidades de cobertura a los agentes económicos y señales informativas que agregan la información dispersa en el mercado y este papel se puede preservar con el control y la transparencia del riesgo de contrapartida. La titulización en sí es una innovación que permite transferir el riesgo y diversificar y, por consiguiente, aumentar el crédito disponible para la economía. Los problemas detectados se derivan de la cadena de incentivos incorrectos mencionados anteriormente en el marco de una regulación deficiente. El reto en este caso consiste en establecer una regulación del sector financiero que permita el desarrollo de la titulización con los incentivos adecuados (entre ellos requisitos apropiados de capital).

6. Conclusiones

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades muy importantes en la regulación y supervisión del sistema financiero y deja más preguntas e interrogantes que certezas sobre el camino adecuado a seguir.

La regulación se enfrenta al reto de cómo hacer el sistema financiero más resistente y estable sin reprimir su desarrollo, protegiendo el interés público, la innovación, y preservando la globalización. Ello es crucial puesto que el sistema financiero es una pieza importante del crecimiento económico. A largo plazo no hay contradicción entre estabilidad del sistema financiero y crecimiento económico. El sector financiero se enfrenta al reto de recuperar la confianza y la reputación, y de adaptarse al nuevo entorno regulador más estricto, consecuencia de la visión de que el sector ha disfrutado de retornos excesivos debido a un asunción de riesgo también excesiva, ajustándose su tamaño a su contribución al desarrollo de la economía.



Las consecuencias de los cambios regulatorios serán muy importantes en la definición del modelo de negocio y en la estrategia de internacionalización de los intermediarios financieros aunque, de momento, el grado de incertidumbre es elevado dada la falta de concreción de las reformas emprendidas. La dirección del proceso de reforma parece adecuada pero habrá que esperar a los detalles para poder evaluar su grado de efectividad.

Referencias bibliográficas

- ACHARYA, V.; PEDERSEN, L.; PHILIPPON, T. y RICHARDSON, M. (en prensa): “A Tax on Systemic Risk”; en HAUBRICH, J. y LO, A., dirs.: *Quantifying Systemic Risk*. Cambridge, NBER.
- ADRIAN, T. y SHIN, H. S. (2010): “Liquidity and leverage”; en *Journal of Financial Intermediation* (19, 3); pp. 418-437.
- BEBCHUK, L.; COHEN, A. y SPAMANN, H. (2010): “The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”; en *Yale Journal on Regulation* (27, 2); pp. 257-282.
- BEBCHUK, L. y SPAMANN, H. (2010): “Regulating bankers’ pay”; en *Georgetown Law Journal* (98, 2); pp. 247-287.
- CAMINAL, R.; GUAL, J. y VIVES, X. (1990): “Competition in Spanish banking”; en DERMINE, J., dir.: *European banking in the 1990s*. Oxford, Basil Blackwell; pp. 271-321.
- CHENG, I.-H.; HONG, H. y SCHEINKMAN, J. (2010): “Yesterday’s heroes: compensation and creative risk-taking”. Copia mimeografiada.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y DETRAGIACHE, E. (1998): “The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries”; en *IMF Staff Papers* (45, 1); pp. 81-109.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y DETRAGIACHE, E. (2001): “Financial liberalization and financial fragility”; en CAPRIO, G.; HONOHAN, P. y STIGLITZ, J., dirs.: *Financial liberalization: how far, how fast?* Cambridge, Cambridge University Press; pp. 96-124.
- DEWATRIPONT, M., y TIROLE, J. (1994): *The prudential regulation of banks*. Cambridge, MIT Press.
- EEAG (2010): “The Financial Crisis”; en CORSETTI, G.; DEVEREUX, M. P.; GUIISO, L.; HASSLER, J.; SAINT-PAUL, G.; SINN, H.-W.; STURM, J. E. y VIVES, X.: *The EEAG report on the European economy 2010*.



- FAHLENBRACH, R. y STULZ, R. (2009): *Bank CEO incentives and the credit crisis*. ECGI Finance Working Paper 256.
- HONKAPOHJA, S. (2009): *The 1990's financial crises in Nordic countries*. Bank of Finland Research Papers 5.
- HOSHI, T. y KASHYAP, A. (2000): "The Japanese banking crisis: where did it come from and how will it end?"; en *NBER Macroeconomics Annual 1999*, 14; pp. 129-201.
- MATUTES, C. y VIVES, X. (2000): "Imperfect Competition, Risk Taking and Regulation in Banking"; en *European Economic Review* 44 (1); pp. 1-34.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2009): *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*. Princeton, Princeton University Press.
- SHIN, H. S. (2009): "Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis", en *Journal of Economic Perspectives* 23 (1); pp. 101-119.
- VIVES, X. (en prensa): "Competition and stability in banking"; CESifo WP 3050, en *Monetary Policy under Financial Turbulence (Proceedings of the Annual Conference of the Central Bank of Chile)*.



PERSPECTIVAS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (UME)

Antonio Torrero *

Resumen

La ampliación de los diferenciales de los tipos de interés entre los países del euro ha abierto una nueva dinámica. Ahora, la financiación y el coste de los recursos dependen del juicio que merezca la situación de cada economía nacional a los mercados financieros mundiales.

Los Estados –todos, en mayor o menor medida– tienen recortada su soberanía, tanto más cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento del país y más aguda la dependencia de las valoraciones de los activos en las carteras de los agentes económicos nacionales.

Abstract

The expansion of interest rate spreads between countries in the EuroZone has opened up a new dynamic. Now, financing and the cost of resources depend on the judgement made by the global financial markets regarding the situation in each national economy.

Governments –all of them to a greater or lesser degree– have had their sovereignty reined in, more so when the level of the country's indebtedness is higher and its dependence on the assessments of assets in the portfolios of national economic agents is more acute.

1. Una nueva situación

Con la crisis financiera que estalla en el otoño de 2007, y el agudo agravamiento por la caída de Lehman Brothers un año después, la UME ha entrado en una nueva etapa dominada por la inestabilidad y la incertidumbre respecto a su futuro.

La crisis financiera ha afectado a todos los países de la Unión, por motivos diferentes:

- En los países ahorradores (Alemania a la cabeza), la crisis financiera internacional se ha manifestado a través del deterioro de los activos del sistema bancario, compradores ávidos de activos tóxicos con alta rentabilidad y calificación.
- Los países menos desarrollados de la UME (España entre ellos) no han sido compradores de esos activos tóxicos, pero el amparo financiero del euro les permitió, durante casi una década, un fuerte crecimiento basado en el endeudamiento masivo de familias y empresas, obtenido de los mercados internacionales, intermediado por el sistema bancario y empleado básicamente en el sector construcción.

La ampliación de los diferenciales de los tipos de interés entre los países del euro ha abierto una nueva dinámica. Ahora, la financiación y el coste de los recursos dependen del juicio que merezca la situación de cada economía nacional a los mercados financieros mundiales.

La UME, concebida como un espacio en el cual las diferencias de tipos de interés eran marginales, y reflejo, principalmente de la dimensión de los mercados de bonos públicos, ya no existe. Las condiciones financieras similares desaparecieron cuando el endeudamiento de los países (el total, no sólo el público) dependientes en mayor medida de la financiación exterior (España en lugar muy significado), alcanzó un nivel inquietante para los prestamistas.

* Universidad de Alcalá.

Para mostrar mi opinión con claridad: La UME se ha mantenido estable en tanto que los países menos competitivos compensaban su inferioridad tecnológica y organizativa mediante la apelación al endeudamiento exterior. Ese proceso ha finalizado. Se ha abierto una nueva etapa.

¿Qué puede suceder? ¿Cuál será el desenlace de la dinámica que se ha puesto en marcha? Naturalmente, lo ignoro. Permítaseme, sin embargo, que especule sobre lo que puede acontecer.

Keynes dijo en cierta ocasión que “lo inevitable nunca sucede, siempre tiene lugar lo inesperado”. Esto debería ser aviso para los arriesgados profetas. No obstante, pese a su afirmación, él no dejó de intentar entrever el futuro, con distinta fortuna, pero con un saldo final que me parece admirable.

Como es obvio, puede producirse cualquier acontecimiento completamente imprevisible que altere el panorama actual: un desastre natural, una situación bélica, una revolución política en un país importante, un agravamiento de la crisis financiera internacional...

Supongamos que no se produce un suceso de ese tipo, exógeno al sistema. Intentaré elucubrar sobre lo que puede acontecer tomando como hilo conductor el comportamiento de los mercados financieros. Es posible que se atribuya la evolución a un acontecimiento *completamente* imprevisible; pudiera ser, empero, que sólo fuera el detonante de la precipitación de una tendencia de fondo *algo más* previsible, que intentaré esbozar a continuación.

La mayor inestabilidad financiera se debe al peso creciente de los mercados en el sistema financiero mundial. A esta situación se ha llegado en un proceso que arranca de la ruptura de la organización surgida en Bretton Woods en 1973, apoyado en un cambio fundamental en las ideas económicas y financieras¹. No puedo abordar aquí las posibles consecuencias económicas aunque pueden apreciarse en el texto que sigue mis prevenciones al respecto. Lo que deseo situar como punto de partida son dos temas:

- 1) El predominio de los mercados conlleva una perspectiva temporal distinta; ahora las decisiones sobre la movilidad de los recursos financieros es constante y los ajustes son inmediatos.
- 2) Las motivaciones de los que adoptan las decisiones son diferentes a las pautas que rigen las de los banqueros o las del Fondo Monetario Internacional (FMI); los gestores profesionales son ahora los protagonistas fundamentales y tienen sus propios intereses y modelo de comportamiento.

¹ El lector interesado puede recurrir a Torrero (2008).



2. Crisis financiera y reformas institucionales

La crisis financiera en la que estamos inmersos ha impulsado la reflexión sobre la adecuación institucional en los sistemas financieros, planteándose propuestas en orden a corregir los defectos que la han provocado. La Gran Depresión de los años treinta del pasado siglo, inspiró la legislación financiera del *New Deal*: separó la banca comercial de la de inversión; creó el seguro de depósitos; y estableció límites a la competencia en la captación de los recursos de las entidades de depósito.

La profundidad de la crisis financiera actual induce a reformas de gran calado. Las propuestas de reformas radicales (segmentación de actividades; limitaciones al tamaño de la entidad; control de los movimientos internacionales de capital...) se enfrentan a la poderosa resistencia de los grandes grupos financieros. Algunas modificaciones se han producido, destacando la desaparición de la banca de inversión como tal en los Estados Unidos; la mayoría de estas empresas se han integrado con otras entidades y, sobre todo, han sido colocadas bajo la supervisión de la Reserva Federal. Poco más. No se ha desmontado el entramado institucional ni se han corregido los estímulos que provocaron el aumento de la propensión al riesgo; persisten, por tanto, los impulsos de fondo que desencadenaron la crisis sistémica.

Tres características, que me parecen fundamentales, mantienen plenamente su vigencia: 1) el protagonismo de los mercados financieros y su interconexión con el sistema bancario; 2) el ámbito internacional en el cual operan las grandes instituciones financieras; y 3) el peso de la inversión institucional, con gestión profesional, orientada a todos los países y mercados, y conectada también con los grandes grupos financieros.

Los mercados financieros han pasado muy malos momentos. La liquidez desapareció súbitamente incluso en los mercados a corto plazo, lo que no había sucedido ni en La Gran Depresión como ha subrayado Greenspan (2010). Los apoyos públicos han sido fundamentales para su normalización. Sin embargo, ahora, como antes de la crisis, los mercados siguen siendo los protagonistas en la asignación del ahorro mundial.

El ámbito internacional plantea cuestiones con difícil respuesta. ¿Cómo se articula la regulación, la supervisión, y la resolución en caso de crisis? En la última década ha tenido lugar un proceso de concentración, con fuerte incremento de la dimensión de los grandes grupos financieros, presentes en todas las actividades; al tiempo, han extendido su presencia global. La crisis actual, y en particular el trauma de *Lehman Brothers*, ha situado en primera línea de atención el peligro del riesgo sistémico; una de las cuestiones, más debatidas es reducir la dimensión de los grupos financieros para que no se produzcan los efectos del riesgo moral implícitos en la idea de “demasiado grande para no salvarlo”, en caso de crisis (Thomson 2009; Brunnermeier *et al.* 2009). No obstante el riesgo sistémico no se deriva simplemente de la dimensión; es fundamental el grado de interconexión con otras instituciones financieras.

El espinoso, y no abordado asunto de la globalización financiera, plantea, además, otros interrogantes. La internacionalización de los flujos financieros se defiende con un argumento poderoso: permite la asignación de los recursos a los usos más productivos a nivel mundial. Un principio derivado del anterior es que la internacionalización posibilita que los países emergentes complementen su ahorro interno con el externo y aceleren su ritmo de crecimiento económico.

Esta armónica construcción se ha puesto en cuestión. Los flujos complementan el ahorro, pero el de los Estados Unidos, único país con capacidad de generación masiva de activos financieros para atender la creciente e insistente demanda. Los países emergentes, dudan de las ventajas de la entrada masiva de recursos puesto que, los impulsos positivos iniciales van seguidos del aumento de vulnerabilidad financiera y la mayor frecuencia de episodios de crisis (Rodrik y Subramarian, 2009).

¿Existen límites a la globalización financiera? De contestarse afirmativamente, ¿qué parámetros los determinarían?, ¿qué autoridad los impondría?, ¿ven todos los países el tema con el mismo prisma?, ¿tienen todos los países intereses similares al respecto? Sobre estas relevantes cuestiones se está produciendo un alud de análisis y reflexiones; hay consenso en que la estabilidad financiera debe centrarse en considerar no sólo el riesgo de cada institución, sino el sistémico. En torno al resto de los asuntos de gran calado, la crítica del pasado ha avanzado mucho más que las propuestas *operativas* y *compartidas* sobre el entorno institucional del futuro.

La tercera característica es la decisiva importancia de la inversión institucional con gestión profesional y ámbito global. Me refiero a los Fondos Soberanos, a los Fondos de capital riesgo, a los *Hedge Funds*, a las instituciones financieras calificadas como “bancos en la sombra”, a las entidades administradoras de patrimonios, y a los propios grupos bancarios con un peso importante en la gestión de patrimonios ajenos y de sus propios recursos. Todos ellos confluyen en los mercados y con su actuación determinan la tendencia.

Me interesa subrayar dos aspectos: a) la creación de opinión, y b) el efecto rebaño.

En cuanto a la creación de opinión, los principales servicios de estudios de las instituciones financieras tienen una influencia importante y creciente. La sofisticación de los análisis y la capacidad de difusión les otorgan una gran relevancia en la configuración del clima del mercado. El seguimiento de la actuación de los actores principales de esta comunidad aumenta la emulación y el comportamiento gregario.

Como he señalado en otras ocasiones, el seguimiento de la actuación de otros, el comportamiento acompañando y reforzando la tendencia global, no es irracional en absoluto desde el punto de vista microeconómico, aunque puede incubar riesgo sistémico. Es comprensible que se intente actuar con la tendencia general cuando la incertidumbre induce a pensar que los demás pueden estar mejor informados; por otra parte, el error generalizado, caso de producirse, o de acabar en un desastre, es una cobertura sólida para el profesional que aconseja o adopta decisiones en los mercados.



3. Los mercados financieros y el euro

En los años de funcionamiento del euro se han gestado desigualdades en la evolución económica y financiera de los países integrantes, que eran percibidas por las instituciones y mercados financieros, esto es, por los evaluadores del riesgo. No alcanzaban, sin embargo, niveles que pudieran hacer temer una ruptura de la convención establecida respecto a la práctica igualdad de los tipos de interés, respaldada por la UME.

Las discrepancias se han acentuado con la crisis actual; los desequilibrios se han manifestado finalmente, en necesidades de financiación cada vez mayores que suscitaban inquietud en un marco de escaso crecimiento económico. Especial relevancia tienen los abultados déficit públicos cuya tendencia se considera insostenible, si no se producen correcciones inmediatas de gran entidad (Ceccetti *et al.* 2010).

El segundo aspecto destacado por los mercados ha sido la tibia respuesta de la UME ante las diferencias de coste de la financiación que se estaban agrandando, y las vacilaciones en la resolución de crisis en países concretos.

Los motivos de los países para adoptar el euro como moneda, renunciando a la autonomía monetaria, han sido muy diferentes. Sin entrar ahora en las razones específicas de cada país, se entendió, en términos generales, que la moneda común era un elemento de cohesión que habría de impulsar el largo camino hacia la unión política².

En los países con menor nivel de renta, la entrada en el euro se consideraba el ancla proveedora de disciplina y rigor en la conducción de la economía, así como la palanca que permitiría la reducción de los tipos de interés y el fácil acceso a la financiación en el mercado internacional.

Lo que se ha puesto de relieve, sin embargo, es que el amparo del euro ha permitido que los desequilibrios financieros alcancen una magnitud impensable con moneda propia. Mientras crecía el endeudamiento con el exterior, estos países –entre ellos España– experimentaban los mayores crecimientos en la UME, y también pérdidas acumuladas de competitividad por la superior tasa de inflación.

Con la crisis financiera, esta evolución ha generado una tendencia de difícil corrección: crecimiento del endeudamiento público, bajo crecimiento económico, y costes crecientes de la financiación exterior. La renovación del stock de deuda total (no sólo pública) se ha convertido así en la preocupación esencial de los gobiernos; esto significa que la opinión de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de las economías es una cuestión fundamental.

² Para una visión crítica de este planteamiento, realizada en 1996, ver Torrero (2010).

Para expresarlo con más claridad: han resultado fallidas las esperanzas de que la UME conllevara rigor y disciplina presupuestaria; ahora, quien está imponiendo las directrices son los mercados financieros y su parámetro básico para decidir es la capacidad de los prestatarios para hacer frente a sus obligaciones financieras en el futuro.

Es importante percibir el cambio que se ha producido: los gobiernos tenían a Bruselas como referencia para evaluar su margen de discrecionalidad y decidir en consecuencia; de forma paulatina, pero perceptible, la orientación ha pasado hacia el juicio que merezcan las decisiones a los mercados financieros, que es tanto como decir a las instituciones de inversión, regidas por profesionales con criterios e intereses específicos.

Ya no se trata de apelar a la comprensión y a la solidaridad de prestamistas bancarios, del FMI o de los socios europeos. Las reacciones de los mercados pueden ser expeditivas, susceptibles de movimientos súbitos provocados por el comportamiento gregario de los operadores financieros; como se ha advertido de forma gráfica, éstos votan, y continuamente, con los pies.

4. La difícil explicación del protagonismo de los mercados financieros

Cuando los bancos internacionales han sido los prestamistas fundamentales, como sucedió con el reciclaje de los petrodólares entre 1973 y 1982, la presencia y presión de los financiadores era identificable y visible. Si los préstamos los realiza un país, o el FMI sucede lo mismo: se conoce el acreedor, se sabe con quien negociar, así como sus exigencias y capacidad de intimidación.

Incluso si el protagonismo se concentra en un centro financiero, se identifica el ámbito de decisión. Durante más de un siglo –de hecho hasta el comienzo de la segunda guerra mundial– la City de Londres era el gran mercado para la colocación de empréstitos de empresas y países. La opinión de las instituciones que conformaban la City determinaba las posibilidades de obtención de fondos, y sus códigos de valoración eran conocidos.

La situación actual es completamente distinta. No hay un centro financiero identificable geográficamente que asuma el protagonismo ni tampoco instituciones financieras concretas. Los mercados financieros están conformados por una comunidad numerosísima de gestores profesionales, los cuales actúan por cuenta de instituciones, financieras y no financieras, muy diversas (bancos, aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones, *hedge funds*... y un largo etcétera); operan con perspectiva global en todos los mercados (acciones, bonos, mercancías...); y tienen una extraordinaria capacidad de movilizar recursos mediante una alta tasa de endeudamiento (*leverage*) y la apelación a los productos derivados.



Esa comunidad difusa de gestores profesionales, se comporta y decide sobre la base de datos e informaciones que se difunden a nivel internacional de manera inmediata. Dos principios básicos orientan sus decisiones: 1) el riesgo personal, que afecta a *su* reputación, a *su* empleo y a *su* remuneración; y 2) su concepción temporal, con el predominio de la inmediatez de los resultados de su gestión. Como ha precisado Stiglitz (2010):

“Existen problemas de agencias también en el proceso de inversión: en buena medida realizado por fondos de pensiones y otras instituciones. Los que deciden las inversiones –y evalúan los resultados– no lo hacen por cuenta propia sino en nombre de los que han confiado sus fondos a su gestión. A lo largo de la cadena de “agencia” el énfasis respecto a los resultados se ha trasladado hacia los beneficios a corto plazo” (p. 13).

Con estas características lo que se impone es la “opción salida” por utilizar el fértil concepto de Hirschman (1970). Si los gestores consideran algo negativo no discuten, ni argumentan, simplemente venden. No puede extrañar que un colectivo de estas características, con un horizonte de cortísimo plazo, y ámbito internacional, esté sujeto a cambios súbitos de opinión –alteración de la convención– que tienen un impacto inmediato en la valoración de los activos y en la posibilidad de coste y de las nuevas emisiones.

Sobre ese “nuevo mundo” existen opiniones muy distintas respecto a la inestabilidad, riesgo sistémico, y eficiencia en la asignación de los recursos. Tengo que confesar una gran preocupación al respecto. Lo que no es realista es negar su existencia ni su relevancia; de hecho, ese colectivo de gestores constituye el auténtico gobierno financiero del mundo. Los Estados y los Bancos Centrales adoptan sus decisiones tratando de prever su reacción.

Los Estados –todos, en mayor o menor medida– tienen recortada su soberanía, tanto más cuanto mayor sea su nivel de endeudamiento y más aguda la dependencia de las valoraciones de los activos en las carteras de los agentes económicos nacionales.

En el caso español, me llama la atención las expresiones de rebeldía frente a ese poder real aunque éste no pueda identificarse con precisión. Se escuchan protestas de líderes políticos y sindicales en el sentido de rebelarse contra el dictado de los mercados. Son brindis al sol. Cuando se precisa la refinanciación de un endeudamiento considerable no cabe otra alternativa que aceptar el veredicto o situarse fuera del mercado financiero mundial. Esta última posibilidad para un país como España, una nación industrial moderna y miembro de la Unión Europea, supondría una catástrofe financiera.

Los españoles hemos vivido por encima de nuestras posibilidades, acumulando un endeudamiento en familias, empresas, y Administraciones Públicas realmente espectacular. Es preciso reducir ese nivel de endeudamiento y todos los agentes implicados han de hacerlo. Si las Administraciones Públicas, forzadas por la crisis, continúan la escalada del endeudamiento, la magnitud total de éste (la que realmente importa) no se reducirá, o no lo hará a un ritmo suficiente que ahuyente la inquietud de los mercados.

Es cierto que existe interdependencia entre el deudor imprudente y el acreedor inquieto por la suerte de sus activos. Tiene sentido el viejo dicho de que si se deben 1000 £, el deudor tiene un problema con el banco, pero si se debe un millón el banco tiene un problema. Conviene, sin embargo, situar la cuestión de la interdependencia financiera de Europa en sus justos términos. No cabe duda de que la tenencia de deuda pública griega por inversores e instituciones financieras alemanas o francesas, coloca a éstos en una situación delicada.

Si Grecia no pudiera atender sus obligaciones financieras, –como desgraciadamente es previsible– los acreedores se verán obligados a reconocer contablemente el quebranto y a ajustar sus balances. Sería un perjuicio importante para los acreedores, pero Francia o Alemania no verían alterada sustancialmente su organización económica, ni su marco político e institucional. En el caso de Grecia, a lo que está abocada es a una catástrofe financiera exponiéndose a quedar fuera de la UME. Serían problemas de otra dimensión.

5. Perspectivas de la UME

La estabilidad monetaria entre los países de la UME, cuya característica esencial ha sido la práctica igualdad en los tipos de interés más relevantes, los de la deuda pública, terminó con la crisis financiera. En mi opinión, ésta no ha sido la razón fundamental de que se abriera el abanico de tipos, pero sí el detonante que puso en marcha el proceso; la dinámica actual ha situado a los mercados en el centro de la escena, acentuando las divergencias e incrementando la inestabilidad.

100

Sin la crisis financiera las divergencias hubieran aparecido también aunque seguramente más tarde. En mi opinión, las diferentes estructuras productivas e institucionales de los países que integran la UME, el distinto peso del endeudamiento y de la credibilidad de los gobiernos, y la ausencia de un sistema fiscal para el conjunto, son las razones básicas que explican la divergencia entre los tipos de interés. Como ya he apuntado, la estabilidad se ha mantenido en tanto que los países menos competitivos han suplido esta carencia apelando al endeudamiento, y los operadores de los mercados han considerado firme la posición de la UME para mantener estable la situación.

Las divergencias entre los tipos de interés se mantendrán y se ampliarán de no producirse reformas institucionales a favor de la unificación fiscal, lo cual implicaría dar pasos firmes hacia la integración política de Europa. Una autoridad fiscal única actuando conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE) quizá tendría fuerza disuasoria para frenar la especulación y la inestabilidad cerrando la brecha actual.

De no caminarse en esa dirección, la divergencia y la inestabilidad se acentuarán en el futuro en un entorno dominado por los mercados financieros. Creo que esto será así por los motivos siguientes:



- Los operadores financieros han encontrado un nuevo campo de actuación para desarrollar su actividad profesional y obtener beneficios.
- Las propias divergencias actuales son la semilla de su continuidad y ampliación. Cuando mayor sea el coste de la deuda para los países más vulnerables, más reducidas serán las posibilidades de inversión y de crecimiento económico de éstos, lo que acentuará la dificultad de atender los costes del endeudamiento.
- Se están generalizando instrumentos y mercados, en especial el CDS (*Credit Default Swaps*), que facilitan la inestabilidad y la especulación.

De manera que si no se avanza en la integración europea, los mercados financieros marcarán la pauta y determinarán las posibilidades de los países en un clima de inestabilidad financiera que se cebará en los eslabones más débiles de la cadena. En esas circunstancias, no me parece probable que países con marcos tan diferentes puedan convivir bajo un signo monetario común.

6. Nota final

La argumentación expuesta creo que ayuda a comprender la difícil situación que ha de afrontar España. La clave reside en la escasa competitividad de nuestra economía puesto que el sector exterior permitiría la reactivación económica posibilitando el cumplimiento de las obligaciones financieras. La prepotencia del Gobierno y el retraso en la adopción de medidas de ajuste han mermado la credibilidad de los mercados en la capacidad de reacción del gobierno y de la economía española.

El ajuste de nuestra economía debería centrar su atención en facilitar por todos los medios posibles la reducción de los costes empresariales para mejorar nuestro desequilibrio con el exterior. Como he reiterado en otros trabajos³ esa reducción de costes es *extraordinariamente difícil* en una economía sin autonomía monetaria. No cabe otra solución, sin embargo, que el sacrificio y el esfuerzo para situar nuestro nivel de vida a tenor de nuestras posibilidades. De no actuarse con decisión, exponiendo con claridad la situación, la maquinaria de inestabilidad que son los mercados financieros concentrará su actuación en los países con menor credibilidad, abocándonos a una catástrofe financiera y a un fracaso histórico.

³ Ver en este sentido Torrero (2009 y 2010).

Referencias bibliográficas

- BRUNNERMEIER, M.; CROCKETT, A.; GOODHART, C.; PERSAUD, A. D. y SHIN, H. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation. Preliminary Conference Draft*. ICMB. Geneva Reports on The World Economy, nº 11.
- CECCHETTI, S. G.; MOHANT, M. S. y ZAMPOLLI, F. (2010): “The future of public debt: prospect and implications”. *BIS working papers*, nº 300, March.
- GREENSPAN, A. (2010): *The Crisis. Paper written for the Brookings Institution*. Second Draft: March, 9.
- HIRSCHMAN, A. O. (1970): *Exit, Voice and Loyalty. Response to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press.
- RODRIK, D. y SUBRAMARIAN, A. (2009): “Why Did Financial Globalization Dissappoint?”. *IMF Staff Papers*. Vol. 56, nº 1, pp. 112-138.
- STIGLITZ, J. E. (2010): *FREEFALL. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*. WW Norton & Company.
- THOMSON, J. B. (2009): “On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation”. *Policy Discussion Papers. Nº 27, August. Federal Reserve Bank of Cleveland*.
- TORRERO, A. (2008): *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y liberalización financiera*. Madrid, Marcial Pons.
- TORRERO, A. (2009): “La crisis financiera internacional. Repercusión sobre la Economía Española”. *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*. Documento de trabajo 08/2009. Disponible en <http://iaes.es/iaes/sp/publicaciones.htm>
- TORRERO, A. (2010): “Consecuencias del esfuerzo de convergencia de la economía española”. *Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*. Documento de trabajo 03/2010. Disponible en <http://iaes.es/iaes/sp/publicaciones.htm>



EL GOBIERNO DE LOS BANCOS: LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA¹

Vicente Salas Fumás *

Resumen

La valoración del gobierno corporativo desde los intereses de los accionistas, exclusivamente, da por supuesto que los intereses del resto de colectivos vinculados a la empresa están adecuadamente protegidos a través de los contratos, y que no existen efectos externos importantes para el conjunto de la sociedad. Este trabajo argumenta que estas condiciones no se cumplen para los bancos y, por ello, el buen gobierno corporativo de las entidades financieras tiene un significado diferente al del resto de sociedades mercantiles. Esta conclusión se demuestra relevante para comprender las causas de las crisis financieras y para el diseño de la regulación y la supervisión bancaria que trata de prevenirlas.

Abstract

Assessments carried out exclusively on the basis of the interests of corporate governance practices shareholders assumes that the interests of other collectives linked to the company are adequately protected through contracts and that there are no major external effects for society as a whole. This paper argues that these conditions are not fulfilled for banks and, therefore, the corporate governance of financial entities has a different significance and meaning than for other companies. This conclusion proves to be relevant when it comes to understanding the causes of financial crises and designing the banking regulatory and supervisory measures that aim to prevent them.

1. Introducción

Entre los muchos diagnósticos sobre las causas de la actual crisis financiera, uno que se repite con cierta insistencia vincula la crisis con una excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades financieras en general, y de los bancos en particular. Las iniciativas de reforma del sistema bancario mundial, incluida la nueva regulación prudencial (*Basilea III*), tratan de corregir las causas que están en el origen de conductas que exponen a los bancos a riesgos elevados. Mejorar el gobierno corporativo de los bancos y otras entidades financieras, incluyendo lo que se refiere a las decisiones sobre el nivel y la composición de las retribuciones de los altos directivos, ocupa un lugar destacado en la agenda de reforma. El objetivo de este trabajo es, en primer lugar, explicar las singularidades que concurren en el gobierno corporativo de bancos y entidades financieras, relacionándolas con las conductas que llevan a asumir riesgos excesivos. En segundo lugar, el trabajo analiza la actual crisis financiera desde la perspectiva de los intereses y comportamientos de accionistas y acreedores de los bancos. Finalmente se valoran algunas propuestas de reforma a la luz de la definición de buen gobierno corporativo de las entidades financieras propuesta en el trabajo.

El gobierno corporativo entra de lleno en el debate sobre las causas de la crisis y las recomendaciones de reforma en abril de 2009, cuando el Grupo de Trabajo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière, incluye a las deficiencias en el gobierno de los bancos entre las causas más importantes de la crisis financiera. Algo más

* Universidad de Zaragoza.

¹ Este texto se basa en parte en la ponencia presentada en las XXXI Jornadas de la Abogacía del Estado (Madrid, 25 de noviembre de 2009).

tarde, la OCDE concluye que las deficiencias en el funcionamiento de los mecanismos de gobierno han tenido su responsabilidad en la crisis y en las consecuencias posteriores (OCDE, 2009). La unanimidad en los pronunciamientos institucionales sobre la responsabilidad del gobierno corporativo de las entidades financieras en la crisis, contrasta con los resultados de un estudio académico (Beltratti y Stulz, 2009) donde se muestra que los accionistas bancarios que han soportado las mayores pérdidas entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008, son precisamente los de aquellos bancos que puntúan más alto en las escalas al uso sobre buen gobierno corporativo.

La conclusión sobre la responsabilidad o no del gobierno corporativo en la actual crisis financiera estará, lógicamente, condicionada por el significado que se atribuya a los términos de “buen gobierno”, en general, y cuando se trata de entidades financieras en particular. La OCDE (2009), a cuyas recomendaciones generales remite el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria cuando elabora sus propias recomendaciones de buen gobierno dirigidas a las entidades financieras, opina: primero, que los principios generales de buen gobierno elaborados por la Organización en 1999 y actualizados en 2004, siguen todos vigentes después de la crisis y, por tanto, no hay necesidad de revisarlos. Segundo, que los principios de buen gobierno son aplicables por igual a empresas financieras y no financieras. Sin embargo, también sobre este punto hay discrepancia pues opiniones bien fundamentadas consideran que el gobierno corporativo de la empresa bancaria debe juzgarse a partir de estándares distintos de los que generalmente se aplican a las empresas no financieras (Macey y O'Hara, 2003; Mülbart, 2009)².

La polarización en las retribuciones de los altos directivos de los diagnósticos sobre el gobierno corporativo de las entidades financieras; las discrepancias sobre el concepto de buen gobierno corporativo aplicable a los bancos; y algunas evidencias empíricas, a primera vista paradójicas, sobre la relación entre características del gobierno corporativo de bancos y rentabilidad de los accionistas, son razones suficientes como para dedicar algunas reflexiones al gobierno de los bancos en el marco de la crisis financiera actual. La principal conclusión del ejercicio de reflexión es que una visión del buen gobierno corporativo que se limita a juzgar si los mecanismos de gobierno salvaguardan mejor o peor los intereses de los accionistas, es insuficiente e inadecuada para orientar políticas públicas que encaucen la conducta de los bancos hacia un uso socialmente eficiente de los fondos captados en forma de depósitos u otros instrumentos de deuda. En otros términos, el buen gobierno corporativo desde los intereses de los accionistas bancarios (maximización del beneficio o maximización del valor de las acciones) tendrá un significado diferente al que se le atribuye desde los intereses de los órganos reguladores/ supervisores bancarios (maximizar el bienestar social). Para desarrollar este argumento y derivar algunas implicaciones del mismo, la exposición posterior se organiza del siguiente modo. En el primer apartado se revisa el concepto de gobierno corporativo en general y en el segundo se revisa el significado de buen gobierno cuando se trata de entidades

² A raíz de la crisis de las punto.com a comienzos de este siglo se publican varios trabajos sobre el gobierno corporativo de los bancos, especialmente en las revistas de estabilidad financiera editadas por bancos centrales, donde en todos ellos se destaca la singularidad de este tipo de empresas. Véase Macey y O'Hara (2003) desde Estados Unidos; Salas Fumás (2003) desde España; Devriese, Dewatripont, Haremans y Nguyen (2004) desde Bélgica; y Sauerzopt (2007) desde Austria.



financieras. El apartado tercero se centra en algunos aspectos particulares del debate sobre gobierno corporativo y crisis que consideramos importante analizar. Las conclusiones cierran el trabajo con una mirada hacia el futuro.

2. El gobierno corporativo

El gobierno corporativo, o *corporate governance*, remite habitualmente a los mecanismos a través de los cuales se toman las decisiones en organizaciones complejas, cuyo funcionamiento requiere una especialización entre órganos que asumen responsabilidades de *gestión*, y otros distintos que asumen responsabilidades de *control* (Fama y Jensen, 1983). Una de las organizaciones más representativas donde se establecen sistemas de gobierno separando en órganos distintos las funciones de control y las funciones de gestión, es la empresa capitalista moderna que cotiza en bolsa. El gobierno corporativo de las sociedades mercantiles cotizadas se juzga en función de que consiga o no un correcto equilibrio entre la función de control, que vela para que las decisiones de asignación de recursos se concreten en proyectos que van a dar una rentabilidad para los accionistas que les compense por el coste de oportunidad en que incurren; y la función de gestión, a la que le corresponde hacer propuestas sobre la estrategia a seguir y llevar a la práctica de forma efectiva la estrategia ratificada por el consejo en su papel de órgano de control. Un control excesivamente riguroso restará capacidad de iniciativa a los órganos de gestión, mientras que un control excesivamente laxo permitirá que la dirección de la sociedad destine recursos a iniciativas que responden a intereses personales, ajenos a los de los accionistas. En cualquier caso, el gobierno corporativo debe transmitir a los accionistas la suficiente confianza como para que acepten financiar los proyectos de inversión de la empresa a un coste razonable (Shleifer y Vishny, 1994; Becht y otros, 2004).

105

El interés por el gobierno corporativo surge también de la consideración de la empresa como un nexo de contratos entre diferentes propietarios de recursos que se impone a tras formas de gobernar la colaboración (por ejemplo contratos multilaterales propios del mercado) entre especialistas por economía en los costes de transacción (Jensen y Meckling, 1976). El nexo común tiene personalidad jurídica propia y los agentes se vinculan a él con contratos que establecen un marco general sobre la colaboración pero con muchos vacíos sobre cómo se actuará ante contingencias concretas. La empresa se dota de un sistema de gobierno, entendido ahora como un mecanismo para tomar decisiones en circunstancias no anticipadas por el contrato incompleto. La propiedad de la empresa es una de las instituciones que otorga el derecho residual a decidir y los accionistas como propietarios ostentan ese derecho según los términos establecidos por las leyes y los estatutos correspondientes. Por razones de eficiencia la asignación del derecho residual a decidir se acompaña de una retribución en forma de renta residual (no precontratada) para quien los ostenta, que en el caso de los accionistas es el beneficio³.

³ La existencia de derechos residuales de decisión describe un entorno de contratos incompletos que propician una negociación posterior al momento en que se realizan las inversiones productivas, sobre el reparto de las rentas que corresponden a los activos específicos invertidos en la producción (cuasi-rentas). El gobierno corporativo, como mecanismo de decisión ex post incide en la eficiencia de la colaboración empresarial porque influye en los incentivos a invertir ex ante en los activos específicos.

Nos encontramos, por tanto, que en la empresa societaria concurren unos propietarios de recursos (proveedores de bienes intermedios, trabajadores, acreedores financieros...), que se vinculan con ella a través de contratos en los que se cede el derecho a utilizar los recursos a cambio de una contrapartida pactada de antemano, y otros (los accionistas) que ostentan los derechos residuales de decisión y reciben a cambio una contrapartida determinada como residuo o diferencia entre los ingresos generados y los pagos comprometidos. Al ocupar el último lugar en la prioridad para recibir contrapartidas a cambio de los recursos que aportan a la empresa, los accionistas arriesgan más y son más vulnerables a las decisiones que se toman y en definitiva más vulnerables al funcionamiento general de los mecanismos de gobierno. De ahí que el buen gobierno corporativo se juzgue habitualmente a partir del grado de protección efectiva que proporciona a los accionistas ajenos a la gestión (maximización del valor de mercado de las acciones). Esta aproximación al buen gobierno corporativo se desentiende de los intereses del resto de propietarios de recursos, distintos de los accionistas, que colaboran a través de la empresa, no porqué se consideren irrelevantes para el éxito final de la colaboración, sino porque se presupone que están satisfactoriamente protegidos por medio de los contratos.

La incorporación de criterios de bienestar social en la valoración de los sistemas de gobierno corporativo está justificada cuando concurren en su ámbito de aplicación circunstancias que pueden crear conflictos entre actuaciones dictadas por el interés privado, maximización del beneficio, y las que resultarían bajo criterios de interés social. Las circunstancias a que nos referimos incluyen: a) situaciones donde la protección, a través de contratos ex ante, de los intereses de los distintos grupos de interés que colaboran en la empresa, distintos de los accionistas que ostentan los derechos de decisión residuales, es imperfecta hasta el punto de hacer inviables colaboraciones que son potencialmente positivas en términos de creación de riqueza; b) casos en que las decisiones bajo el criterio de hacer máxima la riqueza de los accionistas, dan lugar a efectos externos más allá de los colectivos directamente implicados en la colaboración con capacidad de contratar; y c) cuando la actividad empresarial da lugar a un reparto injusto, o éticamente inaceptable por las normas sociales vigentes, de la riqueza creada. La teoría del gobierno corporativo forma parte de la economía del bienestar y el gobierno corporativo se juzga a partir de si asegura o no que las decisiones de la empresa se toman bajo el criterio de hacer máximo el bienestar social (Tirole, 2000).

Esta doble perspectiva sobre los fundamentos conceptuales del gobierno corporativo (la de la contratación privada y la protección de los intereses de los accionistas como fin último a perseguir, y la de los costes de transacción, los efectos externos y la equidad distributiva propios de la economía del bienestar) se pone de manifiesto en la redacción de los códigos de buen gobierno que rigen en los distintos países. El Código Unificado vigente en España se decanta explícitamente por la visión contractual de la empresa como eje director de las recomendaciones, dejando para las instancias públicas la intervención legislativa orientada a proteger intereses generales. En los últimos años la visión contractual de la empresa se ha ampliado para dar cabida dentro del gobierno corporativo a la llamada *responsabilidad social de la empresa* (RSE). La RSE reconoce que existen fuerzas del mercado que llevan



a las empresas a incorporar ciertos efectos externos en sus decisiones de maximización del beneficio, con lo cual los intereses privado y social se acercan. Sin embargo la RSE no es suficiente como para esperar que el conflicto entre el interés privado y el interés social llegue a desaparecer o a perder significancia. Por ello el gobierno corporativo de la empresa en general y de la empresa bancaria en particular debe seguir estudiándose dentro del ámbito de la economía del bienestar.

3. Gobierno corporativo y bancos

Los bancos son entidades que emiten títulos en los mercados de valores y por ello se encuentran sometidos a las normas de gobierno corporativo, de carácter legal y voluntario (estas últimas formando parte de los códigos de buen gobierno), que rigen para cualquier empresa con títulos cotizados. Para que los bancos merezcan una atención especial, en cuanto a las características y exigencias de su gobierno corporativo, deben concurrir en ellos rasgos diferenciados y de singular relevancia⁴. ¿Cuáles son estos rasgos?

Probablemente el más determinante tiene que ver con la propia naturaleza del negocio bancario, que consiste en captar depósitos para conceder préstamos. Esta función de los bancos significa, en primer lugar, que cualquier banco tendrá una estructura financiera altamente apalancada, con una relación entre deuda (depósitos, bonos y otros títulos de deuda) y fondos propio, muy por encima de la habitual entre las empresas no financieras. En segundo lugar, los depositantes son, en gran parte, inexpertos en materias de control y evaluación de riesgos; además el elevado número de depositantes de una misma entidad complica enormemente actuaciones colectivas en defensa de intereses comunes. Tercero, los bancos proporcionan liquidez a los depositantes de manera que, en una parte al menos, aquellos tienen garantizada la plena disposición de los saldos en sus cuentas de depósitos en cualquier momento. Cuarto, los bancos sostienen el sistema de pagos de una economía, lo que les convierte en un soporte básico para el buen funcionamiento de todas las transacciones que se activan en la producción y la venta. Quinto, los bancos tienen encomendada una misión de control del capital que se concreta en valorar los riesgos que contraen con la concesión de préstamos, fijarles un precio acorde con ese riesgo y velar por el cumplimiento de los pagos de intereses y principal pactados en los contratos de deuda.

De la lista de rasgos singulares que concurren en la empresa bancaria, nos interesa destacar en esta exposición la inclinación de la empresa bancaria a asumir “riesgos excesivos” como resultado del alto apalancamiento y de la responsabilidad limitada. Veamos a través de un ejemplo ilustrativo el origen y el significado del riesgo excesivo⁵.

⁴ Véase Prowse (1997) y Mülbert (2009), además de las referencias de la nota 2.

⁵ En Dewatripont y Tirole (1994) puede encontrarse una exposición más técnica y detallada de la inclinación a la asunción de riesgos excesivos como fundamento y sus implicaciones para la regulación bancaria.

3.1. Asunción excesiva de riesgos: un ejemplo ilustrativo

Considérese un proyecto de inversión, A, que con un desembolso de 100 euros ofrece la posibilidad de recibir a cambio 100 euros o recibir 120 euros con igual probabilidad. El proyecto B por su parte ofrece, para le mismo volumen de inversión, la posibilidad de recibir 50 euros o recibir 150 también cada uno con igual probabilidad. El proyecto A ofrece una rentabilidad esperada del 10% ($[\frac{1}{2} 100 + \frac{1}{2} 120 - 100]/100$) mientras que la rentabilidad esperada del proyecto B es de -5% ($[\frac{1}{2} 40 + \frac{1}{2} 150] - 100/100$). Tanto si la inversión se financia íntegramente con fondos propios o se financia sólo con fondos ajenos la elección entre los dos proyectos lleva a preferir A sobre B.

Supóngase ahora que la inversión inicial de 100 euros se financia con 20 euros de fondos propios y 80 euros de fondos ajenos y que la inversión se realiza desde una institución que opera bajo responsabilidad limitada, es decir los acreedores reciben el máximo entre 80 euros, el nominal del préstamo, y el valor de los activos invertidos.

Los pagos para accionistas y titulares de la deuda, acreedores, que resultan de la elección entre los proyectos A y B se presentan en la Tabla 1. Los números que se muestran en la tabla ponen en evidencia dos consecuencias importantes del endeudamiento, el llamado efecto apalancamiento sobre la rentabilidad de los recursos propios, y el efecto de la transferencia de riesgos.

La rentabilidad esperada de los accionistas invirtiendo en el proyecto A es ahora del 50%, cuando si lo hubieran financiado íntegramente con fondos propios la rentabilidad esperada hubiera sido sólo del 10%. El aumento de rentabilidad es consecuencia exclusivamente del efecto apalancamiento que, en este caso, aumenta a la vez la esperanza y la varianza de la rentabilidad (cuando la financiación del proyecto A se realiza sólo con fondos propios la rentabilidad oscila entre 10% y 0, mientras que con apalancamiento el rango de rentabilidades es 100% y 0). En teoría el valor económico del proyecto A no cambia sea cual sea la forma de financiarlo porque el aumento de rentabilidad esperada que permite el endeudamiento es exactamente la prima adicional que exigen los accionistas por el mayor riesgo que asumen al incorporar deuda a la financiación del proyecto.

Tabla 1.
Rentabilidad de los proyectos con financiación de 80% deuda y 20% fondos propios

	Accionistas		Acreedores	
	Pro. A	Pro. B	Pro. A	Pro. B
Bien	40	70	80	80
Mal	20	0	80	40
Esperado	30	35	80	60
Renta	50%	75%	0	-25%



Pero el resultado más destacable de la Tabla 1 es que si los accionistas son quienes deciden el proyecto de inversión, con la estructura de financiación propuesta, eligen el proyecto B porque les ofrece una rentabilidad esperada del 75% (con el A la rentabilidad es del 50%). La preferencia por el proyecto B por parte de los accionistas se explica porque B tiene un riesgo mayor que el proyecto A pero los accionistas transfieren parte de ese riesgo a los titulares de la deuda. Ello es así porque la responsabilidad limitada permite a la empresa no devolver la deuda en los estados de naturaleza menos favorables, mientras que cuando los estados de naturaleza son favorables los acreedores reciben exactamente la deuda y el interés, y los accionistas se quedan con todas las ganancias elevadas. Puesto que los accionistas tienen acotadas sus pérdidas al capital aportado pero las ganancias pueden ser ilimitadas, para una estructura financiera dada los accionistas prefieren proyectos de mayor riesgo a proyectos de menor riesgo. Por otra parte, para un riesgo dado prefieren más endeudamiento a menos endeudamiento.

El “riesgo excesivo” aparece cuando, como ocurre en esta ilustración, los accionistas ganan con el proyecto arriesgado y los acreedores pierden, de manera que en conjunto se llega a una pérdida esperada neta negativa para el conjunto de acreedores y accionistas. El proyecto B tiene un valor actual neto negativo cuando se suma la riqueza de accionistas y acreedores y, a pesar de ello, los accionistas terminarían eligiéndolo porque la pérdida de riqueza por ese valor actual neto esperado negativo queda más que compensada por la riqueza que consiguen sustraer a los titulares de la deuda.

3.2. Riesgos excesivos en la empresa bancaria

109

La empresa bancaria opera bajo formas jurídicas de responsabilidad limitada y además, por su naturaleza, tiene una estructura financiera altamente apalancada. Se crean así condiciones propicias para que los accionistas-decisores tengan incentivos a asumir riesgos excesivos al elegir los proyectos de inversión donde invierten los depósitos de los clientes o la deuda colocada en el mercado. Tal como ilustra el ejemplo anterior, la asunción de *riesgos excesivos* significa que el banco invierta en proyectos que crean riqueza para los accionistas pero al mismo tiempo destruyen riqueza total cuando se tiene en cuenta el riesgo de pérdida que trasladan a los acreedores.

La financiación de las empresas no financieras a través de deuda bancaria significa que los bancos se exponen a las pérdidas por riesgos excesivos como consecuencia de los incentivos que actúan ahora sobre los accionistas de las empresas deudoras. En general los bancos anticipan la inclinación a asumir riesgos excesivos por parte de sus deudores bajo el régimen de responsabilidad limitada y tomarán precauciones. Una muy evidente es evitar que los deudores superen ciertos niveles de endeudamiento, lo que explicaría que deudas por encima del 40% del total de activos sean muy infrecuentes entre las empresas no financieras.

Pero los bancos se financian con deuda en unas proporciones elevadas y por ello son los propios bancos los que tendrán incentivos a transferir pérdidas a sus acreedores. De ahí que en principio deben ser estos acreedores quienes tomen iniciativas para evitar que los bancos les transfieran los riesgos. Entre los acreedores bancarios están los titulares de los depósitos y los depositantes que por su condición de pequeños ahorradores, inexpertos en funciones de supervisión, además de la propia opacidad que afecta a los riesgos latentes en los activos de los balances bancarios, tendrán muy complicado sino imposible establecer una vigilancia efectiva. Lo esperable es que el mercado de depósitos bancarios que hoy conocemos dejaría de existir si su funcionamiento fuera el de un mercado totalmente libre, por la falta de confianza de los depositantes en las entidades financieras ante la amenaza de quedar expuestos a las pérdidas por la asunción de riesgos excesivos.

Por otra parte, el contrato de depósito incorpora el derecho a la liquidez inmediata de los fondos depositados, con o sin penalización dependiendo del tipo de depósito. La intermediación financiera que presta a plazos medios o largos con pasivos líquidos afronta el riesgo de que demandas masivas de recuperación de depósitos no puedan atenderse por falta de liquidez de los activos en los que están invertidos. Ante la posibilidad de que se generen demandas masivas de liquidez por parte de los depositantes, bien en un banco concreto o bien de forma generalizada en muchos bancos cuando surge algún hecho que generaliza un estado de desconfianza, el funcionamiento del sistema bancario requiere de mecanismos de provisión masiva de liquidez que eviten pánicos y amenacen la estabilidad de todo el sistema financiero.

La regulación y supervisión a que se somete a las entidades bancarias responde al objetivo de proteger a los depositantes y de este modo conseguir que el mercado de depósitos bancarios sea un mercado activo; las instituciones competentes en estas materias se convierten así en representantes de los acreedores bancarios y especialmente de los depositantes. Las garantías públicas a los saldos de depósitos hasta una cierta cantidad, forman parte de la red de protección pública establecida.

La necesidad de una regulación y supervisión bancaria no depende de que los bancos tengan separadas en órganos diferentes las funciones de gestión y control, o las tengan concentradas en un accionista propietario; es decir, son igual de necesarias cuando la propiedad accionarial de los bancos está concentrada en una persona, que además tiene plenos poderes ejecutivos, o la propiedad esté dispersa y la gestión profesionalizada y separada de esa propiedad. Los conflictos entre actuaciones de los bancos que responden al interés privado de quienes deciden, y los objetivos que se esperan alcanzar desde el interés general, trascienden al conflicto tipificado como problema de agencia entre accionistas y directivos. Aun en el supuesto de que los mecanismos de gobierno corporativo pudieran resolver totalmente el problema de agencia entre accionistas y directivos de la empresa bancaria, el conflicto entre intereses de los depositantes/acreedores e intereses de los accionistas por los incentivos a asumir riesgos excesivos y los efectos externos de los pánicos bancarios, seguirían intactos.



La regulación y supervisión bancaria se superponen a los mecanismos de gobierno corporativo articulados con el propósito de alinear los intereses de accionistas y directivos, dando lugar a una superestructura de gobierno corporativo de las entidades bancarias en la cual la regulación y la supervisión ocupan un lugar destacado. Desde esta perspectiva, el calificativo de buen gobierno corporativo de las entidades bancarias se otorgaría teniendo en cuenta la efectividad de la regulación y de la supervisión cuando se trata de corregir las disfunciones que las justifican. Es decir, la regulación/supervisión bancaria sumarán atributos al buen gobierno de los bancos en la medida en que cumplan con el criterio propuesto por Tirole (2000) de contribuir al objetivo de hacer máximo el bienestar social.

Para realizar la misión encomendada la regulación y supervisión bancaria disponen de diferentes cauces de intervención: influir sobre la estructura de los mercados de productos bancarios para evitar una competencia destructiva, y mantener así un valor relativamente alto de la franquicia bancaria que reduzca la inclinación a asumir riesgos⁶; ejercer una regulación prudencial en forma de límites a las restricciones crediticias y/o requisitos mínimos de capital, acordes con el riesgo contenido en los activos del balance; imponer estándares mínimos de buenas prácticas en la composición y funcionamiento de los mecanismos de gobierno corporativo. Por otra parte, cuando las restricciones y recomendaciones no se respetan, la autoridad reguladora/supervisora tiene la potestad de tomar el control de la entidad, reemplazando a los accionistas y a los órganos de gobierno que los representan, en términos parecidos a los que la ley concursal otorga el control de la empresa a los acreedores cuando se incumplen los compromisos pactados en los contratos de deuda. En un trabajo anterior nos ocupamos de la intersección entre regulación y supervisión bancaria y gobierno corporativo con un análisis pormenorizado de cada uno de estos ámbitos de actuación (Salas Fumás, 2003). Ahora nos limitaremos a valorar algunos aspectos que han adquirido especial relevancia en la crisis reciente.

4. Algunas valoraciones del gobierno de la empresa bancaria a partir de la experiencia de la crisis financiera actual

En este apartado se valora la experiencia de la crisis financiera bajo la perspectiva de las relaciones explícitas o implícitas que mantienen con la empresa bancaria los distintos grupos de interés, accionistas, depositantes y acreedores, y desde la perspectiva de los diferentes modelos de negocio bancario y formas de propiedad de las empresas bancarias (bancos y cajas en el caso español). El objetivo es delimitar posibles responsabilidades en el desencadenamiento de la crisis y de evaluar en qué medida participan de las consecuencias derivadas de la misma.

⁶ Sobre competencia en los mercados de productos y asunción de riesgos, véanse Keeley (1990) y Salas Fumás y Saurina (2003).

4.1. Accionistas bancarios ganadores y perdedores en la crisis

Una de las manifestaciones más visibles de la actual crisis financiera ha sido la pérdida generalizada de valor de los activos reales y financieros y de modo especial el desplome en las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los, hasta hace poco tiempo, bancos más admirados del mundo. Evidentemente las pérdidas de valor de las acciones no han sido la misma para todas las entidades financieras y por esa razón resulta de interés conocer cuáles son los bancos más perjudicados y cuáles los menos perjudicados por la crisis. Este es precisamente el objetivo del trabajo de Beltratti y Stulz (2009), de cuyos resultados se extraen algunas conclusiones de interés.

Beltratti y Stulz se preguntan por los factores que están detrás de las pérdidas experimentadas por los accionistas de los bancos en distintos países del mundo entre junio de 2007 y diciembre de 2008, cuando todavía se está en plena resaca por las turbulencias que provoca la quiebra de Lehman Brothers unos meses antes. Para responder la pregunta se postula un modelo empírico donde la rentabilidad por dividendos y por variación en el precio de la acción en el periodo establecido, para cada banco, se relaciona con variables explicativas referidas al país (por ejemplo el marco regulatorio) y al propio banco. Entre los resultados encontrados destacan, a los efectos de la presente exposición, primero, que la rentabilidad de los accionistas bancarios en el periodo está negativamente relacionada con los indicadores al uso que miden el buen gobierno corporativo de los bancos de la muestra; y segundo que la rentabilidad para los accionistas es mayor en los bancos que operan desde países con regulaciones más estrictas de los requerimientos de capital, y países con supervisores bancarios más independientes. Dejaremos para otros el análisis de la relación observada entre rentabilidad y marco regulatorio/supervisor, y nos centraremos aquí en la relación entre gobierno de la empresa bancaria y rentabilidad.

La evidencia empírica muestra que los bancos mejor gobernados *a priori*, es decir los bancos donde la composición y funcionamiento de los órganos de gobierno se adecua mejor a lo que se consideran buenas prácticas en el sentido de que alinean la gestión del banco en la dirección de los intereses de sus accionistas, son los bancos que han proporcionado pérdidas más elevadas a sus accionistas entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008. Entre los estándares de buen gobierno que computan para evaluar la calidad del sistema de gobierno corporativo, se incluye el sistema de retribuciones utilizado para proporcionar incentivos y retener a los equipos de dirección de las entidades y a los consejeros que forman parte de los órganos de control. Por tanto, los bancos que puntúan alto en buen gobierno son los que adoptan sistemas retributivos que dan lugar a una intensa relación entre variación de la rentabilidad de los accionistas y variación de la riqueza de los directivos. Por la forma como se construyen los indicadores de buen gobierno sería de esperar que los bancos con mejor gobierno corporativo fueran también los bancos donde se han tomado decisiones encaminadas de forma más decidida a hacer máximo el valor económico de las acciones y, en definitiva, a maximizar la rentabilidad de los accionistas.



La evidencia de que los bancos con mejores sistemas de gobierno corporativo, en los términos descritos, son los bancos que más pérdidas producen entre sus accionistas cuando llega la crisis, suscita algunas paradojas. Por ejemplo, ¿cómo es posible que se califique de bueno a un sistema de gobierno que da lugar a las pérdidas más altas para los accionistas? O, ¿cómo se explica que una orientación tan marcada a la maximización ex ante del valor de mercado de las acciones termine dando peor rentabilidad ex post para los accionistas que otras entidades con un comportamiento menos orientado a la maximización de la rentabilidad? Para responder a estas paradojas digamos, primero, que la calidad del gobierno corporativo de las entidades con mayores pérdidas para sus accionistas estaba avalada por el hecho de que hasta la llegada de la crisis, es decir, en periodos anteriores, la correlación entre calidad del gobierno corporativo y rentabilidad ex post de los accionistas fue fuertemente positiva y, por tanto, no se suscitó duda alguna sobre la validez del índice de calidad utilizado en las mediciones. Segundo, las decisiones que se toman bajo el criterio de hacer máximo el valor económico de las acciones no son en la mayoría de los casos las mismas que llevan la probabilidad de pérdidas a cero. Por el contrario, hacer máximo el valor económico de las acciones significa invertir en proyectos con un valor actual neto esperado no negativo para los accionistas; en este cálculo intervienen por tanto flujos de caja atribuidos a los estados de naturaleza favorables y flujos atribuidos a los estados desfavorables, ponderados por las respectivas probabilidades que se atribuyen a dichos estados. Es decir, en la maximización del valor de las acciones existe una probabilidad positiva de pérdidas.

Las aparentes paradojas no lo son del todo y tienen explicaciones desde la racionalidad individual. Una explicación plausible de la evidencia aportada por el estudio que comentamos, es que las entidades bancarias que más intensamente están buscando la maximización del valor de mercado de las acciones son precisamente las que están asumiendo riesgos excesivos en sus inversiones, de acuerdo con la interpretación que dimos a estos términos en el apartado anterior. La alta rentabilidad de los accionistas de las entidades con mayor calidad en su gobierno corporativo podría ser compatible con inversiones que destruyen riqueza total pero que, al mismo tiempo, aprovechan resquicios regulatorios para aumentar hasta límites extremos su apalancamiento y por esa vía extraer ex ante suficientes rentas de los acreedores como para compensar holgadamente el valor actual neto negativo de los proyectos de inversión. El endeudamiento cada vez más alto aumenta la volatilidad ex ante de la distribución de rentabilidad de las acciones, de manera que las rentabilidades máximas posibles son cada vez mayores mientras que la responsabilidad limitada coloca un suelo a las posibles pérdidas. En ese proceso cada entidad no interioriza los efectos inducidos sobre la exposición al riesgo propio que resulta de un comportamiento generalizado similar en el conjunto del sistema en caso de incurrir en una hipotética quiebra. Cuando los estados de naturaleza desfavorables ocurren y se desencadena la crisis, quienes más pierden son los bancos que, con el afán de conseguir una mayor ganancia esperada para los accionistas, asumieron los riesgos más altos.

Nuestra conjetura es que la evidencia por la cual los bancos con mayor calidad en el gobierno corporativo son los que han producido mayores pérdidas a sus accionistas, confirma que en la gestación de la crisis se han creado condiciones para que las entidades financieras

asumieran riesgos excesivos, buscando hacer máxima la rentabilidad de los accionistas a costa de inducir pérdidas en los acreedores. Lo que es más difícil de saber es si la regulación y la supervisión bancaria eran conscientes de la dinámica generada o, por el contrario, atribuían las elevadas rentabilidades de las entidades financieras hasta 2007 a una buena gestión, en el sentido de estar creando verdadera riqueza neta para el conjunto de la sociedad mientras las cotizaciones de los bancos en bolsa, y la rentabilidad sobre recursos propios, no dejaban de crecer. La frase de Alan Greenspan en su comparecencia en el Senado de Estados Unidos, sorprendiéndose de que los mecanismos de autorregulación no hubieran protegido lo suficiente a los accionistas, las manifestaciones del Presidente Obama pidiendo más activismo de los accionistas en las decisiones sobre retribución de los directivos, así como las del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la misma dirección pero esta vez pidiendo implicación al consejo de administración, son indicios de que no se es del todo consciente de la problemática de la asunción de riesgos excesivos que afecta de forma singular a los accionistas las entidades financieras.

Si nuestro razonamiento es correcto, la mayor implicación de los accionistas en el control de las actuaciones de los directivos no va a atenuar la inclinación a asumir riesgos excesivos por parte de las entidades financieras sino que la estimulará aun más si cabe⁷. La premisa de que la crisis financiera se origina en parte porque fallan los mecanismos de buen gobierno corporativo, en el sentido de que los directivos actúan a espaldas de los intereses de los accionistas, no se corresponde con la evidencia empírica ni tampoco está fundamentada por un razonamiento lógico que lleve a la conclusión de que la maximización del valor de mercado de las acciones bancarias de lugar a conductas alineadas con la maximización del valor económico de los activos de estas entidades y, menos aun, que de lugar a conductas alineadas con el interés general.

4.2. Depositantes y otros acreedores bancarios en la crisis

Los pasivos bancarios ajenos incluyen principalmente a los titulares de cuentas de depósito y ahorro, depositantes, y a otros acreedores que financian a las entidades comprando bonos, deuda subordinada, participaciones preferentes..., emitidos por ellas. La asunción de riesgos excesivos por parte de accionistas y directivos que toman decisiones sobre los activos del balance las entidades, afecta a todos los acreedores aunque las garantías públicas no protegen a todos los colectivos por igual. La regulación y supervisión bancaria, incluido el seguro de depósitos, garantizan la recuperación de los saldos de las cuentas de depósito, hasta un cierto montante, frente al riesgo de insolvencia o quiebra de los bancos; los restantes acree-

⁷ Por razones de espacio no se entra en detalle sobre el papel de las retribuciones a la alta dirección como mecanismo de alienación de intereses entre accionistas y directivos. En Salas Fumás (2009) nos pronunciamos sobre el tema. Por otra parte, el debate sobre la responsabilidad de las retribuciones de los directivos en la crisis financiera no está ni mucho menos cerrado. Véanse a modo ilustrativo las diferentes posiciones sobre el tema de Bebchuk (2009) y Kaplan (2009) y el estudio empírico de Fahlenbrach y Stulz (2009).



dores no están cubiertos por el seguro de depósitos ni están directamente representados por los órganos de regulación y supervisión para la defensa de sus intereses; en otras palabras, la protección de los intereses de acreedores distintos a los depositantes se somete a las normas generales que dicta la legislación concursal o similares. ¿Cuál ha sido la experiencia de los acreedores bancarios en la presente crisis?

El crecimiento de los activos de los balances bancarios en los últimos años, hasta el estallido de la crisis, ha ido acompañado de un elevado apalancamiento financiero (el capital y las reservas han perdido peso en el pasivo total del sistema bancario); además, en el conjunto del apalancamiento el peso relativo de la financiación a través de emisiones en los mercados de deuda ha crecido más que el de depósitos a la vista y a plazo. A lo que debe añadirse la expansión de los pasivos de fuera de balance que se crean a través de más o menos complejas operaciones de titulización. Si el diagnóstico de la crisis es que pudo haberse desencadenado por un endeudamiento excesivo, habremos de convenir que los mercados de deuda bancaria fueron incapaces de disciplinar a las entidades, permitiendo que sus ratios de apalancamiento excedieran los niveles razonables. Los fallos de estos mercados se han repartido entre intereses perversos y/o incompetencia profesional de las agencias de rating y la incompetencia de los propios directivos que compraban productos financieros supuestamente innovadores y sofisticados pero de los que eran incapaces de evaluar los riesgos incorporados. En cualquier caso, entrar en el fondo del tema para discernir qué parte de culpa en la negligencia de los mecanismos de control por parte de los acreedores de los bancos, que permitieron tan elevado endeudamiento, es atribuible a la laxitud regulatoria y supervisora, a la codicia de las personas implicadas, a la incompetencia de los profesionales (en claro contraste con las elevadas retribuciones que perciben); o a otras razones todavía desconocidas.

En todo caso, sí resulta pertinente recordar que la crisis financiera ha tenido unas consecuencias negativas muy limitadas para los titulares de deuda bancaria de todo tipo. La quiebra de Lehman Brothers hacía suponer que los acreedores iban a soportar en forma de pérdidas de intereses y principal por las aparentes negligencias al permitir un endeudamiento excesivo de los deudores. Pero la inestabilidad financiera en que entra la economía mundial inmediatamente después de la quiebra lleva a un cambio de criterio y las autoridades públicas optan por garantizar todos los pasivos bancarios ante cualquier eventual quiebra. El problema de riesgo moral resultante de esta decisión está por calibrar en su verdadera dimensión pues es de esperar que las garantías generalizadas terminen por llevara una mayor dejación de funciones de los mercados de deuda para disciplinar las decisiones de apalancamiento de los bancos. Si los mercados de deuda no hacen bien su función de control sobre los incentivos perversos de los accionistas de las empresas bancarias, deberán ser las autoridades de regulación y supervisión bancarias las que asuman un papel más activo. Para ello deberán, o bien crear condiciones para que ex ante existan menos incentivos a asumir riesgos excesivos, por ejemplo exigiendo más capital, o bien hacer más creíble la amenaza de que si las pérdidas ex post son muy elevadas la quiebra será inevitable.

Una mención particular merece, en este contexto, la consecuencia de la crisis para los titulares de valores emitidos por las entidades financieras bajo el concepto de híbridos, entre la deuda pura y las acciones ordinarias, que entran en el cómputo de los niveles de capital regulatorio de primer o segundo nivel (participaciones preferentes, obligaciones convertibles y deuda subordinada). En teoría, los títulos que computan como recursos propios deben de perder valor, al igual que ocurre con las acciones ordinarias, cuando los resultados de la entidad que los emite son negativos. Una forma de conseguir ese objetivo es que a medida que los activos de una entidad financiera pierdan valor, esa pérdida se vaya trasladando a los pasivos híbridos que computan como capital, en consonancia con el papel que formalmente juegan de absorber pérdidas antes de que estas afecten también a los acreedores ordinarios. En la reciente crisis no puede decirse, en general, que haya sido así, de manera que la protección y garantía pública se ha extendido en la práctica a todos los pasivos bancarios por igual, ya sean deuda ordinaria o híbridos⁸.

Cuando la protección de los acreedores se instrumenta a través de iniciativas públicas que aseguran la continuidad de la actividad de la empresa bancaria la consecuencia más previsible es que se protejan los intereses de los accionistas, aunque no sea esa la intención expresa. Si el Estado da garantías a la deuda pero permite que la entidad quiebre, los accionistas pierden el control y el valor de sus acciones se hace nulo; si la entidad continúa su actividad el precio de la acción disminuirá, como consecuencia de unos menores beneficios y dividendos, pero será positivo y los accionistas mantienen cierto poder de control sobre la sociedad. La continuidad de los accionistas llevará consigo también en muchas situaciones la permanencia en sus puestos de los altos directivos. La percepción final por parte de los ciudadanos es que la ayuda a los bancos para superar la crisis termina siendo una ayuda a los propietarios y directivos de las entidades, pues permanecen en sus puestos a pesar de la mala gestión realizada. Independientemente de que este sea el resultado final y que pueda calificarse, con razón, como injusto, porque va en contra del principio general de que si el control y la gestión no se realizan correctamente los responsables deben dejar sus puestos, resulta necesario insistir en que el objetivo primero de las ayudas a los bancos es el de proteger los intereses de los acreedores (que representan el 95% de los pasivos) y que todo lo demás es un efecto indirecto y a veces una injusticia en que hay que incurrir para lograr un objetivo superior.

4.3. Modelos de negocio y formas de propiedad de la empresa bancaria en la crisis: relevancia para el caso español

La crisis financiera ha llevado también a plantear el debate sobre las posibles ventajas e inconvenientes de dos modelos contrapuestos de negocio bancario, el modelo tradicional y el modelo de originar para distribuir. El *modelo tradicional* capta depósitos y concede préstamos que permanecen en el balance de la entidad financiera hasta su cancelación por el prestatario

⁸ Raro es el poseedor de participaciones preferentes y de deuda subordinada de bancos europeos que haya experimentado pérdidas, a pesar de las dificultades de solvencia de la entidad.



original. En la versión más pura del modelo tradicional los préstamos se conceden en función de la capacidad del prestatario para generar rentas recurrentes en volumen suficiente para pagar el principal y los intereses; aunque el valor de mercado del activo financiado es un colateral que da más seguridad al prestamista y contribuye a reducir el riesgo del crédito, no es determinante para la decisión sobre conceder el préstamo o no hacerlo. El modelo de *originar para distribuir*, en cambio, gira alrededor de las titulizaciones y las innovaciones financieras que buscan precisamente evitar que préstamos a largo plazo, como los préstamos hipotecarios para la compra de vivienda, tengan que financiarse con depósitos a corto plazo (además de aprovechar al máximo las oportunidades de diversificación que ofrece un mercado financiero cada vez más global y sofisticado). La crisis financiera ha puesto de manifiesto las debilidades del modelo de originar para distribuir, sobre todo por inducir apalancamientos excesivos, y es de esperar que ello signifique una cierta recuperación del modelo tradicional. Sin embargo deducir que la crisis actual supone el fin de la banca de inversión, principal ejecutora del modelo de originar para distribuir, es todavía prematuro.

El sistema bancario español participa sólo en parte de las reglas de juego que han dominado el mercado bancario en los países anglosajones y, a través de la armonización internacional de las regulaciones de capital, de otros países desarrollados. Los bancos y cajas españoles expanden los activos de su balance a través de una gran actividad crediticia en promoción y construcción inmobiliaria y préstamos hipotecarios para la compra de viviendas. Los depósitos bancarios son insuficientes para la financiación de estos créditos y las entidades tienen que acudir a la financiación a través de los mercados con emisiones de títulos de deuda y con operaciones de titulización. La banca española no ha sido compradora activa de los títulos emitidos por la banca de inversión internacional, en parte porque la supervisión del Banco de España no permite rebajar las exigencias de capital para estos títulos y, por tanto, pierden el atractivo que sí tienen para los bancos de otros países. Además, las operaciones de titulización de préstamos concedidos por los bancos españoles han sido poco sofisticadas y se han realizado de forma que el banco que origina el préstamo mantiene la responsabilidad principal de gestionar la recuperación del principal en caso de impago por el prestatario. Finalmente, los préstamos concedidos y mantenidos en los balances bancarios no se han visto afectados por la implantación de la contabilidad a valor de mercado porque no existe un precio de mercado de referencia para ellos, como ocurre con los activos financieros comprados en operaciones de titulización⁹.

El modelo de negocio dominante en España en la última expansión del sector se sostiene en la expectativa de renovar la financiación en los mercados de deuda que se emitió en la fase de fuerte expansión crediticia. Las emisiones se realizaron a plazos medios y largos lo que ha evitado importantes problemas de liquidez para las entidades cuando los mercados mayoristas se han cerrado como consecuencia de la crisis, pero las renovaciones de deuda serán por volúmenes cada vez más elevados en los próximos años. Al mismo tiempo, la crisis

⁹ Otro aspecto de la regulación y supervisión bancarias en España que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar las singularidades de la crisis en el caso español es la llamada "provisión estadística" (Saurina, 2009).

económica que acompaña a la crisis financiera está repercutiendo en un descenso en los precios de los activos inmobiliarios, disminuyendo el valor de las garantías asociadas a los préstamos bancarios con el activo inmobiliario colateral. Otra característica del modelo de negocio español es que los préstamos se realizan a tipo variable lo que significa que las empresas y familias soportan los riesgos de subida o bajada de tipos de interés. De este modo las entidades financieras se protegen frente a oscilaciones en los tipos de interés de referencia que marca la política monetaria, pero a cambio el riesgo se traslada a las empresas y familias que soportan las oscilaciones en los precios de los activos y en los pagos de intereses que acompañan a los cambios en dicha política. De ahí que la evolución en los próximos meses de las condiciones monetarias en la zona Euro adquiere especial relevancia para la recuperación económica en España y con ella para la estabilización de su sistema bancario.

La experiencia de la banca española en la crisis tiene un componente adicional que merece ser considerado aparte, como es la diversidad institucional que la caracteriza al contar con entidades de diferente forma de propiedad compitiendo en condiciones similares en los mismos mercados: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. El experimento natural permite una reflexión sobre la relevancia de la forma de propiedad, y gobierno, de las entidades financieras, en la gestación y desarrollo de la crisis. Se dice que las cajas no tienen propietarios y el gobierno corporativo que les aplica está lastrado por esta circunstancia; aunque esta apreciación es correcta sólo en parte. Las cajas tienen propietarios en cuanto que es posible identificar órganos de las propias entidades (asamblea general de la entidad, consejo de administración y comisión de control) e instituciones públicas (Comunidades Autónomas) en las que recaen derechos residuales de decisión, uno de los derechos que otorga precisamente la institución de la propiedad. Lo que diferencia a las cajas es que quienes ejercen esos derechos de decisión no pueden percibir compensación o retorno alguno, ni tampoco pueden transferir los derechos a su voluntad. Por otra parte, los nombramientos de las personas que forman parte de los órganos desde donde se ejerce el derecho residual a decidir, se realizan de acuerdo con lo establecido por la ley. De tal manera que, en la legislación española, los miembros de los órganos de gobierno de las cajas proceden, en proporciones diferentes y variables según la Comunidad Autónoma, de nombramientos realizados por el colectivo de depositantes/impositores, trabajadores, entidad fundadora, municipios donde la caja tienen abiertas oficinas y Parlamentos de la Comunidad Autónoma donde la caja tienen la sede social.

El modelo de gobierno compartido entre representantes de diferentes colectivos, ninguno de los cuales arriesga una parte de su riqueza personal en el ejercicio de los derechos de decisión que le otorga el puesto que ocupa, ofrece la apariencia de una función de control relativamente débil lo que significa una elevada discrecionalidad de los equipos directivos para llevar a cabo su función de gestión. Es decir, la valoración a primera vista del modelo de gobierno de las cajas de ahorros es que da lugar a un desequilibrio entre las funciones de control y de gestión, con más peso de la segunda que la primera. Sin grupos de interés que presionen a los directivos para que asuman objetivos de maximización de los beneficios, en contraposición a lo que sucede con los bancos donde los accionistas presionan en esa dirección, el modelo de



negocio y la gestión de las cajas deberá de estar muy influido por las preferencias de los internos que controlan la entidad, equipo de dirección y trabajadores. Habría que esperar por tanto un comportamiento de las cajas más conservador que el de los bancos cuando se trata de decidir sobre los proyectos donde invierten lo que es lo mismo menos inclinación a asumir riesgos excesivos.

A pesar de que las diferencias formales entre propiedad/gobierno de bancos y cajas era de esperar que dieran lugar a diferencias sensibles entre los modelos de negocio de unas entidades y otras, el comportamiento competitivo de bancos y cajas en España, así como sus respectivos modelos de negocio, no han sido tan diferentes. Una diferencia se encuentra en que, en los últimos años, las cajas han acumulado más préstamos en los sectores de construcción y promoción inmobiliaria y tienen más créditos concedidos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda que los bancos comerciales. En el momento en que estas inversiones fueron realizadas podría haberse pensado que la preferencia revelada por las cajas a favor de los sectores inmobiliarios y el crédito con garantía hipotecaria, era una consecuencia de su mayor conservadurismo al que aludíamos antes. Es verdad que después se ha demostrado que las actividades de construcción y promoción inmobiliaria no eran tan seguras como se había creído y como resultado inmediato de la crisis las cajas muestran un mayor nivel de morosidad media que los bancos. Pero las tasas de morosidad se han ido igualando entre los dos colectivos a medida que los efectos de la crisis se han trasladado a empresas de otros sectores de actividad y a los préstamos al consumo.

Para explicar la convergencia entre los modelos de banca de cajas y de bancos en España en los últimos años, es preciso incorporar al análisis la fuerza homogeneizadora de la competencia en los mercados de productos. Esta competencia ha sido especialmente intensa en estos últimos años en mercados con productos relativamente homogéneos como los depósitos y las hipotecas para la compra de vivienda, de manera que, independientemente de cual fuera la forma de propiedad y de gobierno, las entidades que operan en estos mercados se han visto obligadas a políticas agresivas de maximización de beneficios como forma de mantenerse en el mercado. La primera lección que se extrae de la experiencia de la banca española en la crisis es que la presión de la competencia entre entidades en los mercados de productos se convierte en un elemento homogeneizador de los modelos de negocio, entre entidades que formalmente operan bajo formas de propiedad y de gobierno muy diferentes¹⁰.

Donde las diferencias entre bancos y cajas en España se están mostrando más relevantes, es en la respuesta de unos y otras ante la necesidad de ajuste ante la situación creada con la crisis¹¹. La intensa competencia entre entidades en un mercado en expansión, en parte

¹⁰ Una segunda lección es que la intensidad competitiva no es ajena a la estabilidad del sistema bancario en el medio plazo.

¹¹ Crespi *et al.* (2004) comparan la capacidad de disciplina del gobierno corporativo entre bancos y cajas en España a través de comparar la sensibilidad de la rotación de directivos y consejeros de unas entidades y otras a la evolución en sus resultados económicos. Los resultados empíricos muestran una nula sensibilidad de la rotación a los resultados económicos de las cajas y una relación significativa y negativa entre los bancos. La continuidad de directivos y consejeros de las cajas aparece aislada de los resultados económicos de sus entidades, observándose además que la disciplina de las cajas ante resultados económicos negativos actúa sobre todo por las vías de absorción de las cajas menos eficientes.

por la agresividad de las políticas comerciales de las entidades, ha derivado en un exceso de capacidad; además la renovación de la financiación proveniente de los mercados en los próximos años exigirá unos balances más diversificados y unos altos niveles de solvencia en las entidades para conseguirla. Estas circunstancias exigen ajustes en forma de reducción de capacidad y un mayor tamaño medio de las entidades resultantes del ajuste. La resistencia de los grupos de interés que participan en el control de las cajas y concentran los derechos de propiedad, a acometer los ajustes y reestructuraciones necesarias, pone de manifiesto que el sistema de propiedad y gobierno de las cajas que ha llevado a la convergencia con el modelo de negocio de los bancos, llegado el momento de los ajustes y de asumir las consecuencias que se derivan del modelo elegido, se demuestra mucho más inoperante para abordar los cambios con agilidad y eficacia que en el caso de los bancos comerciales, operando como sociedades de capitales.

La lección aprendida de cómo transcurre el ajuste en respuesta a la crisis en España, es que la valoración de un modelo u otro de propiedad y gobierno de las entidades financieras, debe hacerse no sólo atendiendo a su influencia en la conducta de las entidades en condiciones normales del negocio, sino que debe tomarse en consideración igualmente cómo responderá el sistema de propiedad-gobierno ante situaciones adversas que requieren la asunción de responsabilidades por las decisiones tomadas. En este sentido, ante posibles reformas futuras surgen dos planteamientos diferentes. Uno de ellos consiste en introducir reformas que aumenten la capacidad de ajuste de las entidades ante las situaciones adversas, por ejemplo, como algunos sugieren, dando poder efectivo a los cuota partícipes con representación y poder de voto en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros; con ello se incorpora a esos órganos un colectivo que sí arriesga parte de su patrimonio con los resultados de la entidad y estará dispuesto a arriesgar más cuando las circunstancias lo requieren si, a cambio, recibe más capacidad de control y de influencia sobre los equipos directivos. El otro camino consiste en acomodar la capacidad de asumir riesgos ex ante a la capacidad de ajuste que existe a posteriori. Hasta ahora se ha partido de la premisa de que las cajas pueden hacer lo mismo que los bancos y se ha llegado a una notable convergencia en las estrategias comerciales de todas las entidades. Tal vez ha llegado el momento de replantear esta premisa de manera que aquellas cajas que elijan mantener la estructura de propiedad y gobierno sin cambios apreciables a como han funcionado hasta la fecha, excluyendo por tanto la presencia de accionistas o inversores financieros asimilables a ellos (cuotas partícipes con derechos políticos), deberán renunciar a cambio a modelos de negocio que supongan excesiva exposición a los riesgos y por tanto divergir del modelo de negocio propio de bancos o de las cajas que optan por parecerse a los bancos incluyendo la entrada de accionistas en el capital¹².

¹² Este argumento sirve también para justificar la histórica separación en Estados Unidos entre banca comercial y banca de inversión, de manera que a la primera que capta depósitos del público se le limitaba la posibilidad de participar en operaciones de mayor riesgo. Cuando escribimos la última versión de este texto se anuncia una reforma de la Ley de Cajas que permitirá a cada caja elegir el modelo a seguir.



5. Consideraciones finales

Este trabajo se alinea con aquéllos que defienden la tesis de que en las empresas bancarias concurren condiciones singulares que justifican una aproximación al estudio y análisis de su gobierno corporativo distinta a la que predomina en las empresas no financieras. En la empresa bancaria, la maximización del valor económico de las acciones, que es una guía para la toma de decisiones razonablemente alineada con el interés general en empresas de otros muchos sectores de la economía, es muy previsible que lleve a situaciones que entran en claro conflicto con las que se tomarían desde el interés general. Por este motivo, el estudio del gobierno corporativo de la empresa bancaria debe formar parte de la economía del bienestar, donde se encontrará con los argumentos teóricos y los desarrollos operativos de la regulación y la supervisión bancarias.

La regulación y supervisión bancaria no deben ser indiferentes a cómo se resuelve el equilibrio necesario entre control y gestión en las entidades financieras, pero en el supuesto de comprobarse que el conflicto entre accionistas y directivos está resuelto correctamente no es acertado concluir que necesariamente se habrá resuelto ya el conflicto entre interés privado e interés social. La recomendación debe ser que, en una primera instancia, la regulación y supervisión bancarias se analicen y se diseñen a partir del supuesto de que las entidades están gestionadas bajo el criterio de hacer máximo el valor económico de las acciones. Así se descubre el incentivo a asumir riesgos excesivos a que conduce la gestión orientada a los intereses prioritarios de los accionistas y, por tanto, se advierte de la necesidad de que se tomen medidas regulatorias y supervisoras que neutralicen tales incentivos. Es en este contexto donde la regulación y supervisión encuentran justificado inmiscuirse en las decisiones de los accionistas en el tema de la retribución de los directivos. Si, como es de esperar, los accionistas optan por incentivos de alta intensidad (vinculados al valor de mercado de las acciones por ejemplo) para los directivos, estarán reproduciendo entre ellos los incentivos a asumir riesgos excesivos, como cuando son los propios accionistas quienes deciden directamente.

Para contrarrestar la tendencia a un excesivo endeudamiento, para un riesgo económico dado, o la tendencia a seleccionar proyectos de alto riesgo para un endeudamiento dado, las actuaciones pueden ser de tres tipos: a) aumentar las exigencias de fondos propios para las entidades; b) reforzar la implicación de los titulares de la deuda, distintos de los depositantes, y de modo especial de los titulares de los pasivos híbridos, en el control de los riesgos (a través, por ejemplo, de una conversión automática de los instrumentos híbridos en acciones de la entidad cuando se cumplan determinadas condiciones); y c) revisar el tratamiento fiscal de la financiación a través de deuda para familias y empresas. Mayores exigencias de recursos propios mínimos y la posible conversión en acciones de los pasivos híbridos, disminuyen el valor económico de los proyectos de alto riesgo para los accionistas y, por tanto, reducen el incentivo a asumir riesgos excesivos. Por otra parte, si los pasivos híbridos se reconocen como tales de manera que inequívoca e irrevocablemente los titulares de los mismos pierden cualquier derecho como acreedores (percepción de intereses, devolución del principal...) cuan-

do la situación de solvencia de la entidad está amenazada, las entidades más endeudadas tendrán mayor dificultad para colocar las emisiones de híbridos y los suscriptores pondrán condiciones para que no se superen ciertos límites en el endeudamiento futuro. Las revisiones de la fiscalidad deben orientarse a conseguir la máxima neutralidad posible entre instrumentos que formen parte del capital regulatorio (por ejemplo reconsiderando la deducción de la base imponible del impuesto de sociedades de los intereses pagados a los híbridos) y, en general, a fomentar la neutralidad fiscal entre deuda y fondos propios en la financiación de la inversión por parte de empresas y familias.

Otra línea de avance podría ser la adopción de definiciones de gobierno corporativo algo más comprensivas que las habituales que priman la protección de los intereses de los accionistas. La prioridad de la defensa de los intereses de los accionistas en la definición del gobierno corporativo, deja de estar justificada cuando los contratos no protegen adecuadamente los intereses de otros colectivos que colaboran a través de la empresa, entre los cuales los acreedores de la empresa bancaria son un caso paradigmático. El Código Unificado de buen gobierno corporativo vigente hoy en España, recomienda una gestión orientada a hacer máximo el valor económico sostenido de la empresa. La interpretación que el propio Código hace de esta recomendación en los apartados aclaratorios, es que la maximización del valor económico de la empresa lleva a las mismas decisiones que seguir el criterio de hacer máximo el valor sostenido de las acciones. Sin embargo, esta equiparación no es del todo correcta pues, como se ilustra en este trabajo y es por otra parte bien sabido, encontramos proyectos que crean valor para los accionistas y que al mismo tiempo destruyen valor cuando se tiene en cuenta la riqueza conjunta de accionistas y acreedores. La recomendación pertinente es que el valor económico de la empresa se entienda desde la perspectiva de hacer máximo el valor económico de los activos, lo cual significa, por ejemplo, que sólo se deben aceptar proyectos de inversión con valor actual neto positivo calculado a partir del conjunto de flujos de caja. Esto no resuelve las externalidades negativas por efectos sistémicos de las crisis de entidades individuales pero nos parece un paso en la buena dirección que deberá completarse con mayor rigor en la regulación y supervisión bancaria que es a quien corresponde ante todo preservar la estabilidad financiera como valor social.



Referencias bibliográficas

- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2006): *Enhancing corporate governance for banking organizations*. BIS.
- BEBCHUK, L. (2009): "Fixing banker's pay"; en *The Economists' Voice* (noviembre); pp. 1-7.
- BECHT, M.; BOLTON, P. y RÖEL, A. (2002): "Corporate governance and control"; en *Finance Working Paper* nº 02, ECGI.
- BELTRATTI, A. y STULZ, R. (2009): "Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation". NBER, WP 1518.
- BORIO, C.; VALE, B. y von PETER, G. (2009): "Resolving the financial crisis: Are the lessons from the Nordics being heeded?". Texto presentado al *Symposium de Moneda y Crédito* (Madrid, noviembre).
- CRESPI, R.; GARCÍA CESTONA, M. A. y SALAS FUMÁS, V. (2004): "The Corporate Governance of Spanish Banks: Does Ownership Matter?"; en *Journal of Banking and Finance* (28); pp. 2311-2330.
- DEVRIESE, J.; DEWATRIPONT, M.; HEREMANS, D. y NGUYEN, G. (2004): "Corporate governance, regulation and supervision of banks"; en *Financial Stability Review*; pp. 95-120.
- DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. (1994): *The prudential regulation of banks*. Cambridge, MA. MIT Press.
- FAHLENBRACH, R. y STULZ, R. (2009): "Bank CEO incentives in the credit crises". NBER, W.P. 15212.
- FAMA, E. y JENSEN, M. (1983): "Separation of ownership and control"; en *Journal of Law and Economics* (26); pp. 301-325.
- JENSEN, M. y MECKLING, N. (1976): "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure"; en *Journal of Financial Economics* (3); pp. 305-360.
- KAPLAN, S. (2009): "Should banker pay be regulated?"; en *The Economists' Voice* (diciembre); pp. 1-5.
- KEELEY, M. (1990): "Deposit insurance, risk and market power in banking"; en *American Economic Review* (5); pp. 1183-1200.

- MACEY, J. y O'HARA, M. (2003): "The corporate governance of banks"; en *Economic Policy Review* (9); pp. 91-108.
- MÜLBERT, P. (2009): "Corporate governance of banks". ECGI Law Working Paper 130/2009.
- OCDE (2004): *Principles of corporate governance*. OCDE.
- OCDE (2009): *Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages*.
- PROWSE, S. (1997): "The corporate governance system in banking: What do we know?"; en *Banca del Lavoro Quarterly Review* (marzo); pp. 11-40.
- SALAS FUMÁS, V. (2003): "El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación"; en *Estabilidad Financiera* (5); pp. 197-228.
- SALAS FUMÁS, V. y SAURINA, J. (2003): "Deregulation, market power and risk behaviour of Spanish banks"; en *European Economic Review* (47); pp. 1061-1075.
- SALAS FUMÁS, V. (2009): *A favor de más peso del salario fijo en la retribución de los directivos de las entidades financieras*. Disponible en <http://www.crisi09.es/ebook>
- SAURINA, J. (2009): "Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool"; en *Revista de Estabilidad Financiera* (17); pp. 11-26.
- SAUERZOPF, P. (2008): "Corporate governance and credit institutions"; en *Financial Stability Report* (16); pp. 135-148.
- SHELEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "A survey of corporate governance"; en *Journal of Finance* (52); pp. 737-783.
- TIROLE, J. (2001): "The concept of corporate governance"; en *Econometrica* (69); pp. 1-35.



RIESGO E INCERTIDUMBRE EN LA CRISIS

Gumersindo Ruiz y Marta Ruiz *

Resumen

La crisis actual ha puesto en evidencia las teorías generalmente aceptadas sobre valoración y medida del riesgo. La teoría del riesgo se enfoca excesivamente desde una perspectiva estadística, descuidando las características de los mercados y los agentes que actúan en ellos. Se ha puesto mucho énfasis en la diversificación, utilizando la volatilidad como una variable sustitutiva del riesgo, y se ha utilizado de una forma ingenua, basada en comportamientos históricos. Este enfoque agravó la crisis, porque las herramientas de valoración del riesgo forzaron a deshacer posiciones provocando situaciones de iliquidez en algunos mercados. Hoy existe un amplio acuerdo sobre la necesidad de integrar un enfoque macroeconómico en la valoración del riesgo, disponer de herramientas de medición que profundicen en el conocimiento fundamental del valor y establezcan las valoraciones a lo largo del ciclo, así como en cubrir sucesos extraordinarios conocidos como riesgos de cola de la curva de distribución normal.

Abstract

The current crisis has shown up certain widely accepted theories regarding the assessment and measurement of risk. Risk theory is too often approached from a statistical perspective, ignoring the characteristics of the markets and the agents operating within them. A great deal of emphasis has been placed on diversification, using volatility as a replacement variable for risk, and it has been used naively, based on past performance. This approach worsened the crisis as risk assessment tools forced the undoing of positions, provoking situations of liquidity in some markets. Today there is broad consensus regarding the need to integrate a macroeconomic approach into risk assessment, have access to measurement tools that develop our fundamental knowledge of value and establish assessments throughout the cycle, as well as covering extraordinary events known as the risks on the tail-end of the normal distribution curve.

1. Riesgo e incertidumbre

“Lentamente empezó a aparecer ante mí que a lo que me enfrentaba no era tanto al riesgo como a la incertidumbre”. Estas palabras de Emmanuel Derman (2004: 259) reflejan la diferencia entre tratar con riesgos sobre los que se tiene información estadística y herramientas para gestionarlos, o con situaciones de incertidumbre, lo que se ha denominado: “lo conocido como desconocido”.

En un momento muy significativo de expansión económica, antes de la crisis del 29, Frank Knight (1921) distinguió explícitamente entre el riesgo, que podría ser valorado por los mercados financieros al depender de una distribución conocida de eventos, a los cuales se les asignaban probabilidades y se les daban precios, y la incertidumbre, que no podía ser valorada por el sistema de precios, ya que responde a sucesos y condiciones que no son predecibles ni modelizables.

La crisis económica ha presentado escenarios con estas características, en los que las medidas tradicionales de valoración del riesgo se mostraban poco útiles, y los acontecimientos no eran medibles en términos de probabilidades. Incluso, como veremos, las mismas metodologías de valoración del riesgo han obligado a ventas forzadas para liquidar posiciones, que han propiciado nuevas caídas en los mercados.

* Universidad de Málaga y PricewaterhouseCooper, respectivamente. .

Para analizar el riesgo y la incertidumbre en la historia económica reciente es ineludible la referencia a Peter L. Bernstein (1996), quien estudia la evolución del concepto de riesgo desde el desarrollo de las leyes de probabilidad, y la pretensión de disponer de reglas estadísticas para tomar decisiones, hasta la distinción reciente a que nos referimos, entre riesgo e incertidumbre. Entre las ideas y conceptos en relación a la gestión del riesgo están las siguientes:

- **El aseguramiento.** El concepto de gestión del riesgo como una técnica lo desarrolla Kenneth Arrow (1951 y 1971), quien fue consciente de la imposibilidad de prever contingencias futuras mediante métodos estadísticos, y desarrolló una teoría de la diversificación y el seguro. Considera también la diferencia entre lo que es cuantificable y lo que no, de ahí el tratamiento que hace de esto último mediante la teoría y la práctica del aseguramiento, la diversificación y el control.
- **Interacción entre distintos agentes.** Otro paso importante en el análisis de la incertidumbre es entender que el futuro depende tanto de nuestras decisiones como del comportamiento de los demás. Surge así la teoría de juegos, donde la fuente de incertidumbre está en las intenciones de los otros. En torno a este principio se desarrollan estrategias para optimizar las decisiones, así como negociaciones, compromisos y contratos. A veces los comportamientos parecen individualmente correctos (como, por ejemplo, aprovechar individualmente el crédito fácil y barato en una economía en crecimiento), pero colectivamente pueden llevar a la catástrofe.

Un aspecto significativo de la crisis actual respecto a otras del pasado es el relativamente elevado número de agentes con poder de decisión que intervienen e interrelacionan entre sí. Si en la economía internacional hay tres actores o jugadores, el número de relaciones es 3. Utilizando la expresión $N(N-1)/2$, si añadimos 3 actores más, vemos que las relaciones aumentan hasta 15. Cada vez que se incorporan países con cierto peso en el ámbito de las relaciones internacionales, se hace más compleja la toma de decisiones porque no se conoce cuáles van a ser las reacciones de los otros países, y sus consecuencias son cada vez más difíciles de valorar.

- **El control del riesgo.** La creencia en la capacidad de controlar el riesgo se apoya en la existencia de regularidades observables en los mercados, así como en unos principios de funcionamiento de los mismos, principalmente que los precios se forman con una información adecuada y se ajustan ante nueva información que se incorpora así de manera permanente. Los mercados, en suma, acaban reflejando un comportamiento racional, los agentes actúan intentando maximizar su utilidad ponderando riesgo que corren y la rentabilidad que esperan obtener, y las anomalías más tarde o más temprano se corrigen. El desarrollo de técnicas cuantitativas plantea la posibilidad de controlar el riesgo. La teoría de probabilidades, y la identificación de riesgo con la volatilidad de los activos respecto a una media, está en el origen de este planteamiento, utilizando técnicas de regresión sobre observaciones para



aproximar esa media, y supuestos objetivos sobre utilidad en las decisiones para ponderar rentabilidad y riesgo. Ha sido muy cuestionada la llamada curva en forma de campana que agrupa en su parte central los datos con mayor probabilidad de ocurrencia, mientras que los eventos poco probables quedan en las llamadas colas de la curva. Acontecimientos recientes han puesto de manifiesto, una vez más, el peligro de esos casos que ocurren con poca frecuencia y el impacto que pueden tener en el sistema.

- **La intervención en los acontecimientos.** Una forma de trabajar con el riesgo es suponer que hay un equilibrio intrínseco en el sistema económico, de forma que siendo el tiempo la variable fundamental a considerar, los riesgos medidos por probabilidades se compensen en un período dado. Frente a este principio de equilibrio a largo plazo, Keynes introduce la idea de intervención en los procesos cuando la economía no encuentra sus equilibrios fundamentales. Esta intervención se produce mediante variables de control, políticas para modelar el futuro, reducir riesgos y sus costes, y en definitiva conseguir objetivos sociales y económicos como el empleo.

Aplicando estas ideas a la crisis reciente, Roubini (2010: 57-58) contrapone el pensamiento de la Escuela Austriaca, como exponente del enfoque equilibrador a largo plazo, con el de autores como Keynes o Minsky, quienes señalan que sin una intervención pública, una crisis que tiene su origen en un exceso financiero puede convertirse en depresión que afecte a empresas y bancos inicialmente solventes, pero que no tengan acceso al crédito y a la liquidez necesarios para su normal funcionamiento. Roubini recuerda que el enfoque Keynesiano de mantenimiento de la demanda, o el de Minsky para mantener la liquidez y el crédito, resultan adecuados, pero tienen el límite que marca el exceso de deuda pública y el de liquidez.

Cuando se trata del medio y largo plazo, dice Robuni, la Escuela Austriaca (como exponente de soluciones puras de mercado) tiene algo que enseñarnos, entre otras cosas a dejar caer a empresas y entidades financieras ineficientes, porque mantenerlas indefinidamente sólo dificulta las soluciones. El problema es que los seguidores de Keynes y los de un economista partidario de la “destrucción creativa” en el mercado como Schumpeter, no tienen comunicación. Por eso, dice:

“La solución con éxito de la crisis actual depende de un enfoque pragmático que tome lo mejor de ambos campos, reconociendo que mientras el gasto y los estímulos, rescates, préstamos de los bancos centrales, y la política monetaria pueden ayudar en el corto plazo, todo esto se espera que sea temporal para conseguir a largo plazo una cierta prosperidad”.

- **El comportamiento en los mercados financieros.** Siguiendo a Karl-Eric Wärneryd (2001: 7ss), hay tres enfoques en la historia de la economía de las finanzas: el supuesto de mercados que funcionan bien en el sentido indicado anteriormente y

comportamientos racionales por parte de los inversores; mercados imperfectos donde el comportamiento de los agentes es racional, adaptándose a esas imperfecciones; y mercados imperfectos donde, además, se dan comportamientos imperfectos. La formación de expectativas, los juicios y decisiones, la capacidad de conocer el funcionamiento del mercado, las emociones y la psicología social, son variables que juegan en el comportamiento, son influidas por los mercados e influyen en los mismos. George A. Akerlof, Robert J. Shiller, Daniel Kahneman, Vernon L. Smith, A. Tversky, son economistas que han incorporado en sus trabajos elementos de psicología para explicar el funcionamiento de los mercados y el comportamiento de los agentes económicos. Desde el punto de vista de la psicología, la obra de Karl-Eric Wärneryd es un valioso intento de aproximación a la psicología de los mercados de valores.

Un estudio del comportamiento de grandes inversores muestra (Wärneryd, 2001: 107) que el riesgo subjetivo que percibían de su inversión era función de cuatro atributos: el potencial de no conseguir una rentabilidad igual o superior a un objetivo o referencia que se proponían; el potencial de una fuerte pérdida; su propio sentimiento de controlar la situación; el nivel de conocimiento de los mercados. La forma en que ponderan esos atributos cambia en diferentes circunstancias; por ejemplo, obtener una rentabilidad relativamente baja cuando los demás han aprovechado un mercado alcista, puede interferir en la aceptación del riesgo, o en la confianza sobre el conocimiento del mercado.

De la misma manera, comportamientos conocidos como reacciones de masa (*herd behavior*) no resultan tan simples de describir como sería una reacción inicial ante un evento que se extiende poco a poco a los participantes en un mercado. Precisamente la incertidumbre puede llevar a una reacción simultánea y rápida ante un mismo estímulo como es la noticia sobre el impago de deuda de un país o la intervención de una caja de ahorros. Pero todo vendedor necesita un comprador y una situación de pánico puede darse con muchos compradores, caída de precios y compradores que la aprovechan; o con muchos vendedores y pocos compradores y ajuste vía cantidades como ocurre en el mercado de la vivienda en España. La gente adversa a las pérdidas puede mantener posiciones largas en activos (acciones, inmuebles) que experimentan caídas, en espera de una recuperación.

2. Control del riesgo

Banker Trust llevó a cabo un análisis del riesgo, aplicado al negocio, entre mediados de 1980 y 1995. En los primeros años de los 90 desarrolló una amplia publicidad sobre los factores de riesgo que permanecían ocultos, que reflejaba la filosofía de su presidente Charles Sanford, sobre cómo una situación de éxito aparente, o de inercia en el negocio, podía escon-



der riesgos a futuro. Pese a esta cultura de riesgo, el banco tuvo problemas relacionados con demandas legales y fue absorbido por Deutsche Bank. Formas de riesgo inconcretas como engaño, fraude, manipulación de los mercados y, en general, comportamientos deshonestos, no figuraban en los sistemas que protegían a las entidades financieras, enfocados hacia los aspectos más técnicos de funcionamiento de las mismas.

De hecho, Sanford intentó cuantificar el riesgo en relación a los beneficios sobre el capital que resultaban de tomar ese riesgo. Esto se llamó RAROC (*risk-adjusted return on capital*). Por ejemplo, la venta de opciones sobre acciones podría dar elevados beneficios por primas, pero el riesgo de pérdidas fuertes repentinas es alto; por tanto, el capital necesario para cubrirse de este tipo de pérdida debería ser mayor en esta actividad que en otra como la simple intermediación en que la entidad no mantenía riesgo; ambas son actividades bancarias, pero habría que valorarlas en función del capital teórico que cada una requiere y ponderar así la rentabilidad. El criterio se quiso extender a todas las actividades del banco, así como a las remuneraciones de los empleados (teniendo en cuenta “el capital que usaban”), y llegó a ser con el tiempo una práctica común para disponer de un elemento integrador del riesgo en la organización.

Al hacerse más compleja la actividad bancaria, en Banker Trust empezaron a crear una base de datos operacionales que incluía errores burocráticos, fallos informáticos, pérdidas de documentos, etc. Pero los riesgos más fáciles de cuantificar y seguir son los que ocurren con más frecuencia, y es difícil extender el ámbito de riesgos para una gestión global, pensando en eventos que rara vez suceden.

Otra entidad pionera en la gestión global del riesgo fue JP Morgan. Dennis Weatherstone, su presidente hasta diciembre de 1994, hizo famoso el informe que recibía diariamente sobre la exposición global al riesgo del banco. La base de datos Riskmetrics, respondía al concepto de valor en riesgo (VaR), una matriz de correlaciones de volatilidades que mostraban la máxima pérdida que se podía esperar (dadas las correlaciones y los históricos de volatilidad) para un período dado dentro de un intervalo de confianza.

A estos intentos de gestión global del riesgo se añade en 1997 el *Manual de Principios de Riesgo Generalmente Aceptados* (GARP), de Coopers & Lybrand (que luego se unieron a Pricewaterhouse), tratando de cubrir cualquier eventualidad posible, definiendo responsabilidades y estableciendo un departamento independiente para la gestión y el control del riesgo, que no era sólo un departamento de revisión de procedimientos sino también encargado de establecer límites para cada línea de negocio de la empresa.

En 1998 Goldman Sachs y Swis Bank Corporation colaboran en el libro *La práctica de la gestión del riesgo*, donde aparece el *stress-testing* para calcular el efecto de situaciones extremas. La mayor capacidad de los ordenadores y el *software* facilitaron las simulaciones de escenarios con combinaciones de variables. Todo esto no impide la crisis en agosto de 1998

del fondo *Long Term Capital Management*, al producirse fenómenos imprevistos relacionados con cambios en las correlaciones, sin embargo, vistos en retrospectiva, estos fenómenos eran previsible a partir de las reflexiones y métodos de que se disponía.

Este breve repaso a la historia reciente de control del riesgo tiene como continuación los acontecimientos que van desde 2007 a nuestros días. Un debate no concluido es el que considera el papel de los nuevos instrumentos financieros (Ruiz y Ruiz, 2007) y cómo se eluden los mecanismos de control tradicionales (Ruiz, 2008). La metamorfosis del sistema financiero, el auge y posterior caída de la liquidez y el crédito, superan no sólo a la capacidad de control del riesgo de reguladores y supervisores, y por supuesto de las empresas, entidades financieras y de inversión, sino a las propias defensas, ajustes y respuestas que quizás con mucha ingenuidad podría esperarse que desarrollaran los mercados.

3. Cómo se mide el riesgo y cuáles son sus debilidades

Tal como argumentamos en este artículo, el control del riesgo y la incertidumbre se enfocan en el ámbito financiero aplicando dos conceptos básicos: selección y diversificación. La información sobre un activo —una empresa, un país—, ya sea para adquirir o vender acciones o bonos en el caso de la primera, en posiciones a largo o corto, o para operaciones de cobertura, es muy relevante para la selección, y frecuentemente asimétrica para las partes que intervienen en la operación. Esta información adecuadamente tratada, si es relevante, nos debería permitir estimar una función de pérdidas.

Respecto a la diversificación, la información importa cuando buscamos cómo reducir la varianza de la cartera y controlar en lo posible pérdidas extremas. Si se dispone de un flujo continuo de información para operaciones simples de compras de acciones o bonos de deuda, privados o públicos, los métodos tradicionales de diversificación y correlación parecían apropiados. Sin embargo, en los últimos años estos métodos han infravalorado manifiestamente el riesgo por lo que habría que analizar, en primer lugar, sobre qué supuestos se apoyaban, y luego ofrecer una alternativa que desarrollamos brevemente en el Apartado 5.

La medida del riesgo y los modelos financieros forman parte, como hemos visto, de la gestión del riesgo en un contexto de incertidumbre. En el mercado de acciones tenemos algunas que son más volátiles o arriesgadas dependiendo de características que podemos identificar y medir por métodos probabilísticos; éstas pueden ser la poca liquidez de la acción o las características del negocio de la empresa. De igual forma, durante años la función de pérdidas para una cartera de préstamos hipotecarios ha dependido de variables que mantienen una cierta estabilidad en el tiempo. Esto ha sido particularmente cierto en España donde el mercado hipotecario tiene gran tradición y, hasta recientemente, ha tenido un crecimiento progresivo con cierto equilibrio entre oferta y demanda, y un mercado amplio en cuanto a número de transacciones y rango de precios, que permitía confiar en las valoraciones.



En el día a día asignamos probabilidades a hipótesis difíciles, integrando información y experiencia para tomar decisiones. Los instrumentos y modelos siguen siendo perfectamente válidos, pero hay que enriquecerlos con formas de gestión del riesgo y principios de comportamiento en relación al mismo, que se han perdido en los últimos años. Los programas de investigación que han intentado revisar los principales modelos financieros no son nuevos. Benoit Mandelbrot (2004) ha puesto de manifiesto a lo largo de cuarenta años los puntos débiles de la moderna teoría de las finanzas, destacando:

- El fallo más importante de los modelos convencionales es que minusvaloran de una forma muy significativa las turbulencias en los mercados y la frecuencia de que ocurran sucesos extremos.
- Un segundo problema con estos modelos es que ignoran el tiempo y los períodos en que pueden mantenerse determinadas situaciones de estrés. Se ha trabajado habitualmente con mercados que se comportan aleatoriamente, y encuentran sus equilibrios de forma casi permanente. Sin embargo, los mercados tienen su propio sentido del tiempo y caídas o crecimientos potenciales se mantienen por más tiempo del que inicialmente se espera; pueden también correlacionarse y dar lugar a una volatilidad conjunta difícil de prever.
- Las irregularidades que presentan los mercados no es una desviación menor respecto a una teoría ideal, sino una característica fundamental de los mercados, y cualquier análisis de los mismos y la gestión de sus riesgos debería partir de esta premisa.

Las ideas que han dado forma al paradigma actual son las siguientes:

- **El factor único de riesgo.** En las inversiones, cuando sólo se considera un factor o tipo de riesgo, éste se desprecia al integrarse en una cartera diversificada. Sin embargo, la diversificación infravalora el riesgo intrínseco de una cartera, suponiendo que la hipótesis del factor único no se cumpla. El riesgo sistémico implica considerar factores diversos de riesgos; a veces se han unido distintos riesgos en una combinación para formar una variable o factor de riesgo identificable, pero esto no deja de ser algo artificial. Como hemos visto recientemente, resulta inadecuado considerar el riesgo de deuda de países emergentes como un factor de riesgo, agrupando países con determinadas características de desarrollo; los problemas con la deuda de Grecia y su extensión a países de la más elevada calidad crediticia en el área del euro, muestran cómo puede infravalorarse en el análisis del riesgo la deuda soberana, que puede llegar a ser un problema sistémico.
- **Granularidad.** Este concepto se refiere a la existencia de un número considerable de observaciones, por ejemplo, número de préstamos en una cartera, lo que permite depreciar los riesgos individuales. El supuesto se aplica generalmente a las carteras

de préstamos sin tener en cuenta concentraciones de riesgos o tipologías de carteras. Este ha sido el caso de determinados mercados de riesgo dentro del mercado hipotecario de algunos países; en Estados Unidos, las *subprime* y en España el suelo y un incipiente mercado en el que la capacidad de pago de los prestatarios era dudosa.

- **Diversificación.** En la llamada paradoja del crédito, la calidad del riesgo se mueve en sentido contrario al de la diversificación. Si una entidad financiera se especializa en determinado producto, por ejemplo hipotecas, tendrá una capacidad especial para analizarlo y asumir menos riesgos. Pero, al mismo tiempo, concentrará riesgos en aquel sector o segmento mercado donde se ha especializado. Esto se complica cuando consideramos sectores que no estaban correlacionados con esta actividad principal de la entidad financiera, y que en situaciones de crisis como la actual sí lo están; es el caso de industrias como la del mueble, que recientemente se correlaciona fuertemente con la construcción, cosa que con anterioridad no ocurría. Pese a la disparidad de las situaciones de la promoción inmobiliaria, tanto la fase de alza de precios, como la caída y la morosidad son fenómenos que se correlacionan en el espacio. En suma, los métodos que se basan en promedios, aunque estos se calculen de forma sofisticada, infravaloran las correlaciones entre variables y el riesgo inesperado. Los efectos de la diversificación en las carteras crediticias de las entidades financieras se sobrevalora, al igual que en las carteras de inversiones financieras. La realidad y la dinámica de los mercados es compleja, y exige ampliar el concepto de diversificación más allá de los enfoques actuales.
- **Valor esperado y escenarios de situaciones extremas.** Los llamados *tests de estrés* de las carteras (crediticias o financieras) nos dan la pérdida esperada en escenarios macroeconómicos adversos. En la crisis, la Reserva Federal norteamericana ha exigido este tipo de análisis a las entidades financieras; y se hacen también para aspectos específicos del negocio como el riesgo de falta de liquidez. Actualmente se plantea para los bancos y cajas en España llevar a cabo periódicamente pruebas de este tipo para ver cómo pueden evolucionar las magnitudes más significativas del balance de las entidades ante cambios del entorno macroeconómico. Los valores esperados de las magnitudes del balance no se calculan, pues, tendencialmente ni por referencia a otras situaciones del pasado, sino condicionados a la evolución posible del escenario que se propone.
- **Escenarios.** No hay definición estandarizada de los escenarios de estrés, pero podemos distinguir los siguientes. Escenarios siguiendo estadísticas que nos proyectan comportamientos pasados de las variables hacia el futuro; métodos estadísticos sofisticados que pueden poner de manifiesto cómo determinadas situaciones tienen tendencia al alza o a la baja, así como establecer suelos y techos en la evolución de las variables; hay también escenarios hipotéticos basados en opiniones expertas que pueden abordarse de forma simple o compleja, de una sola vez o con un seguimien-



to o encuesta permanente. Los escenarios sistémicos evalúan el impacto el riesgo mediante una selección de escenarios con las variaciones de diferentes factores de riesgo. Se basan en un análisis estadístico multivariable para el que existen modelos establecidos. En Ruiz y Trías (2010) pueden encontrarse referencias sobre esta cuestión de definición y diseño de escenarios.

4. La cuestión de las correlaciones y el valor en riesgo

John Authers, en el suplemento del *Financial Times* 22/23 de mayo de 2010, explica cómo tras la caída de la bolsa de Shangai en un 9% en marzo de 2007 se produjo un cambio sustancial que le impresionó:

“Vi cómo dos de los más grandes mercados del mundo se unían en estrecho y mortal abrazo... Cada vez que el índice de bolsa norteamericano S&P subía, el dólar subía contra el yen, y viceversa. ¿Qué estaba ocurriendo? Este tipo de correlaciones son antinaturales. Son dos de los dos mercados más líquidos del mundo, negociados por gente completamente diferente, y por razones que no están conectadas”.

Authers sugiere que dos mercados que se correlacionan sin que tengan fundamentos en común pueden estar reflejando –ambos– una valoración no eficiente:

“Esos mercados entrelazados –dice– están dirigidos por los mismos inversores utilizando el mismo flujo de dinero especulativo... Es difícil argumentar contra la diversificación *per se* y la idea de que hay seguridad al invertir en diferentes activos, pero esto animó a aceptar riesgo y llevó a los inversores a mercados que no comprendían”.

Hay razones para explicar que dos mercados pueden sincronizarse en determinadas circunstancias. En un mundo de instituciones con elevado apalancamiento en sus carteras, si un activo en yenes, por ejemplo acciones o una opción sobre acciones norteamericanas financiadas en yenes, cae sustancialmente, afecta a la demanda de yenes por cuanto el deudor tiene que pedir prestados más yenes (o vender activos de su cartera nominados en divisas distintas al yen) para cubrir la pérdida. De esta forma se sincronizan el mercado de acciones norteamericanas y el de la divisa japonesa. Se pueden ver efectos secundarios de este tipo sobre una divisa, derivados de las caídas en activos nominados o comprados con ella.

Pero con independencia de la reflexión anterior lo cierto es que se ha considerado la diversificación como un concepto intuitivo, casi natural, de manera que se hace de manera bastante simple, sobre correlaciones establecidas históricamente. O incluso, la diversificación se entiende únicamente como selección de activos según tamaño del mercado correspondiente, o criterios de selección basados en preferencias por activos y mercados, sobre los que luego se diversifica.

Tabla 1.
Ejemplo hipotético de una inversión diversificada (plan de pensiones con estructura global)

	Ponderaciones según criterios de asignación de activos	Riesgo que supone a la cartera
Acciones europeas	26	60
Acciones globales	18	30
Bonos soberanos global*	29	0
Bonos soberanos europeos*	17	0
Materias primas	5	5
Inmobiliario	5	5
	100	100

* *Máximo nivel de calificación.*
 Fuente: Odier (mayo de 2010).

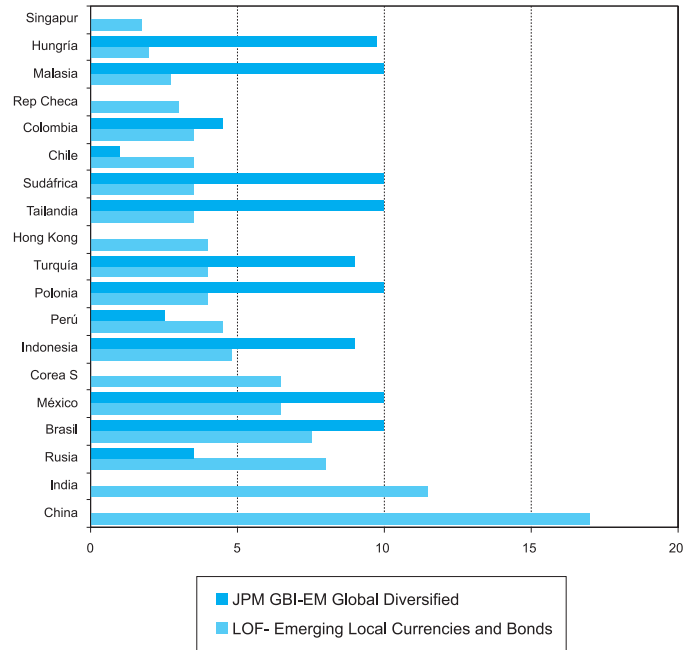
En la Tabla 1 hemos recogido una inversión diversificada de un plan de pensiones con una estructura global. Si nos atenemos a la primera columna, ésta nos da una idea de la diversificación de la cartera, sin embargo está extendiéndose entre los gestores la idea de que las ponderaciones siguiendo una valoración de riesgos resultan de interés para comprender el alcance de diversificación de una cartera. Aquí se parte de una asignación dando una ponderación a cada activo y luego se ve el riesgo que cada uno aporta a la cartera. La idea es que diversificar exige, además, ir siguiendo el riesgo de los activos que se tienen en la cartera.

Esta idea puede extenderse a distintos mercados; se trata en definitiva de preguntarnos bajo qué criterios diversificamos y si son consistentes con el riesgo de los activos de nuestra cartera y las correlaciones entre los mismos. Una forma tradicional de diversificar una cartera de renta fija de países emergentes ha sido acudir a un índice que refleje el peso de emisiones de cada país y ponderar la cartera siguiendo, más o menos, al índice. Siempre se ha sobreponderado o infraponderado un activo en una cartera en relación a su peso en el índice correspondiente, pero se ha partido del índice para tomar las decisiones; el índice es, pues, la referencia. La lógica de esta forma de gestión es que la mayor ponderación refleja un mercado más líquido y por tanto con menor riesgo a largo plazo. Sin embargo, a medida que la situación de deudores y acreedores cambia con la crisis y algunos países acumulan reservas y se encuentra en posiciones acreedoras más fuertes, mientras que a otros les ocurre lo contrario, se plantea una nueva forma de diversificación ponderando el grado de endeudamiento respecto al producto bruto, y contraponiéndolo al índice convencional que refleja los relativos pesos de cada mercado de deuda respecto al mercado total.

En el Gráfico 1 vemos cómo países con mercados de deuda relativamente reducidos, que prácticamente no ponderan en el índice, podrían tener un peso elevado en una cartera diversificada (sería el caso de China o Rusia; este último es el más llamativo por haber estado fuera de las carteras desde su impago a principios de los años noventa). Y otros mercados



Gráfico 1. Cartera diversificada con deuda de países emergentes por volumen relativo de su mercado (JPM) o relación entre deuda y producto bruto (LO)



Fuente: Odier (mayo de 2010).

más activos, como el de Polonia por ejemplo, no deberían ponderar tanto si tenemos en cuenta además el grado de endeudamiento. De esta manera puede construirse un índice alternativo que permite adoptar otra perspectiva para fijar las ponderaciones.

135

En Ruiz y Trías (2010) se lleva a cabo un análisis de correlaciones en los mercados internacionales, considerando cómo se trata habitualmente el riesgo y sus consecuencias en la crisis actual. Se quiere demostrar que el cambio en las correlaciones tras la crisis ha invalidado en parte las medidas que se utilizaban para medir el riesgo, y además, que precisamente la utilización de estas medidas ha contribuido a las caídas en algunos mercados provocando situaciones de falta de liquidez en los mismos.

Como es sabido, la diversificación es uno de los elementos clave de las medidas de *Valor en Riesgo* (VaR), que trabaja con relaciones de correlación relativamente estables entre diferentes mercados. La teoría sobre las carteras de inversión de Markowitz (Ruiz *et al.*, 2000; cap. 5) se basa en un criterio de beneficio medio y una identificación entre varianza o volatilidad y riesgo. Calcular la media de beneficios de una cartera no es difícil, pues tomamos el beneficio esperado para cada activo y lo multiplicamos por su ponderación en la cartera. Sin embargo, los riesgos de los activos medidos por su varianza no se ponderan y se suman simplemente, ya que el riesgo total depende de cómo los activos se correlacionan. Dos activos que tienden a caer conjuntamente hacen más arriesgada una cartera que dos activos, con la

misma varianza individual, pero que tienden a moverse en direcciones opuestas. Así pues, cuanto más elevada es la correlación de los activos en una cartera, más elevada su varianza y el riesgo de la misma. Tanto la media de beneficios como el riesgo y la varianza se calculan en base a comportamientos históricos que se suponen adoptan la forma de una curva de campana o distribución normal.

En Ruiz y Trías (2010), al analizar las correlaciones entre 21 índices que cubren mercados mundiales de renta fija pública y privada y renta variable, materias primas, e índices de fondos, encontramos diferencias muy significativas entre los períodos de 21 meses anteriores al verano de 2008 y los 21 meses posteriores. Por ejemplo, las materias primas, consideradas históricamente como una clase de activos sin correlación, se correlacionan ahora fuertemente a los mercados bursátiles y a los países emergentes; y se refuerzan las correlaciones entre las bolsas mundiales. En ocasiones el signo de la correlación cambia, lo que hace más arriesgados aún a estos activos cuando están juntos en una cartera; esto ocurre con el precio del petróleo y el índice S&P 500, de manera que lo que antes podría considerarse diversificación, ahora es potenciación del riesgo.

Los gestores de carteras toman sus decisiones mediante correlaciones y el VaR resultante. Siguiendo la teoría de Markowitz calculan las pérdidas máximas esperadas para un período según riesgos individuales y correlaciones de riesgo entre activos. Ahora bien, si un gestor tiene como mandato mantener el VaR por debajo de un cierto nivel, tiene que vender activos cuyo riesgo individual y de correlación ha aumentado, dando lugar en la crisis actual a una espiral negativa de ventas y aumento de la volatilidad. Éste es el poder del VaR y las correlaciones si se usan como mecanismos automáticos de toma de decisiones, para empeorar aún más las caídas de mercados.

4. La metodología RDF para la gestión del riesgo

Siguiendo el análisis del riesgo tal como se plantea en Ruiz *et al.* (2000), puede integrarse el riesgo medible con cierta incertidumbre no medible, utilizando un método que combina modelos econométricos y un escenario económico diseñado por expertos.

Este método, llamado *Risk Dynamics into the Future* (RDF), fue diseñado originariamente para cálculos en situaciones de estrés, pero se ha convertido en una herramienta útil para la toma de decisiones ya sean estratégicas u operativas. Y se usa en la práctica como herramienta de gestión de riesgo por algunas entidades financieras.

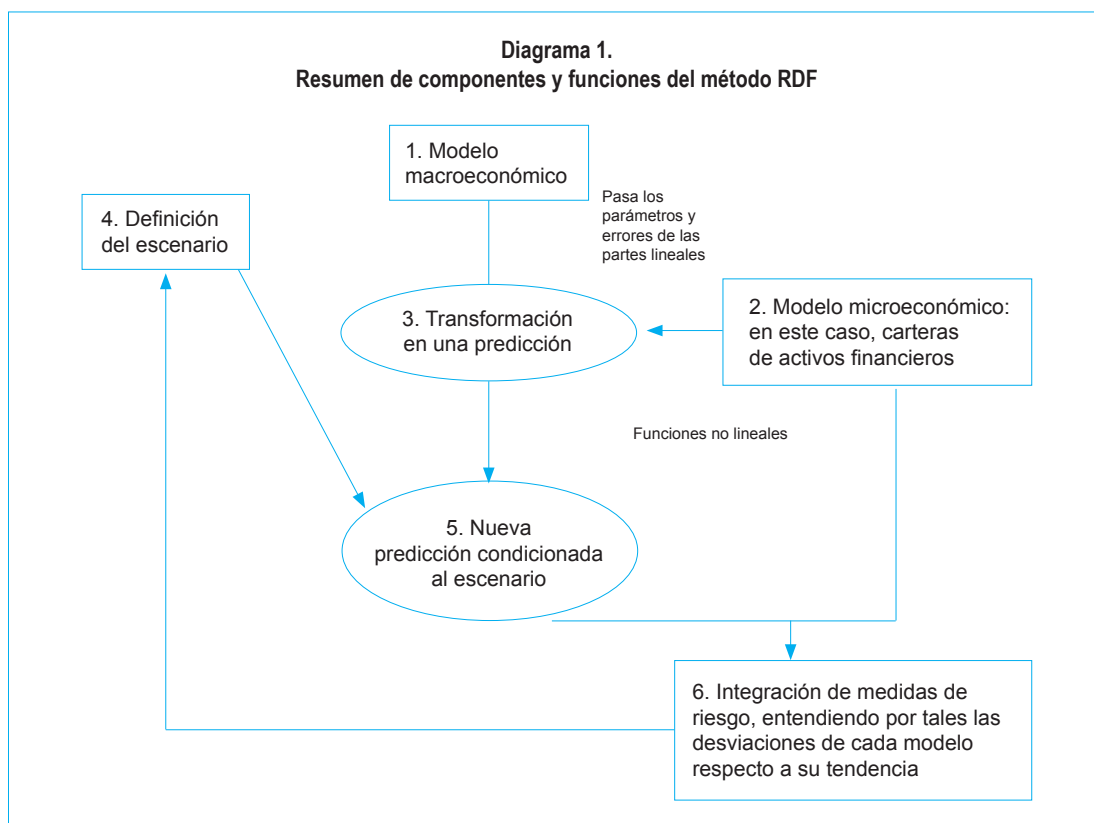
En el esquema se presentan los componentes y funciones del RDF, de una forma extraordinariamente resumida. Partimos de un modelo macroeconómico multiecuacional que se estima mediante un vector autoregresivo de medias móviles (VARMA) y cuyos parámetros de



basan en datos históricos. El modelo de cartera representa el caso que estamos tratando; por ejemplo una cartera de activos financieros, también con su modelo y su histórico de comportamiento. Uniendo los dos modelos tenemos una predicción. El escenario nos presenta una situación posible a futuro, definida por expertos; la incorporación del mismo a los dos modelos macro y micro nos da una nueva predicción condicionada al escenario. Los parámetros y errores de las partes lineales del modelo microeconómico pasan a la predicción, los de las funciones no lineales se integran y sirven para probar la consistencia con el escenario propuesto; y, en su caso, si no resulta coherente, para modificar los supuestos de dicho escenario, volviendo a recalcularlo todo.

La metodología RDF es muy compleja y lo que aquí se expone es un esquema muy simplificado. Los criterios principales de construcción del RDF son:

- Las fuentes de volatilidad que produce riesgo surge fundamentalmente, aunque no sólo, de la coyuntura macroeconómica. De aquí la necesidad de contar con un modelo macroeconómico.
- Para modelizar el comportamiento de una cartera se requiere combinar las variables macroeconómicas con el llamado modelo microeconómico o de cartera.
- Las variables del microeconómico responden así a la situación del entorno macroeconómico y tiene sus propias variables residuales aleatorias. Una distribución de, por ejemplo, las posibles pérdidas de una cartera de inversiones, se vincula así con el modelo macroeconómico.
- El modelo macroeconómico se enriquece a su vez con las variables residuales del microeconómico.
- La medición del riesgo se hace incorporando la función de pérdidas de los modelos macro y micro integrados, y se condiciona a lo que dice el escenario.
- Los escenarios se definen como la concreción de valor de algunas variables hipotéticas. El sistema debe ser capaz de calcular la probabilidad de que esas variables tomen ese valor concreto y de generar la distribución de pérdidas de la cartera del modelo microeconómico.
- De esta forma, la diversificación se valora de manera correcta, considerando la concentración de riesgo que se produce para determinadas inversiones, en circunstancias definidas que pueden ser extremas, afectando a cada variable (y no de manera agregada), puesto que se conoce el riesgo residual de cada una, y relacionando el efecto conjunto de circunstancias extremas en diferentes subcarteras.



Nuestra conclusión es que la crisis actual ha puesto en evidencia las teorías generalmente aceptadas sobre valoración y medida del riesgo. La teoría del riesgo se enfoca excesivamente desde una perspectiva estadística, descuidando las características de los mercados y los agentes que actúan en ellos. Se ha puesto mucho énfasis en la diversificación, utilizando la volatilidad como una variable sustitutiva del riesgo, y se ha utilizado de una forma ingenua, basada en comportamientos históricos. Este enfoque agravó la crisis, porque las herramientas de valoración del riesgo forzaron a deshacer posiciones provocando situaciones de iliquidez en algunos mercados. Hoy existe un amplio acuerdo sobre la necesidad de integrar un enfoque macroeconómico en la valoración del riesgo, disponer de herramientas de medición que profundicen en el conocimiento fundamental del valor y establezcan las valoraciones a lo largo del ciclo, así como en cubrir sucesos extraordinarios conocidos como riesgos de cola de la curva de distribución normal.



Referencias bibliográficas

- AIS [Aplicaciones de Inteligencia Artificial] (s.f.): *Risk Dynamics into the Future (RDF)*. GNU Free Documentation Licenses.
- ARROW, K. J. (1951): "Approaches to the Theory of Choice in Risk-Taking"; en ARROW, J. (1971), pp. 1-21.
- ARROW, K. J. (1971): *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Chicago, Markham Publishing Company.
- BERNSTEIN, P. L. (1996): *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*. Nueva York, John Wiley & Sons.
- DERMAN, E. (2004): *My life as a Quant*. Nueva York, John Wiley & Sons.
- KNIGHT, F. H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston, Houghton Mifflin.
- MANDELBROT, B. y HUDSON, R. (2004): *The (mis)behaviour of markets*. Nueva York, Basic Books.
- ROUBINI, N. y MIHM, S. (2010): *Crisis Economics*. Londres, Allen Lane.
- RUIZ, G.; JIMÉNEZ, J. L. y TORRES, J. J. (2000): *La gestión del riesgo financiero*. Madrid, Pirámide.
- RUIZ, G. y RUIZ, M. (2007): *La metamorfosis actual del sistema financiero*. Málaga, Cámara de Comercio.
- RUIZ, G. (2008): *Un mundo en crisis. Auge y caída de la liquidez y el crédito*. Málaga, Cámara de Comercio.
- RUIZ, G. y TRÍAS, R. (en prensa): *Financial Crisis Risk Measurement: the Historical Perspective and a New Methodology*; presentado en la Reunión de la European Society for the History of Economic Thought, Albacete, enero de 2010. A publicar por Elgar Publishes.



EL FALLO SISTÉMICO DEL PENSAMIENTO MACROECONÓMICO

Xosé Carlos Arias *

Resumen

La gran crisis financiera ha supuesto la evidencia de un fallo sistémico en las estructuras establecidas del conocimiento económico, lo que trae consigo la posibilidad de un proceso profundo, schumpeteriano, de destrucción creativa. Estamos, ciertamente, ante una oportunidad crítica de renovación profunda de la teoría macroeconómica, a una escala que solamente se da en circunstancias excepcionales. Sin embargo, hemos explicado que en el juego de fuerzas que mueven la dinámica de la crisis teórica, no todas juegan a favor de un gran cambio de paradigma. De forma que, a pesar de algunos síntomas claros, no es posible afirmar categóricamente que este está en marcha y sea irreversible. Pero, en todo caso, si hemos constatado que por lo que hace a las ideas que en mayor medida repercuten en la formación de políticas económicas, un cambio significativo resultará difícil de evitar.

Abstract

The major financial crisis has highlighted a systemic failing in the established structures of economic knowledge, which brings with it the possibility of a profound Schumpeterian process of creative destruction. We are certainly facing a critical opportunity for a profound renovation of macroeconomic theory, on a scale that is only seen under exceptional circumstances. However, as we have explained, in the interplay of forces that move the dynamics of theoretical crisis, not everyone is playing in favour of a major change in the existing paradigm. Hence, in spite of certain clear symptoms, it is not possible to categorically state that such a change is underway or reversible. However, as we have seen, in terms of what it does to the ideas that largely influence the shaping of economic policy, a significant change would be hard to avoid.

1. Introducción

La gran crisis financiera que sacude el mundo desarrollado desde 2008 probablemente es un parteaguas entre dos mundos diferentes en diferentes aspectos de la vida económica y social. El inevitable proceso *desapalancamiento* que se anuncia para los próximos años traerá consigo cambios económicos profundos, al no poder ya basarse una parte considerable del crecimiento en la huída hacia delante de la deuda; con ello se hace creíble un horizonte de estancamiento para un periodo dilatado, en lo que muchos van imaginando ya como una década perdida. Pero la crisis ha sido también otras muchas cosas: crisis de valores, dudas profundas sobre la naturaleza de la política económica, percepción general de malestar social. Y junto a todo eso, una crisis teórica muy profunda en la Economía, dada la evidencia de que muchos de sus análisis y formas de razonamiento predominantes durante los últimos treinta años han fracasado estrepitosamente en la tarea de advertir sobre los gravísimos peligros que acechaban. Y un cargo incluso más grave: por ofrecer la falsa seguridad de un futuro estable en el que la pura razón por fin estaba a los mandos, contribuyó a desarmar a gobiernos y agentes económicos, y a eliminar las cautelas y elementos prudenciales frente a los riesgos (y aún peor, frente a la incertidumbre). Con todo lo cual se constituyó en uno de los ingredientes del cóctel letal que condujo al desastre. La teoría económica estaría, por tanto, ante su propio *fallo sistémico* (en expresión afortunada de Colander *et al.*, 2009).

* Universidad de Vigo.

En efecto, a partir de enero de 2009 se sucedió una verdadera catarata de literatura crítica, con la deriva de la teoría macroeconómica en las últimas décadas en el punto de mira; en ella cabe destacar aportaciones como las de Acemoglu, Akerlof y Shiller, Buitier, Colander, De Grauwe, Kirman, Krugman, Posner, Sen, Skidelsky Solow o Stiglitz; en sentido contrario, realizaron fuertes defensas de esa tradición Lucas, Cochrane y Wickens (referencias todas de 2009, salvo Stiglitz, 2010).

Fuera de la profesión de los economistas, la atención prestada a esos debates ha sido inusitada. Los grandes medios de prensa le han dedicado amplios espacios, destacando entre ellos las series de artículos publicadas en *The Economist*; al tiempo, publicaciones tan influyentes en el mundo intelectual como *The New Yorker* (Cassidy, 2010) o *Prospect* (Kaletsky, 2009) se han ocupado ampliamente de esos debates, como lo han hecho también prestigiosas revistas científicas, como *Nature Physics*. (Lux y Westerhoff, 2009). La inmensa mayoría de esos análisis y comentarios rebosan escepticismo e incluso sarcasmo sobre el realismo y capacidad de predicción mostrados por la llamada *mainstream economics*. Pocas dudas caben, como consecuencia de todo ello, de que sea cual fuere el resultado de la crisis científica en curso, la recepción de las ideas económicas –en los medios de comunicación, la política o el mundo intelectual– ha experimentado ya un cambio radical en estos largos meses.

El estado de la ciencia económica, por tanto, esta vez ha trascendido a la academia; cabe recordar cuatro acontecimientos que alcanzaron gran repercusión en círculos muy amplios. Nos referimos a la ya famosa columna de Paul Krugman en el *New York Times* a principios de septiembre de 2009 (“Cómo llegaron los economistas a estar tan equivocados”); a las tomas de posición inusitada y radicalmente keynesianas de un autor que había contado siempre entre los grandes pensadores liberales de la escuela de Chicago, el juez Richard Posner, creador de la llamada *Law and Economics* (Posner, 2009a y b); a la iniciativa –muy bien dotada, en la Universidad de Budapest– del ilustrado magnate George Soros nada menos que para levantar “un nuevo pensamiento económico”, saludada por los premios Nobel Akerlof y Stiglitz con otra famosa columna, “Dejad que florezcan cien teorías”; y quizá, por encima de todo, a la polémica desarrollada como consecuencia de una visita de la Reina de Inglaterra a la London School of Economics, a partir de la cual un grupo de miembros de la Academia británica envió –en julio de 2009– su *Letter to Her Majesty the Queen*, en donde venían a explicar que el fallo de la Economía, sobre todo en relación con el análisis de los mercados financieros, había estado en la mezcla de *wishful thinking and hubris* que la dominó en el período anterior (Besley *et al.*, 2009). Una respuesta que pareció insuficiente a otro gran número de economistas académicos, y que produjo como resultado varios manifiestos colectivos (sobre todo, Dow *et al.*, 2009) que proponían una reforma radical de los métodos de formación de los economistas.

Lo que resulta difícilmente discutible es que el análisis macroeconómico y financiero que imperaba en 2007 en términos de casi consenso (pues en torno a él se había dado un importante grado de convergencia entre la nueva economía clásica y los llamados neokeynesianos: Blanchard, 2007), formulaba una línea de interpretación y unas predicciones que, si en



una cierta medida se habían visto confirmadas durante las décadas de expansión, resultaron absoluta y brutalmente desmentidas por la crisis. Con ese aparato analítico, la Economía era incapaz ya no de predecir, sino simplemente de entender lo que ocurría. No es raro, por tanto, que tras la explosión de la crisis fallaran estrepitosa y reiteradamente casi todas las predicciones que los organismos y oficinas económicas más prestigiosas y sofisticadas, de orden nacional o multilateral, sobre lo que ocurriría con los precios, el producto industrial o el comercio. Decididamente, el análisis económico y sus métodos no estaban preparados para afrontar y explicar una catástrofe como esta.

2. Plena racionalidad: ¿supuesto teórico o mera superchería?

Como ya se ha sugerido, son básicamente las hipótesis de expectativas racionales (REH) y eficiencia de los mercados (EMH), centrales en la macroeconomía y la teoría de las finanzas predominantes durante las últimas décadas, las que se sitúan en el centro del huracán de la crisis teórica.

En realidad, tales supuestos, nacidos en el seno de la Escuela de Chicago hace más de treinta años, no son algo totalmente ajeno al legado de la vieja economía neoclásica. Por el contrario, significan la exacerbación, el intento de llevar hasta su límite la noción neoclásica de racionalidad (tan diferente de la que se usa en el resto de las ciencias sociales) y la idea de que las fuerzas de mercado tienden a ajustarse de modo eficiente hacia el equilibrio en ausencia de restricciones. Nociones que ciertamente, con todos sus problemas, han permitido avanzar al conocimiento económico en el orden lógico; y de las que se puede afirmar que en muchos casos fue su utilización en un contexto de relajación general de los supuestos lo que permitió que iluminaran aspectos relevantes de la realidad económica. Por el contrario, tal y como posteriormente veremos, en la deriva contemporánea hacia su formulación extremada radica una parte importante del porqué de su fallo sistémico.

La EMH, asociada a la obra temprana del profesor de Finanzas Eugene Fama, afirma que el precio de los activos financieros refleja en cada momento toda la información relevante y todas las expectativas de los operadores en el mercado, ofreciendo las señales necesarias y suficientes para una asignación de recursos eficiente. A partir de tal supuesto, cualquier conclusión acerca de la eficiencia natural de los mercados financieros parecerá al alcance de la mano, por lo que no es de extrañar que durante las últimas décadas su gran influencia proporcionara una falsa sensación de seguridad a inversores y reguladores financieros.

En cuanto a la llamada revolución de las expectativas racionales lo que pretendió fue proporcionar rigurosos fundamentos microeconómicos a la macro, por entonces –años setenta– dominada por el despreciado *keynesianismo hidráulico*. Lo hizo utilizando una idea de ultrarracionalidad de los sujetos económicos que desde el primer momento fue juzgada como

disparatada por autores tan destacados sabios como Hirschman, Kindleberger o Solow. La principal razón para el escepticismo sobre este enfoque es que los axiomas que se utilizan para definir qué sea exactamente lo “racional” se basan no en el comportamiento efectivo y observado de los individuos, sino en un puro proceso de introspección por parte de los economistas (Kirman, 2009).

El problema está, digámoslo otra vez, en el extremismo de la generalización, pues para sus partidarios este supuesto tan restrictivo es de aplicación universal. Akerlof y Shiller (2009) han explicado cómo de las cuatro posibles combinaciones en la relación entre comportamiento racional/irracional y motivaciones estrictamente económicas/meta-económicas, la macroeconomía contemporánea basada en la REH sólo considera uno (plena racionalidad y motivos económicos), excluyéndose por tanto cualquier posibilidad de análisis relevante de las otras tres. Y un importante economista próximo a la REH, Alex Cukierman, ha reconocido recientemente que si bien puede resultar útil trabajar con esa hipótesis en fases de estabilidad, no lo es en absoluto cuando la economía experimenta tensiones o crisis (Cukierman, 2009).

El problema de las expectativas racionales no es, por tanto, el desarrollo de modelos en un horizonte teórico extremo de “como si”, los cuales en sí mismos pueden llegar a resultar en ejercicios de especulación teórica interesantes. ¡El problema es haber llegado a creer que el mundo real es efectivamente así! Es decir, estaríamos, como brillantemente ha explicado Stephen Marglin (2008) ante uno de los casos más claros de representación de la naturaleza como espejo de la filosofía_

Algunos de los mejores análisis sobre el problema de fondo de la REH (además del propio Skidelsky, los de Paul de Grauwe o Willem Buitter) remiten a un viejo artículo publicado en 1945 por Friedrich Hayek. Aunque pueda parecer sorprendente, la argumentación que allí manejaba Hayek para demostrar la imposibilidad de la planificación socialista, puede ser aplicada casi punto por punto a la idea de expectativas racionales: según él, las soluciones a los problemas económicos se producen “por la interacción de gente, cada una de las cuales posee sólo un conocimiento parcial. Asumir que el conocimiento será dado a una simplemente [...] equivale a dejar de lado todo lo que es significativo en el mundo real” (Hayek, 1945). Ni el planificador es omnisciente, ni –cabe añadir ahora– lo puede ser el agente económico que se enfrenta a la complejidad del mundo de intercambios.

Frente a todo esto, hay una última línea de defensa de la idea de atribuir plena racionalidad a los sujetos económicos: en realidad ésta solamente se simula, es decir, se construyen modelos “como si” efectivamente aquella existiera, con la intención de fijar el ideal (la posición de equilibrio) y así dar referentes a los sujetos –también a los gobiernos– para que sus decisiones se acerquen todo lo posible al óptimo. Claro que entonces habría que advertir a cada nuevo paso, para cada resultado teórico o recomendación política, que todo parte de una mera simulación, lo cual no es práctica muy habitual.



Es un hecho curioso, además de grave, que se haya dado tal crédito a la versión más radical de la noción neoclásica de racionalidad, cuando existe desde hace mucho tiempo una alternativa rigurosa desde el lado opuesto: la notable relajación del supuesto. Nos referimos a la idea de racionalidad limitada (*bounded rationality*), propuesta por H. Simon en 1957: el comportamiento racional de cualquier sujeto en la interacción social se verá condicionado por tres tipos de restricciones: informacionales (posibilidad real de acceder a los flujos relevantes de información); cognoscitivas (capacidad efectiva de procesarla); e incluso volitivas (¿es realmente deseable estar informado de todo hasta el final?). No hace falta insistir en la incompatibilidad entre esta fructífera noción (asumida entre otras por las ya mencionadas corrientes modernas del institucionalismo) y la REH.

El uso sistemático de las dos hipótesis mencionadas, REH y EMH, ha llevado a la mayor *ilusión cientifista* de la historia de la Economía: a la idea de que por fin tenemos una línea de razonamiento que puede llevar a entender hasta el final el funcionamiento de las economías reales, realizar predicciones plenamente fiables, y definir los principios de una política para garantizar la prosperidad ilimitada en condiciones de estabilidad. Dado que todo ello se habría alcanzado en condiciones de plena libertad económica e internacionalización, estaríamos al fin ante una suerte de apoteosis de la economía de mercado (a la que se habría llegado a través del pleno triunfo del capitalismo financiero). Una formulación que hace pensar que es aquí, y no en la matizada argumentación de Francis Fukuyama, donde se debe buscar a los verdaderos partidarios de la tesis del “fin de la historia”. Tal vez nadie resumió mejor toda esta pretenciosa quimera que Robert Lucas, quien ante el plenario de la *American Economic Association*, afirmó que: “el problema central de la prevención de depresiones ha sido de hecho resuelto en todos sus aspectos para muchas décadas” (Lucas, 2003).

Idealismo (en el sentido de ausencia de realismo en los supuestos), certeza, autoconfianza en la capacidad de cálculo y predicción, y mentalidad de ingeniería social son cuatro esquinas fundamentales de la moderna teoría macroeconómica. No es extraño que en torno a ello se haya originado una gran arrogancia intelectual (la ya comentada *hubris*). De un modo más preciso, en toda esa manera de entender el proceso de conocimiento advertimos tres rasgos fundamentales.

El primero de esos rasgos es el neoplatonismo: las sombras proyectadas al fondo de la “caverna lucasiana” tienen poco que ver con la realidad de los comportamientos económicos de los individuos, pero eso no importa demasiado a sus partidarios: después de todo, la teoría presenta una gran consistencia lógico-matemática; y aunque nadie podría tomarse en serio que a un individuo concreto “se le impute una capacidad de hacer cálculos que ocuparían muchas páginas de apéndices matemáticos en las principales revistas científicas” (Elster, 2009), se confía en que los errores de cada agente económico se compensen con los de otros en una perspectiva agregada.

No se pretende decir que el neoplatonismo económico nació con REH y EMH: es algo antiguo, consustancial a la naturaleza misma del proceso de conocimiento de una parte importante de esa academia, y tiene que ver con la profunda convicción de que “el grado de realismo de los supuestos es irrelevante” (pues supuestamente lo único importante en una teoría es que sea capaz de predecir). Lo único que ahora cabe anotar es que la idea misma de expectativas racionales lleva, una vez más, hasta extremos casi inverosímiles esa visión.

La identificación de ese elemento de idealización platónica no pretende ser original, pues ha sido ya destacado por varios autores. Por ejemplo, en su conocido libro sobre el *cisne negro*, Nassim Taleb (2007) afirma que fue precisamente ahí donde se originó la funesta manía de creer que entendíamos más de lo que realmente entendíamos. Menos conocida es otra referencia filosófica que nos parece ver latir en el fondo de esas teorías: la del viejo (y más reaccionario) Hegel de “lo real es racional”. Ello conduce directamente al segundo de los rasgos: la inhibición del espíritu crítico.

Es interesante en este punto recordar que en su libro sobre las *retóricas de la intransigencia*, Albert Hirschman (1991) pone como ejemplo precisamente las expectativas racionales cuando intenta explicar su *tesis de la futilidad*: argumentos que se construyen para demostrar la imposibilidad del cambio en los procesos sociales, para avalar la necesidad de la inacción. El ejemplo es pertinente, pues la nueva macroeconomía clásica pretende que la reacción ultrarracional de los agentes hará que sean capaces de percibir con claridad las señales de por dónde habrá de ir la política pública, con lo que anticiparán sus efectos de un modo tal que, cuando ésta entre efectivamente en vigor, será perfectamente irrelevante. La recomendación subsiguiente será la no-política: racionalidad, realidad e inacción serán caras del mismo poliedro, ante lo cual al juego de la crítica no le quedará sino un espacio muy estrecho.

Desde un punto de vista mucho más inmediato, y pensando en el *modus operandi* típico de la academia, cabe destacar que en Economía, desde los años ochenta, todo lo que se presentara con el rótulo de crítico o heterodoxo –o simplemente expresara escepticismo por el futuro de expansión y enriquecimiento indefinidos– se juzgaba de inicio como falto de rigor, y se le colocaba en los últimos lugares en la escala del prestigio profesional. En particular, las posibilidades de prosperar en la carrera académica de todos aquellos que con alguna frecuencia hacían advertencias sobre los peligros al acecho no eran grandes: nada peor considerado en el alto rango académico que el complejo de Casandra. Como ha dicho el gran especialista en burbujas financieras Robert Shiller (2009), el simple hecho de utilizar esa palabra –burbuja– llevaba a una inmediata operación de desprestigio del insensato atrevido. La alta academia, las estructuras jerarquizadas dentro de ella, habrían jugado por tanto un papel intimidatorio para quien se desmarcara del cuadro dominante de lo real/racional y osara traer malas noticias.

A un nivel más profundo, existían en el fardel del conocimiento económico acumulado algunos argumentos muy precisos de los que se deducía la necesidad imperiosa de someter a escrutinio y control mucho más profundos a los mercados de capital. Algunas de esas líneas



argumentales son ampliamente frecuentadas por los economistas contemporáneos, pero no se aplicaron consecuentemente al ámbito de los mercados financieros. Sería el caso de la información asimétrica: el hecho de que las relaciones financieras estén socavadas por la existencia de fallos de información (selección adversa, problemas de agencia) abre la puerta a una fuerte y rigurosa justificación de la regulación financiera; sin embargo, tales vías analíticas, aun estando en los manuales, no fueron exprimidas para identificar los problemas que latían en el fondo de la gran burbuja.

Muy revelador es el caso de algunos análisis cruciales que fueron absolutamente olvidados, sepultados, durante décadas, y que ahora han sido sacados con fuerza a la luz. Un caso muy destacado es el de hipótesis de inestabilidad financiera, formulada por Hyman Minsky (1986), un argumento teórico que entiende las crisis financieras como un hecho sistemático y recurrente, como algo inherente a la propia dinámica de los mercados de capitales. Esta hipótesis muestra la anatomía de una crisis financiera tipo (una dinámica que se origina en la euforia producida por la formación de la burbuja, y que a partir de ese momento se convierte en imparable, transformando en fragilidad lo que en algún momento fueron estructuras financieras robustas; todo ello de no mediar un agente externo, como el regulador o prestamista de última instancia, que la corte en seco). Se trata de un argumento que avanza a través de una lógica rigurosa, y que además es fácilmente reconocible en numerosos episodios concretos a lo largo de la historia de las finanzas (tal y como ha mostrado Charles Kindleberger, 1989).

Pero el argumento de Minsky apenas ha sido tratado en las grandes revistas de economía durante las dos últimas décadas (G.Hodgson, 2009, ha presentado datos que muestran la práctica desaparición de ese nombre en las nueve revistas principales de *ranking* desde 1990), de modo que no ha podido ser muy útil como elemento de aviso: una gruesa niebla formada por una falsa sensación de confianza y la ausencia de espíritu crítico lo hizo, de hecho, invisible para casi todos.

Algunas de esas manifestaciones de la pérdida de sentido crítico fueron consecuencia del tercero, y acaso más importante, entre los rasgos intelectuales de la moderna teoría macroeconómica: su orientación *ultra-cientifista*, es decir, su tendencia a autoconsiderarse como una ciencia pura, con las ciencias naturales matemáticas –y sobre todo la Física– como claros referentes de sus nociones básicas, su método y procedimientos operativos. Esta característica viene de lejos, pues no es descabellado decir, a la manera del Philip Mirowski (2002), que la Economía del siglo XX intentó sistemáticamente verse en el espejo a la física del XIX: es indudable que la explicación de los fenómenos económicos contenidos en los modelos de equilibrio general guardan una profunda similitud con la idea de equilibrio y formas de optimización que son propias de la física.

De nuevo constatamos que esa tendencia tan arraigada fue llevada casi al paroxismo durante las últimas décadas. Los partidarios de la nueva macroeconomía clásica, por ejemplo, apenas perciben “verdad científica” alguna fuera de sus propios modelos, de forma que tienden

a calificar de “meramente ideológicos” los postulados que le son ajenos. De un modo muy significativo, por ejemplo, R. Lucas despachó famosamente a la *General Theory* de Keynes, con la que se podrá estar más o menos de acuerdo, pero que constituye un hito indudable en la historia del conocimiento económico, como *an ideological event*. De igual modo, en la reacción actual de los partidarios de esa escuela frente a las críticas de, por ejemplo, Paul Krugman, lo que de un modo más reiterado se afirma es que éstos en realidad están actuando, no como científicos sino “como políticos” o ideólogos (así lo afirman J. Cochrane o C. Mulligan, ambos 2009; para este último, los debates en curso sólo constituirían *a politicized marketplace for ideas*).

Obsérvese que algo parecido hacían el marxismo vulgar o el estructuralismo althusseriano con las aproximaciones al conocimiento de los fenómenos sociales que no eran la suya: calificarlos como ideológicos (algo asimilable a la “falsa conciencia”). Este es un punto de comparación interesante, porque son muchos los aspectos en los que la actual crisis de la macroeconomía recuerda a la del marxismo académico en los años setenta. En el fondo de esta comparación latiría la pretensión común de captar de un modo universal e incontrovertible realidades complejas del mundo social, a través de construcciones teóricas sofisticadas levantadas sobre unos fundamentos escasamente contrastables. De todo ello saldría una pretensión de verdad absoluta y exclusiva que nadie como el gran Isaiah Berlin ha sabido interpretar con profundidad.

Si nos dejamos iluminar por esa línea interpretativa, pronto veremos que, en realidad, estamos ante tipos diferentes de utopías científicas, supuestos órdenes perfectos de ideas de las que en último término se deducen promesas de progreso indefinido, o ampliación de la riqueza, o estabilidad. En el caso de las expectativas racionales, todo ello vendría justificado por la solidez de la lógica matemática y por la inmensa capacidad de cálculo desarrollada (lo que justificaría el uso continuado de expresiones como “calibración”). Una justificación firmemente enraizada en el culto a la operacionalización matemática y a la significación estadística (McCloskey 1996; Ziliak y McCloskey, 2007).

A todo esta concepción de las fuentes del conocimiento, que no podemos considerar sino como una anomalía (el conocimiento como puro algoritmo, en palabras de Marglin, 2008), cabe replicar: quien sea capaz de desarrollar formulaciones abstracto-matemáticas complejas sobre una base realista de supuestos (que habrán de ser, ya lo hemos destacado, también necesariamente complejos), hágalo, y prestará un notable servicio a las aspiraciones científicas de la economía. Pero si eso no fuera posible, mejor será andar más apegados a la realidad tal y como es, para evitar así que los excesos de la razón/imaginación teórica produzca monstruos.

En este punto serán de utilidad las palabras de Berlin (1991):

“Seguramente, más vale no pretender calcular lo incalculable, no pretender que exista un punto de Arquímedes fuera del mundo a partir del cual todo es mensurable y modificable; más vale emplear en cada contexto los métodos que parecen convenirle mejor, aquellos que pragmáticamente dan el mejor resultado”.



No muy lejos de este razonamiento, en un importante ensayo reciente Jon Elster (uno de los pocos filósofos contemporáneos de entidad que se han mostrado próximos al método de elección racional) resume las causas básicas de la actual crisis de la Economía en una expresión certera: “excesivas ambiciones”.

En la mayoría de sus manifestaciones, esa deriva ultra-cientifista del pensamiento social tiene su origen en un fenómeno extremado y altamente peligroso: la ingeniería social; por ejemplo, en el caso de la economía marxiana, su más clara traslación fue la planificación soviética (la cual, no se olvide, incorporaba también un sueño de racionalidad general: si el planificador central hubiese tenido en su mano toda la información de la era del conocimiento, ¿no hubiera sido plenamente racional? (Skidelsky, 2009).

La pregunta que ahora tanta gente se hace es: ¿Cómo todo esto pudo ocurrir? ¿Cómo pudo consolidarse durante décadas un sistema de conocimiento construido sobre unos supuestos metodológicos que ahora se ven como extraños, casi como de ciencia-ficción, dado que después de todo con su uso se intenta explicar algo tan complejo e incierto como los comportamientos humanos?

Elster nos ofrece una respuesta centrada en algunas características de la comunidad académica en Economía: en muchos de los grandes departamentos se habría generado un “mal equilibrio” que habría permitido el impulso de algunos elementos de pseudo-ciencia, debido a dos características fundamentales: lo que llama *ignorancia pluralista* (que podría expresarse en términos próximos a *El traje nuevo del emperador*: “si mis colegas, que publican en las mejores revistas, y obtienen los mayores reconocimientos lo dicen, no puede estar muy lejos de la verdad...”), y diversos mecanismos de *mind-binding* (ligazón mental a lo establecido).

Entre estos últimos hay diversos factores relacionados con la vida dentro de la academia, y con sus sistemas de formación y promoción establecidos, que en nuestra opinión merecen ser destacados: a) la formación de los economistas académicos en el sistema de ideas establecido ha sido muy costoso y difícil; b) la inercia del *cientifismo* es muy fuerte: la tendencia a encerrarse en sus modelos hace que una parte importante de la profesión apenas se entere de la tormenta que les afecta (en una actitud que, esta vez sí, cabría calificar, de autismo); c) es evidente que cualquier transición hacia otro modo de conocimiento llevaría aparejado un proceso de aprendizaje social, que muchos no están dispuestos a aceptar; y d) el sistema de promoción y búsqueda de prestigio en la profesión –sobre todo en lo que tiene que ver con la jerarquía de revistas, menos en la de departamentos y universidades– no ha cambiado y tardará bastante en hacerlo, por lo que son escasos los incentivos para la explicitación de crítica o escepticismo.

Para nosotros, sin embargo, hay dos factores explicativos fundamentales que apenas han sido considerados en la literatura. El primero es que todo ello se produce en un momento de verdadero triunfo del capitalismo, cuando predomina una sensación de confort en amplias

capas sociales; la larga etapa de crecimiento, junto con la ausencia de alternativas y, en algunos países, la fuerte implantación de la idea de “capitalismo popular” contribuyeron a una cierta idea de *estadio superior la humanidad*, para cuyo análisis el partir de supuestos como el de racionalidad no parecía carecer por completo de sentido (de nuevo, “lo real es racional”).

El segundo factor explicativo es, para nosotros aún más relevante y significativo. El paradigma macroeconómico y financiero predominante en las últimas décadas alcanzó verosimilitud debido a que coincidió en el tiempo con un fenómeno que ha cambiado el conjunto de la vida social en el mundo contemporáneo: el advenimiento de la sociedad del conocimiento asociada a las tecnologías de la información. La revolución informacional que permitió la radical transformación de los mercados financieros, creó una situación inédita en la que a los agentes que operan en tales mercados se les llegó a considerar omniscientes. Esto es, capaces de capturar al instante todo tipo de señales sobre la naturaleza de las decisiones políticas, o del resto de los operadores privados, para así adoptar ellos mismos decisiones inmediatas de inversión o des-inversión en todo tipo de activos. Estaríamos ante la asunción de unas capacidades y una pauta de comportamiento que se parece mucho a la del agente económico tipo con el que razona la REH. Obsérvese que estaríamos ante un caso –si no único, desde luego sí muy excepcional en las ciencias sociales– en el que la evolución de la realidad habría dado a un supuesto teórico un crédito y una apariencia sorprendente de realismo de la que carecía cuando ese supuesto surgió.

Claro que ahora sabemos que sólo se trataba de eso, de una apariencia, pero durante décadas esa visión de la omnisciencia de los mercados (al menos de los financieros) fue un dogma que no sólo fue aceptado por gran parte de los economistas académicos, sino también por los políticos de todo signo ideológico (incluidos aquellos de los que, como los socialdemócratas, cabía esperar al menos algún grado de escepticismo). En esas condiciones ocurrió lo inesperado: el punto de partida de que los sujetos económicos son ultra-rationales pareció muy razonable.

3. La crisis teórica y el futuro de la Macroeconomía

¿Acabará provocando la gran crisis financiera una crisis científica profunda, es decir, todo un proceso de *destrucción creativa* de la teoría económica? ¿O por el contrario, no se tratará más que de un espejismo, algo que desaparecerá tan pronto como las economías vuelvan a crecer a tasas razonables? No es ésta una cuestión sobre la que quepa una opinión concluyente, pero sí ofrecer algunos argumentos de peso en una y otra dirección. Entre las razones para el escepticismo –es decir, para pensar que los cambios serán cosméticos o retóricos, pero no afectarán al núcleo del proceso de conocimiento económico– destacan las tres siguientes.



Primero, estaría lo que podríamos llamar sociología de la reacción de la comunidad académica ante la posibilidad de un cambio trascendental. Es evidente que una parte importante de los economistas establecidos no acogerá con alegría la destrucción creativa, debido a los fuertes mecanismos de *mind-binding* antes reseñados, los cuales generan escasos incentivos para el cambio. Por ejemplo, el modelo de formación de economistas en facultades y posgrados, pese a los manifiestos y las controversias, es seguro que tardará en modificarse en profundidad (en el caso de que efectivamente llegue a ocurrir) (Buiter, 2009).

La segunda razón es más simple: conocemos bien el modelo que ha entrado en crisis y las razones para ello, pero no sabemos con precisión cuál es la alternativa. Todo parece apuntar, en todo caso, a que la creciente toma de conciencia sobre la necesidad de considerar en toda su complejidad los motivos del comportamiento de los sujetos económicos, llevará a una influencia mucho mayor de la llamada *behavioral economics*; esta corriente, tan asociada a los nombres de Daniel Kahneman y Amos Tversky, propone avanzar en la relación entre economía y psicología. Los problemas en este punto son dos: que son pocos los economistas que ahora mismo saben realmente de esos asuntos; y que —y en este aspecto sí tienen razón los defensores de la REH— los argumentos teóricos que aparezcan en este ámbito serán más realistas, desde luego, pero al menos durante una buena temporada, escasamente susceptibles de tratamiento empírico.

Y, en tercer lugar, está la cuestión más controvertida, la de la existencia de una red de intereses que tiende a favorecer las redes de investigación en las líneas hasta ahora dominantes. Nos referimos ahora al interés y a la capacidad de presión sobre la propia academia de sectores de poder económico y, sobre todo financiero. Porque es evidente que un sistema de ideas que proporcionaba sólida legitimación intelectual a la imagen de eficiencia plena y omnisciencia de los mercados y al dogma de Estado mínimo no era precisamente mal vista por la comunidad financiera. Así lo han denunciado reiteradamente autores como Krugman, Bhagwati o Simon Johnson, un antiguo director de investigación del FMI que ha revelado algunos mecanismos por los que la investigación de ciertos organismos, entre ellos aquél en el que el mismo fue alto responsable, se orientaba a favor de determinados argumentos y conclusiones (Johnson, 2009).

Las razones que se han explicado en los párrafos anteriores apuntan a que, ocurra lo que ocurra, es segura la supervivencia de algunas de las teorías anteriores durante un largo periodo, tal vez no como argumentos ampliamente aceptados, pero sí al menos como “teorías zombis”. No debiera ello extrañarnos, pues algo parecido ocurrió siempre en la historia del pensamiento económico: tras los virajes en los paradigmas aceptados lo común fue la pervivencia de núcleos bien establecidos que seguían manteniendo el orden de ideas anterior (quizá la única excepción relevante fue el avasallador dominio del keynesianismo en las décadas centrales del siglo XX).

Pero también hay algunos importantes factores que apuntan a la posibilidad de una efectiva revolución científica en economía, entre las que destacan los tres siguientes. El primero lo extraemos de la propia historia del pensamiento económico: todas las grandes crisis económicas del pasado trajeron consigo transformaciones —en ocasiones, auténticos virajes— en el sistema establecido de ideas. Así ocurrió ya en los años setenta de siglo XIX, que vieron el nacimiento del marginalismo. Y aún más claramente, la Gran depresión de los años treinta coincidió con el advenimiento del keynesianismo, cuya etapa de hegemonía —el llamado *consenso keynesiano*— sucumbió a la crisis del modelo económico a lo largo de los años setenta, lo que permitió la llegada y gran influencia de los argumentos y teorías del nuevo liberalismo económico (Blaug, 1997). Ciertamente, no hay razón para pensar que ahora será diferente.

El segundo motivo para creer en una posibilidad muy real de crisis científica es de carácter material: el hecho radicalmente nuevo de los *blogs*, las páginas *web* de economistas destacados, la difusión inmediata de artículos de persuasión publicados en revistas o periódicos de medio mundo ha creado una situación inédita de gran rapidez en la difusión de nuevas ideas; todo ello ha contribuido a aumentar las posibilidades del fenómeno en sí mismo, al extender la conciencia de que un importante cambio de paradigma está en marcha. Si antes hemos hablado del problema que para el cambio de paradigma representan los costes hundidos en formación y carrera profesional, ahora apreciamos, en sentido opuesto, la notable reducción de los costes de información del cambio. Estaríamos, por tanto, ante una cierta paradoja: la gran revolución informacional que está en la base de la extraordinaria ampliación de la innovación financiera durante las décadas de expansión, y proporcionó verosimilitud a supuestos como el de expectativas racionales, podría favorecer decisivamente ahora las tendencias hacia un cambio teórico en sentido opuesto.

La tercera razón es la que más interesa destacar en la línea general de argumentación que en este trabajo se mantiene: si entendemos la generación de ideas económicas como un simple ejercicio de solipsismo, algo que en realidad solamente puede llegar a interesar a un grupo de académicos que leen revistas *top* y asisten a seminarios sofisticados, entonces el asunto posiblemente no merece que se le otorgue demasiado tiempo y esfuerzo. Pero si, por el contrario, asumimos que se trata de ideas que no solamente tratan acerca de la interacción social, sino que en mayor o menor grado acabarán por afectar a esta (y por tanto a la vida concreta de individuos y sociedades), entonces la cuestión se vuelve de obvio interés general. Es decir, hablamos de ideas susceptibles, bien de convertirse directamente en políticas, o bien de incidir sobre los procesos institucionales de su formación.

4. Poder político de las ideas económicas

En las décadas previas a la crisis, la influencia sobre el espacio político-económico del sistema de ideas de la nueva macroeconomía clásica ha sido de primera magnitud. En un artículo muy revelador (ya desde su título: *Modern Macroeconomics in Practice: How Theory is Shaping Policy*) dos relevantes partidarios de esa corriente dejaron escrito:



“A lo largo de las tres últimas décadas, la teoría y la práctica macroeconómicas han cambiado significativamente, y para bien [...]. Estos avances no quedaron restringidos a la torre de marfil [...]. Ejemplos de los efectos de la teoría sobre la práctica de la política incluye el aumento de la independencia de los bancos centrales, la adopción de objetivos de inflación y otras reglas para guiar la política monetaria, el creciente peso de impuestos sobre el consumo frente a impuestos sobre la renta, y la conciencia creciente de los costes de las políticas que distorsionan los mercados de trabajo” (Chari y Kehoe, 2006).

En efecto, la mentalidad de los banqueros centrales y numerosos ministros o secretarios del Tesoro, al igual que ocurría entre sus amplios y sofisticados equipos de analistas, estuvo durante años intensamente penetrada por las ideas de ultrarracionalidad y eficiencia natural de los mercados. Si se compara la frase ya citada de Lucas con otra de Gordon Brown, expresada cuando era ministro del Tesoro (“la era del auge y de la crisis ha pasado”), se advertirá de inmediato que compartían muchos cromosomas intelectuales. Pero es sin duda la figura de Alan Greenspan, su práctica política y su influencia social durante tantos años, las que encarnan de un modo más fácilmente reconocible esa visión (lo que se puede predicar también, en gran medida, de Ben Bernanke antes de septiembre de 2008).

Como paso intermedio, la REH y EMH fueron determinantes para la constitución de una nueva teoría de la política económica, absolutamente centrada en la idea de credibilidad, cuya idea central se resume en la definición de la política óptima como aquella que permite obtener ganancias de credibilidad ante los mercados; una teoría que ha proporcionado una importante justificación argumental para determinados regímenes institucionales de la política económica; como por ejemplo, la opción de reglas frente a políticas discrecionales.

En cuanto a la percepción que el público en general haya podido tener de todo eso, hay indicios más que razonables para afirmar que la pretensión de ultrarracionalidad económica no sólo fue asimilada por los *policy makers*, sino también por una parte significativa de la sociedad en su conjunto (Shiller, 2005). De hecho, las expectativas racionales han formado parte de un fenómeno intelectual muy característico de los últimos lustros, consistente en atribuir grandes dosis de racionalidad a la decisión de los sujetos colectivos (tal vez como consecuencia de la ilusión creada de acceso infinito, y a coste muy reducido, a la información). Ejemplo muy destacado es el libro de James Surowiecki (2004), un gran éxito internacional del pensamiento contemporáneo, que utilizando razonamientos de psicología y computación, desde su propio título destaca la noción de “sabiduría de las multitudes”, con la idea básica de que “la inteligencia de una multitud humana” puede superar a la de cualquier experto a la hora de enfrentarse a problemas de cognición, coordinación y cooperación.

En todo caso, en la percepción social de la figura del economista durante toda esa época —encarnada, como hemos dicho, en Greenspan de un modo ejemplar— probablemente había mucho de mago, una figura lejana, conocedora de extraños arcanos, pero al final extrañamente útil; en último término, y a pesar de su arrogancia, alguien claramente beneficioso para la organización de la vida social y el progreso.

Sin embargo, a lo largo de los dos últimos años se ha hecho evidente el inmenso error de haber llegado a creer que la era de la volatilidad agregada había concluido, creencia que trajo consigo un desmesurado optimismo sobre las posibilidades de enriquecimiento continuo en los mercados bursátiles e inmobiliarios (Acemoglu, 2009). En muy poco tiempo, ante la opinión pública los economistas, o a una parte de ellos, se convirtieron en auténticos *bubble-makers* (en expresión brillante de Whalter, 2009).

En el espacio político el cambio de escenario se ha producido aun de una manera más brusca. A finales de 2008 ya era evidente para todos que los mercados financieros no se ajustaban de un modo natural a posiciones eficientes (y mucho más todavía que los precios de mercado estaban muy lejos de recoger toda la información relevante); y en ese momento continuar hablando de omnisciencia de los mercados ya no sonaba solamente como ridículo, sino casi también como insultante. Pero además, los políticos pronto advirtieron que seguir aplicando políticas que se derivaban linealmente de aquel sistema de ideas resultaba suicida en las nuevas circunstancias. Nadie lo explicó mejor que Paul Krugman en su ya famosa columna de septiembre de 2009: “Los peligros se crean cuando los reguladores no creen en la regulación”. En esa creencia –es decir, en el tránsito desde el mundo abstracto de la teoría a la realidad de la política– estaba el núcleo del problema creado.

De manera que en el afán de hallar soluciones de urgencia comenzó una denodada búsqueda de los viejos y olvidados manuales keynesianos por los desvanes de los ministerios económicos; aquí encontramos otra de las claves de lo ocurrido: el neoplatonismo de la visión anterior obligó a buscar en el vacío y a improvisar radicalmente soluciones para afrontar la solución de problemas que estaban ocultos y que la crisis puso dramáticamente de manifiesto. El punto crucial de viraje en lo que respecta a este plano de la percepción política de las ideas económicas, fue el reconocimiento solemne que el *policy maker* por excelencia, Alan Greenspan, hizo de sus graves errores de percepción ante el congreso norteamericano en octubre de 2008. Con ello, todo un mundo de certezas, de confianza, de creencia en la plena racionalidad y los ajustes maravillosos de una máquina llamada mercados financieros, se había desmoronado.

5. Conclusión

La gran crisis financiera ha supuesto la evidencia de un fallo sistémico en las estructuras establecidas del conocimiento económico, lo que trae consigo la posibilidad de un proceso profundo, schumpeteriano, de *destrucción creativa*. Estamos, ciertamente, ante una oportunidad crítica de renovación profunda de la teoría macroeconómica, a una escala que solamente se da en circunstancias excepcionales. Sin embargo, hemos explicado que en el juego de fuerzas que mueven la dinámica de la crisis teórica, no todas juegan a favor de un gran cambio de paradigma. De forma que, a pesar de algunos síntomas claros, no es posible afirmar categóricamente



amente que este está en marcha y sea irreversible. Pero, en todo caso, si hemos constatado que por lo que hace a las ideas que en mayor medida repercuten en la formación de políticas económicas, un cambio significativo resultará difícil de evitar.

Referencias bibliográficas

- ACEMOGLU, D. (2009): “The crisis of 2008: structural lessons for and from economics”, CEPR *Policy Insight* 28.
- AKERLOF, G. y STIGLITZ, J. E. (2009): “Dejad que florezcan cien teorías”, Project Syndicate, noviembre.
- AKERLOF, G.A. y R.J. SHILLER (2009): *Animal Spirits*. Princeton University Press.
- BERLIN, I (1991). *The Crooked Timber of Humanity: Chapters of the History of Ideas*. Nueva York, Knopf [hay versión española en Península, 2002].
- BESLEY, T. *et al.* (2009): *Letter to Her Majesty the Queen* (Julio).
- BLANCHARD, O. (2009): «L’Etat Actuel de la Macroeconomie», *Revue Francaise d’Economie*, 24, pp. 3-40.
- BLAUG, M. (1997): *Economic Theory in Retrospect*. Cambridge University Press [5ª edición].
- BUITER, W. (2009): “The unfortunate uselessness of most ‘state of the art’ academic monetary economics”; *Financial Times*, 3 de marzo.
- CASSIDY, J. (2010): “After the Blowup”; *The New Yorker*, 11 de enero.
- COCHRANE, J. (2009): “Response to Paul Krugman”, *Modeled Behaviour*.
- COLANDER, D. (2009): *How Economists Got It Wrong: A Nuanced Account*. Middlebury College Economics Discussion Paper 09-09.
- COLANDER, D. *et al.* (2009): *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics*. Discussion Paper, Departamento de Economía de la Universidad de Copenhague.
- CUKIERMAN, A. (2009a): “The Great Depression, the Current Crisis and Old versus New Keynesian Thinking”; *Symposium on Perspectives on Keynesian Economics*, Universidad Ben Gurion.

- CHARI, V. V. y KEHOE, P. J. (2006): “Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy”; *Journal of Economic Perspectives*, 20; 4, pp. 3-28.
- DE GRAUWE, P. (2009): “What’s Wrong with Modern Macroeconomics. Top-down versus Bottom-up macroeconomics”. DG ECFIN Annual Research Conference, Bruselas.
- ELSTER, J. (2009): “Excessive Ambitions”; en *Capitalism and Society*, 4, 2, 1.
- FRYDMAN, R. y M.D. GOLDBERG (2008): “Macroeconomic Theory for a World of Imperfect Knowledge”, *Capitalism and Society*, 3, 3, 1, Berkeley.
- HAYEK, F. A. (1945): “The Use of Knowledge in Society”; en *American Economic Review*, XXXV, 4.
- HIRSCHMAN, A. O. (1991): *The Rhetoric of Reaction*, Harvard University Press, Cambridge-Mass [hay versión española en Fondo de Cultura Económica].
- HODGSON, G. M. (2009): “The great crash of 2008 and the reform of economics”; en *Cambridge Journal of Economics*, 33; pp. 1205-1221.
- JOHNSON, S. (2009a): “The Quiet Coup”; en *The Atlantic* (mayo).
- JOHNSON, S. (2009b): “The Economic Crisis and the Crisis in Economics”; en *Peterson Institute for International Economics* (junio).
- KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979): “Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk”; en *Econometrica*, vol. 47, pp. 263-291.
- KALETSKY, A. (2009): “Goodbye, homo economicus”; en *Prospect* (abril).
- KATES, S., ed. (2010): *Macroeconomic Theory and Its Failings*. Edward Elgar, Cheltenham.
- KINDLEBERGER, C. P (1989): *Manias, Panics, and Crashes*. Nueva York, Basic Books [hay versión española en Ariel, 1991].
- KIRMAN, A. (2009): “Economic theory and the crisis”; en *Voxeu* (noviembre).
- KRUGMAN, P. (2009): “How Did Economists Get It So Wrong?”; en *The New York Times*, 2 de septiembre.
- LUCAS, R. E. (2003): “Macroeconomic Priorities”; *Presidential Address of the American Economic Association*.



- LUX, T. y WESTERHOFF, F. (2009): “Economic crisis”; en *Nature Physics*, 5, 2-3.
- MARGLIN, S. A. (2008): *The Dismal Science. How Thinking Like an Economist Undermines Community*. Harvard University Press, Cambridge-Mass.
- MCCLOSKEY, D. N. (1996): *The Vices of Economists. The Virtues of the Bourgeoisie*, Amsterdam University Press.
- MINSKY, H. P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press [hay versión española en Fondo de Cultura Económica].
- MIROWSKI, P. (2002): *Machine dream. Economics Becomes a Cyborg Science*. Cambridge University Press.
- MULLIGAN, C. B. (2009): “Is Macroeconomics Off Track?”; en *The Economists Voice* (noviembre).
- PHELPS, E. S. (2009): “Refounding Capitalism”; en *Capitalism and Society*, 4, 3, 2.
- POSNER, R. (2009a): *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*. Harvard University Press, Cambridge-Mass.
- POSNER, R. (2009b): “How I Became a Keynesian”; en *The New Republic*, 23 de septiembre.
- SEN, A. (2009): “Capitalism Beyond the Crisis”; en *The New York Review of Books* (marzo).
- SHILLER, R. J. (2005): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press [2ª edición].
- SHILLER, R. J. (2009): *Reinventar la economía*. Project Syndicate (diciembre).
- SKIDELSKY, R. (2009): *Keynes, the Return of the Master*. Penguin Books, Allan Lane [hay versión española en Crítica, 2009].
- SOLOW, R. (2008): “Comments on Chari and Kehoe, 2006”; en *Journal of Economic Perspectives*, 22, 1; pp. 243-249.
- SOLOW, R. (2009): “Dumb and Dumber in Macroeconomics”; en *The Economists Voice*.
- STIGLITZ, J. (2010): *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. Nueva York, Barnes and Noble.
- SUROWIECKI, J. (2005): *The Wisdom of Crowds*. Nueva York, Anchor Books.



- TALEB, N. N. (2007): *The Black Swan*. Nueva York, Random House [hay versión española en Paidós, 2008].
- THE ECONOMIST (2009): “The other-worldly philosophers” (16 de Julio).
- WALTHER, H. (2009): “Economic Policy after the crash”; en *Intervention*, 6, 2.
- WICKENS, M. (2009): “What’s Wrong with Modern Macroeconomics? Why its Critics Have Missed the Point”; *DG ECFIN Annual Research Conference*, Bruselas.
- ZILIAK, S. T. y MCCLOSKEY, D. N. (2007): *The Cult of Statistical Significance*. The University of Michigan Press, Ann Arbor.



PASADO Y PRESENTE EN EL ANÁLISIS DE LAS CRISIS ECONÓMICAS: ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA DINÁMICA DE LOS MERCADOS Y EL MANEJO DE LA POLÍTICA FISCAL

Carles Sudrià *

Resumen

En este ensayo se pretende analizar la mecánica de las crisis financieras y los efectos de la política fiscal en momentos de crisis. Las conclusiones a las que se llega, aun siendo necesariamente modestas, parecen sólidamente justificadas. Es evidente la necesidad de la regulación de las actividades financieras, y de hacerlo más allá de asegurar la transparencia de las entidades y del mercado financiero en su conjunto. Una revisión de lo ocurrido en diversas crisis y la propia dinámica de la más reciente, muestra que el mercado no puede superar por sí mismo los fallos de mercado intrínsecos de la intermediación financiera. En este sentido, conviene distinguir entre la capacidad que deben tener las entidades reguladoras de intervenir en el mercado en circunstancias extraordinarias (por ejemplo, actuando en mercado abierto; otorgando crédito en condiciones extraordinarias; substituyendo a gestores incompetentes o corruptos; etc.); el establecimiento de condiciones precisas respecto a operaciones permitidas; garantías exigibles; niveles de apalancamiento; régimen de dotación de reservas; etc. y, finalmente, la inspección y verificación contable. Las tres funciones son indispensables y complementarias pero no forzosamente deben ser ejercidas por los mismos organismos públicos. También resulta claro que algunas de ellas deben realizarse o coordinarse a nivel supraestatal, especialmente en los países de la Unión Europea o de la eurozona.

Abstract

The aim of this essay is to analyse the mechanics of financial crisis and the effects of fiscal policy at times of crisis. The conclusions reached, although necessarily modest, appear to be soundly justified. There is clearly a need to regulate financial activities and to do so beyond simply guaranteeing transparency in banks and the financial market as a whole. A review of what has taken place in different crises and the dynamics of the most recent one reveals that the market cannot in itself overcome the market failures inherent to financial intermediation. In this respect, a distinction should be made between the capacity that regulatory bodies must have to intervene in the market in extraordinary circumstances (for example, acting in the open market, granting credit under extraordinary conditions, substituting incompetent or corrupt managers; etc.); the establishment of precise conditions regarding permitted operations; guarantees required; levels of leverage; provision of reserves, etc. and, finally, the inspection and verification of accounts. The three functions are indispensable and complementary but should not necessarily be exercised by the same public bodies. It is also clear that some of them should be carried out or coordinated at a supra-national level, especially in countries in the EU or EuroZone.

1. Introducción

La propuesta formulada por el coordinador de este volumen de *Mediterráneo Económico* significa un auténtico reto para los autores invitados a participar. El enfoque que se nos propone nos enfrenta con las preguntas de fondo sobre el origen de la crisis económica que estamos atravesando y sobre sus consecuencias a medio y largo plazo en el ámbito de la gestión económica y, más en general, de la organización política de la sociedad.

Desde esta perspectiva de largo plazo, el tema entra de lleno al ámbito propio de la historia económica, una disciplina cuyo objetivo primordial es el análisis de la evolución de las actividades productivas y de sus formas de organización.

* Centre d'Estudis Antoni de Capmany. Universidad de Barcelona.

Debo empezar afirmando que el estallido de la crisis y su desarrollo en los últimos meses ha concitado en muchos historiadores económicos sensaciones ciertamente contradictorias. Por un lado hemos sido requeridos para analizar las similitudes y diferencias entre la coyuntura actual y las de otras épocas de crisis y para opinar sobre las perspectivas que se presentan y las posibles medidas a tomar. La historia parecería adquirir nuevo protagonismo. No resulta difícil de entender. Ante la sorpresa del *downturn* económico y la incertidumbre que nos acongoja, una mirada al pasado parece ofrecer algún alivio. Reconforta escuchar a los historiadores afirmar que algo parecido ocurrió en alguna otra época y que el cataclismo se pudo superar y el crecimiento económico, al fin, continuó.

Este protagonismo de la historia, sin embargo, es tan solo aparente. Los análisis de la situación actual y los debates que mantienen economistas y políticos sobre las medidas a adoptar denotan muy a menudo una profunda falta de conocimiento histórico y hasta un cierto desprecio por la experiencia acumulada. No resulta difícil sostener que algunos de los errores que están en los orígenes de la crisis se basan en el olvido –voluntario o no– de lo ocurrido en momentos no tan lejanos. Tampoco puede negarse que la discusión sobre las medidas a adoptar tiende a situarse en la coyuntura inmediata dejando de lado los efectos a medio y largo plazo. La llamada a los precedentes históricos no parece tener fuerza suficiente para entrar realmente en el debate.

El objeto de este papel no es rememorar las crisis económicas y financieras que se han sucedido en el pasado, ni analizar detalladamente las similitudes o diferencias que puede haber con la que hoy vivimos¹. Mi propósito es otro. Lo que pretendo es ofrecer una reflexión sobre algunos elementos esenciales de la crisis en cuyo análisis la observación de lo ocurrido en el pasado puede aportar alguna luz. En concreto me voy a centrar en dos aspectos que me parecen especialmente relevantes: la dinámica de los mercados financieros y su regulación y el manejo de la política fiscal como mecanismo de recuperación. Mi enfoque no tiene pretensiones teóricas, por lo contrario trata de basarse en la experiencia conocida para ayudar a una reflexión más realista sobre lo ocurrido y sobre las decisiones que pueden adoptarse.

¹ El lector interesado puede acceder fácilmente a estudios en profundidad sobre la historia de las crisis financieras y sus consecuencias. En ellos encontrará referencia a la amplísima bibliografía existente sobre las muchas facetas del tema. A título indicativo me permito señalar dos obras: el clásico ensayo de Charles Kindleberger (1978) y la reciente revisión general debida dos reconocidos especialistas, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2009). Por otro lado, se han publicado muchos trabajos que tratan de comparar la crisis actual con las anteriores. Entre los que me merecen mayor crédito están los realizados por Bordo (2008) y Almunia y otros (2009). Son asimismo de gran utilidad los informes elaborados por Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke sobre la evolución comparativa de las principales variables de la crisis de 1929 y la actual bajo el título genérico "A Tale of Two Depressions" (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>).



2. Las crisis financieras: ¿cíclicas, provocadas o inevitables?

El análisis de las fluctuaciones financieras es un tema clásico en el ámbito de la historia económica. Desde el mismo momento en que apareció la moneda y que una autoridad asumió su emisión, encontramos referencias a crisis financieras. Como es natural a nosotros nos interesan ahora las que han experimentado las sociedades contemporáneas, pero no debemos olvidar que la inestabilidad financiera puede encontrarse en cualquier sistema económico complejo.

El debate sobre las causas de las crisis ha exigido una cierta labor de clarificación tanto conceptual como empírica². En general parece útil distinguir entre crisis monetarias y crisis propiamente financieras o bancarias. Las primeras afectan esencialmente al tipo de cambio. Se producen cuando las autoridades no consiguen mantener el valor de la moneda en los términos establecidos. Sus características, en consecuencia, están ligadas al régimen monetario del país. Serán diferentes si se trata de un sistema de patrón oro, vigente con interrupciones hasta la crisis de 1930, o de un sistema de cambios fijos sin derecho a conversión, como el instaurado en base a los acuerdos de Bretton Woods. En general, estas crisis ocurren cuando desequilibrios de carácter macroeconómico, como un déficit público persistente o una pérdida de competitividad exterior, alteran las perspectivas de los agentes respecto al valor de la moneda del país y se produce una venta masiva de la misma que acaba no pudiendo ser atendida. También una crisis bancaria generalizada puede conducir a una crisis monetaria.

Las crisis financieras o bancarias tienen otro carácter. En general están relacionadas con la incapacidad de los bancos u otros intermediarios financieros para hacer frente a las demandas de retirada de depósitos por parte de sus clientes. Su característica tradicional y más significativa es su carácter contagioso. Cuando un banco anuncia dificultades, el público, temeroso de que otros bancos puedan tener también problemas, acude a solicitar el reembolso de sus depósitos extendiendo la situación de falta de liquidez de unas entidades a otras, independientemente de su estado de solvencia. Si el problema se generaliza y las autoridades no intervienen, el resultado es una reducción de la oferta monetaria, con la consiguiente caída del crédito a las empresas no financieras y el colapso del sistema económico en su conjunto. El origen del problema puede ser diverso, desde las malas prácticas bancarias de algunos bancos hasta una caída del valor de las garantías sobre las que se ha concedido crédito, sean éstas valores bursátiles o inmuebles.

La crisis que estamos viviendo se sitúa sin duda en esta segunda categoría y, por tanto, vamos a centrarnos en ella. Antes de iniciar el análisis, sin embargo, me gustaría llamar la atención sobre un aspecto que considero básico: el carácter intrínsecamente imperfecto del mercado financiero. La existencia de asimetrías de información, costes de transacción y economías de escala es consustancial con la tarea misma de la intermediación financiera. Este principio elemental a menudo se olvida por parte de los analistas que observan exclusivamente

² Seguimos en estos párrafos a Bordo (1998).

los movimientos a corto plazo. La propia existencia de intermediarios financieros se explica por las dificultades de los agentes para acceder de forma autónoma a la información relevante sobre los demandantes y oferentes de capital. Los bancos y otros intermediarios reducen los costes de actuar en este mercado porque el acceso a la información es costoso, tiene fuertes economías de escala y genera una intensa asimetría entre esos mismos intermediarios y sus clientes. Existen igualmente economías de escala en la diversificación de riesgos y en la distribución intertemporal de los vencimientos³.

El fenómeno del contagio en las crisis es buena prueba del efecto de unos costes de información elevados. Cuando surge la crisis y ante la imposibilidad de acceder a un coste razonable a información fidedigna sobre el estado de cada banco, los depositantes optan por retirar sus depósitos de todos los bancos al margen de cual sea su estado real. Resulta menos costoso y más seguro.

Estas características propias de los mercados financieros son bien conocidas por los estudiosos de las crisis, historiadores o no, y por ello existe un consenso general entre los académicos sobre la necesidad de establecer medidas de regulación sobre el mercado financiero. Dadas estas circunstancias, resulta sorprendente la deriva desreguladora que adoptaron las diversas administraciones estadounidenses desde mediados de los años 1980 y que para muchos autores está en la base de la crisis actual. Volveremos a ello.

El estudio de las crisis bancarias en la historia no ha llevado a la unanimidad por lo que hace a la interpretación de sus causas. Las aproximaciones son diversas y numerosas, aunque no siempre deben considerarse excluyentes entre sí. Vamos a referirnos tan solo a las que consideramos más relevantes.

La visión clásica de Charles Kindleberger, Hyman Minsky y otros, todavía muy influyente, sitúa las crisis bancarias como parte del ciclo económico. Según su análisis, el proceso se iniciaría por un acontecimiento externo, habitualmente una nueva oportunidad de negocio que puede estar vinculada a una innovación tecnológica (los ferrocarriles en el siglo XIX; las empresas *punto com*, en el siglo XX; por ejemplo) o a una mejora de las perspectivas comerciales (como la apertura de nuevos mercados). Las nuevas expectativas incentivarán la compra de activos financieros o reales relacionados con estos productos o servicios, que aumentarán su precio y aparecerán como inversiones rentables, aunque puedan no serlo en términos de beneficios empresariales. El proceso se puede generalizar con la utilización del crédito bancario y el aumento de la velocidad de circulación del dinero, produciéndose una espiral alcista. Esta dinámica continuará hasta que los agentes alcancen un grado de endeudamiento que no permita la realimentación del ciclo o hasta que los inversores menos hábiles o más endeudados no puedan hacer frente a los vencimientos de sus deudas y empiecen a vender activos.

³ Sobre las funciones del sistema financiero y su conexión con el crecimiento, véase Levine (2005). Sobre las formas y finalidades de la regulación financiera, véase Mishkin (2001).



Iniciada la caída de los precios de los activos, los inversores más recientes se verán obligados a asumir pérdidas y en muchos casos no podrán hacer frente a los préstamos recibidos, dando lugar a un aumento de la morosidad bancaria. El riesgo global sobre el sistema financiero y económico puede ser más grave si los préstamos tienen como garantía los activos depreciados, que tras la contracción pueden no cubrir los riesgos. En todo caso, los bancos afectados se verán forzados también ellos a obtener liquidez vendiendo activos financieros o reales justo en el momento en el que el aumento de la oferta y el retroceso de la demanda impulsarán los precios a la baja. La crisis bancaria se reconoce, en esta línea de análisis, como el colofón lógico de un *boom* financiero previo⁴.

Esta interpretación de las crisis asume la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros, algo en lo que otros autores más recientes han coincidido. Dado que la función esencial de los bancos es transformar activos financieros poco líquidos en otros más líquidos, su exposición a sufrir retiradas masivas de depósitos y tener problemas de efectivo es consustancial a su actividad⁵. Sólo la presencia de un prestamista de último recurso o de un sistema de garantía de depósitos puede prevenir el estallido de pánicos.

Milton Friedman y Anne Schwartz en su estudio seminal sobre la historia monetaria de los EEUU defendieron que fueron errores en la gestión de la política monetaria los que generaron la crisis de 1929. Su posición, en este sentido, difiere de la de Kindleberger al dejar en segundo plano las causas relacionadas con la evolución de la economía real y más todavía los posibles fallos de mercado⁶.

Sin embargo, la aportación principal de Friedman y Schwartz tiene que ver con el estudio de los pánicos bancarios y de sus consecuencias más que en sus causas. En su obra, llamaron la atención sobre la necesidad de la intervención de las autoridades monetarias para impedir que el contagio y generalización de las crisis bancarias acaben produciendo una contracción de la oferta monetaria y de la oferta de crédito y la consiguiente recesión. Fueron ellos los primeros en señalar que, tras las primeras insolvencias bancarias, puede darse una avalancha de ventas preventivas de valores por parte de los bancos amenazados, con la consiguiente caída de las cotizaciones y la descapitalización de todas aquellas empresas que tuvieran parte de su activo en valores bursátiles.

Ben Bernanke, el actual Presidente de la Reserva Federal, introdujo hace unos años un elemento adicional muy interesante a la comprensión de las crisis. Analizando lo ocurrido en los años 1930, Bernanke observó que, al margen de los efectos estrictamente monetarios, una crisis financiera conllevaba unos costes añadidos para la economía real como consecuencia de la quiebra de los vínculos profesionales entre demandantes y oferentes de crédito. El argumento parte del reconocimiento de la existencia de costes de información y de situaciones

⁴ Kindleberger (1978); Minsky (1977).

⁵ Diamond and Dybvig (1983); Mishkin (1991).

⁶ Friedman y Schwartz (1963), cap. 7.

de asimetría que explican que el intermediario financiero tienda a estar especializado en un sector o empresa para los que dispone de datos y conocimiento. Así las cosas, el cierre de bancos y otros intermediarios afectados por la crisis, significa la pérdida de un conocimiento específico que no podrá ser substituido sino en un periodo relativamente largo⁷.

Este conjunto de peculiaridades de los mercados financieros, hizo que –a partir de los años 1930- se generalizara la imposición de medidas de regulación de la actividad bancaria. La finalidad principal de estas medidas era doble. Por un lado asegurar que en caso de falta de liquidez, una institución superior pudiera ofrecer crédito a los bancos con problemas para conseguir la realización de sus activos. Y en segundo lugar imponer normas de inversión y mecanismos de inspección que garantizaran un comportamiento prudente por parte de los bancos. Se argumentaba que la quiebra de una entidad bancaria puede tener unos costes generales para un país y para los negocios en general muy superior a los que tenga que sumir el banco en dificultades y es posible, por lo tanto, que el riesgo que un banquero puede juzgar asumible no lo sea si atendemos a los efectos externos que la hipotética quiebra de su banco pueda suponer.

En la mayoría de los países avanzados se crearon, en consecuencia, diversas instituciones dedicadas a facilitar la liquidez y se dictaron normas que afectaban a las políticas de inversión de la banca. En la mayoría de los casos, los problemas de liquidez se trataron de resolver mediante los fondos de garantía de depósitos y reforzando las funciones específicas de los bancos centrales como prestamistas de última instancia. Los fondos actuaban como entidades de seguros, a las que los bancos aportaban como cuota una proporción de sus activos. Estos fondos tenían como función fundamental cubrir mediante préstamos o aportaciones de capital las posibles pérdidas de sus asociados y evitar así la extensión del pánico. Asimismo, los bancos centrales emisores fueron encargados específicamente de proporcionar crédito a los bancos con problemas de liquidez, evitando así la venta masiva y simultánea de activos en caso de crisis. Finalmente, gobiernos y parlamentos aprobaron un conjunto de normas cuya finalidad era asegurar la solvencia de las entidades regulando su balance y estableciendo cuales iban a ser las inversiones permitidas y las prohibidas. Es lo cierto, sin embargo, que en algunos países esta capacidad regulatoria fue aprovechada por el Estado para asegurarse la colocación de su propia deuda y, eventualmente, la de sectores o empresas consideradas estratégicas.

En el caso de los Estados Unidos, especialmente relevante en la crisis actual, la nueva regulación tomó forma en la *Glass-Steagall Act*, aprobada en junio de 1933. Se trataba de una reacción a la gravísima crisis bancaria que se había producido en enero del mismo año, con centro en Detroit⁸. La ley instituyó la Federal Deposit Insurance Corporation y estableció la separación entre la banca de inversiones y la banca comercial. Se entendió que la banca de inversiones, más proclive a asumir riesgos, había sido en gran parte responsable de la hecatombe bancaria de los años 1930 al utilizar los depósitos de los ahorradores particulares para

⁷ Bernanke (1983).

⁸ Sobre la evolución de la regulación financiera en Estados Unidos, puede consultarse White (2009).



realizar inversiones en bolsa de alto riesgo. Cuando la marcha de las cotizaciones cambió de signo y surgieron las pérdidas, las consecuencias afectaron al conjunto del sistema bancario y a toda la economía⁹. Con la nueva ley, la banca comercial no podría participar en sociedades financieras o de inversiones y quedaba bajo la supervisión de la Reserva Federal. La banca de inversiones tendría que actuar con capitales propios y dispondría de mayor margen acción. Se impusieron también límites a los intereses a pagar por los depósitos y a las comisiones a cobrar por la intermediación bursátil.

A partir de los años 1970 los bancos y muchos analistas financieros empezaron a reclamar una relajación de las normas imperantes. Esta creciente presión empezó a dar sus frutos. En primer lugar se abolieron las limitaciones existentes respecto al cobro de comisiones sobre la compra-venta de valores. Unos años más tarde, en marzo de 1980, se eliminó el límite máximo establecido para los intereses sobre depósitos. Finalmente, en noviembre de 1999 y tras un largo debate parlamentario, el presidente Clinton proclamó la *Financial Services Modernization Act* que eliminaba la separación establecida por la ley de 1933 entre actividades de banca comercial y actividades de banca de inversión o de seguros y permitía la fusión entre entidades financieras sin otra limitación que estar cada una de ellas debidamente auditada por las entidades de supervisión.

La progresiva erosión de las limitaciones impuestas por la *Glass-Steagall Act* se debió a la presión de la industria financiera norteamericana a la búsqueda de nuevos márgenes de beneficio. De alguna forma, cada paso hacia la liberalización creaba desajustes que aconsejaban seguir con el proceso. Así, por ejemplo, la eliminación del control sobre el importe de las comisiones cargadas por la ejecución de operaciones bursátiles perjudicó a los bancos de inversión, que se vieron impelidos a buscar beneficios en otras actividades, presionando para que fueran autorizadas operaciones que hasta entonces tenían vedadas. A su vez, la liberalización de los tipos de interés sobre los depósitos forzó a los bancos comerciales a adentrarse en actividades antes reservadas a los de inversión, a la búsqueda de nuevas líneas de negocio.

Finalmente, los bancos de inversión, empujados por la misma lógica, tendieron a asumir fuertes niveles de apalancamiento y buscaron beneficios adicionales en la creación de nuevos productos financieros, como la deuda derivada garantizada con hipotecas, mientras los bancos comerciales adquirían estos mismos derivados y los distribuían entre sus clientes. Entretanto, los entes reguladores (Reserva Federal, Securities and Exchange Commission, etc.) veían debilitada su capacidad de actuación tanto por las sucesivas liberalizaciones como por la deliberada reducción de medios materiales y humanos aplicada por el gobierno, y también –adicionalmente– por la preeminencia adquirida por las visiones ultraliberales de la economía en las esferas de poder¹⁰.

⁹ La validez de este diagnóstico no ha encontrado unanimidad entre los estudiosos del tema, ya que algunos autores sostienen que los bancos mixtos no se vieron más afectados por las crisis que los meramente comerciales. Véase, por ejemplo, White (1986) y Kroszner y Rajan (1994 y 1997).

¹⁰ Eichengreen (2008); White (2009).

En la base de este proceso de desregulación financiera hubo, sin embargo, algo más que intereses. Analistas y académicos colaboraron a la construcción de un entramado intelectual que justificaba la eliminación de todo tipo de intervención del Estado o de sus agentes en el sector. Los argumentos esgrimidos eran de un irrealismo patente y demostraban un deliberado olvido de la experiencia histórica. No se rechazada directamente la regulación, sino que se defendía que los costes de esta eran mayores que los derivados del riesgo que se trataba de limitar. Como coste principal se aludía a la coerción a la innovación financiera que las antiguas normas imponían. Como afirmaron más tarde analistas como Paul Krugman o Joseph Stiglitz, pocas o ninguna de las innovaciones financieras que aparecieron como consecuencia de la liberalización redundaron en mejoras de la productividad o en reducciones de costes para los particulares. La simple comparación entre la evolución del ahorro privado y la desmesurada expansión del sector de la intermediación financiera tanto en personas empleadas como en salarios pagados a sus ejecutivos, hace pensar que, en términos globales, esta actividad ha resultado más onerosa al conjunto de la economía después de la desregulación que antes de la misma.

Dos puntos adicionales quisiera introducir respecto a la lógica de la desregulación. Se ha argumentado que la cohabitación de operaciones comerciales y de inversión en la misma entidad bancaria es un modelo de larga tradición en Alemania, Japón y otros países, sin haber dado muestras de especial fragilidad. Lo que pretendían los partidarios de relajar las normas, por tanto, no sería de por sí tan peligroso como se pensaba en los años 1930. El argumento no se sostiene porque en Alemania, como en Japón, existían unos mecanismos de supervisión por parte del banco central y del estado mucho más estrictos que los vigentes en Estados Unidos. Tras la reforma de 1999, la vigilancia de la vertiginosa expansión del sector financiero norteamericano quedó fuera del alcance legal y real de los reguladores. De hecho, si se quería ampliar la libertad de acción de las entidades financieras lo que era necesario era dotar a los organismos reguladores de *más* capacidad de supervisión y control, no disminuirla.

El segundo aspecto se refiere a los argumentos esgrimidos hasta hace poco por los contrarios a la regulación y que parecen revivir tímidamente tras el desastre. Dos son especialmente relevantes. El primero concierne a los fondos de garantía de depósitos y arguye que su existencia puede incentivar el comportamiento irresponsable de los bancos regulados. Conscientes de que el fondo acudiría en su ayuda en caso de necesidad, algunas entidades asumirían riesgos excesivos. El argumento puede ser válido si los directores y accionistas del banco en dificultades no experimentan en sus remuneraciones los efectos de éstas dificultades. Una actuación adecuada del fondo, sin embargo, puede preservar el banco de la quiebra sin tener por ello que asumir las pérdidas de gestores y propietarios.

El segundo argumento contra la regulación se basa en pensar que, en el mundo actual, el acceso a la información y la capacidad de los agentes ha mejorado tanto que estamos ante un mercado *casi* perfecto que se regula a sí mismo. Ya hemos señalado más arriba que disponer de información suficiente y contrastada sigue siendo en el sector financiero una tarea especialmente onerosa. El hecho de que haya más información disponible no forzosamente supone un coste menor a la hora de conseguir una valoración adecuada y segura de las operaciones



o los productos. Más bien al contrario, un observador atento tendería a pensar que algunos de los productos financieros complejos que han aparecido en el mercado en los últimos años han sido diseñados para ocultar a los agentes sus características de riesgo. La desregulación parece haber servido más para oscurecer el mercado que para iluminarlo.

Los episodios del estallido de la crisis son conocidos y no es preciso reproducirlos aquí. A los efectos de nuestro argumento vale la pena señalar, que lo ocurrido no muestra ninguna peculiaridad respecto a lo analizado por los historiadores económicos sobre las crisis financieras ocurridas desde mediados del s. XIX.. Parafraseando el irónico título de la obra de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, *This time is not different*. Repasemos brevemente: acumulación de inversiones y riesgos en un sector cuyos activos adquieren precios estrafalariamente elevados; conocimiento general del desajuste, sin un reconocimiento explícito por temor al estallido de la burbuja; inicio del descenso de precios y efectos sobre los intermediarios más expuestos; caída de la confianza de las entidades financieras entre si y de los particulares en las entidades financieras; subsiguiente riesgo de colapso financiero general; repercusión sobre el sector real de la economía no vinculado al *boom* pero afectado por las restricciones de crédito; profundización de la crisis por la vía de la reducción del consumo de los particulares, primero por falta de financiación y después por precaución o por caída de su capacidad de compra...

Obsérvese que esto ha ocurrido pese a la existencia de una serie de mecanismos de información que se creyeron suficientes para asegurar la transparencia del mercado y la actuación racional de los agentes: auditorías obligatorias y públicas; agencias de *rating*; existencia de una extensa red de expertos dedicados a la monitorización de los diversos productos y mercados; etc. Estos mecanismos no evitaron que en un momento determinado los bancos no pudieran evaluar el riesgo de los activos financieros emitidos por ellos mismos o por otros y que se vieran forzados a reducir su actividad crediticia. Solo la intervención del estado y de las instituciones monetarias permitió frenar lo que se preveía como un colapso financiero general con la consiguiente crisis de largo alcance en la economía real.

Las conclusiones de esta primera parte creo que son inequívocas. Los mercados financieros tienen ciertas peculiaridades que exigen una regulación amplia por parte del Estado. Entre estas peculiaridades destaca la existencia de elevados costes de información, de economías de escala en la recolección y el manejo de la misma y de situaciones de aguda asimetría entre los agentes. Por otro lado, el mal funcionamiento del sector o sus fluctuaciones pueden tener efectos muy intensos sobre la economía real que es preciso prever y poder contrarrestar. Finalmente, también está claro que la regulación no puede limitarse a asegurar un mayor flujo de información, sino que debe proporcionar a las autoridades instrumentos suficientes para poder luchar contra los efectos de una crisis concreta. En este sentido, tiene lógica plantearse la aplicación de controles sobre los tipos de operaciones practicadas y de productos financieros ofrecidos al mercado, así como la posibilidad de limitar el tamaño máximo de las entidades para evitar que una dimensión excesiva haga imposible la reacción eficaz de los reguladores ante la crisis de alguno de esos bancos.

Las actitudes reticentes del sector bancario respecto a la introducción de este tipo de regulaciones, recuperando argumentos que han quedado desacreditados con la crisis, da cuenta de la divergencia de intereses entre directivos y accionistas. Mientras los primeros piensan en términos de corto plazo a sabiendas de que su permanencia y sus salarios dependen de la obtención de beneficios de forma inmediata; muchos accionistas preferirían asegurar la continuidad de la empresa y el mantenimiento de su valor a medio y largo plazo. Los problemas de agencia vienen así a añadirse a la complejidad propia de este tipo de mercados.

3. La expansión fiscal como paliativo ante la crisis: tabla de salvación o camino al infierno

El segundo tema que quería abordar en este ensayo se refiere al uso de la política fiscal y, esencialmente, del déficit público como mecanismo paliativo ante la caída de la actividad productiva. Este tema, como el anterior, ha estado en el centro del debate económico y político desde el inicio mismo de la crisis. No hace falta recordar que esta discusión reproduce o reactiva la vieja polémica entre keynesianos y monetaristas que llenó las estanterías de las bibliotecas de las facultades de economía desde la segunda posguerra mundial.

La argumentación de fondo es relativamente simple. Los keynesianos o neokeynesianos defienden que el gasto público debe jugar un papel estabilizador frente a las fluctuaciones de la demanda privada. Cuando esta cae o resulta insuficiente para mantener el pleno empleo está justificado que el Estado aumente su gasto neto, en el bien entendido que se trata de una decisión temporal, a la que inevitablemente debe suceder un periodo de austeridad durante el cual los superávits del Estado servirán para enjuagar la deuda emitida durante la crisis. Frente a esta posición, los monetaristas entienden que las posibles fluctuaciones responden a pérdidas de competitividad o a inadaptaciones del sistema productivo. Intentar compensarlas no hace otra cosa que dilatar la adopción de auténticas soluciones por parte de los agentes afectados.

Como hemos visto estos últimos meses, el recurso a la política fiscal para evitar el colapso ha sido general e intenso en casi todos los países. Las voces en contra de este tipo de intervención quedaron apagadas por la magnitud del desastre que se trataba de conjurar, pero están resurgiendo con fuerza una vez superada lo que parece la fase más aguda de la depresión y exigen un rápido retorno a la ortodoxia, esencialmente por la vía de la reducción del gasto. Se plantea entonces una pregunta ¿ha llegado ya el momento de forzar un reequilibrio en las cuentas públicas? La reducción brusca del gasto del Estado, ¿no va a frustrar una recuperación tan solo incipiente? Y en un ámbito más político, ¿no están utilizando los gobiernos conservadores la presunta necesidad de volver rápidamente al equilibrio presupuestario como instrumento para recortar el estado del bienestar y las políticas redistributivas?



Este debate, como el referido a los mercados financieros, ha estado siempre en el eje de los estudios históricos sobre las fluctuaciones económicas. Antes de centrarnos de forma concreta a la política fiscal, sin embargo, me gustaría recordar la valoración que han hecho los historiadores económicos de las políticas de recuperación acordadas por los distintos países enfrentados con crisis de carácter general.

Como es bien sabido, los años de entreguerras constituyen un periodo marcado por los desequilibrios económicos y los consiguientes ajustes. Cada país afrontó estos retos de forma distinta y en algunos casos de manera completamente opuesta. Se trata, por lo tanto, de un excelente laboratorio en el que observar las consecuencias de cada tipo de política¹¹. El primer ajuste de las economías europeas se produjo tras finalizar la primera guerra mundial. Todos los países habían tenido de abandonar la convertibilidad de sus billetes y se habían visto forzados a recurrir a la emisión de deuda y a un aumento de la circulación monetaria para hacer frente a los gastos de la guerra. Acabado el conflicto había que tomar decisiones respecto a la forma de recuperar la estabilidad monetaria y económica.

Sin voluntad de entrar en los detalles, podemos distinguir entre las políticas ortodoxas, cuyos objetivos eran la vuelta a la convertibilidad de los billetes a la paridad-oro de 1914 y el pago acordado de la deuda en circulación, y las políticas expansivas que dieron prioridad a la recuperación de la actividad económica y dejaron en un segundo plano el ajuste monetario. Esta segunda política conllevó, finalmente, la aceptación de una pérdida substancial de valor en oro de la moneda del país.

El primer modelo fue el adoptado por Gran Bretaña y supuso alzas de los tipos de interés (para reducir la oferta monetaria y los precios) y superávit fiscal (para pagar la deuda emitida). En términos macroeconómicos el resultado fue un incremento del paro (y de la consiguiente conflictividad social); una aguda crisis en los sectores exportadores y un estancamiento económico que contrasta con el crecimiento que experimentaron otros países. En 1929 el PIB por habitante de Gran Bretaña era tan solo un 12 por ciento superior al de 1913¹².

El mejor ejemplo de la segunda opción es el caso de Francia. Con mayores necesidades de reconstrucción, la reasunción del equilibrio presupuestario resultaba imposible, ya que hubiera retrasado la reconstrucción de las infraestructuras y la recuperación de la economía en su conjunto. El déficit debilitaba las expectativas de los tenedores de francos y hacía descender su cotización. Los precios se incrementaron. Sólo cuando el gobierno estuvo en condiciones de imponer una política fiscal equilibrada, pudo pensarse en estabilizar el franco. Esto se dio en 1926 tras casi una década de ajuste¹³. El contenido en oro del franco descendió en el 80

¹¹ El texto clásico sobre la evolución económica de los países occidentales en los años de entre-guerras es el de Barry Eichengreen (1992).

¹² La política económica adoptada por Gran Bretaña en los años 1920 fue duramente criticada por Keynes en unos textos devenidos clásicos. *Cfr.* Keynes (1972).

¹³ El proceso inflacionario significó la erosión del valor real de los títulos de deuda emitidos por el Estado. Esto facilitó el reajuste de las finanzas públicas y, obviamente, perjudicó a los tenedores de estos valores. Algo parecido ocurrió con los tenedores extranjeros de billetes franceses obtenidos durante la guerra, cuya capacidad adquisitiva se vio reducida en casi un 80 por ciento.

por ciento, pero la economía francesa creció con fuerza. Entre 1913 y 1929 el producto por habitante se incrementó en Francia un 35 por ciento, y ello pese a haber sufrido en su suelo el impacto de la guerra.

Una segunda oportunidad de contrastar políticas económicas contrapuestas se dio en los años 1930. Ante la extensión y la agudización de la crisis internacional, cada país tomó medidas distintas con resultados diferentes. Otra vez sin voluntad de entrar en detalles, es lo cierto que la devaluación y la adopción de políticas expansivas parecen directamente relacionadas con la velocidad de recuperación del producto. En un conocido artículo, B. Eichengreen y J. Sachs presentaron la evidencia para los países avanzados. José Manuel Campa, actual secretario de Estado de Economía de España, realizó el mismo ejercicio para los países latinoamericanos, con resultados similares. Hemos combinado ambos ejercicios en los Gráficos 1 y 2. Queda claro que cuanto antes salió un país del patrón oro y cuanto más se devaluó su moneda, tanto antes y con mayor fuerza emergió de la crisis. Claro está que devaluación respecto al oro no significa forzosamente aumento del déficit público, aunque es cierto que la mayoría de los países acompañaron la salida de la convertibilidad con políticas sociales (obras públicas, subsidios de paro, etc.) que implicaron aumentos del gasto sin otras contrapartidas.

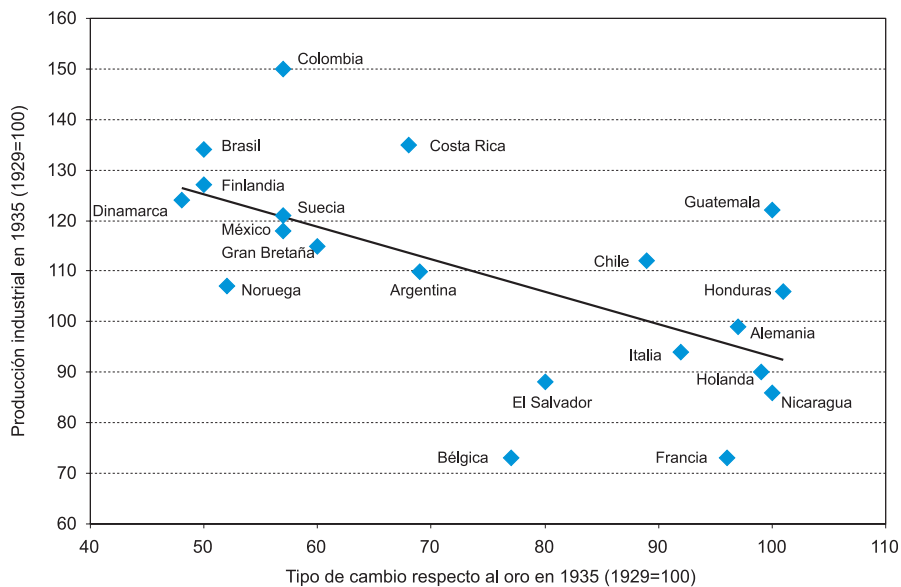
Naturalmente, no puede deducirse de estos ejemplos, que los estímulos fiscales sean en todo tiempo y situación opciones válidas; como es obvio, encontraríamos otros casos en los que un déficit público excesivo y continuado acaba afectando negativamente a la capacidad de crecimiento. Sin embargo, sí son indicios de que la adopción de medidas de estímulo frente a una crisis puede resultar positiva no solo en el corto plazo, sino a medio y largo plazo. En otras palabras, utilizar la política fiscal como mecanismo contracíclico ante una economía deprimida, no solo puede tener efectos benéficos en el corto plazo, sino que mesurando también el esfuerzo posterior para recuperar el equilibrio, el resultado conjunto puede resultar positivo. No se trata de un juego de suma cero en el que lo ganado ahora venga a perderse después. Cada política tiene su momento y adoptada con medida y oportunidad puede resultar globalmente positiva.

Dicho esto, querría dedicar algunas líneas a dos episodios históricos concretos que han sido citados en el marco de presente debate sobre la conveniencia revertir la política de expansión fiscal vigente desde el inicio de la crisis. El primero se centra en las medidas adoptadas en Alemania por el gobierno presidido por Brüning entre 1930 y 1932. El segundo a la profunda recaída en la depresión que sufrió la economía de los Estados Unidos en 1937.

Heinrich Brüning, líder del pequeño Partido del Centro, fue nombrado canciller (jefe de gobierno) de la república alemana en marzo de 1930 por decisión del presidente Hindenburg. Se ponía fin así a una etapa de gobierno de coalición liderado por el partido socialdemócrata durante la cual los efectos de la crisis económica internacional empezaron a hacerse presentes. De hecho, fueron las disensiones respecto a la política a seguir para hacer frente a la crisis lo que precipitó el fin de la coalición. En el momento de llegar Brüning al poder, la economía alemana se hallaba aquejada de una recesión que se agravaba por momentos. Tras la apro-

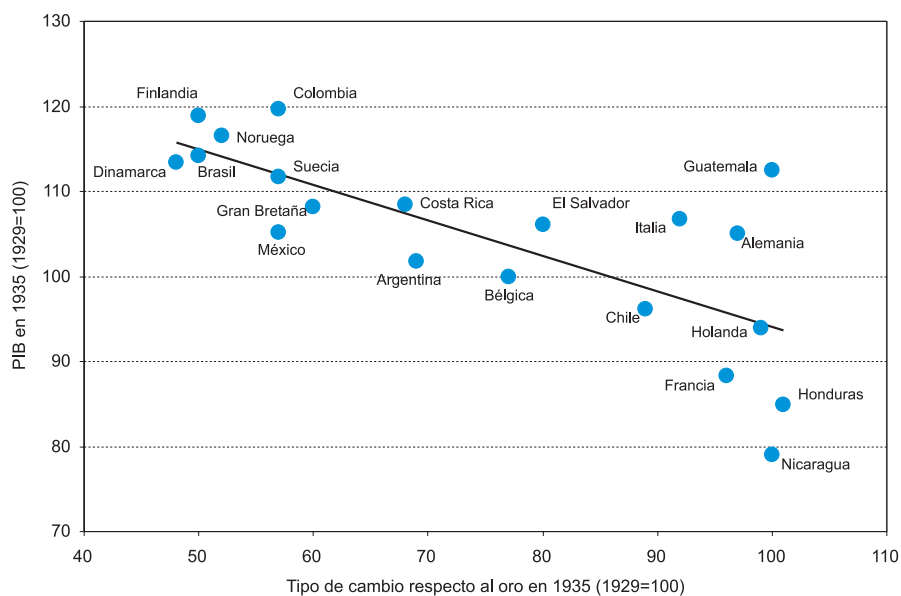


Gráfico 1.
Depreciación versus variación de la producción industrial (1929-1935)



Fuente: Eichengreen y Sachs (1986); Campa (1990).

Gráfico 2.
Depreciación versus variación del PIB (1929-1935)



Fuente: Eichengreen y Sachs (1986); Campa (1990); Maddison (2003).

bación, en 1924, del plan Dawes —que puso fin a la hiperinflación— las entradas de capital norteamericano habían alimentado una moderada expansión de la economía alemana. La súbita interrupción de este flujo tras el *crash* de Wall Street, conllevó inmediatos problemas financieros que pudieron ser temporalmente conjurados mediante actuaciones de emergencia de banco central, el *Reichbank*. No pudo evitarse, sin embargo, una caída notable de la actividad, con el consiguiente aumento del desempleo¹⁴.

Brüning era un respetado experto en temas económicos, con estudios superiores en Londres y Bonn. Sus propuestas eran estrictamente ortodoxas. El desequilibrio exterior producido la desaparición de las entradas de capital extranjero debía resolverse aumentando las exportaciones. Para conseguirlo propugnaba intensificar la deflación hasta que los productos alemanes resultaran competitivos en el exterior. Simultáneamente debía presionarse a los países vencedores en 1918 para que accedieran a condonar definitivamente las reparaciones de guerra acordadas en Versalles. Una reestructuración de esta deuda se había acordado ya en 1929 (Plan Young), pero ahora Brüning trataba de conseguir su eliminación total utilizando la propia crisis económica alemana como argumento.

Hindenburg estaba decidido a utilizar los poderes que le otorgaba la constitución para sostener a Brüning, aunque no tuviera mayoría en el parlamento, y asegurar así la adopción de las medidas que éste propugnaba. En un primer intento, sin embargo, la oposición consiguió bloquear las medidas en el *Reichstag*, lo que conllevó su disolución y la convocatoria de elecciones. Los comicios tuvieron lugar en setiembre de 1930 y resultaron en un sustancial avance del NSDAP —el partido nazi— y, en menor medida, de los comunistas. Esta polarización del parlamento dificultaba la formación de cualquier mayoría pero, paradójicamente, facilitó la aceptación de las propuestas de Brüning por parte de los partidos moderados, temerosos de la convocatoria de nuevas elecciones.

Tras las elecciones la política deflacionista siguió su curso hasta que en Abril de 1931, se desencadenó una crisis financiera de grandes proporciones que obligó al cierre temporal de todos los establecimientos bancarios y a la aportación de garantías públicas para asegurar una reapertura limitada. La declaración de inconvertibilidad de la libra esterlina, en septiembre de ese mismo año, hizo que la presión sobre el marco se incrementara. La reacción del gobierno Brüning ante estas dificultades fue la adopción de nuevas medidas deflacionarias todavía más estrictas (recortes de gasto público; reducción de prestaciones sociales; disminuciones de precios y salarios por decreto; etc.). Los efectos a corto plazo de esta política fueron una intensa caída adicional de la actividad productiva y un rápido aumento del desempleo. Brüning fue exonerado por el propio Hindenburg en mayo de 1932 influido —al parecer— por los grandes propietarios cuyas tierras Brüning pretendía ceder a los trabajadores desocupados

¹⁴ Sobre la economía alemana en estos años pueden consultarse James (1986); Abraham (1986) y Balderston (2002). Sobre la política deflacionaria en concreto, Eichengreen (1992, pp. 270-278); Borchardt (1991, Caps. 9-11); y Kruedener (1990). Paul Krugman ha planteado el paralelismo entre las medidas de ajuste adoptadas recientemente por Alemania y la experiencia de 1930-32. *The New York Times*, 18 de junio de 2010 (“That ‘30s Feeling”).



para asegurar su supervivencia. Nadie duda que esta agudización de la crisis contribuyó de forma significativa al ascenso de Hitler al poder y al hundimiento de la República de Weimar.

La política implantada por Heinrich Brüning ha sido el centro de una activa polémica en Alemania en los últimos años. El eje del debate es el margen de maniobra de que disponía el canciller para implantar una política de signo diferente. Esta cuestión trasciende al objeto de este ensayo, pero algunas aportaciones al debate muestran que hubo repetidas solicitudes al canciller para que adoptara medidas expansivas y que este prefirió supeditar un posible cambio de política a conseguir la desaparición de las reparaciones de guerra¹⁵.

La súbita caída de la actividad económica que sufrieron los Estados Unidos en 1937 también ha sido objeto de atención a con los ojos puestos en la situación actual¹⁶. La grave crisis iniciada en 1929 tocó fondo a principios de 1933. A partir de ese momento se inició un proceso de recuperación que vino a situar el PIB muy cerca de los niveles previos a la crisis. Fue por ello que la brusca reversión del proceso fue más inesperada. En un año, entre los veranos de 1937 y 1938 el producto total se redujo en un 12 por ciento y el producto industrial en un 32 por ciento. El desempleo volvió a aumentar¹⁷.

Las razones de esta recaída han sido objeto de polémica, pero algunos estudios recientes permiten alcanzar algunas conclusiones. Tres han sido los factores esgrimidos para explicar el súbito socavón: la reducción del déficit público; la adopción de una política monetaria restrictiva y la elevación de los salarios reales propiciada por el gobierno en el marco del *New Deal*. Por lo que hace a la política fiscal hubo, a partir de 1936, una voluntad explícita de reducir el déficit público. El Congreso había decidido avanzar a los veteranos de la Primera Guerra Mundial los cobros comprometidos para los ejercicios posteriores y, para intentar compensar el gasto, aprobó diversos incrementos de impuestos. El más importante desde el punto de vista recaudatorio fue el referido al impuesto sobre la renta, que resultó en un aumento de la exigencia fiscal sobre los contribuyentes de ingresos medios y altos. Se establecieron también tasas sobre las cotizaciones a la Seguridad Social y un nuevo impuesto sobre los beneficios no repartidos por las empresas. Durante 1936 el aumento del gasto por las aportaciones a los veteranos compensó el incremento de la recaudación, pero a partir de mediados de 1937, finalizados los pagos a los excombatientes, se produjo una notable reducción del déficit público y una disminución también notable de los gastos corrientes del Estado. Si atendemos al Gobierno Federal y a los estados conjuntamente, el saldo corriente pasó de unos 800 millones de dólares negativos anuales entre 1934 y 1936 a 2.200 positivos en 1937, una reducción que significaba algo más de un 3 por ciento del PIB¹⁸.

¹⁵ El debate se halla recogido en lo esencial en Kruedener (1990). En su contribución a este volumen, Holtfrerich aporta evidencia de las solicitudes elevadas a Brüning por diversos estamentos para cambiar de política y de las razones de su perseverancia.

¹⁶ Véase la advertencia lanzada por Christina Romer, presidenta del *Council of Economic Advisers* del presidente Obama, en *The Economist*, 18 de junio de 2009 ("The Lessons of 1937"), y también el artículo de Paul Krugman en *The New York Times*, 4 de enero de 2010 ("That 1937 Feeling").

¹⁷ Los elementos esenciales de la crisis pueden encontrarse en Kindleberger (1986, cap. 12) y en Velde (2009).

¹⁸ Datos del US Bureau of Economic Analysis, *Nacional Income and Product Accounts of the United States. Historical Statistics*.

También algunas medidas destinadas a normalizar el mercado monetario tuvieron efectos depresivos. Desde los momentos álgidos de la depresión, los bancos tendieron a mantener sus reservas por encima de los requerimientos de la Reserva Federal. Esta situación inquietaba a las autoridades monetarias que temían que se produjera un aumento del volumen de préstamos y de la oferta monetaria fuera de su control. Para enfrentar este problema la FED decidió aumentar substancialmente los requerimientos de reservas. El porcentaje de depósitos que los bancos debían mantener en forma líquida se dobló. La idea era que se trataba de un ajuste administrativo que no tenía porque afectar a la política inversora de los bancos, pero no fue así. El volumen total de reservas aumentó y se redujeron los préstamos y las inversiones en cartera. El efecto se observó esencialmente en los intereses aplicados al descuento de papel comercial y a los bonos emitidos por empresas privadas¹⁹.

Una segunda vía de contracción monetaria fue el cambio decidido por el Tesoro en el tratamiento de las entradas de oro del extranjero. Desde la devaluación del dólar decretada en 1934, las entradas de oro habían sido continuas. La subvaloración del dólar en términos reales y la inestabilidad política y económica en Europa, explican el fenómeno. Hasta finales de 1936 el Tesoro adquiría este oro y lo depositaba en la Reserva Federal, pagando a los tenedores en dólares. Las entradas de oro se traducían así íntegramente en incremento de la base monetaria. A partir de diciembre de 1936 el Tesoro utilizó la venta de bonos para esterilizar las entradas de oro, con el argumento de evitar un aumento excesivo de los precios. Hasta febrero de 1938, en que la medida fue revertida, el oro en manos de la FED aumentó en un 15 por ciento, pero la base monetaria lo hizo solo en un 4 por ciento. Un tercer argumento explicativo del tropiezo de 1937 formula que fue la subida de los salarios reales, que algunos autores atribuyen a las políticas anticíclicas del gobierno federal, lo que provocó problemas de competitividad en las empresas y el consiguiente colapso de la producción.

Los estudios econométricos aplicados al caso, aunque no totalmente concluyentes, descartan la evolución de los salarios como una causa posible y señalan que tanto la política fiscal como la monetaria tuvieron un efecto depresivo que, además, al darse de forma simultánea, tuvo efectos más intensos²⁰. Conviene no olvidar, sin embargo, la observación realizada por Charles Kindleberger en el sentido de que el crecimiento registrado entre 1933 y 1936 presentaba algunas debilidades notorias. La más significativa, a su juicio, era el peso decisivo que tuvo el incremento de existencias dentro de la inversión empresarial. Las expectativas de una recuperación de los precios podrían explicarlo²¹. Lo que es cierto es que una parte substancial de la caída del producto total que se dio entre los segundos trimestres de 1937 y 1938 (casi un 40 por ciento) debe atribuirse a la reducción de existencias²². Este hecho alerta sobre la necesidad de tener presente las características de la recuperación antes de adoptar medidas de ajuste.

¹⁹ Entre junio de 1937 y junio de 1938 las reservas y los activos líquidos de los bancos asociados a la FED aumentaron de 1.800 millones de dólares; mientras que los préstamos e inversiones en cartera disminuyeron en 2.000 millones de dólares. Entre los mismos meses los tipos de interés aplicados a los descuentos a 90 días pasaron del 0,13 al 0,47 por ciento y los de los bonos privados del 3,90 al 4,40 por ciento. Datos del Board of Governors of the Federal Reserve System (FRASER).

²⁰ Velde (2009).

²¹ Kindleberger (1986, cap. 12).

²² Cifras tomadas de Balke y Gordon (1986).



Las experiencias de Alemania en 1830-32 y de Estados Unidos en 1937 que acabamos de analizar muestran el riesgo de adoptar medidas contractivas cuando aun no se ha completado la recuperación económica. En ambos casos el temor exagerado a la inflación llevó a la adopción de políticas que a la postre no hicieron otra cosa que empeorar la situación e incrementar el sacrificio de una población ya muy castigada en la primera fase de la crisis.

4. Conclusiones

Como indicábamos al principio, la historia económica está siendo constantemente interpelada por unos y otros para justificar sus opciones de política económica, sin que en muchos casos haya tras el reclamo un auténtico conocimiento de lo ocurrido y de su complejidad. Obviamente, la historia no se repite, pero una revisión atenta de lo ocurrido en otras situaciones de crisis puede ayudarnos mucho a no errar de nuevo.

En este ensayo hemos tratado de observar la mecánica de las crisis financieras y los efectos de la política fiscal en momentos de crisis. Las conclusiones tienen que ser modestas, pero parecen sólidamente justificadas. La primera apunta a la necesidad ineludible de regular las actividades financieras, y de hacerlo más allá de asegurar la transparencia de las entidades y del mercado financiero en su conjunto. Una revisión de lo ocurrido en diversas crisis y la propia dinámica de la más reciente, muestra que el mercado no puede superar por si mismo los fallos de mercado intrínsecos de la intermediación financiera. En este sentido, conviene distinguir entre la capacidad que deben tener las entidades reguladoras de intervenir en el mercado en circunstancias extraordinarias (p.e. actuando en mercado abierto; otorgando crédito en condiciones extraordinarias; substituyendo a gestores incompetentes o corruptos; etc.); el establecimiento de condiciones precisas respecto a operaciones permitidas; garantías exigibles; niveles de apalancamiento; régimen de dotación de reservas; etc. y, finalmente, la inspección y verificación contable. Las tres funciones son indispensables y complementarias pero no forzosamente deben ser ejercidas por los mismos organismos públicos. También resulta evidente que algunas de ellas deben realizarse o coordinarse a nivel supraestatal, especialmente en los países de la Unión Europea o de la eurozona.

La segunda conclusión se refiere a los efectos de la política fiscal expansiva en situaciones de retroceso de la actividad productiva. La experiencia histórica muestra que este tipo de políticas tiene efectos positivos a corto plazo y que, realizadas con prudencia, no resultan en costes elevados en el medio o largo plazo. Dicho de otra forma, ante una situación contractiva las políticas contracíclicas de carácter fiscal pueden ahorrar renta y malestar social en términos netos, esto es sin que su coste financiero o de ineficiencia temporal se traslade significativamente a otro periodo o perjudique el crecimiento.

Inversamente también parece claro que interrumpir o revertir las políticas expansivas cuando la recesión todavía no está superada puede generar recaídas en la crisis especialmente agudas. No se trata, naturalmente, de defender desde este ensayo una u otra alternativa, sino de llamar la atención sobre lo que el análisis del pasado puede aportar a la reflexión.

El coordinador de este número monográfico nos anima a opinar sobre los posibles efectos a medio y largo plazo de la presente crisis, especialmente en el ámbito de la política económica y sus instituciones. Al hilo de las consideraciones realizadas hasta aquí me permito sugerir tres líneas principales:

- Establecimiento un nuevo marco de regulación del sistema financiero más estricto y limitativo del ahora vigente. En el caso europeo, buena parte de esta regulación tendrá que ser establecida y controlada por las autoridades de la Unión Europea. En conjunto supondrá un mayor peso político y económico de las autoridades comunitarias.
- Cambios muy significativos en las estructuras de los sectores financieros de los países avanzados, consecuencia del reforzamiento de la regulación y de los efectos mismos de la crisis. La concentración será la norma y la estructura tenderá a quedar estratificada en dos niveles: grandes bancos multinacionales y bancos locales de dimensión media.
- Reforzamiento general del papel del estado en el manejo de la economía. Los costes de las fluctuaciones bruscas a corto plazo se están mostrando tan elevados –una vez más- que ponen de actualidad la vieja reivindicación del papel estabilizador de la política económica, algo tan denostado en los últimos tiempos.

Finalmente, me gustaría añadir una reflexión sobre el futuro del conjunto de medidas sociales que denominamos estado del bienestar. En mi opinión, y pese a las presiones actuales para su desmantelamiento, creo que el papel del estado como garante de unas condiciones de vida mínimas, incluidos los servicios sociales, saldrá reforzado de esta coyuntura. Ha sido, justamente, el estallido de la crisis lo que ha puesto de manifiesto la necesidad de mantener una cobertura social que permita atenuar los efectos de unas fluctuaciones que no pueden descartarse como cosa de otras épocas. Las voces que llaman a considerar los efectos de estas fluctuaciones sobre el bienestar de la población como algo que hay que aceptar por formar parte del propio sistema capitalista, parecen olvidar que la lucha del hombre sobre la tierra desde hace milenios no ha tenido otro objetivo que la busca de seguridad frente a todo tipo de riesgos.



Referencias bibliográficas

- ABRAHAM, D. (1981): *The Collapse of the Weimar Republic: political economy and crisis*. Nueva York, Holmes and Meier.
- ALMUNIA, M.; BÉNÉTRIX A. S.; EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. H. y RUA, G. (2009): *From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons*. NBER Working Paper Series, 15524, noviembre.
- BALDERSTON, T. (2002): *Economics and politics in the Weimar Republic*. Cambridge, Cambridge University Press.
- BALKE, N. y GORDON, R. J. (1986): "Appendix B. Historical Data"; en GORDON, R. J., ed.: *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago y Londres, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press; pp. 781–850.
- BERNANKE, B. (1983): "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression"; en *American Economic Review* (73, 3); pp. 257-276
- BORCHARDT, K. (1991): *Perspectives on Modern German Economic History and Policy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- BORDO, M. D. (1998): *Currency Crises (and Banking Crises) in Historical Perspective*. Stockholm School of Economic Research, Report n. 10.
- BORDO, M. D. (2008): *An Historical perspective on the Crisis of 2007-2008*. NBER Working Paper Series, 14569, diciembre.
- CAMPA, J. M. (1990): "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s: An Extension to Latin America"; en *Journal of Economic History* (50, 3); pp. 677-682.
- DIAMOND, D. W. y DYBVIK, P. H. (1983): "Banks Runs, Deposit Insurance and Liquidity"; en *Journal of Political Economy* (91, 3); pp. 401-419.
- EICHENGREEN, B. (1992): *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford, Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B. (2008): "Origins and Responses to the Current Crisis"; en *CESifo Forum* (4); pp. 6-11.
- EICHENGREEN, B. y SACHS, J. (1986): "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s"; en *Journal of Economic History* (45, 4); pp. 925-946.

- FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press.
- HOLTFRERICH, C.-L. (1990): "Was the Policy of Deflation in Germany Unavoidable?"; en KRUEDENER, J., ed.; pp. 63-80.
- JAMES, H. (1986): *The German slump: politics and economics 1924-1936*. Oxford, Clarendon.
- KEYNES, J. M. (1972): *Essays in Persuasion*. Londres. Macmillan Press [hay traducción española en Crítica, 1988].
- KINDLEBERGER, C. P. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva Cork, Basic Books [hay traducción española en Ariel, 1991].
- KINDLEBERGER, C. P. (1986): *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley, University of California Press [hay traducción española en Crítica, 1985].
- KROSZNER, R. y RAJAN, R. (1994): "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of US Experience with Universal Banking before 1933"; en *American Economic Review* (84); pp. 810-832.
- KROSZNER, R. y RAJAN, R. (1997): "Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act"; en *Journal of Monetary Economics* (39); pp. 475-516.
- KRUEDENER, J., ed. (1990): *Economic crisis and political collapse: the Weimar Republic: 1924-1933*. Nueva York, Berg.
- LEVINE, R. (2005): "Finance and Growth: Theory and Evidence"; en AGHION, P. y DURLAUF, S. N., eds.: *Handbook of Economic Growth*. Ámsterdam, Elsevier; I, pp. 865-934.
- MADDISON, A. (2003): *The World Economy: Historical Statistics*. París, OCDE.
- MINSKY, H. (1977): "A Theory of Systemic Fragility"; en ALTMAN, E. J. y SAMETZ, A. W., eds.: *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. Nueva York, Wiley; pp. 138-152.
- MISHKIN, F. S. (1991): "Asymmetric Information and Financial Crisis: An Historical Perspective"; en GLENN HUBBARD, R. ed.: *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago, Chicago University Press; pp. 69-108.
- MISHKIN, F. S. (2001): "Prudential Supervision: Why is it Important and What are the Issues"; en MISHKIN, F. S., ed.: *Prudential Supervision. What Works and What Doesn't*. Chicago, University of Chicago Press; pp. 1-29.



- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, Princeton University Press.
- VELDE, F. R. (2009): “The Recession of 1937. A Cautionary Tale”; en *Economic Perspectives* (4Q); pp. 16-36.
- WHITE, E. N. (1986): “Before Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities and National Banks”; en *Explorations in Economic History* (23); pp. 33-55.
- WHITE, E. N. (2009): “Lessons from the History of Bank Examination and Supervision in the United States, 1863-2008”; en GIGLIOBIANO, A. y TONIOLO, G., eds.: *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience*. Roma, Banca d’Italia Eurosystema; pp. 15-44.



MEDITERRANEO ECONÓMICO

La crisis de 2008

De la economía a la política y más allá

- I. Las explicaciones de los economistas: los “fallos” de mercado y de la regulación
- II. Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios
- III. Europa y el mundo después de la crisis
- IV. La crisis española y las estrategias de salida



LA DIMENSIÓN ÉTICA DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña *

Resumen

¿Pudo la ética haber evitado la crisis financiera? Por sí sola, probablemente no. ¿Pudo haberla hecho menos probable? Sí. ¿Y menos violenta? Probablemente sí. ¿Puede facilitar la salida de la recesión? Probablemente no, porque muchas entidades no la practican, ni tienen la cultura necesaria para practicarla, y la cultura ética no puede improvisarse. ¿Pudo ayudar a las entidades concretas a no caer en la crisis? Sí, aunque no en todos los casos, porque, como ya señalamos, no estaban protegidas de los cambios en el entorno (restricción de liquidez, aumento de la morosidad, reacciones de pánico de los inversores, etc.). ¿Son mejores directivos los que actúan con ética? Sí. ¿Es fácil comportarse de este modo? No, no lo es, porque no es esa la visión que predomina entre las instituciones financieras, y porque actuar contra las conductas de rebaño de los inversores, de los competidores, de los analistas, de los medios de comunicación y aun de los reguladores –y, por supuesto, de los accionistas– puede exigir una gran fortaleza de ánimo. Por todas esas razones, nos parece que la crisis y sus consecuencias habrían sido distintas si un número elevado de agentes hubiese actuado con esa responsabilidad ética. Otra cosa es que este supuesto sea realista, vista la historia de las finanzas.

Abstract

Could ethics have avoided the financial crisis? By themselves, probably not. Could they have made it less probable? Yes. And less fierce? Probably. Can they facilitate our exit from the recession? Probably not, because many entities do not put them into practice, nor do they have the necessary culture to do so, and ethical culture cannot be improvised. Could they have helped specific entities avoid falling into the clutches of the crisis? Yes, although not in all cases because, as we said earlier, they were not protected from changes in the context (restriction of liquidity, increase in non-performing assets, panic reactions among investors, etc.). Are executives who act ethically better? Yes. Is it easy to act this way? Not, it is not, because that is not the prevalent vision among financial institutions, and because acting against the herding instinct of investors, competitors, analysts, the media and even the regulators –and, of course, shareholders– can require great strength of character. For all these reasons, it appears that the crisis and its consequences would have been different if a high number of agents had acted with this ethical responsibility. Whether or not this assumption is realistic, given the history of finance, is another matter entirely

1. Introducción

Desde mediados de 2007 la economía internacional está inmersa en una gran crisis financiera, que ha desembocado en una recesión de grandes proporciones¹. Como todo fenómeno económico complejo, la crisis tiene causas económicas, pero también psicológicas, sociales, políticas y éticas, que son complementarias. Este artículo se propone reflexionar sobre las causas éticas de la crisis, intentando entender, primero, si estamos ante una crisis no sólo económica, política, psicológica y social, sino también ética; segundo, qué añade la interpretación ética a las demás explicaciones de la crisis, y tercero, si se hubiese podido evitar la crisis si los distintos protagonistas hubiesen actuado de una manera ética.

* Universidad de Navarra.

¹ Una crisis financiera es una situación en la que se producen graves alteraciones en el valor de los activos de las instituciones financieras, en su acceso a la financiación o en la confianza de sus clientes, hasta el punto de que la sostenibilidad del sistema financiero está en peligro. Una recesión es una situación de caída de variables como el producto, el consumo, la inversión, el empleo y las expectativas, como parte de un ciclo económico convencional. Una crisis financiera suele acabar en una recesión, pero esta última tiene lugar a menudo sin la primera. *Cfr.* Abberger y Nierhaus (2008), Claessens *et al.* (2008), Mendoza y Terrones (2008) y Pastor (2008).

Esta crisis no es “distinta”, sino que responde al patrón tradicional de las crisis financieras, iniciada, en este caso, como en otros muchos, a partir de una burbuja especulativa². Tampoco la dimensión ética es novedosa: todas las crisis anteriores han incluido comportamientos de codicia, engaño, imprudencia, arrogancia, conflictos de intereses, fraude, incentivos perversos y otros muchos.³

La tesis de este artículo es que nos encontramos ante una crisis ética, que se manifiesta en una crisis de dirección (*management*): fallaron las conductas de las personas que estaban al frente de organizaciones tan variadas como bancos, *hedge funds*, *monolines*, agencias de *rating*, organismos supervisores, bancos centrales, gobiernos y universidades. Y fallaron esas conductas porque lo hicieron los modelos teóricos y prácticos en que se inspiraban, y estos fallaron porque sus fundamentos antropológicos y éticos eran incorrectos. Es decir, modelos contruidos a partir de supuestos incompletos o erróneos llevaron a planteamientos equivocados de gestión, en los sistemas de incentivos, de control y de información, en los sistemas contables, en la selección, formación y remuneración del capital humano y en la cultura misma de las organizaciones⁴. Y de esos planteamientos equivocados sólo cabía esperar la proliferación de conductas desacertadas: de algún modo, los fallos que llevaron a la crisis y la hicieron tan profunda, grave y duradera, antes que errores éticos, fueron fallos de dirección.

La siguiente sección de este artículo analiza un repertorio de conductas moralmente incorrectas o dudosas que se han producido en la crisis reciente. Al intentar explicar qué añaden esas actuaciones a las explicaciones económicas, enlazamos esas conductas con algunas ideas fundamentales de la dirección de organizaciones, que remiten a la dimensión ética de la dirección. La última parte trata de contestar a la pregunta sobre si un comportamiento ético hubiese podido evitar o, al menos, atenuar los efectos de la crisis, con especial énfasis en la pérdida de confianza experimentada en ella. El artículo acaba con las conclusiones.

2. La crisis y las conductas inmorales⁵

Ésta es, se ha afirmado con frecuencia, una crisis causada por la codicia, entendida no como la simple búsqueda de beneficios, sino como la perversión del legítimo derecho al lucro. Y es verdad, pero la humanidad sufre este vicio desde hace siglos. Y ya lo sabía: por ello se diseñaron mecanismos de control (leyes y regulaciones) para evitar no la codicia⁶, sino que ésta degenerase en fraudes y corrupción, al menos en un grado alarmante.

² Gross (2007), Hoffman *et al.* (2007) y Kindleberger (1978).

³ La denuncia de los fallos éticos suele producirse después de todos los episodios de auge y crisis financiera. Véanse, por ejemplo, Bogle (2006) y Kindleberger (1978).

⁴ Cfr. Sahlman (2009).

⁵ En esta sección damos por supuesto que el lector conoce la naturaleza y causas de la crisis financiera, así como de su desarrollo. Hay muchos excelentes análisis de esta crisis; por ejemplo, Baily *et al.* (2008), Bordo (2008), Brunnermeier (2008), Diamond y Rajan (2009), Eichengreen (2008), Hellwig (2008), Kane (2008) y Taylor (2009a y b).

⁶ Habitualmente, la ley no trata de cambiar directamente el carácter de las personas, sino sus acciones o, al menos, las consecuencias de las mismas.



Pero algo ha cambiado en los años recientes:

- 1) Se han creado las condiciones (tipos de interés bajos, abundancia de liquidez, rápido crecimiento del precio de los activos, innovaciones financieras...) que han permitido que los beneficios obtenidos sean mucho mayores, por la especulación y el apalancamiento.
- 2) La sociedad ha generado también situaciones de “codicia inducida”, alentando y premiando a los que tienen éxito en sus conductas codiciosas y haciendo más difícil comportarse de otro modo (*greed is good*: “la codicia es buena”, se decía).
- 3) Han fallado algunos de los mecanismos de regulación y control. Y esto no es sólo un fallo técnico, porque esos mecanismos los elaboran y los manejan las personas y, por tanto, son también decisiones con una dimensión ética. Y en los años recientes hemos asistido a manipulaciones de ese tipo: cambios institucionales y regulatorios como la abolición de la ley Glass-Steagall, que separaba la actuación de la banca comercial y de inversiones; incentivos a la concesión de hipotecas *subprime*, a cargo de empresas bajo patrocinio del Estado, como Fannie Mae y Freddie Mac en los Estados Unidos; resistencia a la regulación de algunos derivados financieros, etc.

Este argumento puede presentarse de otro modo: en años recientes se han creado incentivos perversos, apoyados, probablemente, en la codicia. He aquí algunos ejemplos:

- 1) La remuneración de los *brokers* de hipotecas en Estados Unidos se establecía en función del volumen de créditos concedidos, no de su solvencia probable. Esto fomentaba una concesión arriesgada de ese tipo de créditos, e incluso el falseamiento de la información en las solicitudes.
- 2) Los bancos que concedían las hipotecas las titulizaban prontamente y las sacaban de su balance, lo que hacía innecesario el control de las condiciones de sus clientes y el seguimiento de la devolución de los préstamos.
- 3) Algunos deudores compraban la vivienda con la intención de incumplir con los pagos al poco tiempo y refinanciar la hipoteca cuando el precio de la vivienda hubiese crecido.
- 4) Las instituciones financieras incurrieron a menudo en problemas de “riesgo moral”⁷, llevando a cabo operaciones demasiado arriesgadas, contando con la garantía explícita o implícita del gobierno sobre sus pasivos.

⁷ Hay riesgo moral cuando un agente no sufre las consecuencias de sus acciones. Por ejemplo, un seguro de automóvil a todo riesgo puede alentar una conducción demasiado arriesgada.

- 5) Los bancos de inversión, que habían sido compañías de responsabilidad ilimitada (*private partnerships*), pasaron a ser de responsabilidad limitada (*public corporations*), con la consiguiente reducción de su responsabilidad por las pérdidas, lo que alentaba estrategias más arriesgadas.
- 6) El crecimiento de la remuneración de los directivos, basado a menudo en opciones sobre acciones (*stock options*), les llevó a buscar la rentabilidad a corto plazo, incluso con fraudes o manipulaciones contables⁸.

Y esos incentivos son los que han extendido y acentuado las conductas inmorales, e incluso han llevado a la supresión o mitigación de los mecanismos e instituciones establecidos para controlar sus efectos⁹, llevando a “personal clave en prácticamente todas las instituciones financieras importantes [...] a asumir excesivos riesgos”¹⁰. De alguna manera, la crisis fue un monumental fallo en la gestión de riesgo financiero, en todos los niveles, los gobiernos, reguladores y supervisores, hasta muchas instituciones financieras y sus clientes.

Un caso particular de incentivos perversos serían los conflictos de intereses que se han producido, por ejemplo, en las compañías de evaluación o agencias de *rating*, cuyos ingresos dependían, en buena medida, de la valoración que daban a los activos que le presentaban sus clientes¹¹.

Una variante muy popular del argumento de la codicia atribuye la crisis a las elevadas remuneraciones de los directivos y analistas financieros. Pero no parece que ésta haya sido la causa, sino más bien un efecto: el dinero acude a aquello que está de moda, y en los años recientes fueron los inmuebles y los activos financieros los que protagonizaron esa moda. Y allí donde va el dinero, suben los precios, generando beneficios extraordinarios, que los distintos agentes implicados tratan de capturar –y los directivos tienen una ventaja comparativa a la hora de conocer cuáles son esas rentas, dónde se generan y cómo capturarlas; e, igualmente, los analistas y otros expertos han participado de esa captura de rentas, porque su contribución era necesaria para la creación de las mismas–. En todo caso, la cuantía de esas remuneraciones no explica, ni aun remotamente, el volumen de pérdidas de los bancos implicados y la naturaleza de los problemas producidos por la crisis. No obstante, esas remuneraciones, incluidas las indemnizaciones por despido, han generado aquellos incentivos perversos, fomentando conductas dirigidas a maximizar la remuneración de los directivos a corto plazo, y no los beneficios de las empresas financieras, manipulando, frecuentemente, los resultados. En todo caso, el diseño y la implementación de esos sistemas de remuneración ha sido también una conducta imprudente y una muestra de mal gobierno, precisamente porque no ha sabido prever aquellos incentivos perversos.

⁸ Cfr. Kane (2008).

⁹ Debido, entre otras razones, al lobby de las propias entidades reguladas (Kane, 2008).

¹⁰ Crotty y Epstein (2008), p. 4. Se incluye aquí la ilusión de que el riesgo había sido eliminado de la cartera de las instituciones, mediante, por ejemplo, los Credit Default Swaps (CDS).

¹¹ Además de otros problemas, como la inadecuación de sus modelos, la falta de una historia suficientemente larga y variada para incorporarla a los parámetros de aquellos modelos, y el hecho de que sus mejores analistas acababan siendo contratados por sus clientes (lo que acentuaba el conflicto de intereses).



¿Han sido fraudes, como los de Bernard Madoff, los que han causado la crisis? No. La tentación del fraude se da siempre, y para prevenirla están los reguladores y jueces. Pero en un entorno de euforia y oportunidades de beneficios extraordinarios, la tentación de defraudar será mayor, sobre todo si coincide con controles más laxos¹².

Más grave puede ser el “arbitraje regulatorio”, por el que se trasladan las operaciones a países con regulaciones laxas o se transforman las operaciones para eludir las regulaciones. Que esas acciones fuesen legales en muchos casos no obsta para que fuesen muestras de conducta no ética: porque no todo lo legal es ético.

La falta de transparencia (opacidad en las operaciones, ocultación de información a los clientes, a los reguladores e incluso a los accionistas, etc.) es otra característica de muchas de las conductas que condujeron a la crisis. Los directivos y analistas “concedieron un gran valor al honor, la gloria, la riqueza, la fama y todo lo demás que hubiesen podido mediante la excelencia profesional, pero también mediante la mentira, y mostraron que estaban dispuesto a mentir antes que refrenar sus deseos o reorientar sus valores”¹³.

Es decir, el listado de virtudes conculcadas en la crisis reciente incluye también la templanza, la capacidad de refrenar el deseo de éxito, de riqueza o de reconocimiento social, que se convierten así en obstáculos para el correcto desempeño profesional. Y también la cobardía, la complicidad y la falta de fortaleza: porque es probable que algunos directivos se dieran cuenta de lo que estaba ocurriendo, pero no fueron capaces de tomar decisiones difíciles para no poner en peligro su carrera o su remuneración, para no complicarse la vida, o alegando que no eso no entraba en su responsabilidad. Y probablemente se dieron también comportamientos de orgullo, prepotencia y arrogancia en algunos financieros, pero también en economistas, en reguladores y gobernantes: el convencimiento de que sus conocimientos eran superiores, que no tenían por qué someterse a la decisión o supervisión de otras personas, o que estaban por encima de la ley y de las normas morales.

Y todo ello debió desembocar en situaciones de injusticia. Muchas de éstas pertenecen al ámbito de la justicia conmutativa¹⁴, cuando inciden en lo que se debe a otras personas, incluyendo ocultación de información, publicidad engañosa, multiplicación de operaciones innecesarias (*churning*) para generar comisiones mayores, recomendaciones manipuladas sobre valores, etc. Y otras pertenecen a la justicia distributiva, que se refiere al reparto de los costes y beneficios en la sociedad. Se incluyen aquí, por ejemplo, los problemas generados por el riesgo moral: las instituciones financieras se aprovecharon de la limitación de sus riesgos, gracias a la provisión legal de la responsabilidad limitada

¹² El caso Madoff pone de manifiesto también otros problemas sociales y éticos de los inversores: el orgullo (el deseo de sentirse privilegiado, formando parte de una élite de inversores), la imprudencia (confiar en las cualidades de un experto, sin someterlas a comprobación) y una cierta ofuscación (el “deseo” de creer que es posible tener rendimientos superiores al 10% durante tiempo indefinido).

¹³ Cfr. Torres (2009), p. 10.

¹⁴ Cfr. Pieper (1966).

o a la existencia de garantías que limitaban sus pérdidas, incurriendo en niveles de riesgo superiores a los que estarían dispuestos a aceptar si ellas cargasen con todas sus pérdidas potenciales¹⁵.

La prudencia es la virtud principal del banquero y, en general, del hombre de negocios¹⁶. Pero es difícil ejercitarla, sobre todo en un entorno como el de los años recientes, de alto crecimiento, abundancia de liquidez, bajos tipos de interés y oportunidades extraordinarias de beneficio, lo que ha llevado al elevado apalancamiento de familias, empresas y entidades financieras y a una reducción de la percepción del riesgo, que constituyen el entorno propicio para una mala gestión del riesgo por parte de todos los agentes implicados, incluyendo los reguladores.

Hay muchas manifestaciones de esa imprudencia. La complacencia, por ejemplo, suele tener lugar en la fase de auge previa a la crisis, y se manifiesta en una minusvaloración del riesgo¹⁷. Y el pánico se presenta cuando estalla la crisis –por ejemplo, en octubre de 2008, a raíz de la quiebra de Lehman Brothers–. Y las conductas gregarias o de rebaño (*herd behavior*): comprar, por ejemplo, cuando todos compran y vender cuando todos venden –que puede ser una conducta racional, porque minimiza las pérdidas cuando caen los mercados, pero que acentúa esa caída, la extiende a otros mercados y puede desembocar en pánicos, que son también conductas de rebaño–¹⁸.

Otro ejemplo son los casos de mala gobernanza y de falta de competencia profesional, por parte de presidentes y consejeros, directores generales, otros directivos, analistas, etc., tanto en las entidades financieras como en los organismos de supervisión y control, en las agencias de *rating* o en las oficinas gubernamentales. Por ejemplo, la función de análisis y valoración de algunos activos financieros, e incluso las decisiones de compra o venta de los mismos, se encomendaban a menudo a jóvenes sin conocimientos suficientes de finanzas, que no sabían qué tenían entre manos, que carecían de experiencia (especialmente en circunstancias de crisis) y que utilizaban modelos sofisticados basados en unos supuestos demasiado simplistas, pero que nadie se atrevía a criticar, porque no tenían otros mejores¹⁹. Lo peor era que los superiores de esos expertos, que eran los que podían y debían corregir sus decisiones, no sabían lo que estaban haciendo, ni entendían los modelos que estaban utilizando –y así hasta llegar a la alta dirección y al consejo de administración–. O sea, ha faltado “una comprensión de los mecanismos de los productos estructurados, combinada con el conocimiento económico necesario para ponerlos en contexto, y con las capacidades directivas para gestionar las organizaciones que los comercializaban”²⁰.

¹⁵ Cfr. Sinn (2008).

¹⁶ Cfr. Termes (1995).

¹⁷ Cfr. Lo (2008). Un caso típico es considerar que los acontecimientos improbables son, en la práctica, imposibles (Taleb, 2007).

¹⁸ Una forma particular de conducta de rebaño es el predominio de los objetivos a corto plazo, que crea incentivos perversos: descuido de las estrategias a largo plazo (inversiones duraderas, por ejemplo, o gastos en investigación, que los mercados suelen penalizar, porque los beneficios que reportan tardarán en manifestarse), gestión de la empresa en función de las cotizaciones en bolsa a corto plazo (“jugar mirando el marcador, no el balón”), posibles acciones fraudulentas para maximizar el rendimiento, etc.

¹⁹ La cuestión de la responsabilidad de los economistas y teóricos de las finanzas merece un estudio detenido. Cfr. Acemoglu (2009).

²⁰ Kay (2009a).



“Mientras suena la música, has de bailar”, declaró Charles O. (“Chuck”) Prince, CEO de Citigroup, al *Financial Times* en julio de 2007. Y añadió: “nosotros todavía bailamos”. Esta frase resume lo que han sido los negocios para muchos financieros en los años recientes: un baile desenfrenado, del que, como en el juego de las sillas musicales, nadie se podía retirar. “Estas palabras son ahora el epitafio del auge del crédito global”²¹.

En esos mercados, la atención a las consecuencias de las acciones propias sobre los demás brillaba por su ausencia, en muchos casos. Y la crisis ha puesto de manifiesto que no basta prever y cubrir los riesgos personales: la liquidación (*fire sale*) de activos por una entidad provoca la caída del precio de esos activos que poseen otras entidades, dando lugar a la extensión de la crisis, y puede convertirse en una crisis sistémica, que afecta a la estabilidad de todas las instituciones. ¿Quién debe hacerse cargo de esos efectos?

El primer candidato es el propio mercado. Pero la crisis ha mostrado que, por sí solo, el mercado no está en condiciones de hacerlo cuando hay “fallos del mercado”, como la existencia de bienes públicos (la confianza es un bien público, y su pérdida produce un daño a todos), las externalidades (como la caída de precios de un activo provocada por las ventas en otro mercado), la existencia de mercados incompletos o los sesgos de conducta (como el exceso de optimismo)²². Entonces hay que recurrir a la ley y la regulación, es decir, al Estado, que es el candidato tradicional a asumir ese papel, porque es el que está en mejores condiciones para tener en cuenta todas las variables relevantes en el corto y en el largo plazo, es decir, la amplia gama de efectos posibles de las acciones de todos los agentes y de las regulaciones en vigor²³. Pero lo que hemos presenciado en los últimos años ha sido un conjunto de fallos también del regulador y del supervisor, por causas que ya hemos mencionado.

Ahora bien, ¿tienen también las empresas alguna responsabilidad sobre los efectos de sus acciones sobre otras personas y entidades? Sí, si aceptamos que la responsabilidad moral incluye la asunción de las consecuencias de las acciones pasadas y la evitación o corrección de sus efectos razonablemente esperados en el futuro. Y el hecho de que haya reguladores y supervisores no elimina ese deber, aunque los problemas sean complejos y cada institución sólo pueda entrever algunas de esas consecuencias.

²¹ Mackenzie (2009).

²² Cfr. Lo (2008).

²³ En una crisis financiera debe tenerse en cuenta, particularmente, el riesgo sistémico, es decir, el riesgo de fallo del sistema, del que ninguna de las partes implicadas puede cubrirse por sí sola. Nótese que esta es una función que incluye a todos los reguladores, pero va más allá de ellos, porque implica considerar los efectos de las acciones de una agencia sobre las demás. Y esa es la responsabilidad de los que detentan el poder político en su nivel más alto –una instancia que no está suficientemente cubierta en el ámbito mundial, porque no existe esa autoridad global o, cuando existe, porque no tiene el poder necesario, o porque su poder no es independiente del de los que la componen–.

3. La ética y la dirección de organizaciones

¿Qué pensará un economista si cae en sus manos una explicación ética de la crisis, como la de las páginas anteriores? Probablemente admitirá que todos esos fenómenos se han producido, pero quizás le parezcan irrelevantes: la crisis, dirá, es un fenómeno económico, debido a causas económicas, y tiene remedios económicos: no necesitamos los consejos de la ética que, probablemente, estarán llenos de buena voluntad, pero que serán técnicamente inadecuados. Y es verdad, pero sólo en parte.

No hay sucesos o acontecimientos éticos: hay sucesos, que tienen dimensiones económicas, políticas, sociológicas... y éticas²⁴. Lo que la ética añade a las explicaciones del economista es la identificación de otra dimensión, y la afirmación de que es importante, al menos de acuerdo con la visión de la ética presentada más arriba.

Cualquier decisión tiene varios efectos²⁵. Cuando el director de una oficina bancaria vende un producto financiero a un cliente, está obteniendo los resultados económicos que le permitirán ganar su sueldo –y es probable que éste sea el motivo principal de su acción–. Pero también se producirán otros efectos: quizás aprenda más sobre aquel producto financiero, o sobre la psicología de sus clientes, y se sentirá satisfecho o insatisfecho por el trabajo realizado... Quizás él no buscaba esos efectos, pero se producirán, sin duda. Y luego están los efectos sobre el cliente (se sentirá bien tratado o no, y aumentará o disminuirá su confianza en la institución), y sobre sus superiores, colegas y subordinados, que también recibirán su influencia y su ejemplo; y, finalmente, pero no de menor importancia, los efectos sobre el propio directivo.

Y aquí ya hemos entrado en el ámbito de la ética. Si mintió para colocar el producto financiero, ha puesto en peligro su credibilidad y la de la institución, y ha aprendido a mentir: se ha convertido en un mentiroso. Y si ha empujado a sus subordinados a mentir, está reduciendo también la confianza dentro de la institución, y se está comportando de una manera injusta. Y si está dispuesto a anteponer su remuneración al interés legítimo de su cliente, ha vuelto a ser injusto, y ha desarrollado su capacidad para seguir siendo injusto. Y si ha hecho *lobby* para que se cambie una regulación que controlaba el riesgo de su entidad, está creando las condiciones para que otras entidades asuman también demasiado riesgo, que puede desembocar en riesgo sistémico y acabar causando un daño a toda la sociedad.

Las interpretaciones económicas de la crisis son correctas, pero omiten esas consecuencias sobre los propios decisores, que aprenden a hacer el bien o el mal, y sobre los demás, creando culturas morales o inmorales, fomentando o destruyendo la confianza y extendiendo las consecuencias de las propias acciones a otras entidades. Lo que añade la ética a la economía es una concepción más rica de las motivaciones humanas y, por tanto, explicaciones no siempre distintas, pero sí más completas, en las que se pueden perfilar mejor las consecuencias, sobre todo a largo plazo, de las decisiones económicas. Y esto sirve:

²⁴ Las dimensiones psicológicas y sociológicas tienen implicaciones para la explicación de la crisis. *Cfr.*, por ejemplo, Slovic (2000).

²⁵ Sobre lo que sigue, *cfr.* Pérez López (1993).



- 1) Para identificar los problemas, incluso antes de que el economista los vislumbre (si el personal de una entidad miente para colocar sus productos, algo funciona mal, y si no se trata de una acción aislada, tarde o temprano aparecerán sus consecuencias).
- 2) Para entender mejor la naturaleza de los fallos que se han producido (el exceso de riesgo o el arbitraje regulatorio no tienen sólo resultados económicos y, desde luego, sus causas no son sólo económicas).
- 3) Para diseñar mejores soluciones. Y esas soluciones las dará el economista, no el moralista, que no sabe cómo diseñar una regulación o cómo articular una adecuada valoración del riesgo de una cartera. Pero el economista deberá tener en cuenta los criterios de la ética, si no quiere que sus recomendaciones acaben produciendo los efectos negativos que hemos identificado más arriba.

Dijimos antes que la crisis fue, sobre todo, un fallo de dirección, y no sólo de las entidades financieras, sino de una amplia gama de organizaciones, incluyendo oficinas gubernamentales, agencias de *rating*, supervisores, analistas, etc. Dirigir es conseguir resultados económicos (la cuenta de resultados, la buena calificación de un activo), pero también resultados intangibles en las personas (satisfacción en su trabajo, aprendizajes operativos) y, sobre todo, la identificación del personal (y de los clientes) con los objetivos de la organización y la creación de confianza, sobre todo en las entidades financieras.

Un buen directivo debe tener en cuenta toda esa amplia gama de resultados de sus acciones, al menos por dos razones. En primer lugar, porque las personas con las que trata (clientes, empleados, superiores, proveedores) esperan que la entidad atienda sus motivaciones, en mayor o menor medida. Y esto no se consigue simplemente cumpliendo un contrato: si los clientes se sienten maltratados, no desearán llevar a cabo nuevas transacciones, aunque la entidad se atenga siempre a lo previsto en el contrato; y también los empleados esperarán un trato digno y un mínimo de satisfacción en su trabajo, independientemente de lo que diga su contrato laboral.

La segunda razón es porque esas personas aprenden, como consecuencia de sus actuaciones en la organización: aprenden conocimientos y desarrollan capacidades, pero también actitudes, valores y virtudes, y de este modo las interacciones futuras con la organización serán distintas. Si los empleados perciben, por ejemplo, que la organización pone los intereses económicos de los directivos por encima de los intereses legítimos de los clientes, es probable que piensen que también los intereses de sus empleados pasarán a un segundo lugar, y esto reducirá su confianza en la organización; o aprenderán a poner ellos también sus intereses personales por delante de los de sus clientes, en detrimento de la calidad del servicio. De este modo, las reglas de funcionamiento de la organización estarán cambiando, de una manera que los directivos no podrán prever. Y esto vale también, como ya señalamos, para los propios directivos, que también aprenden de sus propias acciones, con lo cual sus propias conductas cambian.

Dirigir es conseguir resultados en frentes muy diversos. Lo que la empresa pretende conseguir condicionará su organización interna, su estructura, sus reglas de comportamiento y su cultura. Los resultados aparecerán al final de todo ese proceso, y mostrarán lo que la organización pretende conseguir de sus miembros y, en definitiva, qué son esas personas –sus clientes, proveedores, directivos y empleados– para ella. Por en medio se irán desgranando los sistemas de incentivos (la relación entre riesgo y remuneración y la relación entre el interés propio de los agentes y el sistema de premios y castigos de la organización), los sistemas de información y control (cómo se recoge y procesa la información, cómo se miden los riesgos y cómo esos sistemas influyen en la estrategia y en las operaciones), los sistemas de contabilidad (la elección de las políticas y criterios contables y la relación entre beneficios económicos y contables), el capital humano (cómo se atrae, remunera, retiene y gobierna a las personas, en función de su experiencia, formación, carácter y actitudes) y la cultura (qué valores guían a los individuos y a los grupos de toman las decisiones, y cómo la cultura controla la consistencia de las decisiones)²⁶.

Pues bien, lo que la crisis ha puesto de manifiesto es la debilidad de todo esto: de los sistemas de incentivos y de control, de los criterios contables, de la gestión del capital humano y de la cultura de la organización –insisto, en todo tipo de organizaciones. Kenneth R. Andrews, el conocido profesor de la Harvard Business School, afirmaba que, “al final, la gente acaba haciendo aquello para lo que le pagan”. Esta frase, aplicada a la crisis financiera actual, tiene dos lecturas. Una, optimista: la crisis es el resultado de unos sistemas perversos de incentivos y control, que remiten, en definitiva, a la formulación de la estrategia, a los objetivos de la organización y, en última instancia, a la concepción de la persona que tengan los que la dirigen –y es optimista porque sugiere una vía para superar los errores del sistema de dirección que ha llevado a la crisis–. La otra interpretación es pesimista: lo único que cuenta son los incentivos económicos –y es negativa porque ya hemos probado esos incentivos, y hemos acabado en la crisis más profunda y dolorosa desde hace muchas décadas.

4. ¿Pudo la ética haber evitado la crisis?

Desde el punto de vista de las entidades financieras y de los organismos que las regulan, supervisan y controlan, esta crisis ha sido –ya lo dijimos– una crisis de dirección. Consiguieron beneficios extraordinarios, elevadas cotizaciones, prestigio, poder, reputación y succulentas remuneraciones, pero no fueron buenos gestores de sus empresas. Y esto, no sólo por los lamentables resultados de su gestión, sino porque no se comportaron como directivos responsables y éticos. Porque la ética no es un añadido a una gestión técnica, como la guinda que corona el pastel: forma parte del pastel mismo.

²⁶ Cfr. Rosanas (2006) y Sahlman (2009).



¿Pudo la ética haber prevenido la crisis y puede evitar que aparezcan nuevas crisis en el futuro? Sí, pero no la ética en abstracto, sino la ética incorporada en los objetivos, estructuras y culturas de las organizaciones mencionadas antes y, por tanto, en las decisiones de sus directivos y empleados. Una empresa ética será una empresa bien gestionada. Pero esto no excluye que pueda cometer errores, o que pueda sufrir las consecuencias de cambios en su entorno. Es probable, pues, que una empresa responsable sobreviva y prospere, pero también es posible que no lo consiga. Del mismo modo, una crisis financiera se evita no sólo por las conductas adecuadas de todos los agentes, sino también por la calidad y eficiencia de sus mecanismos de regulación, supervisión, información y control. Y más difícil todavía será evitar una crisis financiera en un entorno en el que un número no insignificante de instituciones financieras no comportan responsablemente: porque la creación de incentivos perversos, la manipulación de las regulaciones y los efectos indirectos (*spillover*) de unas instituciones y mercados sobre otros tendrán un efecto desestabilizador mayor.

¿Para qué sirve, pues, la ética, si no es capaz de evitar la crisis del sistema? Me atrevo a sugerir tres tareas importantes.

Primera: pudo haber evitado la quiebra de algunas instituciones. Hemos denunciado antes muchas actuaciones irresponsables, desde el excesivo apalancamiento de las operaciones fuera de balance y la consiguiente asunción de excesivo riesgo hasta los conflictos de intereses permitidos y aún fomentados dentro de las organizaciones, desde los sistemas de remuneración que alentaban la consecución de beneficios a corto plazo, en el mejor de los casos, o la captura de esos beneficios por los directivos, no por los accionistas, hasta las operaciones de arbitraje regulatorio para reducir los controles, llegando hasta la mentira y el fraude, en muchas ocasiones. En definitiva, esas conductas ponen de manifiesto una falta de profesionalidad, de prudencia y de otras virtudes, que eran necesarias para la adecuada gestión de esas entidades.

Segunda: pudo haber contribuido a la creación de un clima distinto en el mundo de las finanzas. Si, como sugerimos más arriba, cada uno tiene alguna responsabilidad hacia el bien común, los directivos de esas instituciones hubiesen debido tener en cuenta, de algún modo, las consecuencias de sus decisiones no sólo sobre sus accionistas, sino también sobre otras personas: sus empleados, cuyos puestos de trabajo pusieron en peligro con su mala gestión, y a los cuales se hicieron cómplices de conductas inmorales; sus clientes, a los que, por ejemplo, vendieron activos “tóxicos” sin informarles de los riesgos que estaban asumiendo cuando los adquirían; otras instituciones financieras, a las que forzaron, de algún modo, a participar en el “baile”, dificultando la puesta en práctica de políticas sensatas; y, en definitiva, los mismos directivos.

La tercera función de la ética en la prevención de una crisis es la creación y mantenimiento de la confianza, cuya pérdida ha sido una de las más importantes consecuencias de la crisis actual. Atribuimos esa pérdida a razones técnicas, como la falta de transparencia en el contenido de los productos estructurados, pero el problema es más profundo, porque se ha perdido la confianza en las entidades y en las personas que las dirigen o que trabajan en ellas.

En su origen, la confianza hace referencia a las relaciones entre personas. Pero en un mundo en que las relaciones se multiplican y se despersonalizan, sobre todo en los mercados financieros, hemos acabado poniendo la confianza en otras cosas. Primero, en la ley: decimos que el depositante confía en el banco porque sabe que está obligado a guardar diligentemente su dinero y devolvérselo cuando lo solicite. Segundo, en las instituciones: si el banco no puede devolver el depósito, el fondo de garantía de depósitos asumirá esa obligación. Y tercero, en el propio interés de las entidades financieras, es decir, en su capacidad para internalizar sus obligaciones, haya o no una ley que las ampare, porque ese es su interés y a ello les obliga la competencia. Durante años, ésta parecía ser la razón más profunda de nuestra confianza en el sistema financiero: en palabras de Alan Greenspan:

“La primera y principal línea de defensa contra el fraude y la insolvencia es la vigilancia de las demás contrapartidas. Por ejemplo, JP Morgan examina cuidadosamente el balance de Merrill Lynch antes de prestarle. No pregunta a la Securities and Exchange Commission [el equivalente norteamericano a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España] para comprobar la solvencia de Merrill”²⁷.

Pero todo esto se ha venido al suelo. La ley no puede crear confianza: de hecho, si la ley es eficaz, no hace falta la confianza, pero si deja de serlo, ¿en qué se puede confiar?²⁸ Y tampoco podemos confiar en la capacidad de autocontrol de las entidades, que han incumplido sus deberes de manera clamorosa. Sólo nos queda volver a las relaciones personales.

La confianza entre dos personas tiene dos componentes, ambos necesarios: uno funcional o técnico, y otro personal o ético²⁹. La confianza funcional tiene que ver con las capacidades y conocimientos técnicos de aquél en quien se confía: en el ejemplo puesto más arriba, los directivos y empleados del banco deben ser técnicamente capaces de gestionar su negocio, de modo que el dinero del depositante esté seguro. La confianza personal hace referencia a lo que mueve a esas personas a actuar: si, llegado el momento, estarán dispuestas a poner los intereses legítimos del depositante por encima de los intereses de la institución o del propio decisor, es decir, si harán honor a su compromiso con el depositante, a pesar de que tengan intereses en comportarse de otro modo.

La confianza personal está fundada, en definitiva, en razones éticas, sea por convencimiento personal, sea por la existencia de una sólida cultura profesional, como la que tienen los médicos (códigos éticos profesionales, defensa de una reputación, etc.)³⁰. Y es incompatible con los supuestos de comportamiento que están presentes en las teorías financieras y de di-

²⁷ Cfr. Greenspan (2007), citado por Kay (2009b).

²⁸ Más bien ocurre lo contrario: “la organización formal [la ley o la regulación] sirve a menudo para minimizar las consecuencias negativas de la falta de confianza” (Rosanas y Velilla, 2003, p. 56).

²⁹ Cfr. Pérez López (1993) y Rosanas y Velilla (2003).

³⁰ La dimensión personal de la confianza es importante siempre, pero sobre todo cuando una persona no tiene medios para conocer suficientemente el asunto de que se trata –como ocurre con muchas decisiones financieras–.



rección vigentes: si los directivos de las instituciones financieras actúan buscando su interés personal, recurriendo a la astucia y el engaño cuando lo consideran conveniente para sus fines, la confianza personal es imposible³¹.

La recuperación de la confianza en la crisis actual, y la creación de las condiciones que permitirán desarrollar un sistema financiero basado en la confianza, son dos razones poderosas para desarrollar una cultura ética en las instituciones financieras.

5. Conclusiones

¿Pudo la ética haber evitado la crisis financiera? Por sí sola, probablemente no. ¿Pudo haberla hecho menos probable? Sí. ¿Y menos violenta? Probablemente sí. ¿Puede facilitar la salida de la recesión? Probablemente no, porque muchas entidades no la practican, ni tienen la cultura necesaria para practicarla, y la cultura ética no puede improvisarse. ¿Pudo ayudar a las entidades concretas a no caer en la crisis? Sí, aunque no en todos los casos, porque, como ya señalamos, no estaban protegidas de los cambios en el entorno (restricción de liquidez, aumento de la morosidad, reacciones de pánico de los inversores, etc.). ¿Son mejores directivos los que actúan con ética? Sí. ¿Es fácil comportarse de este modo? No, no lo es, porque no es esa la visión que predomina entre las instituciones financieras, y porque actuar contra las conductas de rebaño de los inversores, de los competidores, de los analistas, de los medios de comunicación y aún de los reguladores –y, por supuesto, de los accionistas– puede exigir una gran fortaleza de ánimo.

En el plano moral, esas responsabilidades llevan consigo la asunción de las consecuencias de las decisiones propias, cuando se han tomado libremente, aunque sean costosas –incluyendo la posible obligación moral de compensar a los perjudicados, aunque no lo exija la ley–. Incluyen el cumplimiento de la ley, pero van más allá de ella. Llevan consigo un deber (variable según las circunstancias) de tener en cuenta las consecuencias de las acciones propias sobre los demás, incluyendo las consecuencias para la sociedad en su conjunto: si las decisiones de un banco pueden tener efectos importantes sobre otras entidades, hasta llegar a convertirse en factores de riesgo sistémico, el decisor no puede omitir la consideración de esos efectos.

Por todas esas razones, nos parece que la crisis y sus consecuencias habrían sido distintas si un número elevado de agentes hubiese actuado con esa responsabilidad ética. Otra cosa es que este supuesto sea realista, vista la historia de las finanzas.

³¹ Cfr. McKean (1975).

Referencias bibliográficas

- ABBERGER, K. y NIERHAUS, W. (2008): "How to define a recession?"; en *CESifo Forum* (4); pp. 74-76.
- ACEMOGLU, D. (2009): *The crisis of 2008: Structural lessons for and from economics*. MIT.
- BAILY, M. N.; LITAN, R. E. y JOHNSON, M. S. (2008): "The origins of the financial crisis". Washington DC, Brookings Institution, Fixing Finance Series Paper 3.
- BOGLE, J. (2006): "The depth and breadth of the financial scandals"; en *Challenge* (49); pp. 23-32.
- BORDO, M. D. (200): *A historical perspective of the crisis of 2007-2008*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14659.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2008): *Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14612.
- CLAESSENS, S.; AYHAN KOSE, M. y TERRONES, M. E. (2008): *What happens during recessions, crunches and busts?* Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper No. WP/08/274.
- CROTTY, J. y EPSTEIN, G. (2008): *Proposals for effectively regulating the US financial system to avoid yet another meltdown*. Amherst, MA; University of Massachusetts, Department of Economics, Working Paper 2008-15.
- DIAMOND, D. W. y RAJAN, R. (2009): *The credit crisis: Conjectures about causes and remedies*. Cambridge, MA; National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14739.
- EICHENGREEN, B. (2008): "Origins and responses to the current crisis"; en *CESifo Forum* (4); pp. 6-11.
- GREENSPAN, A. (2007): *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. Nueva York, Penguin Press.
- GROSS, D. (2007): *Pop! Why Bubbles Are Great for the Economy*. Nueva York, HarperCollins.
- HELLWIG, M. (2008): "The causes of the financial crisis"; en *CESifo Forum* (4); pp. 12-21.
- HOFFMAN, P. T.; POSTEL-VINAY, G. y ROSENTHAL, J. L. (2007): *Sustaining Large Losses*. Cambridge, Harvard University Press.



- KANE, E. J. (2008): *Ethical failures in regulating and supervising the pursuit of safety net subsidies*. Terre Haute, Indiana State University, Networks Financial Institute Working Paper No. 2008-WP-12.
- KAY, J. (2009a): "Introduce professional standards for senior bankers"; en *Financial Times*, 18 de febrero.
- KAY, J. (2009b): "Greenspan could have found a cure at the pharmacy"; en *Financial Times*, 25 de febrero.
- KINDLEBERGER, C. P. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York, John Wiley and Sons [2ª ed.: 2005].
- LO, A. W. (2008): *Hedge funds, systemic risk, and the financial crisis of 2007-2008*. Washington, US House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform.
- MACKENZIE, M. (2009): "Cautionary tale from Citi for new giants of finance"; en *Financial Times*, 17 de enero.
- McKEAN, R. N. (1975): "Economics of trust, altruism, and corporate responsibility"; en PHELPS, E. S., ed.: *Altruism, Morality, and Economic Theory*. Nueva York, Russell Sage; pp. 29-44.
- MENDOZA, E. y TERRONES, M. E. (2008): *An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14444.
- PASTOR, A. (2008): *La ciencia humilde. Economía para ciudadanos*. Barcelona, Crítica.
- PÉREZ LÓPEZ, J. A. (1993): *Fundamentos de la dirección de empresas*. Madrid, Rialp.
- PIEPER, J. (1966): *The Four Cardinal Virtues: Prudence, Justice, Fortitude, Temperance*. Notre Dame, University of Notre Dame Press.
- ROSANAS, J. M. (2006): *Indicadores de gestión, incentivos, motivación y ética en el control de gestión*. Barcelona, IESE Business School, *Occasional Paper*, OP 06/11.
- ROSANAS, J. M. y VELILLA, M. (2003): "Loyalty and trust as the ethical bases of organizations"; en *Journal of Business Ethics* (44); pp. 49-59.
- SAHLMAN, W. A. (2009): "Management and the financial crisis (We have met the enemy and he is us...)". Boston, Harvard Business School, Working Paper 10-033.
- SINN, H. W. (2008): "The end of the wheeling and dealing"; en *CESifo Forum* (4); pp. 3-5.



- SLOVIC, P. (2000): *The Perception of Risk*. Londres, Earthscan Publications.
- TALEB, N. N. (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Nueva York, Random House.
- TAYLOR, J. B. (2009a): *The financial crisis and the policy responses. An empirical analysis of what went wrong*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 14631.
- TAYLOR, J. B. (2009b): *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford, Hoover Institution Press.
- TERMES, R. (1995): "Ethics in financial institutions"; en ARGANDOÑA, A., dir.: *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlín, Springer Verlag; pp. 118-135.
- TORRES, M. (2009): "Getting business off steroids"; en FRIEDLAND, J., dir.: *Doing Well and Good: The Human Face of New Capitalism*. Charlotte, Information Age Publishing.



APRENDIENDO DE LA CRISIS. UNA LECTURA ÉTICA

Adela Cortina *

Resumen

Desde que la última crisis económica se hiciera tan patente que casi nadie se atrevía ya a negarla, los profesores de Ética cobraron de nuevo un especial protagonismo en los medios de comunicación. Ya a fines del siglo pasado el escándalo del Watergate había reclamado su presencia en periódicos, televisiones y radios, incluso había impulsado la creación de una nueva ética de la empresa. Más tarde, a comienzos del siglo XXI, fue el asunto Enron el que obligó a salir a los profesores de Ética de sus despachos universitarios y a barruntar públicamente causas y consecuencias éticas del estropicio a petición de públicos diversos. Pero a partir de 2007, con el estallido de la cuádruple crisis –económica, energética, alimentaria y medioambiental–, las preguntas sobre sus posibles causas éticas se han multiplicado prodigiosamente. Es verdad que desde hace cuatro décadas al menos se viene diciendo que la ética está de moda, gracias al nacimiento de las llamadas “éticas aplicadas”, que fueron en un comienzo la ética económica y empresarial, la del desarrollo y la bioética, y a ellas se fueron sumando paulatinamente la ética de los medios, de la política, del consumo y un largo etcétera. Pero preciso es reconocer que en estos últimos meses la ética –o la falta de ella– en el mundo financiero, político y empresarial es noticia diaria.

Abstract

Since the latest economic crisis became so obvious that almost no one would dare to negate it, professors of Ethics have taken on a particularly prominent role in the media. At the end of last century, the Watergate scandal catapulted their presence in newspapers, on the television and the radio, and had even impelled the creation of new ethics in business. Later, at the start of the 21st Century, the Enron affair forced professors of Ethics to leave their university offices and publicly guess at the causes and ethical consequences of this mayhem at the request of several sectors of the public. But as of 2007, with the explosion of the quadruple crisis –economic, energy, food and environmental–, questions about its possible ethical causes have multiplied prodigiously. For at least the last 40 years, it has been said that ethics is becoming fashionable, thanks to the birth of so-called “applied ethics”, which started out as economic and business ethics, development ethics and bioethics, and were gradually applied to the ethics of the media, politics, consumption and a whole host of other fields. But it should also be acknowledged that in recent months, ethics –or the lack thereof– in the financial, political and business world have become daily news fodder.

1. El imperativo de la felicidad en apuros

Desde que la última crisis económica se hiciera tan patente que casi nadie se atrevía ya a negarla, los profesores de Ética cobraron de nuevo un especial protagonismo en los medios de comunicación¹. Ya a fines del siglo pasado el escándalo del Watergate había reclamado su presencia en periódicos, televisiones y radios, incluso había impulsado la creación de una nueva ética de la empresa. Más tarde, a comienzos del siglo XXI fue el asunto Enron el que obligó a salir a los profesores de ética de sus despachos universitarios y a barruntar públicamente causas y consecuencias éticas del estropicio a petición de públicos diversos. Pero a partir de 2007, con el estallido de la cuádruple crisis –económica, energética, alimentaria y medioambiental– las preguntas sobre sus posibles causas éticas se han multiplicado prodigiosamente.

* Universidad de Valencia

¹ Este artículo se inserta en el Proyecto de Investigación Científica y Desarrollo Tecnológico HUM2007-66847-C2-01/FISO, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación con Fondos FEDER de la Unión Europea, y en las actividades del grupo de investigación de excelencia PROMETEO/2009/085 de la Generalitat Valenciana.

Es verdad que desde hace cuatro décadas al menos se viene diciendo que la ética está de moda, gracias al nacimiento de las llamadas “éticas aplicadas”, que fueron en un comienzo la ética económica y empresarial, la del desarrollo y la bioética, y a ellas se fueron sumando paulatinamente la ética de los medios, de la política, del consumo y un largo etcétera (Cortina y García-Marzá, 2003). Pero preciso es reconocer que en estos últimos meses la ética —o la falta de ética— en el mundo financiero, político y empresarial es noticia diaria.

Claro que la Ética no es nunca una simple moda, porque pertenece a la vida de los seres humanos de forma indeclinable. Personas y organizaciones pueden ser más o menos inmorales, pero ninguna está más allá del bien y del mal moral, de la misma forma que no hay seres humanos sin estatura, sin color o sin alguna calidad de salud, buena o mala. Pero no es menos cierto que en determinadas épocas la moral de las organizaciones o de las instituciones cobra una especial relevancia y se convierte en noticia de primera plana por alguna razón. Por desgracia, estas ocasiones suelen coincidir con escándalos y con crisis, como viene sucediendo en los últimos tiempos. Pero, realmente, ¿puede hacerse también una lectura ética de las crisis actuales, como pueden hacerse lecturas desde otras perspectivas?, ¿podemos formular sugerencias desde esa lectura, que puedan ayudarnos a salir de estas situaciones críticas hacia una situación mejor?

En el seminario de la Fundación ÉTNOR dedicamos este último curso a reflexionar sobre las posibles causas y salidas de la crisis, con una especial atención a la perspectiva ética, y el rótulo que encabezaba el programa del seminario resulta, a mi juicio, sumamente expresivo de lo que vamos a comentar aquí: “¿Lecciones aprendidas? Nuevos caminos para el crecimiento y nuevas formas de vida”. La segunda parte del título abre un camino de sugerencias para el futuro, mientras que la primera aparece entre interrogantes para expresar el escepticismo de los organizadores. No parece que estemos aprendiendo mucho de la crisis, entre otras razones, porque falta voluntad de cambio.

En el fondo, todos —empresarios, políticos y ciudadanos— creemos que la crisis supone un paréntesis, más o menos largo, que está dejando cadáveres en el camino, pero terminará, y entonces volveremos a la forma de vida de la que nos hemos visto obligados a apearnos. Se habla —como veremos— de que deberíamos contentarnos con menos, formar mejores profesionales, hacer reformas estructurales, pero en realidad no creemos que la forma de vida anterior a la crisis fuera inadecuada, sino que no se puede mantener y que hay que poner las bases para poder volver a ella.

Como comentaba hace unos días un político español muy conocido, refiriéndose a un amigo suyo que está teniendo que amoldarse a un tren de vida mucho más modesto del que llevaba: “yo lo que quisiera —decía el amigo— es volver a la situación anterior, pero *pudiendo*”. Pensamos que esto es una cuestión de ciclos, como nos han enseñado los economistas, un asunto de paciencia, de esperar a que lleguen de nuevo las vacas lustrosas.



Nada nuevo bajo el sol. Desde los trabajos éticos de la Grecia clásica al menos sabemos que todos tendemos a la felicidad, pero el problema es doble, encontrar los medios para alcanzarla, que es cosa de un entendimiento informado, cultivado y prudente, y querer poner los que nos parezcan más adecuados. Como bien decía Kant, ya a las alturas de la Ilustración, las propuestas para alcanzar la felicidad son imperativos hipotéticos, consejos de prudencia, y seguirlos en la vida diaria exige querer hacerlo.

En efecto, la fórmula de los consejos de prudencia es siempre “Si quieres X, entonces debes hacer Y”. Fórmula que en nuestro caso podría traducirse del siguiente modo: “Si queremos salir de la crisis y entrar en mejores formas de vida para todos, entonces creo modestamente que al menos deberíamos hacer Y”. A continuación, como es obvio, pueden hacerse al menos tres cosas: 1) discutir sobre si queremos X, es decir, salir de la crisis, cosa que nadie suele poner en duda; 2) deliberar sobre si los distintos caminos que se proponen son adecuados para salir de ella o los hay mejores; o 3) poner en claro si somos seres racionales, lo cual significa que cuando queremos un fin, estamos dispuestos a poner los medios necesarios para alcanzarlo.

Ciertamente, proponer caminos es difícil y cualquier sugerencia es discutible; pero sobre algunas de ellas, que vamos a comentar aquí, existe un amplio acuerdo. El punto en que suele romperse la cuerda es el tercero: es la voluntad de poner los medios la que naufraga de manera estrepitosa. Prueba evidente de que las elecciones colectivas están muy lejos de ser racionales, en buena medida por falta de voluntad. Por eso en nuestro seminario nos preguntábamos si estamos aprendiendo algo de las crisis y la verdad es que el ánimo era –y es– más bien escéptico.

Pero como en este breve artículo sólo podemos hablar de causas de la crisis y sugerencias para construir otro mundo mejor desde una perspectiva ética, vamos a pasar a ello en lo que sigue, no sin dejar constancia de que el querer es tan importante al menos como el saber y de que los proyectos suelen fracasar en muy buena medida por falta de voluntad.

2. Lo que nos ha fallado

2.1. Una crisis generalizada de confianza

De esta crisis que venimos padeciendo se ha dicho que es, ante todo, una crisis generalizada de confianza, provocada por una situación de opacidad. La falta de transparencia en las prácticas bancarias, que dispersaron el riesgo en productos opacos, llevó a una desconfianza generalizada.

Recordemos cómo en julio de 2007 el activo desencadenante de la crisis fueron las *subprime* en el contexto de una innovación financiera sin control, acompañada de la relajación de las prácticas bancarias, los sistemas de transferencias de riesgo, titulizaciones, produc-

tos estructurales, etc. La falta de transparencia y la dispersión del riesgo en productos que parecían sumamente innovadores, pero que acabaron convirtiéndose en opacos, provocan una situación en la que se difumina la responsabilidad de quienes toman las decisiones y cunde la desconfianza.

Como bien ha dicho Aurelio Martínez: “la superposición de tres clases de crisis en muchos países (financiera, inmobiliaria y de materias primas) es básicamente una crisis de confianza, que exige una acción integrada de todos los países y obliga a modificaciones radicales del sistema” (2009: 17-18).

Cuando justamente la estructura moral básica, tanto de las personas como de las organizaciones, consiste en elegir lo que consideramos mejor, justificar la elección y hacernos responsables de ella. Como bien apuntaban Zubiri y Aranguren, los seres humanos tenemos una estructura moral porque, a la hora de actuar, ideamos distintas posibilidades, elegimos la que consideramos mejor para darle realidad y, al hacerlo, justificamos esa elección como la mejor, haciéndonos responsables de ella (Aranguren, 1994; Zubiri, 1986). Si esto es así en el caso de las personas, lo es de igual modo en el de las organizaciones, financieras o empresariales, que han de responder de sus elecciones y justificarlas. Pero en su caso han de hacerlo de forma transparente ante los que resultan afectados por su actividad. Nobleza obliga: quien tiene poder para influir en las vidas de otros debe asumirlo de forma responsable y transparente.

Por otra parte, ésta es sin duda la única forma de generar confianza, que es el principal activo sobre el que descansan tanto la legitimidad como el funcionamiento del mundo financiero, empresarial y político (Fukuyama, 1998); el principal “recurso moral” con el que pueden contar las empresas para generar reputación (García-Marzá, 2004).

2.2. Fallan los mecanismos de regulación y control

Sin duda los primeros síntomas de la crisis provocaron un clamor contra la falta de regulación y de control en las actividades de las entidades financieras. Es verdad que no debe regularse todo, porque el exceso de regulación puede ahogar la creatividad y la flexibilidad necesarias en el mundo económico, y por eso es necesaria también la autorregulación. Pero una regulación suficiente era indispensable sobre todo en países como Estados Unidos. En Europa, con un mercado financiero más y mejor regulado, se hacía urgente, sin embargo, controlar esas regulaciones y, en cuanto empezaron a tomarse medidas para paliar los desperfectos causados por la crisis, la transparencia en la ejecución de esas medidas.

Porque ha habido distintos tiempos en esta sinfonía tan desafinada. Cuando hubo que reconocer la crisis y buscar salidas para ello el primer paso consistió en inyectar dinero en determinadas entidades financieras para que pudieran propiciar el funcionamiento de las em-



presas con préstamos. Pero de inmediato se echó en falta un control transparente del curso que seguían esos préstamos, si realmente llegaban al destino previsto. Fue creciendo con ello la convicción de que las facturas de las crisis no las pagaban los que tuvieron mayor responsabilidad en que se desencadenaran, pero también el convencimiento de que las medidas emprendidas ni siquiera llegaban a los supuestos destinatarios.

No ha funcionado, pues, en demasiados casos el marco institucional, encargado de controlar las actuaciones financieras, de poner sobre aviso a inversores y a consumidores. Han fallado los marcos y por eso es necesario el control. Pero a pesar de la convicción leninista de que “la confianza es buena, pero el control es mejor”, los dos son imprescindibles. Sin *control*, los bancos juegan al riesgo excesivo, al préstamo basura un día y a no prestar al siguiente, los ayuntamientos avalan recalificaciones, los consumidores se endeudan más allá de lo razonable y llega un tiempo en que el tren de la actividad económica da un brusco frenazo. Que parece que, al menos en parte, es lo que nos ha pasado. Pero sin *confianza*, decaen las transacciones, disminuye la inversión, escasean los préstamos, cierran las empresas, aumenta el desempleo y crece el sufrimiento. La ciudadanía tiene derecho a la transparencia.

Y, por si faltara poco, en el siguiente episodio de la novela, cuando desde Estados Unidos y la Unión Europea se exigió el recorte de gastos, la medida empezó por los más débiles (Costas, 2010). Éste es uno de los grandes fracasos de nuestra forma de vida.

2.3. Falta de profesionalidad. Incentivos perversos

Una tercera causa de la crisis, con resabio ético, ha sido la falta de profesionalidad de quienes actuaron por incentivos perversos y no por los valores de su profesión.

Aunque se olvide tan a menudo, las entidades financieras y empresariales llevan a cabo actividades que se legitiman por unas metas: proporcionar a las gentes bienes y servicios de calidad y a un precio razonable, a través de ese mecanismo moderno que es el mercado y también de esa motivación, asimismo propia del mundo moderno, que es el afán de lucro. Evidentemente, las entidades de las que hablamos han de tener bien presente la cuenta de resultados, y por eso la ética de la empresa no es una ética del desinterés. Las conductas desinteresadas son supererogatorias, no son exigencias de justicia universalmente extensibles. Pero la ética de la empresa sí es una ética del interés universalizable, es decir, del interés de todos los afectados por su actividad, que puedan tener con respecto a ella expectativas legítimas.

Por eso el célebre modelo de empresa propuesto por Freeman en 1983, el de los *stakeholders*, cobra un sentido normativo desde la perspectiva ética y se convierte en núcleo de la Responsabilidad Social Empresarial: una empresa responsable tiene en cuenta las expectativas legítimas de todos los afectados por su actividad.

En lo que hace a los incentivos, hay, pues, al menos dos tipos: los que pertenecen al juego limpio de la empresa, es decir, los que están alineados con sus metas, y los espurios. Los últimos pueden ser útiles en alguna ocasión, pero no pueden ser los principales. Y en este sentido, podemos echar mano del ejemplo que ponía el filósofo norteamericano MacIntyre a cuento de la dificultad de enseñar a alguien a amar el ejercicio de una práctica: el ejemplo de un niño, cuyos padres quieren que aprenda a jugar al ajedrez y, como no le gusta, le prometen darle caramelos cada vez que juegue. El incentivo de los caramelos puede servir para que entre en el juego, lo conozca y se interese por él. Pero, si con el tiempo sigue sin gustarle por sí mismo, hará trampas cuando pueda.

Si el directivo de un banco al asesorar a los clientes está pensando en que su salario o su ascenso dependen de que inviertan en determinados fondos, intentará persuadirles de que es un riesgo asumible con el que ganarán considerablemente. Las demás opciones serán “conservadoras”, adjetivo que tiene ya un sentido peyorativo. Claro que, a diferencia del ajedrez, el directivo también cuenta con la ambición del cliente. Pero no es un buen profesional el que no advierte de los riesgos previsibles, ni el que hace préstamos basura, aunque esa sea la forma de engrosar la cuenta de resultados, porque no es ése el sentido de su profesión y por eso genera desconfianza.

Si globalizamos la partida de ajedrez, resultará ser que, además de las turbulencias de que hablan los economistas, ha habido organizaciones y gentes concretas que no han creído en el valor de su profesión, que han arriesgado lo suyo y lo ajeno, convencidos de que a ellos les sacarán las castañas del fuego. Lo peor de todo es que en este juego algunas veces pagan los protagonistas, pero en todas las ocasiones pagan los peor situados, los débiles. Los que se quedaron sin trabajo, los que no pudieron pagar la hipoteca, los que tuvieron que cerrar su pequeña empresa, los inmigrantes que regresaron a sus países y se acabaron las remesas, fuente principal de ingresos para esos países.

No es extraño que en Estados Unidos haya cundido el asombro al tomar conciencia de que quienes desencadenaron la crisis eran MBA de las universidades de excelencia. “¿Qué formación estamos dando a nuestros profesionales?”, se preguntaban los dirigentes. Parece que no la de auténticos profesionales, sino la de puros técnicos. Y esto es algo que requiere una de esas urgentes reformas estructurales, de las que tanto se habla.

2.4. Fracasan determinados modelos de vida

No parecen haber tenido éxito para forjar sociedades más justas y felices los *modelos de vida* que aconsejan llevar a cabo conductas imprudentes e irresponsables a políticos, empresarios y ciudadanos. Como se ha dicho a cuento de la crisis, las empresas se olvidaron de medir el riesgo, las instituciones financieras financiaron lo que no tenían que



financiar, los ciudadanos olvidaron la prudencia y dejaron de medir el riesgo en la inversión y el consumo y se endeudaron más de lo razonable, y los gobiernos vieron en todo este juego votos fáciles.

Al fin y a la postre, no le faltaba razón a Galbraith cuando hablaba del *efecto dependencia* para referirse al modo en que en una sociedad consumista los deseos dependen del proceso por el que se satisfacen. En la medida en que una sociedad se hace más opulenta –decía Galbraith–, los deseos son creados de forma creciente por el mismo proceso por el que son satisfechos; en términos técnicos, no puede mantenerse ya que el bienestar es mayor en un nivel más alto de producción que en uno más bajo, sino que puede ser el mismo; el nivel más alto de producción tiene simplemente un nivel más elevado de creación de deseos, que necesitan un nivel más alto de satisfacción. En la sociedad consumista –según este enfoque– los productos no se diseñan para acomodarse a los consumidores, sino a los métodos de producción y distribución, a la maximización del beneficio y al posicionamiento de los productores en el mercado. Los productores crean un *éthos consumidor* para que las gentes consuman de forma indefinida, y por eso en las sociedades ricas nunca hay bastante (Galbraith, 1958; Durning, 1994).

Podríamos decir entonces que en nuestros días hay sociedades insatisfechas porque no tienen los bienes de consumo suficientes para satisfacer sus necesidades, y otras también insatisfechas porque para satisfacer las necesidades se crean nuevos deseos y nunca hay bastante.

Si a ello se añade el hecho de que el consumo se haya convertido en el motor de la producción y no en su meta, como creía Adam Smith, entonces se hace imposible un consumo autónomo, justo, corresponsable y felicitante, como propuse hace algún tiempo (Cortina, 2002). Y eso afecta también al ámbito de los productos financieros y al político.

Ha fallado la forma de vida más extendida pero, en cualquier caso, conviene recordar que no todos los protagonistas de la crisis son igualmente responsables, como si estuvieran a la par banqueros, empresarios, políticos y gentes de a pie. La autocrítica siempre es sana, pero también lo es atribuir mayor responsabilidad a quienes mayor la tienen. Si el banquero ofrece a quien nunca tuvo posibilidad de disfrutar de un piso propio conseguir uno con bajísimo interés y a muy largo plazo, y si además le insiste para que adquiera el coche que siempre estuvo fuera de su alcance, no puede decirse que tan responsable es el cliente como el banquero que le instó a entrar en la hipoteca. Si los políticos no advierten de que se está gestando una situación crítica y de que es preciso tomar medidas para no acabar en una catástrofe, tampoco puede decirse que su responsabilidad sea la misma que la del hombre de la calle. A mayor poder, económico o político, mayor responsabilidad.

2.5. La maldición del cortoplacismo

Como bien sabemos, el vocablo “ética” procede del griego *êthos* y significa, entre otras cosas, “carácter”. La forja del carácter es la gran tarea que ninguna persona y ninguna organización pueden rehusar, porque es el hecho de ir tomando decisiones día tras día lo que nos lleva a generar el conjunto de predisposiciones que componen el carácter. Forjarse un buen carácter es sin duda lo inteligente, pero para eso se precisa un largo plazo o al menos un plazo medio. Y, sin embargo, en el mundo financiero y empresarial se impone el corto plazo de las decisiones rápidas, que apenas dejan tiempo para la reflexión, menos aún para decidir anticipando el futuro. Pero precisamente la celeridad de los cambios exige estar “bien entrenado”, tener los reflejos preparados para tomar buenas decisiones, y diseñar iniciativas de largo aliento, no limitadas al aquí y al ahora. Y no sólo en el mundo empresarial, sino muy especialmente en el político.

El hecho de que los partidos en el gobierno dispongan de cuatro años para desarrollar sus programas y que en realidad no persigan durante ese tiempo sino ganar de nuevo las elecciones, desplaza las reformas estructurales (sistema educativo, mercado laboral, productividad), tan necesarias según todos los especialistas, *ad calendas graecas*.

Podemos decir, pues, por poner fin a este diagnóstico pesimista que falta de transparencia, opacidad, desconfianza, imprudencia, ausencia de profesionalidad, fallos en la regulación y cortoplacismo son cuestiones éticas que han fallado. Parece prudente y justo modificarlas, pero las propuestas éticas siempre dependen de la voluntad.

3. Construyendo el futuro. Sugerencias para salir de la crisis

En un artículo de *El País* del año pasado, dedicado a analizar la actuación de Obama en sus cien primeros días de mandato, se recogían unas palabras pronunciadas por el Presidente de los Estados Unidos en la Universidad de Georgetown, con las que quisiera dar comienzo a este apartado:

“Hay una parábola al final del Sermón del Monte [el de las bienaventuranzas] que cuenta la historia de dos hombres. El primero de ellos construye su casa sobre una pila de arena, y enseguida fue destruida por la tormenta. Pero al segundo se le conoce como el sabio, porque cuando las aguas descendieron y llegó la corriente y sopló el viento sobre su casa, ésta no se cayó porque estaba fundada sobre una roca. Nosotros también tenemos que construir nuestra casa sobre una roca. Tenemos que crear una nueva fundación para el crecimiento y la prosperidad”.



Cuáles serían los pilares de esa nueva fundación para los Estados Unidos es lo que aclara a continuación el mencionado artículo: una economía basada en el ahorro y la inversión, un nuevo modelo educativo, la reforma sanitaria, la renovación energética, una nueva ética y transparencia en la función pública y una política exterior orientada hacia la alianza con los amigos y, en la medida de lo posible, la comunicación pacífica con los enemigos.

La literatura sapiencial tiene una larga historia en la vida de la humanidad, y a ella pertenece el texto evangélico citado por Obama, a esos consejos de sabiduría que deben seguir aquellos que quieren vivir bien y que desoyen los estúpidos. Hasta un pueblo de demonios –afirmaba Kant dieciocho siglos más tarde– prefiere entrar en un Estado de Derecho a vivir en un estado de naturaleza, de guerra de todos contra todos sin garantía alguna, con tal de que tengan inteligencia. No es la inteligencia una facultad que abunde en el quehacer humano, y también esa falta de inteligencia lleva a construir sobre la arena y a preferir el estado de naturaleza.

Pero cuando las consecuencias perversas de la mala construcción obligan a recordar que merecía la pena edificar sobre roca, se elaboran documentos como el del G-20 de esas fechas en que se dice expresamente: “Acordamos la conveniencia de un nuevo consenso global sobre los valores esenciales y los principios que fomentan una actividad económica sostenible”. Y además se comprometen a plasmarlos en una carta. Una vez más resuena el discurso de Kofi Annan en su presentación del Pacto Mundial ante el Foro Económico de Davos en 1999:

“Elijamos –decía– unir el poder de los mercados con la autoridad de los ideales universales. Elijamos reconciliar las fuerzas creadoras de la empresa privada con las necesidades de los menos aventajados y con las exigencias de las generaciones futuras”.

No se trataba, pues, de “refundar el capitalismo” ni tampoco de “refundar los valores”, sino de recordar que la economía moderna, desde sus orígenes, necesita tener por respaldo unos valores éticos, sin los que no funciona con bien ni puede forjar sociedades más justas y personas más felices, que es a fin de cuentas la tarea que le corresponde. La economía tiene que ser ética, en el sentido de que ha de tener como meta crear buenas sociedades (Sen, 2000 y 2010; Conill, 2004). En este orden de cosas, bueno sería poner en marcha sugerencias como las siguientes.

3.1. La RSE, en serio

Curiosamente, la crisis económica, tan dolorosa para millones de personas con nombre y apellidos, ha estallado cuando está boyante el discurso de la Responsabilidad Social Empresarial en memorias anuales, índices de empresas responsables, másters y publicaciones. La pregunta es inevitable: ¿era cosmética o ética? ¿Es que el discurso de la RSE, como ha dicho José Ángel Moreno, está en realidad desvinculado de los sistemas de gobierno corporativo?, ¿es que no se ha incorporado al núcleo duro de una muy buena parte de empresas, cuando

en realidad les es consustancial? Como hemos comentado, existen causas de muy diverso género, pero la crisis es también una prueba de que buena parte de las organizaciones del mundo económico y político no han asumido ese discurso, cuando en realidad pertenece a la entraña misma de esos mundos: no viene de fuera, sino que es suyo.

Pero si las empresas no asumen su responsabilidad social, difícilmente eludiremos situaciones críticas como la que padecemos y es imposible alcanzar los Objetivos del Desarrollo del Milenio. Siempre que se entienda la RSE como lo que debería ser: no como mera filantropía (que se identifica con la acción social), sino como una herramienta de gestión, una medida de prudencia y una exigencia de justicia.

Como herramienta de gestión, debe formar parte del “núcleo duro” de la empresa, de su gestión básica, no ser una especie de limosna añadida, que convive con bajos salarios, mala calidad del producto, empleos precarios, incluso explotación y violación de los derechos básicos. La buena reputación se gana con las buenas prácticas, no con un marketing social que funciona como maquillaje.

Y conviene recordar que todo lo que debe formar parte del núcleo duro de la empresa afecta a su *éthos*, a su carácter, no es una adquisición puntual que vale para un tiempo, sino que ha de transformar el carácter de la empresa desde dentro. De eso, justamente, trata buena parte de la ética: del carácter que se forja día a día y dura en el medio y largo plazo. La responsabilidad social ha de incorporarse a la entraña misma de la empresa, transformándola internamente.

Ahora bien, junto con ser una herramienta de gestión, es también una medida de prudencia, que aconseja convertir a todos los afectados por la actividad de la empresa en cómplices de una aventura que debe perseguir el beneficio común, en una época en que la celeridad de los cambios más aconseja tener amigos que adversarios, cómplices que enemigos.

La prudencia –conviene también recordarlo– era la virtud ética por excelencia para el mundo clásico, porque permite articular la recta razón con el deseo recto, permite discernir cuál es el término adecuado en cada caso entre el exceso y el defecto. La imprudencia, por el contrario, deja damnificados por el camino, que suelen ser sobre todo los más vulnerables (Pérez, 2009).

Pero con esto no basta. Hasta este punto hemos cubierto únicamente las exigencias de dos formas de concebir al ser humano en la vida económica: una desacreditada, al menos en los libros; una segunda, boyante. La forma desacreditada concibe la racionalidad económica como propia del *homo oeconomicus*, individualista maximizador de su beneficio, al que la evolución biológica ha preparado para intentar sobrevivir en la lucha por la vida convirtiéndose en el más fuerte y derrotando a los contrarios. Sin embargo, los tiempos del *homo oeconomicus* en estado puro han pasado, y descubrimos que los seres humanos somos al menos un híbrido del *homo oeconomicus* y del *homo reciprocans*, del hombre que sabe cooperar con otros, detecta a quienes violan los contratos y se esfuerza por castigarlos.



Como muestran diversos experimentos, la selección natural escoge a los mejor adaptados, que son los grupos que cooperan y que tienen capacidad para detectar a los tramposos y castigarlos. De ahí que pueda decirse, según Cosmides y Tooby, que nuestros antecesores cooperaban ya en el pleistoceno en aras del contrato social: la reciprocidad depende del intercambio justo y de que se castigue a los infractores. Es, pues, probable que la evolución nos haya equipado con una capacidad especial para hacer el análisis coste-beneficio de un contrato social (Cosmides y Tooby, 2000; Hauser, 2008: 324).

La empresa inteligente es entonces la que adopta la responsabilidad social como una medida de prudencia que le permite cooperar con sus afectados, respondiendo así a las presiones del mercado, de la sociedad civil, de las instituciones políticas y adoptando una identidad indispensable en situaciones de incertidumbre máxima y en entornos cambiantes (Moreno, 2000 y 2004).

Ciertamente, la responsabilidad social, para serlo, ha de enraizar en el carácter de la organización, y esto le permite no quedar reducida a cosmética y a burocracia. Pero existe otro lado insobornable de la ética, que es la justicia, y la justicia exige tener en cuenta que los afectados por la actividad empresarial son a la vez, e indisolublemente, *interesantes para* la supervivencia de la empresa, e *interesantes por sí mismos*.

Es justo tener en cuenta a cualquier afectado por la actividad de la empresa a la hora de tomar las decisiones que le afectan, pero no sólo porque es *interesante para* la supervivencia de la empresa, que sin duda lo es, como comprende adecuadamente el “pueblo de demonios”, sino también porque es interesante por sí mismo, como comprende adecuadamente un “pueblo de personas”, con inteligencia y también con sentido de la justicia. Por eso hay una obligación moral con todos los afectados, que no debe eludir una organización justa.

3.2. Cultivar las diversas motivaciones de la racionalidad económica

Desde trabajos ya antiguos, pero todavía más en los últimos tiempos, autores como Sen muestran que la racionalidad económica no tiene por motivación únicamente el autointerés, entendido como autocentrismo. Pero tampoco basta con añadir a este primer motivo el autointerés entendido como simpatía, en la línea de Adam Smith, que se refiere al “bienestar de una persona que es afectada por la situación de otros”, sino que es preciso contar también con el compromiso, que rompe “el vínculo estrecho entre bienestar individual (con simpatía o sin ella) y la elección de la acción (por ejemplo, eliminar la pobreza de otros, aunque no suframos por ella)” (Sen, 1977 y 2002: 35-37).

El compromiso –dirá Sen– es una motivación que procede de la tradición kantiana, y así es, en la medida en que seres con sentido de la justicia han de reconocer que cada persona tiene un valor absoluto, es capaz de dirigir su vida desde leyes universales, por eso despierta un sentimiento de respeto, y no tiene precio, sino dignidad. No se trata de incluirla en mi proyecto vital por decisión propia, sino que es la conciencia de su dignidad la que exige ese respeto (Kant, 1967).

También el compromiso cuenta como un motivo racional en la economía, hay razones para ponerla al servicio de los seres humanos, no es ésta una cuestión únicamente sentimental. Cultivar el compromiso, junto al autocentramiento y la simpatía, es una necesidad humana vital. Más aún, hacerlo desde la tradición hegeliana del reconocimiento recíproco.

En efecto, la propuesta de Kant es insoslayable, y muy concretamente la formulación del imperativo categórico del *Fin en Sí Mismo*, que permite articular el imperativo hipotético del Pueblo de Demonios con el categórico del *Reino de los Fines*. Sin embargo, aquí Hegel nos lleva a superar a Kant, no sólo porque exige encarnar la moral en las instituciones político-económicas, sino sobre todo porque descubre que el *reconocimiento recíproco* es el núcleo de la vida social: la relación intersubjetiva, que ya existe e importa reforzar, y no sólo la que crean individuos con capacidad de contratar. Es en esta línea del reconocimiento recíproco en la que trabajan un buen número de autores, sobre todo europeos, también en el campo de la economía: la ética económica integrativa de Peter Ulrich y la Escuela de St. Gallen, la praxis dialógica de Steinmann y la Escuela de Erlangen, la economía civil de Bruni y Zamagni, la hermenéutica crítica de nuestro grupo de Valencia (Cortina, Conill, García-Marzá, Lozano). Ciertamente, transitar del individuo maximizador al hombre con capacidad de contratar y cooperar es un gran paso, pero todavía insuficiente: la alianza, que importa cultivar, va más allá del contrato y es también parte de la racionalidad económica (Cortina, 2001).

3.3. Profesionales que se saben ciudadanos

A cuento de la crisis distintos foros se han preguntado qué hacer y una de las medidas en las que hay un amplio acuerdo es la necesidad de incrementar la productividad formando buenos profesionales, cuidando los recursos humanos, de los que siempre se ha dicho que forman el más importante capital de un país, más aún en una economía basada en el conocimiento (Peiró y Pérez, 2010). ¿Qué tipo de profesionales podrían ayudarnos a salir del desastre?

Podrían ayudarnos los auténticos profesionales, que son buenos conocedores de las técnicas, pero no se reducen al “hombre masa” del que hablaba Ortega, sino que tienen sentido de la historia, los valores, las metas; son ciudadanos implicados en la marcha de su sociedad, preocupados por comprender lo que nos pasa y por diseñar el futuro, marcando el rumbo de la



evolución. A su formación como profesionales pertenece de forma intrínseca ser ciudadanos preocupados por el presente y anticipadores del futuro, no como un “algo más” que se añade a su capacidad técnica, sino como parte indeclinable de su ser.

El buen profesional tiene buenos conocimientos técnicos, pero también buen conocimiento del entorno, para lo cual se requiere experiencia. No sólo conoce los últimos productos, sino que sabe gestionarlos dirigiéndolos a buenas metas. Como decía Aristóteles, tan experto es en el arte de elaborar venenos el que los utiliza para matar como el que los utiliza para sanar, pero el primero es un asesino y el segundo un buen profesional. El técnico domina los medios y el profesional, además, conoce las buenas metas y quiere alcanzarlas.

Pero para formar a ese tipo de gentes será preciso cultivar la cultura humanista, que sabe de narrativa y tradiciones, de patrimonio y lenguaje, de metas y no sólo medios, de valores y aspiración a cierta unidad del saber. De esa inter-subjetividad humana, de ese ser sujetos que componen conjuntamente su vida compartida.

3.4. El horizonte de una ciudadanía económica cosmopolita

La globalización, hoy por hoy, es un fenómeno asimétrico. Y no sólo porque las reglas desde las que funciona son asimétricas en relación con los países, sino porque las consecuencias de las decisiones en economía, ciencia y técnica son universales, y no existen, sin embargo, ni una política ni una ética mundial.

Desde el *punto de vista político*, no existe un gobierno mundial capaz de controlar los movimientos económicos y sociales, no se ha construido aquel Estado mundial del que hablaba Kant, capaz de garantizar el nacimiento y la supervivencia de una sociedad cosmopolita. Mientras los problemas económicos y sociales son globales, la política es nacional o, a lo sumo, internacional, con organismos internacionales tan poco democráticos como la ONU, el BM, la OMC o el FMI, que no pueden ser el germen de una democracia global. Como bien dice Emilio Lamo, necesitamos “una nueva arquitectura política más que un nuevo orden internacional, con un estado flexible y diverso, un estado que fuera como un estado mundial, porque la economía, la ciencia, la tecnología, la opinión pública, las enfermedades y el clima son globales, mientras que los estados y las gobernanzas son locales y territorializados. Hay un “déficit de gobernanza global” (Lamo, 2008).

El proyecto de una gobernanza global, como la que propone Naciones Unidas y trabaja la *London School of Economics*, que permitiría distribuir con justicia bienes públicos, no pasa de un bosquejo bienintencionado. Pero mientras no exista alguna suerte de gobierno mundial, una justicia mundial se hace a la vez imposible y necesaria.

Imposible porque, como señalan un buen número de autores, los límites de las exigencias de justicia parecen coincidir con los de los Estados nacionales y fuera de ellos no queda sino un humanitarismo difuso (Nagel, 2005).

Necesaria, porque sin ella es imposible atender a las obligaciones que surgen del reconocimiento recíproco de la dignidad de los seres humanos. Precisamente el irreversible proceso de globalización obliga a los Estados a pechar con sus responsabilidades, pero con la conciencia de que la tarea les excede, que es ineludible la interdependencia. Y no sólo entre los Estados, sino entre ellos y esa sociedad civil, formada por asociaciones cívicas y por empresas transnacionales, que es indeclinable protagonista de la justicia en los nuevos tiempos.

Cuando Kant en sus trabajos de filosofía política diseñaba aquel futuro cosmopolita, en que cada ser humano podría ver protegido su derecho innato a la libertad, sólo imaginó dos caminos, cuyos protagonistas eran en todo caso los Estados: una federación pacífica de Estados libres, que conservan su soberanía y establecen entre sí vínculos de amistad, y el camino de una República Mundial con una constitución mundial para ciudadanos del mundo. Sin embargo, desde fines del siglo XVIII se han producido cambios sustanciales que abren caminos de esperanza para diseñar y poner en marcha una justicia mundial: surgen comunidades políticas transnacionales, formadas por Estados que comparten la soberanía, como es el caso de la Unión Europea, un ejemplo al que se acogen proyectos de distintos lugares de la tierra; proliferan organismos internacionales, aunque con un alto déficit democrático, y cobran fuerza esos nuevos protagonistas que provienen de la sociedad civil: las organizaciones cívicas y las empresas, locales y transnacionales (Cortina, 2010; cap. X). Conjuguar los esfuerzos de instituciones políticas, organizaciones solidarias y empresas éticas es la clave para una justicia mundial.

Referencias bibliográficas

- ARANGUREN, J. L. (1994): *Ética*; en *Obras Completas*, II. Madrid, Trotta; pp. 159-501.
- CONILL, J. (2004): *Horizontes de economía ética*. Madrid, Tecnos.
- CORTINA, A. (2001): *Alianza y contrato*. Madrid, Trotta.
- CORTINA, A. (2002): *Por una ética del consumo*. Madrid, Taurus.
- CORTINA, A. (2010): *Justicia cordial*. Madrid, Trotta.
- CORTINA, A.; CONILL, J.; GARCÍA-MARZÁ, D. y DOMINGO, A. (1994): *Ética de la empresa*. Madrid, Trotta.



- CORTINA, A. y GARCÍA-MARZÁ, D., eds. (2003): *Razón pública y éticas aplicadas*. Madrid, Tecnos.
- CORTINA, A. y PEREIRA, G., eds. (2009): *Pobreza y libertad*. Madrid, Tecnos.
- COSMIDES, Leda y TOOBY, John (2000): "The cognitive neuroscience of social reasoning"; en GAZZANIGA, M., comp.: *The New Cognitive Neurosciences*. Cambridge MIT Press; pp. 1259-1270.
- COSTAS, Antón (2010): "Zapatero, el lobo y la factura de la crisis"; en *El País*, 14 de mayo; p. 33.
- DURNING, Alan T. (1994): *Cúanto es bastante*. Barcelona, Apóstrofe.
- FUKUYAMA, F. (1998): *La confianza*. Barcelona, Ediciones B.
- KANT, I. (1967): *Fundamentación de la metafísica de las costumbres*. Madrid, Espasa-Calpe.
- GALBRAITH, J. K. (1958): *The Affluent Society*. Cambridge, Mass, Riverside Press.
- GARCÍA-MARZÁ, D. (2004): *Ética empresarial*. Madrid, Trotta.
- HAUSER, M. D. (2008): *La mente moral*. Barcelona, Paidós.
- LAMO, E. (2008): "El nuevo mundo: configuración de los nuevos poderes"; en AAVV: *¿Es rentable la ética en el nuevo orden mundial?* Valencia, Fundación ÉTNOR; pp. 53-77.
- LOZANO, J. F. (2004): *Códigos éticos para el mundo empresarial*. Madrid, Trotta.
- MARTÍNEZ, A. (2009): "¿Crisis o transformación económica?"; en VVAA (2009); pp. 7-29.
- MORENO, J. A. (2000): *Entre el fragor y el desconcierto*. Madrid, Minerva.
- MORENO, J. A. (2004): "Responsabilidad social corporativa y competitividad: una visión desde la empresa"; en *Revista Valenciana de Economía y Hacienda* (12); pp. 10-49.
- NAGEL, T. (2005): "The Problem of a Global Justice"; en *Philosophy & Public Affairs* (33, 2); pp. 113-147.
- PEIRÓ, J. M. y PÉREZ, F. (2010): *El papel de la formación para un nuevo modelo de crecimiento*. Conferencia pronunciada en la Fundación ÉTNOR, Valencia, 11 de marzo.
- PÉREZ, F. (2009): "Actuaciones empresariales imprudentes que pagamos todos"; en VVAA (2009); pp. 114-129.

- RACMYP (2010): *Crisis económica y financiera: intervenciones en la RACMYP 2000-2010* [intervenciones de Juan Velarde, Ángel Sánchez Asiaín, Julio Segura, Jaime Terceiro, José Barea, José L. García Delgado, José María Serrano y Pedro Schwartz].
- SEN, A. (2002): *Rationality and Freedom*. Massachusetts/Londres, The Belknap Press of Harvard University Press.
- SEN, A. (2003): “Ética de la empresa y desarrollo económico”; en CORTINA, Adela, ed.: *Construir confianza*. Madrid, Trotta; pp. 39-54.
- SEN, A. (2010): *La idea de la justicia*. Madrid, Taurus.
- STEINMANN, H. (2004): “Zur Situation der Unternehmensethik heute”; en ULRICH, Peter y BREUER, Markus: *Was bewegt die St. Galler Wirtschaftsethik?* Berichte des Instituts für Wirtschaftsethik, Nr. 100; pp. 33-37.
- ULRICH, P. (2001): *Integrative Wirtschaftsethik* (3. Aufl.). Haupt, Bern/Stuttgart/Wien.
- ULRICH, P. (2005): *Zivilisierte Marktwirtschaftsethik*. Herder, Freiburg.
- VVAA (2009): *Empresas éticas ante la crisis actual*. Valencia, Fundación ÉTNOR.
- ZAMAGNI, S. (2006): *Heterogeneidad motivacional y comportamiento económico. La perspectiva de la economía civil*. Madrid, Unión Editorial.
- ZUBIRI, X. (1986): *Sobre el hombre*. Madrid, Alianza.



HYBRIS Y CRISIS

Rafael Argullol *

Resumen

La libertad de una comunidad depende de su capacidad de contención de la *hybris*. Un ciudadano individual puede incurrir en la transgresión y la desmesura siempre que la *polis* encauce con fuerza las corrientes desviadas. Pero cuando es la propia sociedad la que se imbuje del espíritu de la *hibrys*, incapaz de contener sus impulsos y trazar límites, entonces todo el edificio peligra, y cada nueva ambición puede ser el anuncio del desplome. Creo que de ningún modo es posible separar la genealogía de la crisis de la instalación entre nosotros de lo que podríamos denominar *hybris* moderna. Varios fenómenos preparan el camino. Quizá, por encima de todos, el hundimiento catastrófico y criminal en el siglo XX de las utopías inacabadas en las dos centurias anteriores. Paradójicamente, sin embargo, la caída del comunismo ha conllevado, como efecto perverso simétrico, la caída del capitalismo enraizado en la moral protestante. De este modo, el horizonte ético de principios de siglo XXI aparece doblemente mutilado, tanto a la izquierda como a la derecha, en un caso como consecuencia del vacío posterior a la caída y, en el otro, por la usurpación amoral del “tono conservador” por parte del capitalismo especulativo.

Abstract

The freedom of a community depends on its capacity to contain the hybris. An individual citizen can veer into transgression and excess whenever the polis channels diverted currents through force. But when society itself becomes imbued with the spirit of hybris, incapable of containing its impulses and drawing boundaries, then the entire edifice is under threat, and each new ambition could be the advent of collapse. I believe there is no possible way of separating the genealogy of the crisis from the installation among us of what we could call the modern hybris. Several phenomena are paving the way. Perhaps, above all of them, the catastrophic and criminal sinking in the 20th Century of utopias left incomplete from the two previous centuries. Paradoxically, however, the fall of communism, as a perverse symmetrical effect, has entailed the fall of capitalism rooted in protestant morality. Hence, the ethical horizon at the start of the 21st Century seems to be doubly mutilated, on the left and the right, on the one hand as a consequence of the void that follows the fall, and on the other hand, through the amoral usurpation of the ‘conservative tone’ by speculative capitalism.

Como a tantos ciudadanos europeos en otros lugares, a mí la ceniza del volcán Eyjafjalla me atrapó en el Aeropuerto de Heathrow a lo largo de un día. En esas horas se sucedieron muchas escenas, de las que retengo tres. La primera me traslada a la frustración que sentí por no poder viajar y, en consecuencia, perder una cita. La segunda me reproduce diversas secuencias en las que se reflejaban las frustraciones de los demás. La tercera, por último, me recuerda mi deambular por las salas del aeropuerto, entre gente que iba desesperadamente de un mostrador a otro, y ojeando periódicos que desde luego no contenían un exceso de buenas noticias.

Prescindiendo de mis sentimientos personales –en la primera escena–, tengo la convicción de que las otras dos escenas están simbólicamente vinculadas y entrelazadas. Las estanterías de los quioscos estaban rebosantes de periódicos con titulares apocalípticos con respecto a la economía y, por otro lado, los abandonados viajeros expresaban en sus rostros y gestos la ansiedad por lo que sucedía, algo imprevisto y, por así decirlo, “injusto”.

* Filósofo y escritor.

No soy economista (aunque lo cierto es que estudié y terminé Ciencias Económicas) y no me siento autorizado para examinar aquí la certeza o falsedad de los titulares catastrofistas que asomaban por las estanterías de los quioscos de Heathrow. Llega un momento en que para los profanos las cifras que manejan los expertos en economía son tan abstractas como el número de las estrellas del universo: a ciertas alturas parece irrelevante que haya mil galaxias más o menos, de la misma manera que cuando el déficit público suma una decena de ceros significa poca cosa que se añadan algunos más. Los especialistas manejan cantidades que dejan de tener relieve cualitativo para el ciudadano, el cual se siente rodeado por la demagogia política, por la alarma de los medios de comunicación y, muy a menudo, por el complejo de Sísifo que atañe a los propios economistas, que trasladan machaconamente la roca de las grandes cantidades de un informe a otro, sin ser capaces de comunicar la más mínima comprensión entre quienes tratan de escucharlos o leerlos.

Con respecto a este último punto, debo reconocer que durante mucho tiempo he sido un asiduo lector de las páginas económicas –casi siempre amarillas o salmón– de los principales periódicos, no por interés financiero sino por fascinación intelectual. Y he de decir que en ellas he encontrado lo más tosco y lo más refinado del periodismo moderno. Al escribir, los economistas pueden ser increíblemente toscos cuando invitan a confundir la condición humana con los balances de la bolsa; pero también pueden ser muy sofisticados y llegar a crear una metafísica de la economía perfectamente hermética y sólo apta para iniciados. En este caso, su lenguaje es tan sibilino que los desconfiados llegan a sospechar que ni siquiera esos maestros de la metafísica económica son capaces de desentrañar los enigmas que plantean.

Si debería atreverme a un relato de lo que ha sido la preparación expositiva de la Crisis (en realidad de nuestra última crisis), diría que se han juntado todo los actores mencionados: economistas disfrazados de teólogos, analistas crudamente sometidos a las veleidades del mercado, periodistas más propensos al escándalo que a la investigación, políticos demagogos y alarmantemente ignorantes y, por fin, ciudadanos que ahora se sienten engañados pero que durante un par de décadas han demostrado un peligroso amor hacia ese engaño.

No me siento autorizado a hablar de la vertiente económica de la Crisis ni pondría la mano en el fuego por los sucesivos expertos que nos abruman con sus previsiones. Ahora las páginas amarillas o salmón de los periódicos están llenas de profetas y de visionarios que lamentablemente se dirigen a públicos incrédulos. Como acostumbra a ocurrir en las grandes brechas históricas hay un problema de fe, y es esta falta de fe lo que hace que cualquier próximo movimiento de la sociedad sea imprevisible.

En cambio, me siento más autorizado para hablar de los receptores de una ausencia de fe, que no son otros que aquellos ciudadanos engañados que amaron persistentemente el engaño, los cuales, volviendo al jugueteón volcán Eyjafjalla, están bien representados en los ansiosos viajeros de Heathrow (o de cualquier otro lugar) que repentinamente se sienten injus-



tamente tratados. ¿Por quién? Sin el recurso de poder responsabilizar a tal o cual compañía aérea, o tal o cual gobierno, únicamente queda la responsabilidad de la Naturaleza. La Madre Naturaleza, que parecía dócilmente a nuestro servicio, frustra nuestros planes.

Puede sonar a exageración. No lo es si recordamos que desde hace tiempo, quizá desde los años setenta, nos hemos educado en la idea de que la vida se identifica principalmente con la posesión. Las generaciones últimas de jóvenes no han escuchado conceptos alternativos y, en consecuencia, la propia noción de austeridad o de autocontención ha aparecido a sus ojos como una antigualla perteneciente a las épocas de la Europa deprimida, postbélica y pretecnológica. En una palabra: la vida era para saquearla, cuanto más rápida y fácilmente mejor. Este incremento de la inclinación depredadora del hombre, ajeno a tabúes y digno de contención, ha puesto sobre el escenario al protagonista espiritual de la Crisis: ese “nuevo rico” desacomplejado y amnésico que, a gran escala, habitaba en los *penthouse* de Wall Street, pero que a escala más modesta se había incrustado en la conciencia de la mayoría. La Crisis económico-social está siendo una consecuencia de la desmesura psicológica, y no a la inversa. Se trata, por tanto, de una reedición de aquella *hybris* que ya los antiguos griegos identificaron como la principal fuente de destrucción del individuo y de la libertad colectiva.

Siempre que puedo defiendo la tesis de que el auténtico fundador de la democracia fue Esquilo, el poeta trágico, incluso en mayor medida que Pericles, al que siempre ha visto como su padre democrático. Con esto no quiero quitar méritos al general ateniense sino hacer hincapié en el hecho de que la libertad de una comunidad depende de su capacidad de contención de la *hybris*. Un ciudadano individual puede incurrir en la transgresión y la desmesura siempre que la *polis* encauce con fuerza las corrientes desviadas. Pero cuando es la propia sociedad la que se imbuje del espíritu de la *hybris*, incapaz de contener sus impulsos y trazar límites, entonces todo el edificio peligra, y cada nueva ambición puede ser el anuncio del desplome. Esquilo analizó esta cuestión de una manera sobresaliente en sus tragedias. La democracia exigía una perpetua mediación entre polos opuestos: ricos y pobres, saludables y enfermos, jóvenes y viejos. La alteración del equilibrio, la exaltación de la desmesura, interrumpía el buen funcionamiento del engranaje de la libertad. Siglos después, Shakespeare insistió sombríamente en el mismo asunto.

Creo que de ningún modo es posible separar la genealogía de la *Crisis* de la instalación entre nosotros de lo que podríamos denominar *hybris moderna*. Varios fenómenos preparan el camino. Quizá, por encima de todos, el hundimiento catastrófico y criminal en el siglo XX de las utopías inacabadas en las dos centurias anteriores. Paradójicamente, sin embargo, la caída del comunismo ha conllevado, como efecto perverso simétrico, la caída del capitalismo enraizado en la moral protestante. De este modo, el horizonte ético de principios de siglo XXI aparece doblemente mutilado, tanto a la izquierda como a la derecha, en un caso como consecuencia del vacío posterior a la caída y, en el otro, por la usurpación amoral del “tono conservador” por parte del capitalismo especulativo.

Si a esta mutilación del horizonte ético le añadimos la dimensión global que atrapa a todas las piezas –antes disgregadas– en un mismo mecanismo, y la invitación tecnológica a un *fast food* universal (no sólo, como es evidente, en la gastronomía, sino en el ocio, en el erotismo, en el arte, en la cultura, en el “espíritu” en suma), no nos será difícil hallar los senderos que conducen a la *hybris moderna*. La consecuencia de más calado es la multiplicación del ánimo depredador convertido, ya no en “instinto”, confrontable y condenado por la ética, sino en “derecho” del ser humano contra el cual ningún poder tiene nada que decir.

La pérdida del aliento del humanismo ilustrado, simultáneamente causa y consecuencia del declive europeo, coincide plenamente con el asentamiento de la *hybris moderna*. Si no somos capaces de modificar este mundo apenas tendrá importancia la cadena de regulaciones y rescates con la que se intenta poner diques al mar. Mientras el especulador sea el “héroe de nuestro tiempo” de poco servirá meter en la cárcel temporalmente a unos cuantos delincuentes. Como se demuestra estos días –desde Nueva York a Grecia– el héroe de la *hybris moderna* resurge permanentemente porque es el fruto de una siembra espiritual: nuestros cachorros son educados en esta dirección antiilustrada, amoral y pragmática por una sociedad que ha hecho suyo el “derecho” de saqueo de la vida por encima de objetivos, apenas útiles, como son la “verdad” o la “libertad”. En este contexto es difícil pedir autocontención a una conciencia desbocada hacia la posesión. Y, no obstante, aquella autocontención parece la única posibilidad de resurgimiento para Europa.

Naturalmente, como siempre, esta única posibilidad radica en la educación. Podemos tapar agujeros aquí y allá, podemos imponer restricciones presupuestarias, podemos amenazar con castigos. Servirá de poco. Para cambiar deberíamos educar en una nueva sensibilidad que no observara la vida como una pura experiencia devoradora. Pero esto, por supuesto, significaría una revolución.



LA CRISIS NIHILISTA

Josep Ramoneda *

Resumen

El principio faústico de la acción ha alcanzado su punto máximo en esta crisis. Los optimistas dirán que ha llegado al punto catastrófico. Pero de momento no hay señales significativas de cambio en una sociedad que todo lo consume: el trabajo, el amor, la política, la vida. Tienen razón Dardot y Laval: el orden neoliberal ha penetrado y está aquí para quedarse. La crisis, de momento, no habrá hecho más que consolidarlo, la impotencia de la política –con los gobiernos entregados a este orden–, le ha dado aura de insustituible. Y el consumo opera como cultura de resignación. “La unión consumada del poder corporativo y el poder gubernamental –escribía Sheldon Wolin– anuncia la versión americana de un sistema total”. Todos pendientes de los designios de los mercados. Los mercados somos todos, dicen los más cínicos. Es decir, nadie es responsable de nada: apoteosis del nihilismo.

Abstract

The Faustian principle of action has achieved its highest point in this crisis. Optimists would say it reached its catastrophic point. But at the moment, there are no significant signs of change in an all-consuming society: love, politics, life. Dardot and Laval are right: neoliberal order has penetrated and is here to stay. The crisis, at the moment, will simply have consolidated it; the impotence of politics –with governments committed to this order–, has given it an aura of being irreplaceable. And consumption operates like a culture of resignation. “The consummated union of corporate power and governmental power –wrote Sheldon Wolin– has resulted in an American version of a total system”. All eyes are on the designs of the markets. We are all the market, cynics would say. In other words, no one is responsible for anything: the apotheosis of nihilism.

“En general, las auténticas crisis son raras”.
Jacob Burckhardt

1. La hegemonía

El concepto de crisis es transitivo. No señala un acontecimiento estático, sino un momento crucial en un proceso que viene de lejos y apunta hacia el futuro. Crisis, desde su origen griego, es disyuntiva y decisión. “Estamos ante una crisis que conducirá a la esclavitud o a la libertad”, dijo Diderot, en los prolegómenos de la revolución francesa, subrayando esta idea de bifurcación decisiva, de momentos “precisos en el devenir de las cosas” (Leibniz). Una crisis es un fenómeno cultural complejo, que casi siempre viene acompañado de connotaciones apocalípticas. La palabra apocalipsis, en griego, significa revelación, descubrimiento de algo escondido. Para nosotros, sin embargo, evoca destrucción, riesgo, catastrofismo. Es útil la acepción griega, porque a menudo las crisis –y creo que en la presente es así– revelan realidades que no se veían o que no se querían ver. Con esta crisis, cierto capitalismo –el llamado momento neoliberal, basado en el principio de competitividad y en la destrucción de los límites– ha emergido con toda su crudeza, con toda su capacidad nihilista, sin que por ello deje de reinar. Al contrario, la crisis como encrucijada se está resolviendo por la vía de la consolidación del sistema neoliberal que es “la forma de nuestra existencia”, en palabras de Pierre Dardot y de Cristian Laval, desde hace treinta años. Una forma de vida que sitúa a

* Director del Centro de Cultura Contemporánea de Barcelona.

cada uno de nosotros “en un universo económico de competencia generalizada, conmina a las poblaciones a entrar en una lucha económica los unos contra los otros, ordena las relaciones sociales conforme al modelo de mercado, y transforma al propio individuo, llamado a concebirse a sí mismo como una empresa”¹.

En el campo de la medicina, crisis es el momento decisivo en que o se avanza hacia la vida o se cae definitivamente en la vía de la muerte. De ahí el aura catastrofista y pesimista que emana de los discursos sobre la crisis. Disyuntiva y decisión. Una pregunta se hace inevitable: ¿son gobernables las crisis o hay que vivirlas como una fatalidad, como un despliegue inexorable de la lógica de los procesos económicos, tal como pretende la ideología economicista dominante? La crisis que vivió Diderot era la del hundimiento de un viejo modelo político y social y la paulatina construcción de uno nuevo. La crisis actual es de expansión. No es un cambio de época, es un cambio de dimensión: la adecuación de un modelo a unos nuevos parámetros espaciales y temporales que incluyen la totalidad del mundo. Y lo primero que se constata —y que determina decisivamente las características de esta crisis— es la desproporción entre un poder económico globalizado y un poder político que sigue siendo nacional y local y que vive momentos de profundo cambio en el sistema de potencias que rige la geopolítica. En veinte años se ha pasado de un sistema bipolar, a una potencia única y de un solo gran poder a la configuración de un espacio multipolar.

Por supuesto, el poder económico no es un poder reglado, en el sentido de un gobierno común con capacidad de acción global. Es un sistema de intereses entrecruzados que en la acción cotidiana pueden ser contrapuestos —la lógica de la competencia— pero que comparten objetivos en la promoción de un marco político y cultural que optimice sus intereses. Al pasar de la hegemonía industrial a la hegemonía financiera el poder económico ha sufrido una transformación importante: ha perdido vinculación con las comunidades humanas —la empresa como unidad de producción creaba una relación peculiar entre territorio, propietarios y trabajadores— y ha ganado en potencial transnacional. El capital financiero ha alcanzado un atributo divino: el don de la ubicuidad, que le permite estar en todas partes y en ninguna según mejor le convenga. Sabido es que los atributos que los hombres acordamos a los dioses conducen siempre al abuso de poder.

La gobernabilidad, sin embargo, es un atributo de la política. Sólo en una sociedad en que la política sea realmente autónoma, es decir capaz de imponer el interés general al interés de los poderosos, se puede hablar de buen gobierno de la crisis. En los años 30, Karl Polanyi advertía que era necesario asegurar la primacía de lo político sobre lo económico para evitar la solución fascista². No se aseguró y todos sabemos lo que pasó. La elusión de responsa-

¹ Uso el término *neoliberalismo* en el sentido de Pierre Dardot y Cristian Laval en *La nouvelle raison du Monde*: “El conjunto de los discursos, de las prácticas, de los dispositivos que determinan un nuevo modo de gobierno de los hombres según el principio universal de la competencia” (Éditions La Découverte, París, 2009). El neoliberalismo no debe confundirse en ningún caso con la gran tradición del pensamiento liberal.

² La obra de Karl Polanyi y, en especial, *The Great Transformation* (1944), es fundamental para la comprensión de los procesos de cambio del mundo contemporáneo.



bilidades de los actores económicos que provocaron la crisis actual; la tendencia a situar en un mismo plano a todos los actores sociales (como si la responsabilidad del banquero que da una hipoteca y del ciudadano que la recibe fuera la misma); y la minimización de cualquier propuesta de reforma; testifican de la dificultad del poder político para imponerse sobre el poder económico. Y convierten a esta crisis en una disyuntiva crucial. Todo parece indicar que se va a seguir por el camino marcado en las últimas décadas: la ruta que conduce a la posdemocracia y al totalitarismo de la indiferencia. Con todas las correcciones de lenguaje necesarias, resultan premonitorias unas palabras de Marx y Engels en *El manifiesto comunista*: ¿Cómo supera la burguesía las crisis? “Preparando crisis más extensas y más violentas. Y reduciendo los medios para prevenir la crisis”³. Algo de esta lógica nos enseña el comportamiento de los grandes actores económicos en los últimos años, que parecían poseídos por la idea devoradora de que “todo es posible”. Sólo que Marx y Engels creían ingenuamente que esta vía llevaría a la explosión del capitalismo. Y de momento a lo que está llevando es a la consolidación de un capitalismo global altamente depredador y al deterioro de la democracia y de la cultura democrática.

2. Las alianzas

Las filosofías de la historia se dividen en dos grandes grupos: las cíclicas y las escatológicas. De la antigüedad nos viene la idea de ciclo y repetición que Nietzsche culminará con el eterno retorno selectivo. De la tradición judeo-cristiana heredamos la idea de la historia como salvación, que la modernidad adoptará bajo el mito del progreso, la redención en la Tierra. El concepto de crisis adquiere su significación política y social a partir del siglo XVIII y culmina en el siglo XX con el mito de la revolución. Crisis son aquellos momentos en que cunde la sensación de que estamos ante un cambio decisivo. La ruptura revolucionaria debía ser la crisis de calidad que abría la puerta de un mundo nuevo. La deriva totalitaria de las revoluciones del siglo XX, las comunistas y las nacional-socialistas, quebró el mito del gran cambio, aurora de tiempos de nuevos. Y el concepto de crisis se desplazó hacia la economía. Hoy hablamos sobre todo de crisis económica, con una cierta tendencia a eludir todo lo que se mueve en la sociedad a parte de la economía (a veces, causas de la crisis, otras veces, efectos de la misma).

En realidad, esta caracterización de la crisis actual como crisis económica nos da ya pistas muy interesantes sobre ella: a) es, como ya he dicho, una crisis en tiempos de hegemonía del poder económico, en que el poder político, que sigue siendo local y global, carece de recursos y de capacidad para regular y controlar a un poder financiero globalizado; b) es una crisis que impacta sobre una sociedad en la que la capacidad normativa está en manos del poder económico, que ha penetrado en los comportamientos humanos por la vía del discurso de la

³ El *Manifiesto comunista* de Marx y Engels es algo más que un panfleto político. Es un texto esencial tanto por su capacidad analítica como por su potencia ideológica. Hundido el comunismo, su lectura adquiere un renovado interés, al estar mucho menos contaminada de anatemas y prejuicios.

eficiencia –la extensión de la cultura del *management* a la vida privada– y la publicitación del consumo como modo de estar en el mundo –que, como dice Bernard Stiegler, es una máquina voraz que se nos come la libido y convierte nuestra economía del deseo en pura pulsión–; y c) es una crisis en que la Economía (como disciplina teórica) ha asumido el protagonismo en la legitimación ideológica del poder económico, a partir de la pretensión de que la ciencia económica detenta la clave del bienestar universal. Ya en 1949 Albert Einstein advertía:

“[No debemos] sobrestimar la ciencia y los métodos científicos cuando se trata de los problemas humanos. Y no deberíamos dar por supuesto que los expertos son los únicos que tienen derecho a expresarse sobre las cuestiones que tienen que ver con la organización de la sociedad”⁴.

Más recientemente, Odo Maquard ha explicado cómo para el conocimiento del hombre es necesario evitar tanto las formulaciones metafísicas que suenan muy abstractas como “la abstracta definición fisicalista del hombre como objeto o sujeto de experimentos matematizables”⁵.

De modo que esta crisis consolida tendencias culturales y sociales que se venían gestando desde el cambio de hegemonía ideológica que se produjo en los años ochenta. Fred Halliday, en uno de sus últimos artículos antes de dejarnos, recordaba como Karl Polanyi desafiaba –en *La gran transformación*–: “la idea de que hay alguna cosa natural y universal en el mercado moderno”⁶. Esta idea que Polanyi combatía sigue estando en la base del discurso ideológico neoliberal hoy hegemónico. Y tiene mucho que ver con el proceso de marginación de la cultura humanista, en nombre de una mayor adecuación del sistema educativo a las exigencias del principio de competitividad. La formación de los ciudadanos como competidores y consumidores compulsivos equivale a secarles el alma, es decir, a dejarles sin capacidad de pensar y decidir por sí mismos. Es exactamente el mismo proceso que han practicado durante siglos las religiones. Estas colocaban el mensaje revelado, de estricta observancia, en lugar del alma, la hegemonía liberal coloca la fe ciega en la productividad y en la competitividad como horizonte insuperable del hombre consumidor. Así se entiende mejor la extraña alianza entre sectores del poder financiero y tecnológico y la administración Bush que generó la revolución conservadora: nada mejor para imponer la idea de que todo es posible que acudir a la legitimación de Dios. En nombre de Dios, todo está permitido, incluso lanzar una guerra perfectamente innecesaria, inmoral ejercicio de militarismo teatral a mayor gloria de la potencia. Como ha explicado Sheldon Wolin, esta alianza, con formas de estado corporativo, tiene un triple interés común: promover “una democracia sin ciudadanos”, con “el avance forzado de la sociedad por un rumbo diferente dónde se den por sentadas las inequidades, se las racionalice, quizás se las celebre”; “neutralizar el poder de los muchos” y desmovilizar las masas “hasta devolverlas al estado infantil, del que ya Tocqueville había

⁴ Esta reflexión de Albert Einstein es del artículo “Why Socialism?” que publicó en 1949 en el primer número de *Monthly Review*.

⁵ Odo Maquard reflexiona sobre el papel de la antropología filosófica y de la filosofía moral en *Glück im Unglück. Philosophische Überlegungen*. Paderborn, 1996 (hay una edición en español [Felicidad en la infelicidad] de Katz Editores, Buenos Aires, 2006).

⁶ La cita es de “The revenge of ideas: Karl Polanyi and Susan Strange”, artículo publicado por Fred Hallyday, recientemente fallecido en Barcelona, en *Open Democracy* (24 de febrero de 2008).



advertido que era uno de los peligros de la democracia americana”; e imponer, con la legitimación de la ciencia económica, “una determinada idea de la realidad: establecer como verdadero lo que de hecho no lo es”⁷.

3. La condición humana

Ésta es la primera crisis de la mundialización. Y en ello recae buena parte de la singularidad de este nuevo proceso de globalización. Digo nuevo, porque no es el primero, aunque sí ha sido pionero en alcanzar casi la totalidad del planeta. Globalizaciones, en el sentido de cambio de escala del espacio económico y extensión de un sistema de dominación económica, política y social, ha habido varias a lo largo de la historia. Del despliegue del Imperio Romano a la conquista de América, pasando por la expansión del Islam, del imperialismo del siglo XIX a la pugna entre los dos bloques durante la posguerra mundial, los intentos de ampliación de las áreas de influencia de las formas de poder sistémico han marcado los hitos de la historia. Y siempre con una peculiaridad: cada proceso de globalización ha puesto en cuestión la condición humana y ha engullido instituciones y culturas del pasado. ¿Existe una condición humana compartida por los miles de millones de habitantes del mundo, en el sentido cosmopolita que la idea de humanidad comporta? ¿O Nietzsche tiene razón y nos acercamos a la fractura de la humanidad entre el hombre y el superhombre, destinado a disponer a su antojo del hombre?

El imperio romano definió la categoría de persona jurídica. Y dio entidad jurídica a los hombres, dejando esta marca inscrita en los pueblos bárbaros que colonizó. Todavía hoy en el Islam sigue vigente la barrera o signo de separación entre fieles e infieles, de modo que, como en el cristianismo, el no creyente será siempre un humano en falta. Durante la conquista de América, el padre Vitoria se vio obligado a precisar que los indios también eran hijos de Dios. Y las instituciones de los indios fueron destruidas y marginadas, en un proceso de conquista política y religiosa. El Imperialismo moderno, el del siglo XIX, vio la eclosión del racismo, que cuestionaba la unidad de la especie a partir del concepto de raza, motor ideológico de exterminio y de conflictividad social que todavía produce efectos devastadores hoy. Ya en el siglo XX vimos como los totalitarismos modernos en su voracidad expansiva proclamaban al hombre nuevo –por la pureza de raza, nazismo, o por la superación de las contradicciones del capitalismo, comunismo–, que debía acabar con cualquier vestigio del otro (el enemigo étnico, el enemigo de clase).

⁷ Las referencias de Sheldon Wolin que aparecen en este artículo son de su libro *Democracy Incorporated. Managed Democracy and the Specter of Inverted Totalitarianism* (Princeton UP, 2008). Hay versión española en Katz Editores, Buenos Aires, 2008, con el título *Democracia, SA*.

Con la actual globalización, una vez más, la amenaza de la fractura irreversible de la humanidad se hace presente. “No toda la gente vive en el mismo ahora”, decía Ernst Bloch⁸. Y este desajuste de los tiempos de la humanidad es hoy más acuciante que nunca, porque cuando el desfase en los ritmos pasa determinados umbrales, la misma idea de humanidad puede romperse. Como todo proceso de globalización, la mundialización, tiene su origen en el cambio tecnológico. Y esta vez los cambios tecnológicos en curso –la revolución cibernética y la revolución biológica– impactan directamente sobre el cuerpo humano, abriendo una peligrosa brecha entre eficientes e ineficientes, competidores y marginados, entre los que reúnen las aptitudes que el sistema exige para recibir el sagrado certificado de competitividad y los que carecen de las capacidades necesarias para ser reconocidos y están condenados a la marginación. La globalización es una contracción del espacio y una aceleración del tiempo que deja a los individuos a la intemperie –en la medida en que el suelo cultural se mueve– y afecta los ritmos y los tiempos de la vida humana.

¿Qué es la condición humana hoy? El hombre es a la vez un ser autónomo y un ser relacional: se dignifica pensando y decidiendo por sí mismo y, a su vez, se crece y se configura socializándose. Ahí está el nudo de la condición humana: para poder hablar de ella necesitamos un mínimo factor común: el denominador de especie. La coexistencia de múltiples relatos entre los humanos no impide que la condición humana sea pensable como un todo: una sola especie, una verdad universal posible, una moral mínima compartida. El relato que debía cubrir esta función tiene un nombre: derechos humanos. “La última gran narrativa”, en palabras de Stan Cohen⁹. La utilización de los derechos humanos como arma de conquista de una parte de la humanidad (el llamado mundo occidental) sobre el resto no ha ayudado en absoluto a avanzar. “Las culturas se crean a partir de diálogos complejos con otras culturas”, ha escrito Sheila Benhyabib¹⁰. Y están fallando los protocolos básicos que deberían hacer este diálogo posible. La condición humana es algo más que unos derechos compartidos. Y este algo más sólo puede surgir del contacto. Por eso el futuro de la humanidad se juega en las ciudades: lugar propio del aprendizaje de vivir juntos gente diferente. En un mundo que se ha desplazado masivamente del campo a la ciudad, la condición humana es hoy la condición urbana. La cuestión humana es la cuestión del reconocimiento¹¹.

⁸ Citado por el antropólogo Roger Bartra en “L'ombre du futur”, un artículo de un número especial de la revista francesa *Problèmes d'Amérique Latine* (77, verano de 2010), dedicado a las “Independencias y revoluciones” de Latinoamérica.

⁹ Stan Cohen, sudafricano, impulsor del Centro para el Estudio de los Derechos Humanos de la LSE, es especialista en las comisiones de la verdad y de justicia histórica en países en situaciones de posconflicto.

¹⁰ Sheila Benhyabib (2002): *The Claims of Culture. Equality and Diversity in the Global Era*. Princeton UP. Edición castellana de Katz Editores, Buenos Aires, 2006, con el título: *Las reivindicaciones de la cultura*.

¹¹ La teoría del reconocimiento desarrollada por el filósofo alemán Axel Honneth me parece una de las más interesantes aportaciones críticas para el pensamiento del mundo contemporáneo. Ciertamente la cuestión del reconocimiento deja un flanco abierta: la redistribución. De modo que algunos pueden utilizarla políticamente dando a entender que el reconocimiento redime de la redistribución en las sociedades competitivas contemporáneas. En realidad, no hay reconocimiento verdadero sin redistribución real. En español se puede leer *Reificación. Un estudio de la teoría del reconocimiento*. Buenos Aires, Katz Editores, 2007; y *Patologías de la razón*, Katz Editores, Buenos Aires, 2009.



4. El reconocimiento y la injusticia flagrante

Por eso entiendo que el futuro de la condición humana se juega en las figuras de la negación del reconocimiento. Y que estas son las que mejor nos permiten entender porqué la idea de condición humana está en crisis hoy. ¿Cuáles son estas figuras?

El terrorista suicida. Ni tú ni yo queremos morir. Este es el mínimo protocolo que damos por supuesto que compartimos con cualquier otro humano que tengamos delante. El terrorista suicida lo rompe, como si introdujera una quiebra profunda en la especie. El terrorista suicida lleva al último extremo la pulsión nihilista: se realiza en la muerte, no sólo la del otro, sino también en la propia. Y siembra el desconcierto. Jacqueline Rose ha osado ir al fondo de la cuestión: “la intimidad compartida por el suicida, en sus momentos finales, con sus víctimas. La bomba suicida es un acto de identificación apasionada: tu tomas al enemigo contigo en un abrazo mortal”¹². ¿Cómo puedes creer en tu propia humanidad sino crees en la humanidad del enemigo? ¿Hay un reconocimiento trágico del otro y de sí mismo al arrastrarlo contigo en el acto de realización nihilista más absoluto? En agosto de 2002, el gobierno de los Estados Unidos dio el visto bueno a un memorándum que legitimaba determinadas formas de tortura. Es decir, rompía el tabú de la degradación física, psicológica y moral del adversario a partir de la propia degradación física, psicológica y moral. Quedará para la historia que durante el mandato de Georges Bush, en la autoproclamada patria de las libertades, se dio carta de naturaleza a la tortura legal. Las dos máximas figuras del terror nihilista se juntaban: el terrorista suicida y el torturador. Y se transmitía al mundo una idea terrible: todo está permitido.

El ilegal. La figura del inmigrante ilegal es una ruptura unilateral del reconocimiento por parte de los países más desarrollados, los que se presentan como portadores de la bandera de los derechos humanos. El ilegal es un ciudadano sin derechos, al que el gobierno de Arizona y el gobierno italiano de Berlusconi han querido además convertir en delincuentes por el sólo hecho de ser ilegal, por la simple condición de parias. ¿Qué reconocimiento podemos dar a una persona a la que se le niega estatus jurídico alguno? La figura del ilegal ha venido acompañada de la proliferación de muros y vallas a las puertas del primer mundo. Con razón, el muro de Berlín había sido señalado como muro de la vergüenza, expresión del fracaso del comunismo. Cayó este muro y los que tanto lo criticaron han empezado a zurcir el mundo de nuevos muros. El muro de Berlín era un muro para impedir salir, los nuevos muros, son muros para impedir entrar. Muros aparentemente inútiles que no evitan que los inmigrantes sigan entrando, pero, sin embargo, provocan que muchos más mueran por el camino, ya sea en el mar, como ocurre con las vallas de Ceuta y Melilla, o en el desierto o en las montañas. En realidad este es el terrible mensaje que el primer mundo emite: si queréis entrar tenéis que estar dispuestos a pagar el peaje de la muerte. ¿La muerte como precio del reconocimiento? Otra vez la pulsión nihilista.

¹² La cita es de un artículo de Jacqueline Rose: “Deadly Embrace”, en la *London Review of Books* (4 de noviembre de 2004).

El analfabeto productivo. Las nuevas tecnologías penetran muy rápidamente, pero se estancan más o menos cuando la mitad de la población las usa. La fractura tecnológica amenaza de marginación a sectores muy amplios de la sociedad. Como ha relatado Achille Mbembe¹³ las turbas contra la inmigración que se han repetido en Sudafrica en los últimos dos años, tienen que ver con esta fractura educativa. Sudafrica necesita mano de obra de los países del entorno porque la negación de la educación a los negros durante al *Apartheid* ha dejado a una parte ingente de la población sin los conocimientos necesarios para ser útiles en un aparato productivo moderno. De este modo millones de ciudades están quedando descabalgados en todo el mundo, sin acceso al factor que todas las ideologías contemporáneas sitúan en el centro del reconocimiento: el trabajo. ¿Qué lugar en el mundo tenemos reservado para ellos? La marginación puede alcanzar a media humanidad.

El fundamentalista. Utilizó esto nombre para designar al portador de una identidad cerrada, ya sea por decisión voluntaria o por haber sido identificado desde fuera como tal. Las identidades cerradas convierten el reconocimiento en pura confrontación. En un mundo que requiere polivalencias identitarias –*ciudadanos flexibles*, si se me permite la expresión– discursos como la alianza de civilizaciones o categorías como el multiculturalismo sólo sirven para dominar y fragmentar. Otorgar a la religión y al origen cultural la determinación primordial de la identidad de los ciudadanos es reconocerles el privilegio de marcar a hierro a los humanos. Y de establecer de este modo divisiones insuperables entre nosotros. Matar en nombre de Dios es una forma recurrente de nihilismo: Dios existe, todo está permitido.

El *ciudadano nif*. Con este nombre describo la concepción del sujeto como un objeto de consumo: competidor, consumidor y contribuyente, el ciudadano está para ser exprimido. Todo se consume, también el sujeto humano convertido estrictamente en *homo economicus*, es decir, despojado de todo lo que no sea contabilizable en dinero contante y sonante. La economía de la elección racional que entiende por comportamientos racionales aquellos que mejoran la posición de los sujetos en términos estrictamente económicos, ha contribuido poderosamente a la expansión de esta ideología. No cabe el reconocimiento, sólo cabe consumirse y ser consumido.

He dejado para la final la condición femenina. Que sigue siendo objeto de negación del reconocimiento, como testifica constantemente la violencia de género y la condición subalterna en que se la mantiene todavía, en diferentes grados, en todas partes. Pero la condición femenina, a diferencia de las anteriores, es ella en sí portadora de vías para el reconocimiento. La respuesta de Sherezade tiene la capacidad comprensiva –es decir, de amplio registro de comprensión de los hechos– de la que carece la respuesta del poder masculino o de corte fálico si se prefiere. Y abre, por tanto, vías al reconocimiento incluso frente a quienes pretende seguir negándolo.

¹³ Achille Mbembe es una de las figuras más conocidas entre los llamados *pensadores de la postcolonialidad*, que representan una interesante adopción crítica, desde las periferias, del pensamiento ilustrado. Otros nombres son Dipesh Chakrabarty, Jean y John Comaroff o Paul Gilroy. Y, por supuesto, el maestro de varios de ellos, Arjun Appadurai.



Una sociedad que niega el reconocimiento a una parte de los suyos es una sociedad fracturada. Con la marginación, la irritación social se apaga, la política se reduce a un producto más de consumo para una campaña comercial cada cuatro años. ¿Cuánto tiempo se tardará en vender acciones de los partidos políticos? No es tanto la tormenta identitaria y el retorno de lo religioso, como viejos y gastados recursos para sacar a los ciudadanos del desamparo por la vía de la resignación, como la pérdida creciente del lugar de lo político, lo que nos conduce al totalitarismo de la indiferencia¹⁴. Y esta crisis ha permitido muchos avances en esta dirección de desprestigio del interés común y de despojamiento del poder político. ¿Qué respeto merecen unos gobernantes que muestran terror ante la amenaza de un dios menor llamado mercados, es decir, de unos especuladores con nombres y apellidos?

En los años 30, Karl Polanyi ya advirtió sobre los riesgos de una sociedad que olvida que los mercados son construcciones humanas; que los humanos no actúan solo en interés propio, porque atienden criterios cooperativos, sentimentales e irracionales; que la economía es una parte no separable de la sociedad y se apoya en mecanismos no económicos. Una sociedad así, “no podrá existir mucho tiempo sin aniquilar la humana y natural sustancia de la sociedad; tendríamos a un hombre físicamente destruido y con su entorno transformado en una selva”. La lógica del mercado como fundamento de toda normatividad, la literatura del managerismo (en las librerías americanas ocupa las mesas más próximas a la entrada) como forma de legitimación, a través de la incidencia sobre la conducta humana. Max Weber ya nos había apuntado que el espíritu del capitalismo es el control de la conducta efectiva de los sujetos sociales. El principio cultural de insaciabilidad –la voracidad como forma de estar en el mundo, que guía a las empresas de capital riesgo, dispuestas a sacar todo el jugo posible de una empresa sin reparo en agotarla para siempre, es también el principio cultural del consumismo, en que la pulsión por comprar no se detiene nunca: el deseo de un nuevo producto impide el goce del producto recién conseguido, en un espiral de frustraciones sin fin–.

227

Las figuras del reconocimiento apuntan a una posible vía de reflexión para introducir alguna cuña en la ideología dominante: la injusticia flagrante como factor de construcción de una mínima política y una mínima moral. Es la idea de la justicia de Amartya Sen¹⁵. Puede ser la vía de recomposición de la razón crítica ilustrada, corrigiendo el doble error que fue su perdición: la negación de la complejidad de la economía del deseo; la confianza excesiva en el bien, que ha hecho olvidar que el mal existe: es el abuso de poder. Frente a la insolencia de la hegemonía económica, la lucha cotidiana contra el abuso de poder. En el fondo, ¿qué es la democracia sino un frágil mecanismo pensado para evitar el abuso de poder? Por eso estorba, por eso hay tanto empeño en neutralizarla, en reducirla a un simple rito de voto cada cuatro años.

¹⁴ El concepto de *totalitarismo de la indiferencia* lo he tratado más extensamente en mi libro *Contra la indiferencia*. Galaxia Guttemberg, Barcelona, 2010.

¹⁵ *The idea of Justice*, de Amartya Sen (Harvard UP, 2009), me parece un magnífico ejemplo de la llamada filosofía moral negativa, que prioriza la lucha contra la injusticia flagrante más que el siempre difícil acuerdo sobre el Bien. Desde una tradición completamente distinta, André Glucksmann es un destacado exponente de esta actitud.

5. La impotencia política

Cuando la crisis estalló en otoño de 2008, la acción de rescate de los grandes bancos por parte de los gobiernos y la retórica de algunos altos dirigentes políticos pudo hacer pensar que la crisis abría una opción de cambios profundos en la relación entre poder político y poder económico. Por fin, el poder político se situaba en posición de fuerza con los rescates financieros. Si habían salvado a los bancos se podía suponer que estaban en condiciones de imponerles unas nuevas reglas del juego. ¿Estábamos ante una crisis sistémica? ¿Se abría realmente un tiempo de reformas estructurales? Han bastado dos años para ver que todo había sido un espejismo. Y que los mismos actores del poder financiero que habían sido rescatados con dinero de todos volvían a marcar el compás de los acontecimientos y a determinar las políticas económicas a seguir, conforme a su agenda tradicional: menos estado, más privatizaciones, más desregulaciones. Europa, ante la disyuntiva, escogió la línea impuesta por los mercados: austeridad pública y promesa de desregulaciones masivas. “El peligro más grande que amenaza a Europa es el cansancio”, decía Husserl a principios del siglo pasado¹⁶. No sin razón, algunos han entendido la crisis como el anuncio de una nueva oleada de privatizaciones: ahora, de servicios públicos. Los que se precipitaron en cantar las exequias del neoliberalismo han tenido que aceptar rápidamente su error.

Se ha comentado repetidamente la incapacidad de la izquierda europea de ofrecer una respuesta a la crisis. Parecía extraño que en un momento de debilidad del sistema capitalista, la socialdemocracia no tuviera nada que decir. Y que los partidos de izquierda europea siguieran en el proceso autodestructivo, del que la tercera vía de Tony Blair ha sido el momento paradigmático: debía redimir a la izquierda y la enterró definitivamente. En realidad, esta impotencia de la izquierda no es ninguna sorpresa. Nos da una pista sobre el alcance de la crisis. Es una crisis de crecimiento de la hegemonía que la derecha ha conquistado desde principios de los ochenta. De modo que esta crisis puede cambiar nuestras vidas, por la vía de la fragilización del poder político y de la democracia, pero en ningún caso va a representar un cambio de hegemonía. Seguimos de pleno en el paradigma llamado neoliberal. Y no se divisa en ninguna parte el posible sujeto social de cambio sobre el que sustentar un proceso alternativo.

La hegemonía neoliberal va muy ligada a la dispersión de las clases populares fruto de las mutaciones del capitalismo en los últimos treinta años. La fuerza que la clase obrera tenía en el capitalismo industrial se ha debilitado enormemente en el capitalismo financiero y de servicios. El éxito de la ideología neoliberal ha sido precisamente desocializar a las clases populares, en un magma de intereses diversos y, a menudo, contradictorios, y mantenerlas siempre en conflictos entre ellas. El uso simultáneo de la inmigración como fuerza de trabajo de bajo coste y como sujeto causante del malestar de las clases popu-

¹⁶ El artículo de Edmund Husserl “La filosofía en la crisis de la humanidad europea” (1935) sigue siendo una lectura muy vigente. Husserl situaba a la Europa de los años treinta en una encrucijada:

“La decadencia de Europa en un distanciamiento de su propio sentido racional de la vida, el hundimiento en la hostilidad al espíritu y en la barbarie, o el renacimiento de Europa por el espíritu de la filosofía, mediante un heroísmo de la razón que triunfe definitivamente sobre el materialismo”.



lares autóctonas –con todo lo que ello contiene de estímulo a los odios xenófobos– es un ejemplo de las políticas de alienación colectiva, sobre la base de estimular la conciencia de la precariedad y el miedo.

6. Sin límites

La clave de esta crisis está en la ruptura de la noción de límites. Hay un principio de *minima moralia*, cuya ruptura abre automáticamente las puertas al nihilismo y a su cara oculta, el totalitarismo. El principio es: “No todo es posible”. En la fase especulativa previa al estallido de la crisis se había destrozado cualquier noción de límites hasta alcanzar el punto catastrófico que volcó la basura financiera acumulada sobre las cabezas de los ciudadanos. Simultáneamente, en política, la administración Bush había roto los límites de lo posible con la legalización de la tortura como respuesta al terrorismo.

El nihilismo es una categoría bifronte: por un lado, significa el fin de los valores, de los sistemas de valores, es decir el fin de los límites; por otro lado, significa la asunción de la pulsión destructiva como única lógica de salvación, matar por matar, la violencia purificadora. “En este comienzo de milenio –escribía Claudio Magris en 1996–, muchas cosas dependerán de cómo resuelva nuestra civilización este dilema: si combatir el nihilismo o llevarlo hasta sus últimas consecuencias”¹⁷. Esta crisis es la confirmación de la hipótesis nihilista. La pregunta es: ¿vamos a seguir por el camino del nihilismo que conduce inexorablemente al totalitarismo de la indiferencia, a la sociedad sin alma, al reino del dinero y la muerte (del que el despotismo asiático nos está dando en China un ejemplo insólito) o es la oportunidad de remontar, de combatir el nihilismo y volver a emprender el camino de los límites, del reconocimiento del individuo y del respeto al otro?

El nihilismo en tanto que crisis de valores era, para Nietzsche, la exigencia de crear nuevos valores a golpe de martillo. A esta exigencia correspondía la figura del superhombre, que más allá de la especie, debía devolver el sentido a las cosas, bajo el doble impulso de la pasión por la vida y de la voluntad de poder. Para Nietzsche el superhombre era liberador, aunque su capacidad liberadora venía por una idea de superación que conduciría fácilmente –la historia del siglo XX lo ratifica– al abuso total de poder, es decir, al mal absoluto. ¿O es que el mal es otra cosa que el abuso de poder? Si el superhombre de Nietzsche era la promesa de nuevos valores para alejarse de la mediocridad de las masas y de las creencias del pueblo, “el hombre del suelo” de Dostoievski, como figura del advenimiento del nihilismo, era, utilizando la expresión de Magris, “una enfermedad que combatir”. De la destrucción sistemática de los viejos valores, de la pretensión de la tabula rasa nació el hombre nuevo, que nos prometieron

¹⁷ Son muy atractivos y profundos los artículos de lectura literaria de la política y de la sociedad que practica Claudio Magris. Las citas que aparecen en este artículo son de *Utopia i disincanto*, Garzanti, Milán, 1999 (edición española de Anagrama, Barcelona, 2001).

los totalitarismos contemporáneos. Hombre nuevo que se ahogó en su pulsión destructora, en la propia sangre de sus víctimas. El camino del nihilismo pasa siempre por la destrucción de la democracia.

El hundimiento, en torno a 1989, de los sistemas de tipo soviético transfirió la tentación nihilista a Occidente, camuflada bajo el espejismo del triunfo definitivo del modelo capitalista-democrático (que de por sí es ya un precario equilibrio entre el principio de desigualdad económica y el principio de igualdad política). Y se rompió la conciencia de los límites que Europa había recuperado después de la experiencia de la segunda guerra Mundial y que estaba en el origen de la creación de la Unión Europea: una identidad contra la guerra civil entre europeos, es decir, contra la idea de la muerte como redención¹⁸.

El triunfo del neoliberalismo como sistema basado en el principio de competitividad, a partir de los años ochenta, con el impulso de Ronald Reagan y Margaret Thatcher, ha ido tejiendo un sistema basado en la genuina idea de la *premier británica* de que la sociedad no existe, sólo existen los individuos. La revolución conservadora lanzada desde Estados Unidos por los ideólogos del presidente Bush hijo, pretendía dotar de valores a este individuo condenado a la soledad, al aislamiento, al estricto espacio de sus relaciones de cercanías, antes de que se recompusieran y se renovaran las organizaciones sociales deterioradas en las batallas finales de la guerra fría. La guerra antiterrorista como respuesta al 11 S y al terrorismo islamista en general, hizo el resto: otra vez, “todo estaba permitido”. La primera década del siglo XXI es la translación sin paliativos del principio nihilista al campo de la economía: la destrucción creativa, deja de ser una metáfora para convertirse en pura realidad en la gestión que los inversores de riesgo hacen de las compañías: comprar, ganar y tirar. Inicialmente pudo parecer que la crisis era el fin de este modelo. La coincidencia con la elección de Obama dio pie para pensar en una cierta restauración de los valores liberales y de la fijación de límites a la insaciable voluntad de poder del dinero. De momento, las señales no son esperanzadoras. La revolución conservadora nos ha legado el principio de la seguridad a toda costa, el desprecio a los perdedores y el odio al Otro, –tres vías permanentes que conducen directamente a la ruptura de los límites democráticos– y el poder económico sigue luchando contra cualquier tentación reguladora que le afecte. Al tiempo que crece sin parar la cara oculta del sistema: la corrupción, las mafias y el crimen organizado. Ante esta realidad nihilista, la derecha revive los discursos de exclusión –xenofobia, el odio al otro, y el desprecio a los perdedores– envueltos en el discurso de la seguridad, ya aceptada como valor supremo, por encima de la libertad. Y la izquierda practica el seguidismo, incapaz de levantar la bandera de la política.

A estas alturas de la crisis, con los especuladores financieros marcando el paso de la respuesta política, el dilema de Magris se concreta: o seguimos aceptando que al poder económico todo le está permitido, que el poder político tiene un papel estrictamente ancilar, y

¹⁸ Este argumento lo desarrollo en “Europa, una identidad contra la guerra civil”, que forma parte de mi libro ya citado *Contra la indiferencia*. Hay una primera versión inglesa: “Europe: an identity against civil war”, en *Open Democracy* (1 de junio de 2005).



vamos hacia un totalitarismo blando, construido sobre el miedo, el aislamiento de los individuos y la corrupción; o se construyen formas de gobernabilidad capaces de poner límites al poder económico, sobre la base de la reivindicación de la autonomía de la política y la defensa activa de la democracia. De momento, es la primera vía la que se impone. ¿O no es esto lo que se nos dice cuando se reprocha a los dirigentes políticos no haber interpretado antes las señales de los mercados? El progreso económico existe, sobre la base del progreso tecnológico. El progreso moral, no. El abuso de poder es estructural. Pero existe el progreso jurídico, que permitió abolir la esclavitud o condenar la tortura. Para que la ley sea el arma de los ciudadanos contra el abuso de poder es imprescindible, como nos advertía Karl Polanyi, la autonomía de la política. Lo que la actual crisis nihilista niega por completo.

7. Apoteosis del nihilismo

¿Por qué nihilista? En una reciente reunión con empresarios, hablando de la crisis y de los efectos sobre el empleo, el que presidía, de cuyo nombre prefiero no acordarme, dijo: “y ahora no me vengáis con argumentos morales”. Probablemente sin darse cuenta estaba dando un argumento moral: “No me vengáis con argumentos morales” es una norma moral, precisamente la que funda la moral nihilista. La negación de los valores, en este caso, la conversión del instrumento en fin. No es la suerte de lo que un día fue un proyecto colectivo llamado empresa lo que la importa al inversor que la compra para desaguarla recuperar la inversión y venderla, aunque el resultado final sea la desaparición de la empresa. Es el dinero como fin en sí mismo, como voluntad de poder. No es la suerte de un país y de sus ciudadanos lo que importa al inversor que se lanza a especular contra él, aún a sabiendas que puede provocar destrucción económica y paro. Es el dinero como fin en sí mismo, como voluntad de poder. Es la *hubris* del dinero, el convencimiento de que todo está permitido, de que competir con los dioses no acarrea castigo. Lo importante es la acción. La acción es lo que redime. Los efectos que esta produzca son perfectamente irrelevantes. Curiosamente es el mismo razonamiento que guía al terrorista suicida. Y que se contagia en una sociedad que tiene en el consumo su forma de nihilismo. Otra vez: la acción de consumir es un fin en sí mismo. Cada vez que se compra un objeto ya se está pensando en el siguiente, el deseo de posesión se satisface con en el acto de poseer, no con el objeto poseído, y opera como una adicción: necesita inmediatamente otro acto de poseer y así sucesivamente¹⁹.

Como dijo James G. Ballard, “el consumismo despierta un apetito que sólo el fascismo puede satisfacer”²⁰. El principio faústico de la acción ha alcanzado su punto máximo en esta crisis. Los optimistas dirán que ha llegado al punto catastrófico. Pero de momento no hay

¹⁹ La voracidad de la adicción consumista y su relación con la violencia ha sido tratada por Michela Marzano en *La pornografie et l'épuisement du decir*. París, 2003; y *La mort spectacle*, París, 2007 (edición en español de Tusquets Editores, Barcelona, 2009). La managerización de la vida privada en *Extension du domaine de la manipulation de l'entreprise a la vie privée*. Grasset, París, 2008.

²⁰ El novelista James G. Ballard es el gran distopista de este fin de siglo. Sus novelas, de un futurismo inmediato, son un descarnado análisis de la sociedad actual. “La próxima revolución, será por el parking”, decía el autor de *Crash*.



señales significativas de cambio en una sociedad que todo lo consume: el trabajo, el amor, la política, la vida. Tienen razón Dardot y Laval: el orden neoliberal ha penetrado y está aquí para quedarse. La crisis, de momento, no habrá hecho más que consolidarlo, la impotencia de la política –con los gobiernos entregados a este orden– le ha dado aura de insustituible. Y el consumo opera como cultura de resignación. “La unión consumada del poder corporativo y el poder gubernamental –escribía Sheldon Wolin– anuncia la versión americana de un sistema total”. Todos pendientes de los designios de los mercados. Los mercados somos todos, dicen los más cínicos. Es decir, nadie es responsable de nada: apoteosis del nihilismo.



LAS AGENDAS DE LA CIUDADANÍA DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA

Fermin Bouza *

Resumen

La metodología usada en este trabajo se basa en un procedimiento analítico con el que se pueden construir auténticos mapas cognitivos de los procesos racionales de las personas y los colectivos de toda condición, y se puede describir y aún prever un escenario posible desde las bases creenciales de esos colectivos y personas cuyas intensidades y matices temáticos las agendas ciudadanas muestran con gran eficiencia. Igualmente observables, las agendas más determinantes, la política y la mediática, operan como los principales exportadores de temas a las agendas ciudadanas, que apenas tienen otra forma de respuesta que dar mayor o menor relevancia a un tema, relevancia no siempre coincidente con el rango del tema en la agenda mediática. La agenda política es la responsable de buena parte de la agenda mediática y, entre ambas, transfieren a la agenda pública y a la Personal los temas preferentes de una y otra, aunque no siempre coinciden ciertos temas secundarios ni los rangos de los principales con los temas de las agendas ciudadanas, y estas variaciones se traducen en una mayor o menor correlación entre las diversas agendas, según tomemos o no un número grande, medio o pequeño de temas para establecer la correlación de rangos o de porcentajes-rango. En todo caso la potencia de los medios (agenda mediática) y las dificultades de la ciudadanía (agenda pública) para interactuar con sus políticos (agenda política) y con sus proyectos económicos (agenda económica) generan un malestar cívico que, en tiempos de crisis, se hace más patente, rotundo e inquietante.

Abstract

The methodology used in this paper is based on an analytical procedure used to construct authentic cognitive maps of the rational processes of people and collectives of all kind, and a possible scenario can be described and even predicted on the basis of the belief foundations of these collectives and people, whose intensities and thematic subtleties are revealed very efficiently by citizen agendas. Equally observable are the ways in which the most influential agendas, political and media, operate as the main exporters of issues to citizen agendas, which hardly have any other way of responding than to give more or less attention to a subject, attention that does not always coincide with the ranking of the subject in the media agenda. The political agenda is responsible for much of the media agenda and, between the two of them, they transfer their respective favourite issues to the public and personal agenda, although certain secondary issues do not always coincide nor do the rankings of the lead issues with those on citizen agendas, and these variations translate into a greater or lesser correlation between the different agendas, depending on whether a large, medium or small number of issues are taken to establish the correlation of ranks or percentage-ranks. In any case, the power of the media (media agenda) and the difficulties of citizens (public agenda) to interact with their politicians (agenda political) and their economic projects (economic agenda) generate civic unrest which, in times of crisis, becomes even more patent, forceful and worrying.

1. Agendas y trayectos cognitivos: una introducción teórica

No hace mucho tiempo explicaba en un libro¹, escrito también con el sociólogo Juan Jesús González, del grupo *Agenda y Voto*², libro que quería ser una historia de las conductas de voto en el Reino de España, cómo las agendas³ (mediática, pública, política y personal, sobre todo⁴) reflejan con especial claridad los movimientos cognitivos de la ciudadanía hacia la cosa pública, y cómo los especialistas en conductas electorales y en opinión pública en general, así como en comunicación política, tienen en esas agendas una fuente central de datos para describir, explicar y hasta prever conductas del *homo electoralis*, a modo de hombre pragmático que trata de optimizar su voto a partir de cierta información básica.

* Universidad Complutense de Madrid.

¹ González y Bouza (2009).

² Formado, aparte de nosotros, por Palmira Chavero, Raquel Rodríguez y Antón R. Castromil.

³ La pregunta de la que se obtiene la llamada Agenda Pública es conocida en la bibliografía norteamericana como la pregunta MIP (most important problem), originalmente formulada por Gallup y su gente a principios del siglo pasado, y que en español tiene la formulación principal de esta forma (CIS): "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?". En la modalidad internacional, la pregunta no insiste la segunda ni la tercera vez.

⁴ Ver Anexo de dicho libro: "Agendas, voto y medios de comunicación. Introducción al análisis de Agenda desde las elecciones generales de 2008".

Las diversas teorías y subteorías vinculadas a la *Rational Choice* se encargaron de explicar algunas minucias de estos movimientos, pero las agendas nos llevan más allá y de modo aún más contrastable o empírico.

La eficiencia de comparar agendas para llegar a conclusiones sobre la dinámica social es atribuible, sobre todo, a la teoría de la *Agenda-Setting*⁵, un modelo analítico de la relación entre agendas con propuestas teóricas de largo alcance (“la agenda de los medios se transfiere a la agenda pública”), que han determinado y lo siguen haciendo el complejo estudio de la relación entre medios, políticos y ciudadanos.

La propuesta de este artículo es la de analizar la evolución de la agenda pública durante la crisis y compararla con periodos anteriores, así como desmenuzarla en su estructura interior para observar sus intra-relaciones más significativas. Las agendas que se manejan son, sobre todo, agendas agregadas globales (medias), salvo que se diga otra cosa en alguno de los rótulos de gráficos y tablas.

La democracia inter-mediática (competencia entre medios) es la forma en que denomino aquí al modelo que funciona en el Reino de España, y que es el modelo llamado *mediterráneo* de “pluralismo polarizado” por Hallin y Mancini en un libro reciente pero ya clásico en el estudio de los medios⁶.

En el libro de González y mío, ya citado (nota 1), puede verse el modelo aplicado al análisis del voto. Este modelo se caracteriza, por usar los términos que uso en este artículo, porque los medios tienen agendas (mediáticas: temas principales) muy alineadas con las alternativas políticas que se ofertan, de tal manera que entre medios, y entre sus agendas, existe una confrontación similar a la existente entre partidos.

La democracia o la variedad de opinión e informativa no se da tanto en el interior de los medios como en su lucha externa con otros medios (*pluralismo polarizado*) por ganar lo que se denomina la batalla de la agenda (*the battle of the campaign agenda*), una denominación ya clásica y muy expresiva que popularizó Pippa Norris (1997), la conocida profesora de la Universidad de Harvard.

La relevancia de las agendas mediáticas para la construcción de la Agenda Pública de la ciudadanía está plenamente constatada, aunque las correlaciones estadísticas entre agendas varían según momento y lugar, sometidas a una dinámica de enorme interés para las ciencias sociales, dinámica que expresa percepciones, cogniciones, actitudes y perspectivas de futuro, centrales para diseñar escenarios a corto y medio plazo.

⁵ McCombs y Shaw (1972).

⁶ Hallin y Mancini (2004).

La evolución del paro en la agenda pública y en el INEM, y su repercusión en la imagen de la política, los políticos y los partidos.

Lo que vamos a ver en los gráficos es la evolución de esas cogniciones, y la relevancia de esas cogniciones viene avalada, entre otros fundamentos, por el conocido *Teorema de Thomas*⁷, de gran trascendencia en el giro kantiano de las ciencias sociales y el consecuente incremento de la atención a las percepciones/cogniciones de la población: *lo que definimos como real es real en sus consecuencias*.

Es obvio que en tiempos de crisis el conocimiento sistemático de las percepciones de la población es fundamental para trazar políticas económicas y, sobre todo, para comunicarlas. Cuando este sistema complejo “percepción, comunicación, datos objetivos” no está bien entramado y existen fuertes diferencias entre datos y/o irregulares o torpes formas de comunicarlos y explicarlos, se incrementa inevitablemente el malestar colectivo, varía la dinámica de voto y se pierde, en cierto modo, el control de la situación.

En esta misma medida la observación e interpretación correcta de todos esos datos permitirá ese control y una mejora en las relaciones comunicativas entre la población y los gobiernos. El ideal comunicativo pasaría así por un correcto conocimiento de la situación objetiva/subjetiva y una correcta aplicación del *timing* (momento oportuno), *framing* (encuadre oportuno y correcto) y *priming* (relevancia y capacidad de determinación de la noticia económica frente a otras).

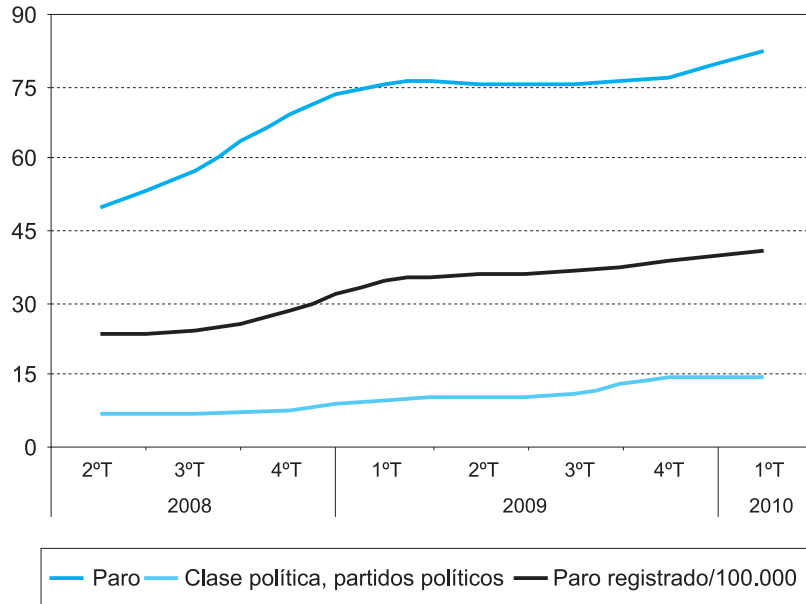
Con absoluta frecuencia lo percibido como real es, además, real, como puede verse (Gráfico 1) en la evolución del porcentaje de atención/percepción del paro como problema en la Agenda Pública y el incremento del número de parados registrados (INEM), así como el deterioro de la imagen/percepción de la política y los políticos, tres variables cuyas significativas correlaciones van en la Tabla 1.

Tabla 1. Correlación (r) entre temas-problema de la Agenda Pública y el paro registrado (INEM) por trimestres homogéneos desde marzo de 2008

	Paro en agenda pública	Clase política, partidos políticos	Paro registrado /100.000
Paro en la Agenda Pública (problema de España)		,811(*)	,947(**)
Clase política, partidos políticos (críticas genéricas)	,811(*)		,936(**)

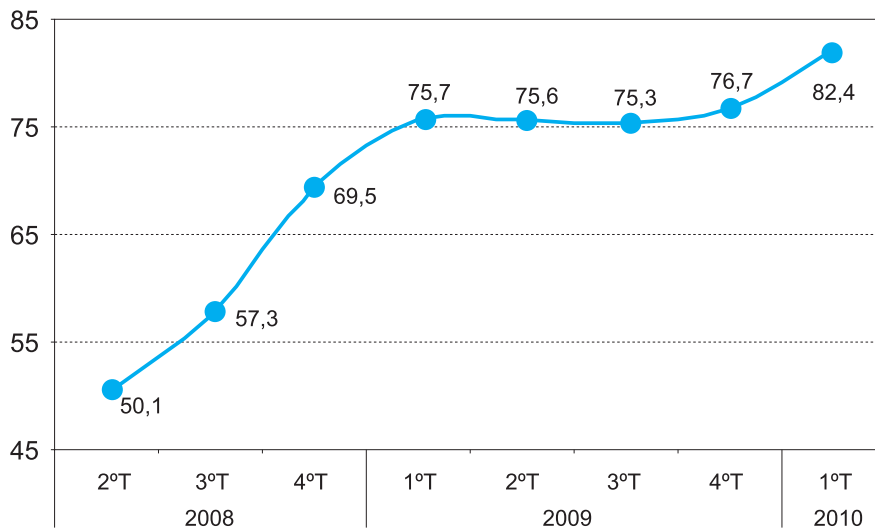
⁷ “if men define situations as real, they are real in their consequences”; en Thomas y Thomas (1928); pp. 571-572.

Gráfico 1. Evolución de la percepción como problemas del país en la agenda pública (datos CIS) de la “clase política, partidos políticos” (críticas genéricas) y el “paro”, y evolución del paro registrado (Inem)



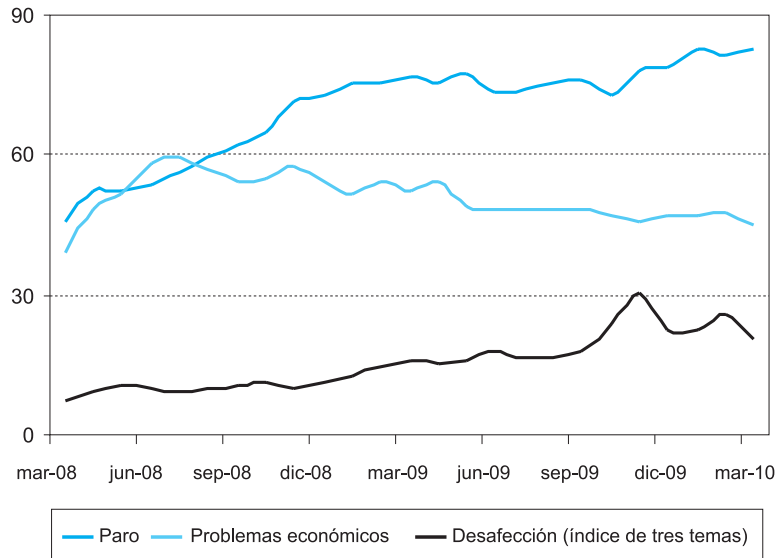
Trimestres homogéneos

Gráfico 2. Evolución del paro en la agenda pública durante la actual legislatura



Trimestres desde marzo 2008

Gráfico 3. Evolución de los temas económicos (paro, problemas económicos) y del Índice de Desafección. Marzo 2008-marzo 2010

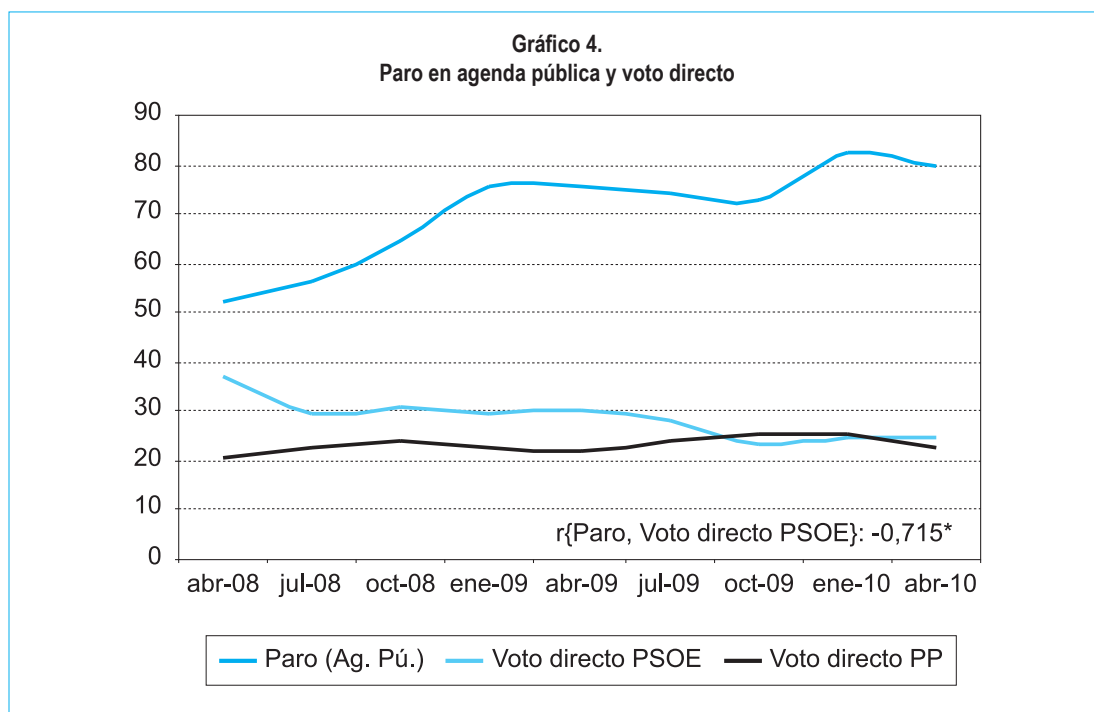


Por tanto, la evolución del paro (que en el Gráfico 2 podemos ver aisladamente) es mucho más que un problema económico: determina la imagen de la política y genera escepticismo y distancia, por tanto, hacia la misma democracia, cuya viabilidad en ese esquema evolutivo es muy problemática, pues se tiende a desvincular de la buena marcha económica que, frecuentemente, se une al autoritarismo en épocas de crisis. Ése es el problema de mayor magnitud sociopolítica.

Si al tema de la agenda pública que el CIS codifica como “La clase política, los partidos políticos”, le añadimos el tema que codifica como “El Gobierno, los políticos y los partidos”, y el tema que codifica como “La corrupción y el fraude”, tenemos un índice de tres indicadores, que tiene un porcentaje competitivo con los grandes temas económicos (“El paro y los problemas económicos”, y es ese tema-índice el que figura en el Gráfico 3 junto con “El paro y los problemas económicos”. Estos últimos, “Los problemas económicos”, tienden a bajar a medida en que el paro como problema dominante lo amenaza todo:

2. Paro y voto: la repercusión de la economía en el sistema demoscópico

Vemos ahora lo que ocurre en la conexión del sistema económico y el sistema democrático-electoral. Para no complicar innecesariamente la explicación, recurriré exclusivamente a correlaciones, que son muy intuitivas y no precisan mayor interpretación. Lo haré en la misma serie marzo de 2008/marzo de 2010, de la que se pueden manejar datos completos en el momento en que redacto este artículo (son datos CIS tratados, a veces, para homogeneizar series de diversas formas aceptables que no varían los estadísticos).



En el Gráfico 4 pueden verse tres series, la ya conocida del paro en la agenda pública, y las de la evolución del voto directo en encuesta del PSOE y del PP. Las correlación de la evolución del paro es inversa y significativa con la evolución del voto PSOE (-0.715*) y directa pero no significativa (0,632) con la evolución del voto PP (está muy cerca de la significación).

238

Con estos datos vemos también el sentido de la crisis en el área política, y vemos como la crisis económica, la política y la comunicación pública o política forman un entramado sistémico que explica en sus diversos despliegues el sentido total de lo que ocurre. Cualquier explicación debería incluir estos campos para dar cuenta plena de lo que va ocurriendo durante la crisis económica en este país y en cualquier otro. Las explicaciones demasiado sectoriales dejan muchos espacios de interpretación en blanco y no dejan ver ni los árboles ni la totalidad del bosque. ¿Cuánto hay de política del gobierno o de la oposición en la evolución/percepción de una crisis de esta magnitud? ¿Cuánto hay de actividad ciudadana, positiva o negativa, en la misma evolución de la misma crisis? ¿Qué hubiera ocurrido si la comunicación pública del anterior gobierno griego hubiera sido correcta?

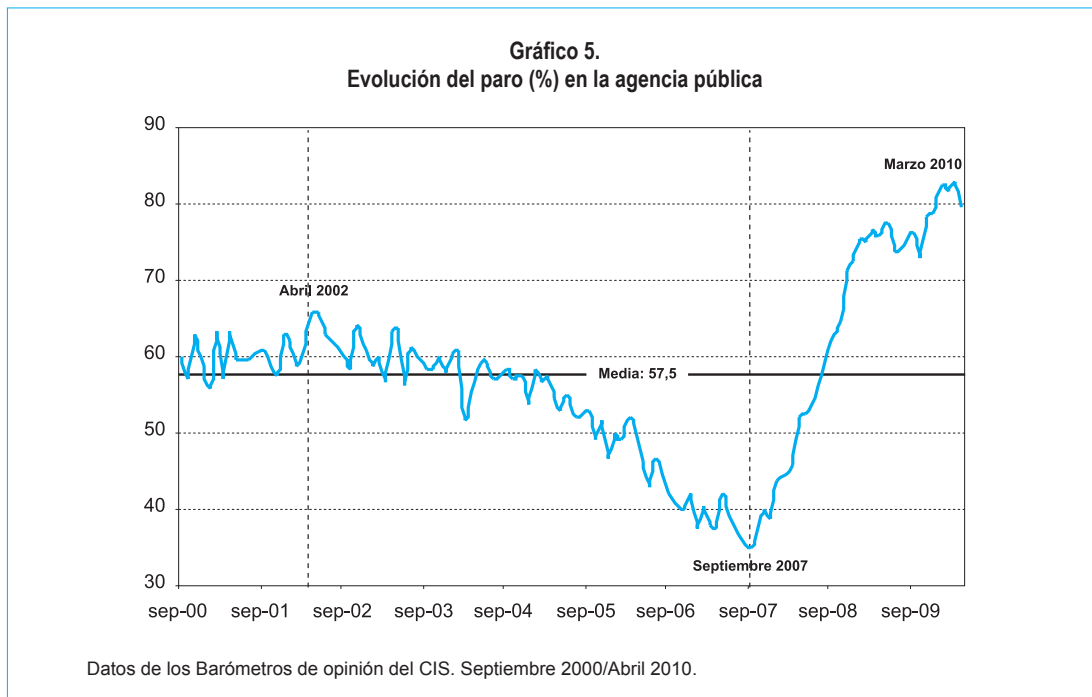
3. Temas principales en la agenda pública y personal: temas económicos

He hablado del paro como gran tema estrella de la crisis, pero para valorar exactamente su significado es preciso observar su evolución a largo plazo. Estamos hablando de percepción social, porque la agenda pública agregada nos muestra las medias de los porcentajes colecti-

vos, de las percepciones colectivas sobre cuál es el principal problema de España (ver nota 3). Sabemos que *lo que percibimos como real es real en sus consecuencias*, y sabemos, por tanto, que esa percepción porcentual (que además correlaciona muy significativamente con la evolución numérica real del paro registrado) determina conductas sociales, políticas y económicas.

El Paro, en la Agenda Pública tomado desde los datos que manejo (septiembre de 2000/abril de 2010), muestra tres momentos perceptivos que pueden ser explicativos, entre otras cosas, de las conductas electorales y de sus complejos matices⁸. Son éstos:

1. En el primer tramo desde el inicio de la muestra (septiembre de 2000) al punto más alto de percepción del paro como problema (abril de 2002), hay una cierta estabilidad por encima de la media de la serie y con tendencia al alza, tendencia que se consuma en abril de 2002.
2. Esa tendencia se mantiene en el mes de mayo de 2002, y desde ahí inicia una caída de muchos años hasta septiembre de 2007, bajando a mínimos la media de la serie. Esta caída abarca tanto a los gobiernos del PP (segunda legislatura de Aznar) como del PSOE (primera legislatura de Zapatero). Es, pues, transpolítica, y refleja muy bien el momento más expansivo del empleo, con el sector de la construcción “presidiendo la farra”, que diría Gil de Biedma en un hermoso poema (*A una dama muy joven, separada*) y hablando de otras cosas.

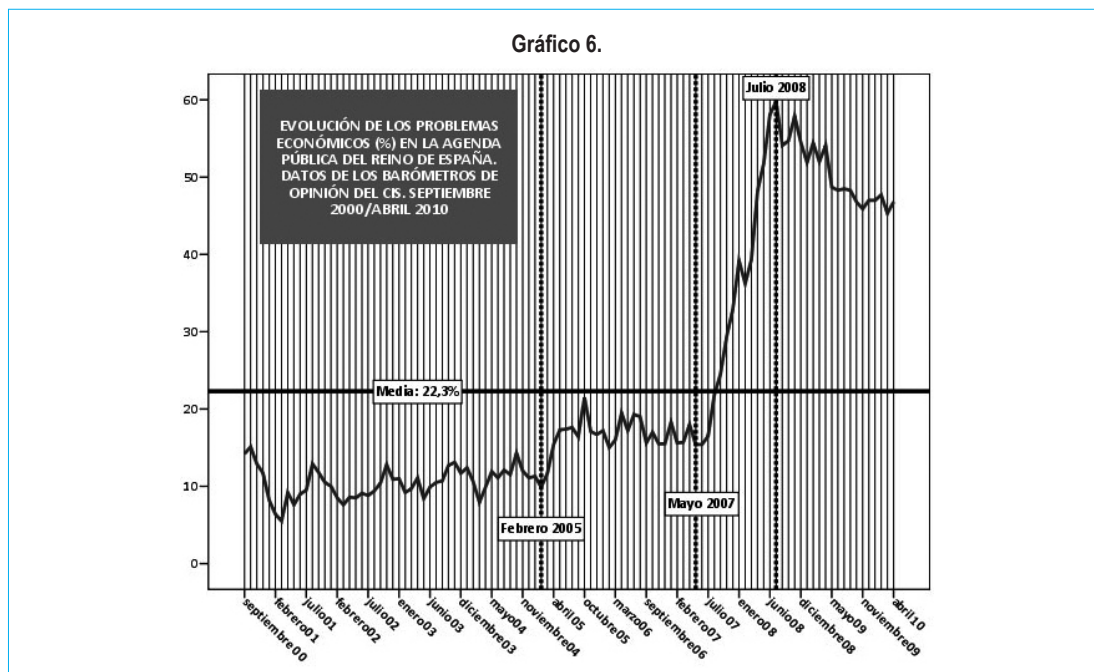


⁸ Sobre el tema del “voto económico”, estrictamente vinculado a estas cuestiones, es relevante Fraile (2005).

3. El tercer tramo es el de la crisis: desde septiembre de 2007 hasta marzo de 2010 no deja de subir el porcentaje del Paro como problema, y el gráfico expresa con precisión esa tormenta perceptiva, que se corresponde estrictamente con la realidad empírica. Las elecciones generales de 2008 se harán en este escenario.

El paro tiene un tema que le acompañará a lo largo de la escalada, es lo que el CIS codifica como “Problemas económicos” (según el CIS: “carestía de la vida, precios, quejas generales de cómo está la situación económica”). Vamos a ver su evolución individualizada del paro en el Gráfico 6 (con el paro mantiene una correlación suficiente y significativa a lo largo de la serie: 0,414**).

Los problemas económicos, al igual que el paro pasan por una serie de fases, pero en este caso sólo una es realmente significativa: no hay una percepción muy relevante de los problemas económicos como problemas del país (agenda pública) hasta que, a partir de mayo de 2007, en que alcanzan un mínimo dentro de un proceso irregular de estabilidad al alza, pasan acrecer constantemente hasta julio de 2008 (en junio y julio de 2008 los problemas económicos son el tema principal de la agenda pública), a partir de cuyo barómetro comenzarán a ser superados por el paro, que viene avanzando a toda máquina desde unos meses antes. De esta forma, y en la agenda pública, el paro regresa a donde solía y se convierte de nuevo en el problema principal del país en la conciencia colectiva de sus ciudadanos. En esta larga competencia no serán estos temas económicos los que alcancen la primera plaza de la agenda pública como problema principal. En periodos más tranquilos de las mismas series, otros temas alcanzaron ese rango. Lo veremos en el próximo apartado.

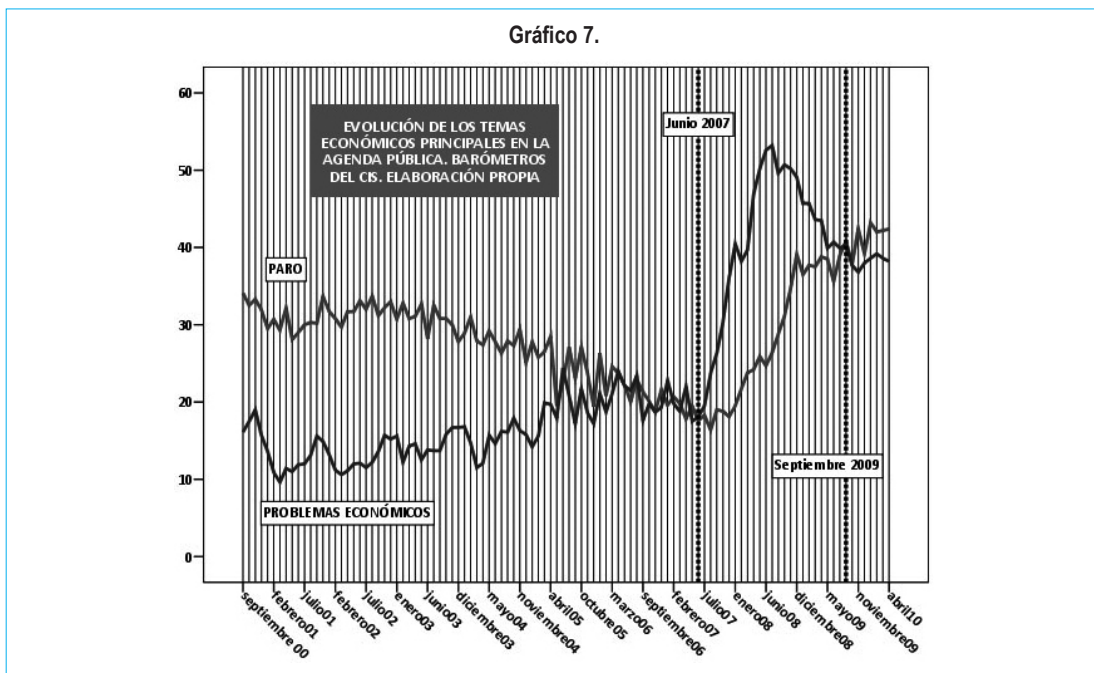




El paro es considerado el problema más grave, y los problemas económicos son el segundo gran tema a lo largo de la crisis, pero la gran amenaza general es el Paro. No ocurre así siempre en la llamada agenda personal o agenda privada (en el CIS el enunciado para la agenda personal: “¿Y cuál es el problema que a usted, personalmente, le afecta más? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?” [multirrespuesta]), en la que los problemas económicos son, durante un tiempo, más importantes para una mayoría que el paro, que siempre amenaza a menos gente.

Los problemas económicos son, en la agenda personal, una amenaza concretada y generalizada, por eso son, sobre todo, un problema personal. Cuando el paro se dispara, también pasa a ser el primer problema en la agenda personal: se vive ya como una amenaza mayoritaria, directa y real. Lo vemos en el Gráfico 7.

Resumiendo: la agenda personal define amenazas individualizadas y nos coloca en posición egotrópica, la agenda pública nos coloca en posición sociotrópica. La valoración conjunta de ambas agendas es muy relevante para precisar el alcance de cada tema en las conductas políticas y económicas, pero también en las conductas electorales y en la comunicación pública de las instituciones, organizaciones o partidos políticos. La comparación entre ambas agendas para todas estas cosas se puede hacer de diversas maneras. En otro trabajo he elaborado un concepto para ello, el *área de impacto de la comunicación política*⁹. En todo caso, la valoración conjunta permite circular entre los problemas personales y los interpretados como colectivos y ver un mapa completo en el que la imagen del país y la de uno mismo se encuentran para dar como resultado toda la complejidad de la dinámica social y económica vista por la ciudadanía.



⁹ Bouza (2004).

4. Los temas principales no directamente económicos en la agenda pública y personal

En la agenda pública (también en la personal) hay muchos más temas que los directamente económicos y algunos de singular relevancia. De marzo de 2008 (tras las elecciones) a abril de 2010 (último barómetro del CIS mientras escribo esto) los valores de la tendencia central durante ese periodo (para algunos, menos, como puede verse en la Tabla 2) son, en los principales y/o más significativos temas, los siguientes:

Agenda pública (marzo 2008/abril 2010)	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típica	Rango
7 TEMAS RELEVANTES, POR SU RANGO, EN TODA LA SERIE %					
Paro	35,0	82,8	57,5	11,5	1
Terrorismo, ETA	11,1	80,1	39,4	17,3	2
Problemas económicos	5,5	59,8	22,3	16,4	3
Inmigración	5,4	59,2	21,3	9,8	4
Vivienda	2,0	37,3	16,1	9,6	5
Inseguridad ciudadana	8,0	29,0	15,8	5,1	6
La clase política, partidos políticos (críticas abstractas o genéricas)	4,6	19,4	8,6	2,9	7
3 TEMAS SIGNIFICATIVOS EN ALGÚN MOMENTO DE LA SERIE %					
Los problemas relacionados con la calidad del empleo	1,1	14,4	5,3	3,5	
El gobierno, los políticos y los partidos (críticas concretas)	1,0	5,9	3,6	1,3	
La corrupción y el fraude	0,2	10,4	2,3	2,6	

El tema “la clase política, los partidos políticos” es el gran tema emergente (llega a ocupar el tercer rango en la agenda pública). Mantiene con el paro una correlación positiva, alta y significativa (0,745**). Es la cara política de la crisis. Si construimos un índice de desafección acumulando tres indicadores desde julio de 2009 (“La clase política, los partidos políticos”; “El Gobierno, los políticos y los partidos”; “La corrupción y el fraude”) la evolución nos muestra (ver Gráfico 8) una tendencia al alza, la misma del Paro percibido y del paro registrado (INEM). Las altas correlaciones nos muestran un sistema cognitivo que atribuye los problemas de la crisis a la política y a sus representantes y organizaciones.

La repercusión de la crisis económica en el sistema político (creencias, apoyos, alianzas, ideologías, votos...) llega a cuestionar la misma validez de todo él. La inexistencia real de organizaciones revolucionarias extremas o reaccionarias extremas, como en otros tiempos históricos, hace posible que esta desafección (fuerte y profunda) no tenga otras repercusiones que las de anunciar, *ceteris paribus*, una importante abstención electoral. O quizá entonces ya se habrán equilibrado las cosas y la abstención no sea significativa.



Gráfico 8. Índice de desafección con tres temas: “clase política, partidos políticos”; “gobierno, políticos y partidos” y “corrupción y fraude”

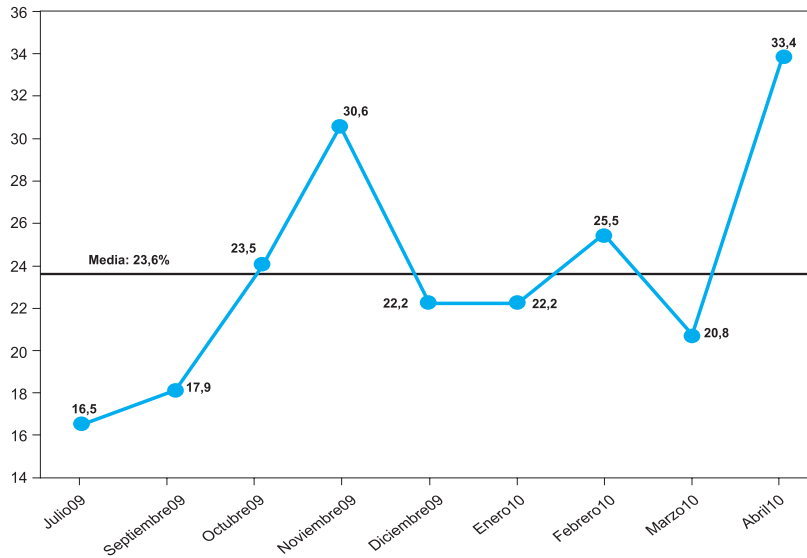
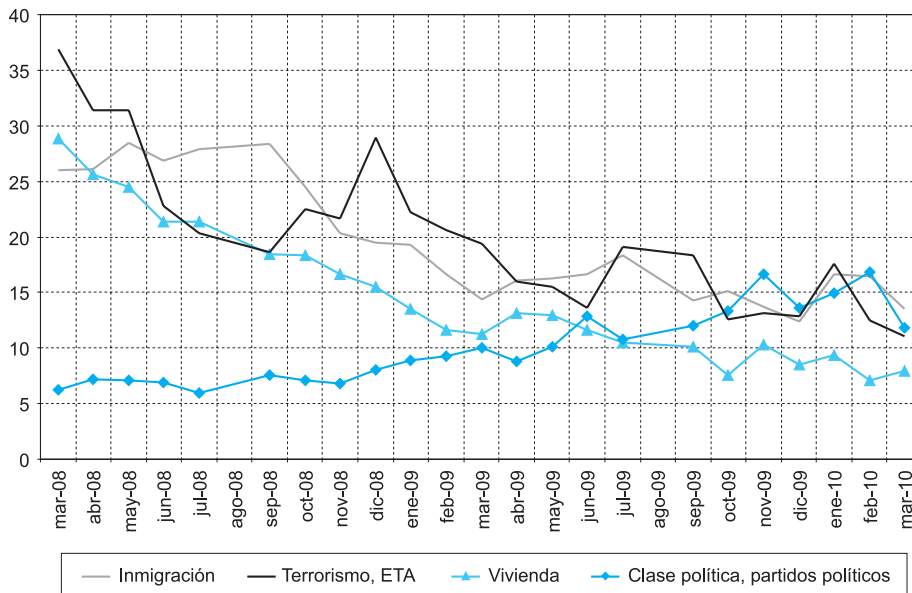


Gráfico 9.

Temas principales, no directamente económicos, en la agenda pública



En el Gráfico 9 de temas relevantes pero no directamente económicos podemos observar algo fundamental en el imaginario colectivo de esta crisis: baja la percepción (%) de los temas como problema salvo “La clase política, los partidos políticos”, que sube sin parar, es decir: casi nada importa fuera de la propia crisis económica y la variada debilidad de los gestores del sistema político, los dos grandes temas genéricos, y las críticas se dirigen a todos ellos,

no necesariamente al gobierno o a un partido específico. Estamos, pues, ante una atribución de responsabilidad a todos los actores políticos relevantes, y es ese sistema político complejo que llamamos democracia una víctima del imaginario social que muestran las agendas en la crisis económica en curso. Que la salida política de la crisis ya no pueda ser tan inquietante como en tiempos más agitados para los países avanzados y semiavanzados es un importante consuelo, pero no deja de ser intranquilizador que se vuelva a abrir la vieja frustración social y su también viejo legendario.

5. La agenda pública (agregada: 57.025 sujetos) por autonomías desde marzo de 2008 a marzo de 2010

No todas las Comunidades Autónomas están viviendo con la misma intensidad según qué tema a lo largo de la crisis. En la Tabla 2 y en la Tabla 3 vemos esta distribución de los temas por Comunidades Autónomas, en la primera desde marzo de 2008 a marzo de 2010, y en la segunda desde enero a marzo del 2010, más próximo al día de hoy. Los porcentajes hablan por sí mismos y hay poco que añadir. Les invito a que comparen apoyándose en los sombreados grises con que se resaltan aquellas cifras notablemente por encima de la media y/o muy significativas.

Pueden ver también cómo en los últimos meses los rangos se han movido en la línea ya comentada en la que los temas económico/políticos van en los primeros lugares, en los que también se le suma “La inmigración”, tema siempre importante y que ahora revive al albur de los conflictos de vestuario en Cataluña y Madrid, sobre todo.

6. A modo de conclusión: la capacidad descriptiva y predictiva de las agendas pública y personal durante la crisis

Lo expuesto muestra un procedimiento analítico con el que se pueden construir auténticos mapas cognitivos de los procesos racionales de las personas y los colectivos de toda condición, y se puede describir y aún prever un escenario posible desde las bases creenciales de esos colectivos y personas cuyas intensidades y matices temáticos las agendas ciudadanas muestran con gran eficiencia. Igualmente observables, las agendas más determinantes, la política y la mediática, operan como los principales exportadores de temas a las agendas ciudadanas, que apenas tienen otra forma de respuesta que dar mayor o menor relevancia a un tema, relevancia no siempre coincidente con el rango del tema en la agenda mediática. La agenda política es la responsable de buena parte de la agenda mediática y, entre ambas, transfieren a la agenda pública y a la personal los temas preferentes de una y otra, aunque no siempre coinciden ciertos temas secundarios ni los rangos de los principales con los temas de



Tabla 3. Porcentajes y rangos en la agenda pública por Comunidades Autónomas desde marzo de 2008 a marzo de 2010 (57.025 casos/sujetos). Cifras agregadas desde los Barómetros del CIS. Las celdas sombreadas son las medias más elevadas y significativas (según criterio) por encima de la media general

AGENDA PÚBLICA Marzo 2008/Marzo 2010	Paro	Problemas de índole económica	Terrorismo, ETA	Inmigración	Vivienda	Inseguridad ciudadana	Clase política, partidos políticos	Educación	Problemas relacionados con la calidad del empleo	Sanidad	Gobierno, políticos y partidos	Corrupción y el fraude
Andalucía	75,5%	48,2%	19,0%	18,0%	15,1%	12,1%	6,9%	4,3%	3,0%	3,1%	2,9%	1,4%
Aragón	73,1%	54,7%	24,2%	23,6%	12,1%	7,8%	9,6%	3,8%	2,7%	3,2%	2,5%	2,1%
Asturias	84,0%	38,4%	20,1%	11,5%	18,1%	5,9%	4,8%	3,3%	3,9%	1,8%	1,2%	1,0%
Baleares	69,0%	58,0%	16,1%	29,2%	10,7%	10,0%	10,0%	3,7%	4,5%	1,9%	2,7%	5,2%
Canarias	69,4%	58,6%	10,2%	23,9%	16,6%	12,6%	10,1%	7,9%	3,5%	15,5%	1,7%	3,5%
Cantabria	72,7%	46,6%	26,6%	16,6%	15,0%	11,2%	11,7%	3,8%	4,2%	4,9%	3,6%	1,6%
Castilla La Mancha	70,6%	46,4%	23,5%	18,5%	11,1%	8,3%	9,5%	3,6%	3,6%	1,9%	3,8%	1,7%
Castilla y León	75,7%	51,1%	26,4%	19,1%	9,5%	6,7%	9,4%	3,5%	2,6%	3,0%	3,4%	2,1%
Cataluña	61,9%	54,4%	10,5%	25,2%	18,0%	12,5%	13,9%	5,4%	6,1%	4,4%	3,7%	2,2%
Valencia (Com.)	71,1%	45,1%	20,4%	23,4%	10,9%	14,2%	8,5%	6,2%	6,4%	5,4%	4,1%	2,3%
Extremadura	81,9%	58,9%	27,0%	22,9%	11,9%	7,1%	7,0%	5,1%	1,4%	6,2%	2,2%	1,2%
Galicia	69,6%	50,5%	19,1%	9,0%	10,0%	13,1%	7,8%	4,1%	5,4%	5,1%	2,9%	1,2%
Madrid	67,1%	49,8%	25,5%	15,1%	14,8%	10,8%	14,6%	6,8%	6,0%	4,1%	6,4%	3,1%
Murcia	74,9%	62,8%	18,6%	25,9%	13,0%	15,5%	6,2%	3,8%	5,5%	2,0%	4,4%	1,7%
Navarra	72,7%	47,1%	30,7%	24,2%	24,4%	8,7%	10,2%	4,8%	7,3%	3,0%	1,2%	1,2%
País Vasco	61,2%	51,6%	24,3%	9,6%	24,4%	6,8%	15,0%	1,9%	3,2%	1,5%	1,3%	0,9%
Rioja (La)	58,6%	46,7%	40,6%	40,4%	11,2%	14,6%	12,7%	3,6%	0,2%	18,2%	4,4%	2,4%
N	39.997	28.884	11.376	11.095	8.331	6.374	5.878	2.784	2.625	2.451	2.020	1.154
TOTAL (Media)	70,1%	50,7%	19,9%	19,5%	14,6%	11,2%	10,3%	4,9%	4,6%	4,3%	3,5%	2,0%
RANGO TEMÁTICO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	16

Tabla 4.
 Porcentajes y rangos en la agenda pública por Comunidades Autónomas desde enero de 2010 a marzo de 2010 (7.455 casos/sujetos). Cifras agregadas desde los Barómetros del CIS. Las celdas sombreadas son las medias más elevadas y significativas (según criterio) por encima de la media general

AGENDA PÚBLICA Enero/Febrero/ Marzo 2010	Paro	Problemas de índole económica	Clase política, partidos políticos	Inmigración	Terrorismo, ETA	Inseguridad ciudadana	Vivienda	Gobierno, políticos y partidos	Educación	Sanidad	Problemas relacionados con la calidad del empleo	Corrupción y fraude
Andalucía	82,7%	45,8%	9,7%	12,1%	12,9%	9,0%	6,9%	5,1%	4,2%	2,4%	1,4%	2,1%
Aragón	87,8%	50,9%	18,9%	21,2%	10,4%	3,2%	6,8%	2,7%	1,8%	4,1%	2,3%	3,6%
Asturias	91,5%	27,5%	7,4%	7,4%	16,9%	5,3%	12,7%	2,6%	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%
Baleares	76,6%	48,2%	10,9%	26,3%	16,8%	9,5%	5,1%	5,1%	2,9%	0,7%	1,5%	16,8%
Canarias	83,9%	48,2%	15,0%	14,3%	6,1%	15,0%	12,9%	2,1%	8,9%	20,0%	1,4%	6,4%
Cantabria	81,8%	40,4%	24,2%	19,2%	14,1%	10,1%	12,1%	4,0%	4,0%	8,1%	5,1%	2,0%
Castilla La Mancha	85,3%	42,3%	17,1%	15,0%	18,3%	4,8%	8,7%	4,5%	4,8%	9%	2,4%	1,8%
Castilla y León	88,6%	51,0%	18,1%	12,8%	18,8%	5,3%	5,7%	4,1%	2,7%	3,0%	1,6%	3,2%
Cataluña	76,6%	51,6%	19,7%	22,3%	6,8%	10,7%	10,0%	5,9%	3,6%	2,6%	3,8%	2,9%
Valencia (Com.)	85,0%	45,0%	14,4%	22,0%	15,7%	11,1%	4,7%	5,4%	7,3%	5,4%	3,9%	2,8%
Extremadura	97,2%	42,8%	9,4%	20,6%	25,0%	8,3%	8,9%	4,4%	5,0%	7,8%	1,1%	2,8%
Galicia	84,1%	47,0%	14,0%	8,0%	10,7%	10,1%	6,1%	3,8%	4,0%	5,5%	5,0%	1,7%
Madrid	78,1%	44,6%	23,5%	10,7%	15,9%	6,6%	7,0%	10,1%	5,4%	4,4%	4,3%	2,7%
Murcia	94,2%	50,7%	8,0%	21,8%	14,7%	9,8%	8,0%	6,7%	1,8%	9%	4,4%	3,6%
Navarra	80,4%	42,2%	18,6%	16,7%	21,6%	2,0%	15,7%	2,9%	4,9%	2,0%	6,9%	2,9%
País Vasco	73,1%	49,2%	15,1%	7,7%	18,4%	6,0%	15,1%	1,6%	2,2%	2,7%	3,0%	1,6%
Rioja (La)	84,9%	43,4%	18,9%	18,9%	24,5%	1,9%	7,5%	5,7%	5,7%	7,5%	0,0%	9,4%
TOTAL (Media)	82,4%	46,6%	15,8%	15,5%	13,7%	8,5%	8,1%	5,4%	4,4%	4,1%	3,1%	3,0%
RANGO TEMÁTICO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12



las agendas ciudadanas, y estas variaciones se traducen en una mayor o menor correlación entre las diversas agendas, según tomemos o no un número grande, medio o pequeño de temas para establecer la correlación de rangos o de porcentajes-rango. En todo caso la potencia de los medios (agenda mediática) y las dificultades de la ciudadanía (agenda pública) para interactuar con sus políticos (agenda política) y con sus proyectos económicos (agenda económica) generan un malestar cívico que, en tiempos de crisis, se hace más patente, rotundo e inquietante.

Referencias bibliográficas

- BOUZA, F. (2004): "The Impact Area of Political Communication: Citizenship Faced with Public Discourse"; en *International Review of Sociology-Revue Internationale de Sociologie* (14-2); pp. 245-259.
- FRAILE, M. (2005): *Cuando la economía entra en las urnas. El voto económico en España (1979-1996)*. Madrid, Centro de Investigaciones Sociológicas.
- GONZÁLEZ, J. J. y BOUZA, F. (2009): *Las razones del voto en la España democrática (1977-2008)*. Madrid, Los Libros de la Catarata.
- HALLIN, D. C. y MANCINI, P. (2004): *Comparing Media Systems. Three Models of Media and Politics*. Cambridge, Cambridge University Press.
- McCOMBS, M. y SHAW, D. L. (1972): "The agenda-setting function of mass media"; en *Public Opinion Quarterly* (36-2); pp. 176-187.
- NORRIS, P. (1997): "The Battle for the Campaign Agenda"; en KING, A., dir.: *Britain at the Polls*. Chatham, Chatham House; pp. 113-144.
- THOMAS, W. I. y THOMAS, D. S. (1928): *The child in America: Behavior problems and programs*. Nueva York, Knopf.



MEDIOS DE COMUNICACIÓN: ESTA CRISIS TAMBIÉN ES NUESTRA

Lluís Bassets *

Resumen

Al periodismo le espera un incierto futuro, lleno de paradojas. La máxima democratización posible de la comunicación, que proporciona el mayor acceso a las fuentes de información, a los documentos e incluso a las comunicaciones reservadas de toda la historia por parte de los ciudadanos, desemboca en una precarización de la estructura económica que ha permitido desarrollar los oficios y técnicas periodísticas tan importante como para poner en peligro la idea del cuarto poder equilibrador de los otros poderes políticos, sociales y económicos. El exceso de información mata a la información. El estallido de la burbuja informativa, como ha sucedido con otras burbujas económicas, purga a veces hasta casi su desaparición al sector productivo que la ha originado. Será difícil que vuelvan a existir en el futuro empresas periodísticas que alcancen simultáneamente los niveles de excelencia profesional, el prestigio político y social y los altos niveles de ingresos que han caracterizado a las grandes editoras del último siglo y medio. Pero en la búsqueda del futuro modelo de negocio periodístico no hay lugar a dudas de que seguirá pesando su historia y ese extraño ideal de unas instituciones de naturaleza doble, que viven tanto de sus beneficios como de su influencia. Esta crisis es nuestra y cuando termine será difícil que no añoremos los viejos tiempos felices del periodismo de siempre.

Abstract

An uncertain future awaits journalism, filled with paradoxes. The maximum possible democratisation of communication, which provides greater access to sources of information, documents and even communications reserved by citizens from throughout history, shakes the stability of the economic structure that has enabled the development of journalistic trades and techniques that are so important as to endanger the fourth balancing power of the other political, social and economic powers. An excess of information kills information. The bursting of the informative bubble, as with other economic bubbles, at times purges the productive sector whence it came almost to oblivion. It is unlikely that in the future there will once again be journalistic endeavours that simultaneously achieve the levels of professional excellence, political and social prestige and the high revenues that characterised the major publishers of the last century and a half. However, in the search for the future model of the journalism business, its history will undoubtedly continue to play an important role along with that strange ideal of dual nature institutions, which live off their profits and their influence. This crisis is ours and when it finishes it will be hard for us not to yearn for the happier times of 'old-school' journalism.

1. Introducción

A primera vista, nadie lo diría. Los medios de comunicación y el periodismo en general tienen un protagonismo tan destacado en la comunicación de la crisis, o incluso como el escenario donde se nos representan las escenas de la crisis, que tendemos a olvidar que también sus empresas y sus profesionales se han visto golpeados de lleno por las turbulencias financieras y sus efectos sobre las economías. Y no tan sólo en los mismos términos en que afecta a toda la población y a todas las empresas y actividades, es decir, en pérdida de puestos de trabajo, recortes de gastos y disminución de tamaño económico, sino más lejos todavía, en la almendra misma de su propio oficio y en su negocio como fabricantes y distribuidores de contenidos informativos. Nadie lo diría pero si a alguien afecta especialmente esta crisis es a los medios de comunicación e incluso al periodismo, que además la sufren de una forma especial, tan especial como para que pueda calificarse también de crisis de quienes la cuentan, los periodistas, y del periodismo, es decir, crisis de los conceptos básicos de su actividad.

* Periodista. Director adjunto de *El País*.

Con frecuencia, la visión común sobre los medios se limita a las consideraciones ópticas que produce su intermediación respecto a la realidad, de manera que ante la crisis lo que más interesa es saber en qué medida distorsionan, alarman, amplifican o transmiten los fotogramas del estado real de la economía. Hasta tal punto es así que no faltan voces, frecuentemente en los puestos de responsabilidad gubernamental, que osan atribuir la depresión a la acción de los medios de comunicación con sus efectos amplificadores de las informaciones sobre la psicología del público. Fijándonos en la acción perversa de los medios solemos olvidarnos que los medios, sus profesionales, las empresas, son ante todo parte de la propia economía en crisis, y en segundo lugar, se ven afectados como los que más por la pérdida de confianza social que hay implícita en toda crisis, sobre todo cuando empezamos a preocuparnos por la liquidez bancaria y atisbamos la amenaza de una paralización de la circulación fiduciaria.

La moneda vive de la misma materia prima psicológica de la que viven las noticias, mercancía esencial de los medios de comunicación de prestigio, es decir, de la confianza y de la credibilidad. Sin confianza y sin credibilidad en los medios materiales que utilizamos para asegurar el funcionamiento de la economía se paraliza la estructura entera del comercio y de la producción. Esta amenaza que gravita sobre todas las crisis, y que en algunas llega a convertirse en un episodio especialmente duro, ahora pesa de forma permanente sobre los medios de comunicación. Hay por tanto una crisis general que afecta a los medios, pero hay otra crisis en la que están instalados los medios, de mayor profundidad y de salida más dificultosa, aunque están hechas una y otra de la misma sustancia: la quiebra de la confianza.

Hay que tener en cuenta que toda crisis, en cuanto golpea, afecta directamente a los medios de comunicación, sobre todo por un efecto normal en todas las depresiones: las empresas de medios nutren su cuenta de resultados en una proporción muy importante de la publicidad (la radio en su totalidad, al igual que la televisión de difusión gratuita; y la prensa no puede vivir sin ella, y en el caso de la gratuita es su única fuente de financiación). Todas las recesiones encogen el mercado publicitario en proporciones análogas al tamaño de la caída de la producción, aunque cuando terminan suele recuperarse el nivel anterior de facturación publicitaria. No será el caso con esta crisis: los ingresos publicitarios alcanzados por los medios de comunicación hasta un momento antes de empezar no regresarán jamás. Las caídas de ingresos en picado, con la desaparición de secciones enteras, como es la publicidad por palabras, quedarán en gran parte consolidadas en un mercado que se está desintegrando como tal.

Esta es la segunda razón de la amplitud de la crisis publicitaria: no se debe a una recesión económica exógena sino a una crisis interna de los medios, de la prensa y del periodismo. Esta es una de las peculiaridades de la actual crisis, su carácter doble: los medios de comunicación y sobre todo la prensa se ven golpeados como el sector financiero, el del automóvil o el de la construcción, pero probablemente saldrán de ella mucho más cambiados que cualquiera de los otros tres sectores que más se han visto afectados. Incluso existe la sospecha de que no saldrán de ella, sobre todo en el caso de la prensa impresa. Esta es para la prensa la crisis que le da la puntilla, como al toro yaciente y moribundo, y para el conjunto de medios una crisis transformacional, que convertirá su estructura en irreconocible.



2. El diario en papel, emblema de la crisis

Así, el emblema o símbolo de esta crisis, que en sus aspectos más coyunturales afecta por igual a la radio, la televisión y a la prensa, es el periódico impreso. Todos los medios se verán afectados, aunque de distinta forma y sobre todo con un ritmo temporal muy distinto, por la segunda crisis, la profunda, la transformacional, puesto que la integración multimedia en plataformas digitales accesibles a través de ordenadores, lectores o móviles es el horizonte tecnológico de todos los medios y será la base de los futuros modelos de negocios que sustituyan a las actuales empresas de prensa y de medios audiovisuales. Pero el medio en el que se concentra el mayor dramatismo del cambio es el periódico impreso en papel, objeto fetiche donde los haya, que ha marcado y pautaado con su cadencia diaria la historia del mundo en los últimos doscientos años.

Ahora, después de muchos años de debates y controversias, la extinción de la prensa diaria, y del periodismo impreso en general, es un horizonte reconocido por gran número de profesionales y de especialistas en medios, de forma que la actual crisis no ha hecho más que acelerar el proceso y actualizar los temores, convertidos ya definitivamente en pánico. Hubo un aviso temprano en la crisis subsiguiente al estallido de la burbuja tecnológica, en el año 2000, pero apenas afectó a las cuentas de resultados ni sobre todo al mercado publicitario de las empresas editoras. Menos todavía al público lector, que no había entrado en el declive perfectamente dibujado al final de la década, cuando ya se han incorporado a la edad adulta las primeras generaciones de los nativos digitales, los jóvenes nacidos en el uso del ordenador y de los móviles, con escaso apego al televisor convencional y mucho menos al papel prensa y al libro.

La novedad pues de la primera década del siglo XXI ha sido la aceleración del proceso y la entrada, sin lugar a dudas, en la fase terminal de esta historia coincidiendo con la crisis económica más colosal experimentada por el mundo desde 1929. Los datos sobre difusión de la prensa escrita en el mundo occidental indican una caída generalizada e irreversible de la lectura de periódicos impresos sobre papel, sustituida por el uso de los ordenadores, teléfonos móviles y aparatos de lectura digitales, fenómeno especialmente rotundo entre las generaciones más jóvenes. Algo similar sucede en paralelo con las televisiones generalistas, erosionadas por la fragmentación del espacio televisivo digital. Y todo ello acompañado también de una profunda transformación del mercado publicitario. El modelo de negocio periodístico, que ha proporcionado horas de gloria y beneficios sin tasa al capitalismo, hasta alcanzar en su fase terminal hasta el 30 por ciento de márgenes, ha dejado de funcionar en muchos mercados y pide a gritos la búsqueda de modelos alternativos que suplan el doble chorro de ingresos que llegaba de la publicidad y de la venta de los ejemplares al número o por suscripciones.

3. Una fecha para la extinción del periódico

Una de las predicciones más conocidas, realizada hace apenas seis años, justo a partir de las lecciones de la crisis provocada por el estallido de la burbuja tecnológica, es la que hizo Philip Meyer, en su libro ya clásico 'The Vanishing Newspaper', que sitúa exactamente en 2043 la fecha en que saldrá el último periódico impreso¹. Ahora mismo es bien claro que se trata de un cálculo optimista y que hay que adelantar esta fecha como mínimo en dos décadas. Pero lo más interesante del planteamiento de Meyer no es la fecha en sí, sino su análisis crítico de la industria de la prensa impresa, publicado justamente un año antes de que empezaran los primeros síntomas de la actual crisis financiera con los primeros impagos masivos de las hipotecas 'subprime'. Lo más suave que puede decirse de los editores de periódicos es que no leyeron las advertencias de Meyer o que si las leyeron no hicieron ni el más mínimo caso.

El grueso de los empresarios de prensa norteamericanos, según Meyer, se han situado en los primeros años del siglo XXI en lo que el profesor de Harvard especializado en marketing Michael Porter llama 'harvesting position market' que es la posición del cosechador en un mercado estancado, consistente "en incrementar los precios y bajar la calidad de los productos, confiando que los clientes seguirán atraídos más por el nombre de la marca que por la sustancia que anunciaba anteriormente dicha marca". Según Porter, una vez terminada la cosecha, la posición en el mercado se pierde, algo que Meyer, con mayor descaro traduce como 'toma el dinero y corre'².

Lo que dice Meyer para los editores norteamericanos vale también para los europeos, donde la prensa escrita se halla en una situación idéntica. "Los editores de periódicos pueden creer que los beneficios extraordinariamente altos que han conseguido en relación a otros negocios durante el siglo XX les pertenecen por nacimiento, pero no es verdad", señala. Y añade: "Fueron el resultado de unas condiciones que ya no existen: su casi monopolio sobre el acceso comercial a sus clientes. Fue un monopolio natural debido a los altos costes de las imprentas. Este monopolio ha sido destruido por la tecnología que crea medios mucho más baratos de distribuir la información. El periodismo de alta calidad será económicamente posible, pero ya no obtendrá tantos beneficios"³.

Y, finalmente, advierte en su conclusión que "el problema de preservar la calidad del periodismo merece especial atención durante las cíclicas recesiones económicas". No ha sido el caso. Los beneficios de la cosecha se han dirigido sobre todo a financiar el traslado del negocio a nuevas formas de fabricar informaciones y contratar publicidad, principalmente los medios audiovisuales y muy subsidiariamente a la preservación de los niveles de calidad de sus contenidos periodísticos y a la búsqueda de nuevos modelos de negocio en Internet a través de las inversiones directas en tecnología. Insisto en que estas observaciones son anteriores a la actual crisis.

¹ Meyer, 2004. p. 16.

² *Ídem*, pp. 2, 10 y ss.

³ *Ídem*, p.245.



La última etapa de la historia de la prensa diaria, que coincide con la mayor crisis económica del último siglo, es, pues, un momento especialmente interesante en el que se combinan los altísimos márgenes, el incremento del valor de las empresas, la concentración de medios en grandes conglomerados multimedia y un alto nivel de endeudamiento, simultáneos a la pérdida de competitividad del núcleo de estos negocios, es decir, de los periódicos impresos. Así es como la crisis castiga a los medios de forma triple: caen las ventas y los ingresos publicitarios, cae el valor de los activos y de las acciones y crece el nivel y el coste del endeudamiento, pues no hay que olvidar que se trata también de una crisis de liquidez y de crédito.

Otro periodista especializado en medios como Alex S. Jones, que ha analizado con detalle este proceso, señala que las empresas de medios necesitan recuperar los márgenes de beneficios como mínimo al nivel del 20 por ciento para salir de su actual situación de endeudamiento, objetivo que pretenden conseguir realizando “una orgía de recortes en los gastos de redacción”⁴. Sabemos las consecuencias que todo ello ha producido en la calidad del periodismo y en la pérdida de credibilidad de las cabeceras que se prestan a tales comportamientos. Muchas empresas entran en un círculo vicioso que desencadenan los recortes insostenibles para la calidad del producto, de manera que se convierten inmediatamente en una reducción del mercado y en muy poco tiempo en la caída libre y el cierre.

4. Instituciones de la sociedad democrática

La de los periódicos ha sido una historia muy seria e históricamente trascendente, que se identifica con el desarrollo del capitalismo, con la urbanización y con la construcción de democracias parlamentarias apoyadas en una vibrante opinión pública. Sin noticias impresas diarias, entre las que se incluyen las de las cotizaciones de las materias primas, de las monedas y de las partes de las empresas cotizadas en bolsa no hay mercados ni hay capitalismo.

Los diarios a su vez se identifican todos ellos con la historia de las ciudades en los que se editan, con sus respectivas burguesías locales, sus intereses comerciales e industriales y sus respectivas apuestas políticas. Finalmente, el periodismo escrito, con las noticias sobre la actualidad política y los artículos en los que los columnistas critican o apoyan las decisiones de los gobiernos, está históricamente vinculado a la actividad de los partidos, los parlamentos, los tribunales y el conjunto de instituciones del Estado de derecho democrático.

Todo esto entra en una fase novedosa, en la que las actividades de comunicación que vienen a sustituir al periodismo tal como lo hemos conocido están organizándose de forma absolutamente distinta, situando en precario el papel que todavía juegan los periodistas y los periódicos escritos en el funcionamiento de nuestras sociedades y de nuestros sistemas de Estados de derecho y de democracias parlamentarias.

⁴ Jones 2009, p. 41.

Los viejos medios surgieron y maduraron en la época del florecimiento de los estados nación, y están por ello ahormados a los patronos e incluso a las ideologías nacionales, que les conducen a identificar un interés general nacional al que deben servir a veces incluso por encima de su propio interés como negocio. Los nuevos medios, en cambio, corresponden al capitalismo globalizado y desregulado, su anclaje apenas es geográfico y tienen como principal referencia las comunidades y redes en los que se insertan, por encima de cualquier frontera y al margen de cualquier institución democrática o no.

Venimos de una época de mercados estandarizados, guiada por la oferta, y hemos entrado en otra época, diametralmente distinta en cuanto a organización de mercados, basada en la diversificación de los productos, y guiada fundamentalmente por la demanda. Los medios de comunicación tal como los hemos conocido encontraban su negocio en el hallazgo de un producto capaz de satisfacer un público lo más amplio posible, de manera que los beneficios aumentaran en la medida en que se incrementaba el tamaño del mercado accesible y la parte del mercado ocupada por este producto. Eran medios de comunicación de masas, tal como se les llamaba entonces, que se contraponían a los medios de comunicación interpersonal, territorio de contenidos subjetivos y privados, casi ajenos a la economía.

5. La teoría de la larga cola

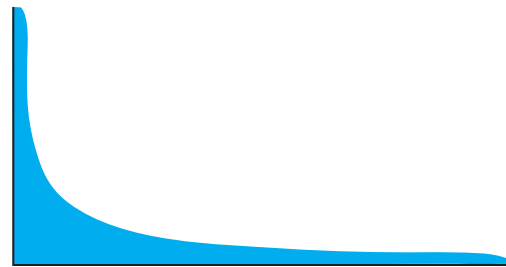
En la nueva época desaparece la frontera entre lo público y lo privado, entre la tecnología para alcanzar grandes públicos, las viejas masas del siglo XX, y los públicos particulares, los nichos o comunidades agrupadas en torno a intereses compartidos. Antes había unos pocos prescriptores verticales que imponían su selección de contenidos a una amplia masa de público, mientras que ahora cualquier consumidor de medios puede convertirse en prescriptor dentro de una comunidad más o menos limitada.

Chris Anderson (2006) lo ha formulado con precisión y elegancia en su popularización de la teoría de la larga cola (*long tail*), expresión que sirve para denominar un gráfico en el que vemos representada la acumulación de público en el consumo de unos pocos productos estandarizados y su evolución hacia una larga línea plana, la larga cola, en la que se puede observar la fragmentación del mercado. Si anteriormente las grandes cifras se alcanzaban con un producto estandarizado, ahora se hace a través de la suma de pequeñas cantidades, a través de la acumulación de nichos, es decir, gracias al consumo de una multitud de productos adaptados a los clientes.

Esta es la estructura de los mercados de la época digital (Figura 1), y lo es también para los productos informativos. La crisis actual es para los medios el momento de transición desde el producto estandarizado en papel hasta la posibilidad de que cada lector cree su propia forma de consumir información, mediante redes sociales, accesos a webs informativas y sus propias

comunicaciones, en una multitud de nichos que finalmente, como tendencia, deberán ser individuales, cada uno de ellos adaptado al usuario particular. El problema de esta transición es que no hay fórmula económica que la sostenga desde los medios de comunicación tradicionales, puesto que la tracción es fundamentalmente tecnológica, y se produce desde las empresas de software primero y luego desde redes sociales como Facebook, Tweeter y YouTube o buscadores como Yahoo y Google.

Figura 1. Estructura de los mercados en la era digital



El mismo Chris Anderson ha tratado la segunda parte del problema, el de la gratuidad de las comunicaciones, en su libro 'Free', especialmente oportuno a la hora de considerar el futuro de las empresas de contenidos. Este periodista digital basa su teoría en la abismal disminución de costes a la que se enfrentan los productos en el mundo digital, especialmente cruel en el caso de la información periodística entendida como materia prima a disposición de todos y de coste de consumo cero. La información escasa, así como la adaptada al cliente, es cara y requiere precio, mientras que la información abundante y que funciona como una commodity debe ser necesariamente gratuita⁵.

La actual crisis de los medios tiene un origen tecnológico, pero en su esencia no es únicamente tecnológica, sino directamente de transformación radical de los mercados. Se da así la paradoja de que la crisis de los medios induce a las viejas empresas a desinvertir en periodismo de calidad cuando es evidente que la futura recuperación se producirá a través del periodismo de calidad y de sus marcas, aunque fundamentalmente sobre soporte digital. No se trata de una tendencia reciente ni de una miopía empresarial o ausencia de visión estratégica súbitamente sobrevenidas.

6. Una industria sin innovación

La industria periodística tradicional, instalada cómodamente en unos márgenes magníficos y en una influencia social envidiable, ha dejado de innovar desde hace años. La innovación en contenidos ha saltado a la televisión, al cine documental, a internet e incluso directamente a la literatura. En cuanto a la innovación tecnológica, la más disruptiva, se ha producido directamente en los garajes de las empresas tecnológicas que han crecido desde cero en ámbitos inicialmente ajenos al mundo de los medios y del periodismo.

⁵ Anderson 2009, pp. 97-98.

La crisis está reventando el modelo de negocio: cada vez hay menos publicidad y cada vez hay menos lectores. Pero los empresarios de prensa, que habían recibido a tiempo todas las señales sobre la evolución de su negocio, en muy pocos casos supieron abrir sus empresas a las actividades alternativas de futuro, principalmente en lo que afecta a la innovación tecnológica. La iniciativa ha pasado así, simbólicamente, de Fleet Street a Silicon Valley sin transición.

El último modelo de negocio en el que se insertó la prensa escrita, el infotainment, es decir, la mezcla de información y de entretenimiento, ha tenido también un efecto acelerador en la crisis del periodismo escrito como negocio. Por una parte, ha traído inversiones del periodismo puro. De la otra, ha adulterado los sistemas de valores y el modelo profesional del periodismo y del reportero, convertido en tertuliano, showman, humorista y finalmente actor.

Las empresas han pretendido encontrar una protección en las últimas décadas en la dinámica del *'too big to fail'* (demasiado grande para dejarlo caer). Lo que iba a garantizar la independencia y calidad de los periódicos tradicionales de propiedad y gestión familiar, el modelo clásico de la gran mayoría de las cabeceras históricas, era su asociación en grupos multimedia con otros periódicos, cadenas de radio y de televisión. El paso siguiente fue introducirse en las industrias culturales de la producción musical, audiovisual, cinematográfica y deportiva.

De la época del periodismo se pasó a la época de los contenidos, expresión que sintetiza en sí misma la indiferencia ideológica de los empresarios en relación a la orientación de sus medios: al final se trata simplemente de crear contenidos para alimentar unas enormes industrias de comunicación. Todo esto se hizo cambiando las dimensiones económicas de las empresas y sometiendo a las redacciones periodísticas a una fuerte tensión profesional derivada de las necesidades de sinergias, de una parte, y de la obligada preservación de la imagen de independencia y credibilidad de los profesionales, de la otra.

7. Periodismo sometido

Las dependencias políticas, las relaciones públicas y los chantajes publicitarios, que han sido siempre una fuente de angustia profesional y de subordinación informativa, han experimentado un alarmante incremento en sus actividades condicionantes en la última fase del periodismo escrito antes de su próxima extinción. Razón de más para que todo ello contribuya a deslustrar su prestigio y su imagen de cara a un futuro digital en el que no existen ni siquiera como sombra de antiguas construcciones los parámetros éticos y los 'muros' entre publicidad e información, opinión e información, gestión empresarial y dirección periodística.

El campo de la publicidad genuina se ha estrechado y va quedando reducida al consumo dirigido a públicos acotados, indicando la tendencia de futuro de una publicidad de nichos. Los sectores más afectados por el cambio de modelo comunicativo son los compuestos por



pequeños anunciantes, que han ido migrando pasivamente a soportes digitales. Es el caso sobre todo de los anuncios por palabras y los contactos. Lo que va quedando de la publicidad deriva de forma acelerada y alarmante hacia la esponsorización, que finalmente es una relación de dependencia y afecta directamente a los contenidos.

Los periódicos van quedando en manos de los grandes anunciantes, que han modificado de forma sustancial el objetivo de sus inversiones publicitarias. Su función no es mejorar la venta de determinado producto, lanzar productos nuevos o simplemente sostener o acrecentar el valor de la marca, sino directamente influir y capturar opinión e influencia. Eso vale para los grandes bancos, monopolios comerciales de facto, eléctricas, petroleras o fabricantes de automóviles que suelen tener intereses directos en el terreno de las políticas comerciales, económicas, energéticas, medioambientales o urbanísticas. Esto no significa que la nueva sociedad tecnológica nos ofrezca un horizonte más tranquilizador. En los nuevos soportes digitales, en realidad, la relación ancilar respecto a la publicidad todavía puede ser más insostenible que en la prensa impresa.

Hay un error estratégico en la base de esta evolución, originado por la falta de visión acerca del futuro de los medios. La idea dominante ha sido que sólo los grandes conglomerados multimedia y multinacionales podrían jugar como actores globales en el nuevo escenario que se estaba configurando. Esta perspectiva condujo a las fuertes concentraciones de medios y a los altos niveles de endeudamiento ya comentados, que se han revelado letales en la actual crisis. La irrupción con fuerza del mundo digital ha atacado a estos grandes conglomerados como el procedimiento de cracking con los hidrocarburos. Uno detrás de otro todos los negocios han ido cayendo, demostrando la falsedad de la idea del 'too big too fail', mientras que la porción congrua de los grupos resultantes intenta sobrevivir a sus niveles de endeudamiento y con gran frecuencia caen en manos de nuevos grupos directamente interesados en el aprovechamiento financiero y no en el periodismo.

Se da así la paradoja de que de momento pueden enfrentar mejor la crisis algunos pequeños medios familiares o pertenecientes a grupos empresariales muy vocaciones que las grandes corporaciones multimedia de infotainment cotizados en bolsa. Lo mismo cabe decir de la filosofía que orientaba a los modelos cooperativos del periodismo europeo de posguerra, considerados obsoletos en las últimas décadas por el turbo capitalismo, que reaparece ahora en Estados Unidos en forma de fundaciones orientadas exclusivamente a garantizar inversiones en periodismo de calidad.

8. Abandonados por la economía

Es así como la mayor parte de las salidas que se ha tanteado para superar esta crisis han erosionado el núcleo duro del negocio de las noticias, lo que había sido durante decenios la garantía de todos los negocios de prensa: la credibilidad. La actual situación del periodismo es la de un continente de la cultura humana que está siendo abandonado por la economía. Las actividades que se hacen bajo su nombre o derivadas de su tradición han dejado en gran parte de representar un negocio. La pérdida de puestos de trabajo del sector sólo pueden equipararse a lo que sucedió con los cocheros cuando aparecieron los automóviles. Es acelerada la desinversión en las actividades centrales del oficio, como es el mantenimiento de correspondencias en las capitales que se pretende cubrir informativamente, los enviados especiales y el reportero. Crecen en cambio las actividades más baratas y expeditivas, como son los blogs y la opinión y el reportero de baja calidad, ejercidos por profesionales mal pagados o incluso por aficionados.

Previamente a esta migración, la economía ya había hecho alguna jugarreta al periodismo. Si esta crisis demuestra que la política es la criada de la economía, en sus orígenes se revela que el periodismo, a su vez, también está en la plantilla de servicio de la economía. El engaño a que nos han sometido los auditores, las agencias de rating, los bancos y las empresas en general, puntualmente transmitido, acreditado y comentado por los medios, es en gran parte fruto de esta relación ancilar del periodismo respecto a la tiranía económica.

No podemos olvidar que estamos en una crisis de la sociedad de la información y que el periodismo es fundamentalmente una actividad informativa e, incluso, la actividad informativa central hasta la consolidación de la sociedad de la información. Momento en el que la crisis está desalojando al periodismo tal como lo hemos conocido del centro de la plaza. El fondo de la crisis está en la radicalidad del cambio tecnológico y social: fin de la intermediación, gratuidad, y ruptura de todos los monopolios de producción y distribución.

Decíamos que la economía estaba abandonando al periodismo, pero hay que señalar en esta evolución que el periodismo a su vez está abandonando a la política, con efectos devastadores en la calidad de nuestras democracias. Convertido en comunicación de nichos o comunidades, en toda su amplia gama de infinitos registros, y situado en los intersticios de las relaciones interindividuales y grupales, el periodismo se ve tentado a abandonar la plaza pública y con ella la función más noble para la que fue concebido y también la que le había proporcionado su mayor carta de prestigio como era ejercer de controlador de los poderes públicos, garantía de la transparencia y voz de los ciudadanos sin voz.



9. La paradoja del éxito comunicativo

Nos abrimos así camino hacia un incierto futuro, lleno de paradojas. La máxima democratización posible de la comunicación, que proporciona el mayor acceso a las fuentes de información, a los documentos e incluso a las comunicaciones reservadas de toda la historia por parte de los ciudadanos desemboca en una precarización de la estructura económica que ha permitido desarrollar los oficios y técnicas periodísticas tan importante como para poner en peligro la idea del cuarto poder equilibrador de los otros poderes políticos, sociales y económicos. El exceso de información mata a la información. El estallido de la burbuja informativa, como ha sucedido con otras burbujas económicas, purga a veces hasta casi su desaparición al sector productivo que la ha originado.

Será difícil que vuelvan a existir en el futuro empresas periodísticas que alcancen simultáneamente los niveles de excelencia profesional, el prestigio político y social y los altos niveles de ingresos que han caracterizado a las grandes editoras del último siglo y medio. Pero en la búsqueda del futuro modelo de negocio periodístico no hay lugar a dudas de que seguirá pesando su historia y ese extraño ideal de unas instituciones de naturaleza doble, que viven tanto de sus beneficios como de su influencia. Esta crisis es nuestra y cuando termine será difícil que no añoremos los viejos tiempos felices del periodismo de siempre.

Referencias bibliográficas

- ANDERSON, C. (2009): *Free. The Future of a Radical Price*. Londres, Random House.
- ANDERSON, C. (2006): *The Long Tail. How Endless Choice is Creating Unlimited Demand*. Londres, Random House.
- JONES, A. S. (2009): *Losing the News. The Future of the News that Fed Democracy*. Nueva York, Oxford University Press.
- MEYER, P. (2004): *The Vanishing Newspaper. Saving Journalism in the Information Age*. Columbia y Londres, University of Missouri Press.
- PORTER, M. (1998): *Competitive Strategy: Creating and Sustaining Superior Performance*. Nueva York, Free Press.



MEDITERRANEO ECONÓMICO

La crisis de 2008

De la economía a la política y más allá

- I. Las explicaciones de los economistas: los “fallos” de mercado y de la regulación
- II. Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios
- III. Europa y el mundo después de la crisis
- IV. La crisis española y las estrategias de salida

LA PRIMERA RECESIÓN GLOBAL Y LA CRISIS DEL EURO¹

Álvaro Espina *

Resumen

En la segunda mitad de 2010 se presenta la prueba de fuego para la teoría keynesiana, ya que, en palabras de Lord Skidelsky: “si la consolidación fiscal demuestra ser el camino real para la recuperación y el crecimiento rápido, entonces podríamos enterrar a Keynes de una vez por todas”. En cambio, en el supuesto contrario habría que “afrentar abiertamente el desafío que supone el poder financiero para el buen gobierno”. En términos prácticos, el debate cuestiona la oportunidad de anticipar de forma simétrica el proceso de ajuste y de reconducción de las medidas fiscales y monetarias extraordinarias acometidas entre 2008 y 2009 para hacer frente a la Gran Recesión, cuando los signos de recuperación resultan todavía inciertos y algunos indicadores de desaceleración apuntan hacia una “doble recesión” (*double dip*). Equivocarse en el diagnóstico puede tener consecuencias económicas graves.

Abstract

The second half of 2010 is turning out to be the acid test for Keynesian theory since, in the words of Lord Skidelsky: “if, in fact, fiscal consolidation proves to be the royal road to recovery and fast growth then we might as well bury Keynes once and for all”. However, if the opposite is true, “then the challenge that financial power poses to good government has to be squarely faced”. In practical terms, the debate questions the opportuneness of symmetrically anticipating the tightening process and redirecting the extraordinary fiscal and monetary measures taken in 2008 and 2009 to cope with the Great Recession, when the signs of recovery are still uncertain and various indicators of deceleration are pointing towards a double dip. A misdiagnosis in this respect could have grave economic consequences.

1. Introducción

La prueba de fuego para la teoría keynesiana se presenta finalmente en la segunda mitad de 2010, ya que, en palabras de Lord Skidelsky (2010a): “si la consolidación fiscal demuestra ser el camino real para la recuperación y el crecimiento rápido, entonces podríamos enterrar a Keynes de una vez por todas”. En cambio, en el supuesto contrario habría que “afrentar abiertamente el desafío que supone el poder financiero para el buen gobierno”. En términos prácticos, el debate cuestiona la oportunidad de anticipar de forma simétrica el proceso de ajuste y de reconducción de las medidas fiscales y monetarias extraordinarias acometidas entre 2008 y 2009 para hacer frente a la Gran Recesión, cuando los signos de recuperación resultan todavía inciertos y algunos indicadores de desaceleración apuntan hacia una “doble recesión” (*double dip*). Equivocarse en el diagnóstico puede tener consecuencias económicas graves.²

El debate se remonta a la “teoría de las plétoras generales” y a la asociación que hiciera John Stuart Mill en 1829 entre la avidez por activos financieros líquidos y seguros, la insuficiencia de demanda agregada y el exceso de capacidad productiva y empleo.³ Sólo que en esta ocasión el problema se plantea a escala global, y la facción recalcitrante a aplicar políticas cooperativas la representan China —rehusando reevaluar el Yuan— y el Bundesbank, cuya carencia de argumentos racionales para revertir la política expansiva recuerda la obstinación de Montagu Norman en la defensa del Patrón Oro, al afirmar: “Yo no tengo razones.

* Universidad Complutense de Madrid y Ministerio de Economía y Hacienda.

¹ Véase la versión preliminar de esta contribución en Espina (2010c), del libro en preparación *La “década maravillosa” y la primera recesión global*. Previamente aparecieron Espina (2010a y b).

² Véase el debate animado por Martin Wolf (2010) en *Financial Times*.

³ Véase Schumpeter (1954), pp. 688ss.; y Delong (2010).

Tengo instintos... y, si las he tenido, ya las he olvidado”.⁴ Para Angela Merkel el asunto es bien simple: “Bastaría con haberle preguntado a un ama de casa suaba para saber que a la larga uno no puede vivir por encima de sus posibilidades”⁵. Y si hacer lo contrario condujo adonde nos encontramos, la lógica ramplona indica que lo que hay que hacer ahora es apretarse el cinturón. De esta manera la dirigencia alemana llegaba al mismo tipo de error de composición, en relación a la demanda agregada dentro de la Eurozona y a escala global, al que Keynes denominó “paradoja de la frugalidad”, que ya fuera descrito por Bernard de Mandeville en *La fábula de las abejas* (1705).

Las implicaciones del cambio generacional en Alemania se examinan en la primera parte del trabajo. La segunda analiza la crisis del euro y la afloración de las contradicciones y carencias del diseño institucional de la UEM. En la tercera, la crisis se contempla como palanca de transformación para la Eurozona. En la cuarta se evalúan los riesgos que presenta la política generalizada de austeridad para todo ese proyecto y para la recuperación global. La conclusión final remata el argumento.

2. El cambio generacional de la dirigencia alemana y sus implicaciones para la UE y la Eurozona

Tras atravesar en un solo año de vida todo el espectro cromático del universo político en la agonizante RDA, desde el SPD al CDU, al culminar la reunificación de Alemania Angela Merkel se integró en el gobierno de la RFA (1990-1997) bajo la tutela del Canciller Helmut Kohl, para pasar a ser elegida Secretaria General a la caída de éste (1998), y presidenta del grupo parlamentario del CDU en 2000. La decepción y desconfianza generalizadas hacia los grandes ideales utópicos, que Merkel aportaba desde su experiencia biográfica en la Alemania comunista, pareció contagiarse a la nueva Alemania (frustrada también por las consecuencias de la unificación), despojando a la nueva élite dirigente de cualquier visión de futuro a medio plazo y tiñendo todas sus decisiones de una impronta de inmediatez, incrementalismo, pragmatismo y nacionalismo instintivos.⁶ La vocación de artífice de la integración europea de Helmut Kohl nunca resultó contradictoria con la de la reunificación alemana, pues formaba parte de las señas de identidad de una generación de alemanes sin la que no puede entenderse la construcción de la UE, porque para ellos la forma que adoptó la nueva identidad nacional consistió precisamente en llegar a ser la esencia misma de la identidad europea. En cambio, para Habermas (2010a):

⁴ En su comparecencia el 5 de diciembre de 1929 ante el Comité Macmillan (Ahamed, 2009).

⁵ Discurso ante la Convención del CDU en Stuttgart (diciembre de 2008): <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/economics/article5337655.ece>

⁶ Proissl (2010), pp. 13-15.



“Con la excepción de Joschka Fischer, la generación de dirigentes de Alemania desde la etapa de la Cancillería de Gerhard Schröder ha practicado una política nacional introvertida. Sin pretender sobreestimar el papel de Alemania en Europa, la brecha de la mentalidad alemana que se abrió tras el Canciller Helmut Kohl tiene una importancia formidable para Europa”.

Su reflexión trae a la memoria la dicotomía establecida por Ortega entre generaciones de combate y generaciones cumulativas⁷:

“Conscientes de las consecuencias de sus pasados excesos nacionalistas, no encontraron la más mínima dificultad en renunciar a la recuperación de la soberanía de pleno derecho ni, cuando fue necesario, en hacer un tipo de concesiones que, en todo caso, resultaban beneficiosas también para la República Federal. Esta perspectiva ha cambiado desde la reunificación. Las elites alemanas parecen disfrutar y ufanarse de la comodidad de la vuelta a la normalidad nacional: ¡Podemos ser como los demás otra vez! [...]. La buena voluntad para aprender con mayor rapidez que mostró aquella gente totalmente derrotada ha desaparecido. La mentalidad narcisista de un coloso satisfecho en medio de Europa ha dejado de proporcionar la garantía de futuro para el inestable *statu quo* en la Unión Europea. La Alemania de Angela Merkel es tan nacionalista como la Gran Bretaña de Thatcher”.

Ésta es una falla fundamental para el futuro de la Unión.

Porque no parece tratarse de una simple vuelta a la “normalidad alemana” sino a algo oscuro e incierto. En palabras de Thomas Klau (2010): “Si abandonamos, por obsoleto, el modelo inteligente, moderno e ilustrado de las décadas de posguerra ¿Dónde encontraremos nuestro *modelo alemán*?”. La denominada “normalización del sentimiento nacional” no es otra cosa que el refugio historicista en la ideología Guillermina del II Reich, modelada por el “Canciller de hierro” para “clavarle los dientes a Europa”. De modo que:

“[Una] ruptura deliberadamente inducida respecto al único período noble y exitoso en la historia reciente de Alemania abocaría inexorablemente a esa forma de liberación selectiva de impulsos que constituye la faceta más estúpida y destructiva de la política, inoculando un veneno político puramente reaccionario que no tiene cabida en la Alemania del siglo XXI.”

En abierto contraste y marcando las diferencias con todo esto, con motivo de su 80 cumpleaños el ex canciller Helmut Kohl reafirmó la trayectoria y el ideario de su generación, afirmando:

“Nosotros supimos aportar nuestro esfuerzo a la reconstrucción de Alemania, a cimentar la democracia en nuestro país y a integrarlo en la comunidad de estados del mundo libre [...] sobre unos cimientos que harían posible la paz y la libertad permanentes”⁸.

⁷ Espina (2007).

⁸ Reproducido en Bild, 3 de abril de 2010.

En su obra *Europa: El proyecto vacilante*, Habermas concluía que tras la trágica historia que condujo al holocausto ya no es posible presumir nunca más que las naciones son inocentes ni inmunes al derecho internacional. Aquella experiencia horrenda obligaba a extraer la lección de ética colectiva según la cual los pequeños países nacionalistas “deben quedar diluidos y olvidados dentro de una organización mejor, más racional, basada en el acuerdo global mundial”. Lo que no implica la desaparición de los estados, ya que, en palabras de Dahrendorf,

“Los estados nacionales siguen siendo virtualmente los depositarios de los derechos fundamentales y de la ciudadanía, y su papel afecta a la supremacía del derecho, a la Constitución y a la preservación y el desarrollo de las instituciones, más que a la economía o al sentimiento nacional”.

Si bien es verdad que el Tratado de Lisboa iba más allá⁹, la interpretación del mismo realizada por la sentencia del Tribunal Constitucional alemán de Karlsruhe el 30 de junio de 2009 corta drásticamente las alas de la integración futura y significa en última instancia una peligrosa renacionalización constitucional de todo el proceso legislativo europeo, sintetizando bien el drástico giro de sensibilidad generacional, que retorna a un concepto de soberanía propio del siglo XIX,¹⁰ con la consiguiente amenaza para el *ethos* de la edificación europea y del espacio global, precisamente cuando, de encontrar una respuesta adecuada en Europa, el giro experimentado por la política internacional con el presidente Obama podría abrir la puerta para la gobernabilidad y la estabilidad de un sistema internacional mucho más justo y humano.

Lo más perturbador de todo ello es que el giro generacional en el carácter de la clase dirigente alemana se produce a contracorriente de la tendencia histórica general, que empuja precisamente ahora hacia un nuevo desplazamiento del equilibrio entre el mercado y el poder político en favor de la regulación integradora, realizada a escala del espacio global, siguiendo el ciclo de desarrollo capitalista descrito por Karl Polanyi hace más de medio siglo, de acuerdo con el cual:

“La fase actual de globalización liderada por el mercado debería verse seguida también por otra de fortalecimiento, no solo de la Unión Europea, sino de la comunidad internacional. Hoy necesitamos instituciones capaces de actuar a escala global [para la] supervisión de los mercados de valores y la regulación de los mercados”¹¹.

¿Estamos, pues, abocados a una nueva ocasión perdida, como temía el editorial del *The New York Times* titulado “Germany vs Europe”?¹² Lejos de cualquier fatalismo, Habermas (2010a) rechazaba que el impacto de la crisis económica conduzca necesariamente al repliegue sobre las políticas nacionales. Antes al contrario, las medidas extraordinarias adoptadas para

⁹ Véase mi prognosis en Espina (1997b).

¹⁰ Véase Proissl (2010), pp. 15-18.

¹¹ Véase Habermas (2010a).

¹² *The New York Times*, 26 de mayo de 2010.



hacer frente a la crisis del euro en la primavera de 2009 bien podrían dar pie al estrechamiento de los lazos de coordinación y constituirse en trampolín y detonante para dar un salto adelante en la integración europea:

“Sin embargo, no hay nada que ilustre mejor la naciente indiferencia de la nueva República Federal que su falta de sensibilidad respecto al desastroso impacto de sus palabras para los otros estados miembros. Merkel en un buen ejemplo del fenómeno de que los buenos líderes políticos que estaban dispuestos a tomar riesgos electorales internos en favor de Europa constituyen una especie en vías de extinción”.

Esta nueva indiferencia se vio estimulada por la insuficiencia de las previsiones contenidas en el Tratado de la UE, que ni siquiera cuenta con instituciones penales mínimas para definir delitos a escala europea y para evitar o corregir conductas individuales de sus representantes flagrantemente dirigidas a violar las obligaciones y los contratos voluntariamente asumidos por ellos en nombre de sus Estados, como sucedió cuando las autoridades griegas se confabularon a comienzos del decenio con los mejores especialistas mundiales en el diseño de mecanismos de fraude financiero y contable para violar las obligaciones impuestas a Grecia por el Tratado de Maastricht. Pero no es solo eso. El comisario de Comercio de la Comisión Europea, Karel de Gucht, llegó a confesar que el fraude al Tratado era conocido en Bruselas, porque “se sabía que Grecia estaba engañando a la Comisión”, añadiendo que ya “en 2003 y 2004 la Comisión quiso enviar inspectores a Atenas, a lo que se opusieron los Gobiernos” del Consejo de la UE.¹³ El ex ministro de finanzas alemán Hans Eichel, entre otros, confirmó esa evidencia¹⁴ de falta de rigor en el cumplimiento de las reglas del Tratado. No resulta sorprendente, pues, que tampoco los mercados las hayan tomado en serio, y que fueran estos últimos los encargados *ex post facto* de exigir el cumplimiento de tales mandatos, adoptando el papel de espada justiciera impersonal.

3. La crisis del euro, las contradicciones de la UEM y las simulaciones de salida de la crisis

La aparatosa crisis de la deuda del Sur de Europa durante el primer semestre de 2010¹⁵ trae su causa próxima del desconcertante giro de la política monetaria adoptado por el BCE en noviembre anterior, bajo la presión alemana reclamando la adopción prematura de una estrategia de salida¹⁶ que ningún otro banco central consideraba adecuada todavía en ese momento, cuando las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación se multiplicaban, aunque Alemania y Francia vieran repuntar sus economías tímidamente, como consecuencia de los planes de estímulo. Un miembro del Consejo del BCE¹⁷ avisó con inmejorable juicio de tales

¹³ El País, 6 de mayo de 2010.

¹⁴ En entrevista con Wolfgang Proissl (2010), pp. 11-12.

¹⁵ Véase Caballero-Giavazzi (2010).

¹⁶ Véase Eurointelligence, 30 de octubre de 2009.

¹⁷ Véase Orphanides (2009).

riesgos, señalando que el BCE no debía comprometer su política futura antes de tiempo, ni mucho menos indicar la política que iba a seguir un año después, que debía dejarse abierta para disponer de margen de maniobra frente a los acontecimientos económicos¹⁸. Éstos últimos le han dado la razón, pero no sin antes cobrarse un elevadísimo precio¹⁹.

Richard Baldwin (2010) demostró que las sucesivas etapas de la crisis del Euro de la primera mitad de 2010 respondieron, en general, a las previsiones del mejor conocimiento económico disponible, y se fueron anunciando de forma perfectamente razonada y coincidente, con suficiente antelación: “El bosquejo de la crisis actual estaba meridianamente claro desde hace meses; la respuesta dilatoria de los líderes de la UE ha empeorado las cosas”. A la vista de “los anuncios y contra-anuncios, los encantamientos y propósitos contradictorios de los dirigentes de la Eurozona, sobre todo alemanes,” formulados a partir de octubre de 2009, Michel Aglietta, se preguntaba:

“¿Cómo extrañarse de que semejante espectáculo haya proporcionado a los bancos de negocios y a los *hedge funds* anglosajones la ocasión para especular con los escenarios de quiebra griega y de desintegración de la Eurozona?”²⁰.

La primera gran crisis de la UEM pone a prueba su voluntad y su capacidad de supervivencia, tras verificarse la evidencia de que el “marbelator” institucional de la Eurozona desafía a todo el conocimiento económico disponible, al no cumplir prácticamente ninguno de los requisitos de las zonas monetarias óptimas, ya que la Eurozona no es el conglomerado racional inicialmente soñado por el Bundesbank al calcular los criterios de Maastricht (que sólo incluía a los países de la zona marco y a Francia)²¹, sino un constructo político que necesita para mantenerse políticas adecuadas, fuertes y anticipativas. Como afirmó Padoa-Schioppa (2010), la pertenencia al euro no es compatible con el mantenimiento de la plena soberanía nacional. En mayo de 2010 sonó la hora de la verdad y hubo que decidir entre volver a las viejas prácticas de las monedas nacionales, las políticas monetarias y las devaluaciones mercantilistas –con la consiguiente amenaza para la estabilidad, el crecimiento y la seguridad– o entrar verdaderamente en la modernidad de las políticas económicas y monetarias. Este avance “constituye simplemente un episodio más del proceso de edificación de un orden post-Westfaliano en Europa”, en el “progreso hacia una distribución óptima del poder a escala de agregados humanos cada vez más amplios”. Igualmente, Dani Rodrik (2010) enuncia el “trilema de la economía mundial”, según el cual “la mundialización económica, la democracia política y el Estado-nación son mutuamente irreconciliables”: a lo sumo pueden tenerse dos de ellos, no los tres. Lo que sucede es que la grandiosidad de los nuevos espacios nubla el entendimiento de quienes siguen confinados en sus pequeños parajes familiares, como ya expresara Maquiavelo (refiriéndose a la ceguera de los príncipes italianos, entretenidos en sus rencillas particulares, cualavecillas rapaces, frente a la aparición del Estado moderno, que estaba situándose sobre ellas para cazarlas, cual águila majestuosa).

¹⁸ Entrevista con Ralph Atkins en *Financial Times*, 21 de diciembre de 2009.

¹⁹ Véase Quatremer (2010).

²⁰ *Le Monde*, 17 de mayo de 2010.

²¹ Véase Proissl (2010), pp. 8-10.



Joerg Bibow (2010) sugirió que, probablemente, antes del 9 de mayo de 2010 el Bundesbank estaba preparando la vuelta al marco. Y no por la incapacidad del pueblo alemán para adoptar el euro sino porque sus dirigentes habían venido haciéndole creer que “los alemanes tienen un derecho constitucional a la estabilidad a cualquier precio” y que “si los demás países no garantizan tal ‘derecho’ Alemania debe abandonar la moneda única”. Bibow atribuía semejante idea al hecho de que la élite dirigente alemana está “inhumanamente desprovista de educación en asuntos económicos” y descarga toda su confianza económica sobre el Bundesbank y sobre el Tribunal Constitucional, otorgándoles la última palabra en tales materias. Eso es exactamente lo que percibieron los mercados, por lo que, en ausencia de una voluntad de defender al euro por el país económicamente más fuerte, los inversores decidieron desprenderse de los valores denominados en euros, lo que amenazó con provocar un verdadero cataclismo económico a escala global.

Joseph Stiglitz (2010a) planteó algo en lo que estaba de acuerdo la práctica totalidad de los economistas del mundo. Para salvar el Euro sólo quedaban tres soluciones: una devaluación interna de los países del Sur de Europa (con drásticas reducciones de salarios y precios); la salida de Alemania de la Eurozona (o la división de la Eurozona en dos hemisferios), o una unión presupuestaria y fiscal. Stiglitz pensaba que la primera y la tercera soluciones eran muy difíciles y poco probables (aunque fuera preferible una combinación de ambas) por lo que, de no producirse un giro extraordinario entre los actores europeos, solo quedaría la vía intermedia de volver atrás en el camino de la integración monetaria. La idea de dividir la Eurozona en dos hemisferios fue lanzada por Martin Taylor²² y consiste en una operación de conversión de todos los saldos, deudas y activos denominados en euros en dos mitades, denominadas en dos monedas diferentes (Norte/Sur: *neuros/pseudos*), dejando a cada país elegir su moneda de preferencia, y permitiendo que ambas monedas floten libremente, administradas cada una de ellas por su propio banco central.

La propuesta surtió efecto, al poner de manifiesto la enormidad de las inconsistencias que venía encubriendo la existencia del Euro, acumuladas desde el momento en que se fijó la paridad irreversible sin armonizar las prácticas de formación de precios y salarios en la zona sur. La idea de Taylor sirvió para que unos y otros contemplasen seriamente las consecuencias de la desaparición del euro, o del *splitting*. Tras realizar la consiguiente simulación, los países del norte se habrían dado cuenta de que, tras afrontar el eventual riesgo de Armagedón global anticipado por Roubini (2010) –y de desintegración europea–, al término del proceso de ajustes monetarios y cambiarios las dos monedas resultantes podrían haber terminado estabilizándose con un movimiento del diferencial aproximadamente igual al de la libra/euro entre la aparición y la crisis de este último a comienzos de 2010 (un 40%). El efecto sobre los balances de los bancos de la zona *neuro*, tenedores de deuda pública y privada de los países sureños, acumulada durante la “década maravillosa”, habría acarreado una tremenda crisis bancaria. Además, con un desnivel del tipo de cambio de tal dimensión, la estrategia alema-

²² En *Financial Times*, 21 de marzo de 2010..

na de crecimiento desequilibrado en favor de las exportaciones —que alcanzó un superávit comercial de 136.100 millones de euros en 2009— habría quedado destruida. De modo que, una vez llegados a este punto y constatada la afirmación de Joschka Fischer según la cual Alemania ha sido la principal beneficiaria del euro,²³ ¿por qué no reconducir aquella estrategia con menores costes y riesgos? El problema es que para hacerlo todos los Estados miembros debían renunciar a parte de su soberanía, mientras que la nueva generación de dirigentes alemanes pretende renacionalizar y germanizar la Eurozona.

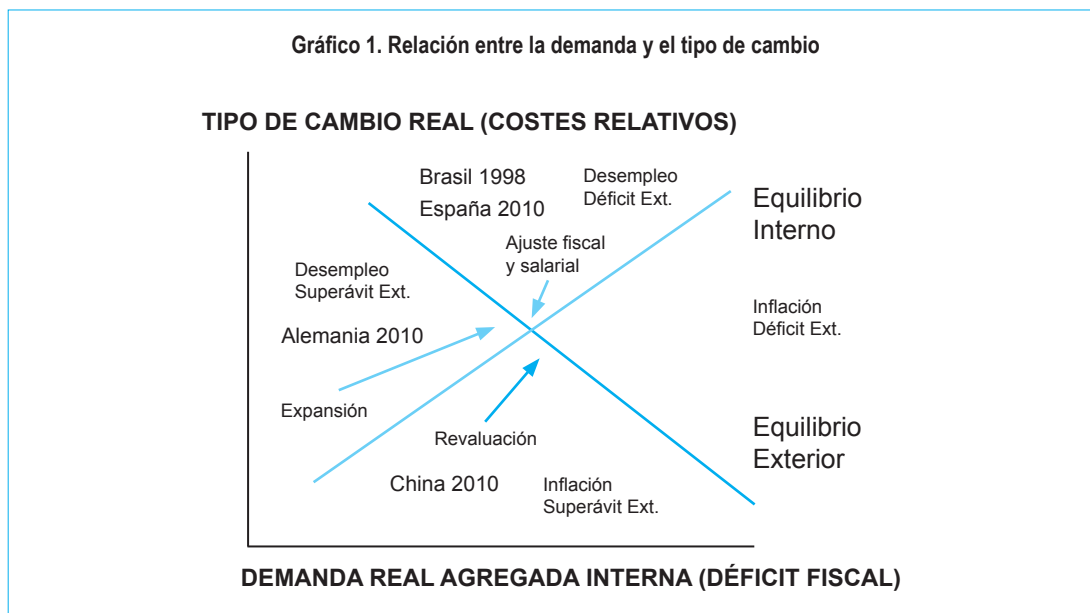
Por su parte, en caso de *splitting* los países del sur habrían visto aumentar el peso de su deuda, por el simple efecto del tipo de cambio, en un 20%, medida en euros actuales (ya que la mitad de ella habría de devolverse en *pseudos* depreciados), pero los nuevos PIB habría que estimarlos también en *pseudos* depreciados, además de experimentar la nueva deuda (emitida para refinanciar la antigua) un fuerte encarecimiento de los rendimientos exigidos. Entre uno y otro efectos, no parece exagerado estimar que el impacto del cambio podría llegar a multiplicar al menos por dos el peso de la deuda respecto al PIB, por no hablar de la gigantesca crisis bancaria derivada de la sobrecarga de deuda privada y de la propia crisis soberana, ya que una y otra siempre interactúan, según la obra de Reinhart y Rogoff (2009). La devaluación habría facilitado el crecimiento de las exportaciones, pero en un contexto de bajo crecimiento o de recesión de segunda vuelta,²⁴ esto difícilmente hubiera podido paliar los lastres de signo contrario. De modo que si para sobrevivir a todo esto los países del sur hubiesen tenido que acometer semejantes operaciones de saneamiento y austeridad —acompañadas de las inevitables reestructuraciones de deuda, de efectos catastróficos sobre el mercado—, ¿por qué no llevarlo a cabo de forma concertada, al amparo del paraguas del Euro, buscando la cooperación con los *neuros* y tratando de producir efectos de suma positiva? Este somero examen confirma la conclusión a la que ya había llegado el mejor conocimiento disponible, ilustrándola mediante el diagrama de Trevor Swan (1963), que representa las alternativas de política económica frente a las crisis económicas bajo circunstancias en que no es posible emplear la política de tipo de cambio, como sucedió en Australia durante la gran depresión. En el diagrama de Swan del Gráfico 1, sólo el cuadrante exterior derecho se encuentra vacío, como corresponde al contexto actual, sin inflación (o, más bien, con amenaza de deflación). Los casos de Brasil²⁵ y España (junto con la zona *pseudo*) corresponden a situaciones de desequilibrio que no pueden ser corregidas con devaluaciones y exigen ajustes fiscales y salariales. Justamente lo contrario ocurre en Alemania (y en toda la zona *neuro*). Una acción combinada y asimétrica reduciría el desempleo en toda la Eurozona; reconduciendo los fuertes desequilibrios exteriores, de signo contrapuesto, y permitiendo la supervivencia del euro a medio plazo, evitando la acusación de que la “Eurozona juega a empobrecer a los vecinos”, planteada por Martín Wolf²⁶.

²³ Véase *Spiegel Online*, 24 de mayo de 2010.

²⁴ Véase “The EU Could Be Facing a Double-Dip Recession”, en *Spiegel Online*, 14 de mayo de 2010.

²⁵ Véase Krugman (1998 y 2010a).

²⁶ En *Financial Times*, 18 de mayo de 2010.



Finalmente, el caso de China requiere desde hace tiempo una revaluación del yuan²⁷, no consentida por sus dirigentes. Paul Krugman acuñó el término *Chermania* para identificar a los socios no cooperadores en el juego de la recesión global,²⁸ aunque Wolfgang Schäuble²⁹ dejara claro que el único dirigente de la generación europeísta en activo era consciente de lo insostenible de tal situación, afirmando enseguida solemnemente que la UEM es “una comunidad de destino” (lo que en alemán significa nación), cuyo principal beneficiario es Alemania³⁰. A esta misma comunidad se refiere Habermas (2010b) como *desiderátum* para Europa.

4. La crisis del euro, como astucia de la razón para la reforma de la UEM

Estas conclusiones estaban perfectamente claras en la propia Alemania a comienzos de marzo, y se hicieron públicas a través de un análisis del equipo de *Spiegel.Online* (2010) dos meses antes del aquelarre celebrado en Bruselas el domingo 9 de mayo, tras el colapso del mercado de bonos de los países periféricos europeos descrito por Bloomberg (2010), que concluyó con la doble decisión, *in extremis*, de crear el Fondo de Estabilidad Financiera –por el que “Europa se reinventó en una noche”³¹– y de adquisición directa en el mercado de los bonos de los estados afectados por parte del BCE. Para Stiglitz (2010b) esto último es algo que tiene que hacer sin dramatismo alguno todo banco central que defienda a su “país”; pero en Europa

²⁷ Véase Garton-Chang (2005).

²⁸ En la entrada de su blog de 11 de junio de 2010.

²⁹ En entrevista para *Financial Times* el 19 de mayo de 2010.

³⁰ En entrevista de 8 de junio de 2010 con Proissl (2010), p. 29.

³¹ Título de la crónica de Andreu Missé y Claudi Pérez para *El País*, 16 de mayo de 2010.

esto sólo pudo hacerse, tras situarse la UEM al borde del precipicio,³² mediante un triple giro de 180 grados: el de Angela Merkel –desbloqueando la creación del Fondo de Emergencia de la UE, por una cuantía total de 750.000 millones de Euros (incluyendo la aportación del FMI)–; el del Consejo del BCE, que en una reunión telefónica de emergencia decidió intervenir en los mercados de deuda, desdiciéndose de lo que “ni siquiera había considerado hacer” dos días antes, porque para J. C. Trichet eso significaba “apretar el botón nuclear” –actitudes asustadizas que contribuyeron a que, pese a su magnitud, la operación no despejase todas las dudas³³–, y, finalmente, el de los medios de opinión alemanes, que acusaron unánimemente a Angela Merkel de haber agravado los problemas,³⁴ coincidiendo en ello con el electorado de Renania, que pareció pensar lo mismo. La estrategia de la Canciller había consistido en resistir hasta el último minuto antes de acceder a la creación del fondo de emergencia, diseñado de manera rocambolesca por Axel Weber para seguir manteniendo sus “segundos pensamientos”, (que los mercados captaron enseguida, al igual que los electores), tratando de congraciarse después con sus colegas del Bundesbank –inmersos en un delirio de paranoia conspirativa–, lanzando una campaña contra el Consejo del BCE que produjo el efecto de mantener sus operaciones de mercado abierto a un nivel sub-óptimo, sin conseguir calmar a los inversores, por lo que hubo que hacer reiteradas reafirmaciones de voluntad, cuya credibilidad resultaba inversamente proporcional a la reiteración, neutralizando los efectos de la medida en tres meses.

Así es cómo se despilfarró el capital de confianza acumulado por el euro en su primer decenio de existencia, hasta el punto de que en el intento de recuperación hubo que elevar las apuestas, dando un nuevo salto hacia adelante susceptible de ser percibido como algo irreversible por los mercados y por la opinión pública. En una columna titulada “El dispendioso weekend de Merkel”³⁵, Wolfgang Münchau sintetizaba así los pasos imprescindibles para asegurar a esas alturas la sostenibilidad del Euro:

“Una respuesta coordinada y un seguimiento estrecho de la política fiscal (al que tienen que someterse también Francia y Alemania); un plan creíble para hacer frente a las diferencias de competitividad de la Eurozona (ya que, en su ausencia, varios países tendrían que abandonarla); un vínculo común que garantice la deuda de los estados miembros hasta el monto establecido por el Tratado de Maastricht; una estrategia coordinada de reformas estructurales con relevancia macroeconómica para la UEM, como la liberalización de los servicios y de los mercados de trabajo; finalmente, se necesita un mercado bancario común y una oficina de representación exterior para la Eurozona”.

En síntesis, la estrechez de miras de la nueva generación de dirigentes alemanes no solo llevó a la UE al borde del precipicio –en un ensayo torpe de ganar las elecciones renanas mediante un truco infantil–, sino que desencadenó la mayor escalada de riesgo sistémico

³² “On the brink of the abyss”, titulaba su crónica el Newsletter *Eurointelligence*, 6 de mayo de 2010.

³³ Landon Thomas Jr. y Jack Swing titularon su crónica para el *The New York Times*: “A Trillion for Europe, With Doubts Attached” (11 de mayo de 2010).

³⁴ Wolfgang Münchau tituló: “Germany pays for Merkel’s miscalculations”; *Financial Times* (10 de mayo de 2010).

³⁵ “Merkels teures Wochenende”; *Financial Times Deutschland*, 11 de mayo de 2010.



desde la quiebra de Lehman Brothers, hasta el punto de que el presidente Obama tuvo que mediar entre los dirigentes europeos y mostrar su apoyo a la nueva política. La contrapartida positiva de ese descalabro consistió, precisamente –según Thomas L. Friedman (2010)– en suscitar un movimiento de inversión de los EEUU de América (mediante contratos de *Swap*, suscritos entre bancos centrales³⁶) en la creación de los EEUU de Europa, lo que podría ser la primera piedra para la edificación de un edificio formidable,³⁷ cuya visión cosmopolita dista años luz de la mostrada por Frau Merkel.

Para Christine Legarde (2010) la decisión constituye un giro histórico, ya que el nuevo Fondo lleva emparejada una condicionalidad que significa la adopción de un nuevo “libro de instrucciones” para la refundación de la Unión Europea³⁸. En palabras de Curzon Price (2010), esto hará de la Eurozona una nueva Europa. Y todo ello realizado a instancias de la “manda electrónica” de los mercados, que actúan como la herramienta imprescindible para una enorme “astucia de la razón” hegeliana, mediante la cual los *hedge funds*, movidos por sus “propios miedos e instintos animales” (en este caso, cibernéticos, como se observó en la bolsa de Nueva York el 6 de mayo³⁹), se convierten en el catalizador para la realización de un bien público global de orden superior, que solo emerge a impulsos de tres fuerzas (concurrentes o alternativas): “la cooperación voluntaria, las presiones del mercado y/o la acción coactiva de una autoridad central” (Brittan, 2010). De llevarse a buen término, éste sería el vehículo para la realización del “Paradigma de Pericles”⁴⁰, consistente en renunciar a una porción de la soberanía nacional para ser más fuertes y autosubsistentes.

En cualquier caso, por muy importante que sea lo ya hecho, prácticamente queda todo por hacer, ya que Europa no puede funcionar solo con reglas fijas, aunque éstas sean imprescindibles: se necesitan decisiones políticas adaptadas a cada contexto, a la vista de la evolución socioeconómica del conjunto de la Eurozona que experimenta choques asimétricos, por lo que no caben políticas simétricas de “café para todos en el mismo momento”, bajo la pretensión alemana de imponer ya severas limitaciones al manejo de la demanda interior para impedir todo tipo de déficit –como la adoptada en Alemania–, cuya sola formulación fue suficiente para tumbar la cotización del euro (que alcanzó un mínimo de 1,16 dólares), al descontar los inversores los efectos de una larga etapa de recesión o lento crecimiento, a consecuencia de las políticas de austeridad adoptadas intempestivamente.

³⁶ Véanse en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100511a.htm>

³⁷ Véase Colomer (2010).

³⁸ Como tituló Howard Schneider su contribución para *Washington Post* el 11 de mayo de 2010.

³⁹ Véase Mehta *et al.* (2010).

⁴⁰ Véase Espina (1997a).

5. El austerismo, la Cumbre de Toronto y la sostenibilidad del RGBW II

En vísperas de la cumbre del G-20 celebrada en Toronto, todas las partes se declaraban plenamente conscientes de que “había llegado el momento de la verdad”, ya que la Eurozona se estaba convirtiendo en una “zona de peligro” global,⁴¹ y la caída del euro habría supuesto el colapso de la idea de Europa, como vaticinó solemnemente la canciller Merkel.⁴² Pero los interrogantes eran múltiples: sin un rediseño de la estrategia económica germano-holandesa para favorecer el crecimiento de su demanda interior (acorde con el diagrama de Swan), las devaluaciones internas y los planes draconianos de consolidación fiscal impuestos a los países del Sur por el Consejo Europeo (como consecuencia de la desconfianza de los mercados, y de la consiguiente escalada de los diferenciales de rendimiento de sus bonos y sus CDS, registrada entre los meses de abril y julio) resultarían a la postre insuficientes para corregir los desequilibrios básicos de sus economías y tendrían un efecto *boomerang* sobre el crecimiento de las economías del norte y global.

Además, la estrategia de exportación del desempleo desplegada por Alemania durante el pasado decenio permitió a los bancos alemanes utilizar los abultados excedentes para financiar alegremente las hipotecas *subprime*⁴³ y todos los excesos de la “década maravillosa” en las economías del sur de la Eurozona, cargando sus propios balances con un abultado fardo de activos –entonces calificados “sin riesgo” por las agencias mercenarias– que se trataron de ocultar cuidadosamente a lo largo de toda la crisis, hasta la aplicación de los “tests de estrés” por el Comité Europeo de Supervisión Bancaria (acordada en la última cumbre de la presidencia española de la UE). Todo ello había sido posible porque el BCE aplicó una política monetaria, mimética de la de la Fed, que en Europa solo resultaba realmente adecuada para Alemania, pero que impulsó la creación de burbujas en los países periféricos⁴⁴.

Esta estrategia pudo resultar tolerable para el equilibrio de la demanda internacional precisamente porque se vio compensada por el crecimiento desmesurado de la demanda en el sur de Europa (deteriorando sus balances privados), equilibrando la balanza exterior de la UEM, pero resultaría insostenible si se aplicase a escala del conjunto de la Eurozona como estrategia de empobrecimiento de los vecinos, y rompería cualquier posibilidad de cooperación económica internacional, ya que, en palabras de Stiglitz⁴⁵, a finales de mayo la crisis del Euro y el fortalecimiento del dólar estaban aumentando la probabilidad de una recesión de segunda vuelta (*double-dip*) en EEUU. La única forma de que la depreciación derivada de la crisis del euro resultara aceptable para el sistema internacional consistiría en que los países con excedente comercial dinamizaran sus economías (lo que no implica renunciar a su estrategia exportadora), contribuyendo al sostenimiento de la demanda global.

⁴¹ Título de la crónica de Tony Barber, *Financial Times*, 16 de mayo de 2010.

⁴² *Spiegel Online*, 13 de mayo de 2010.

⁴³ *Spiegel Online* (10 de junio de 2010) llamó a Deutsche Bank el “rey de los desahucios de Norteamérica”.

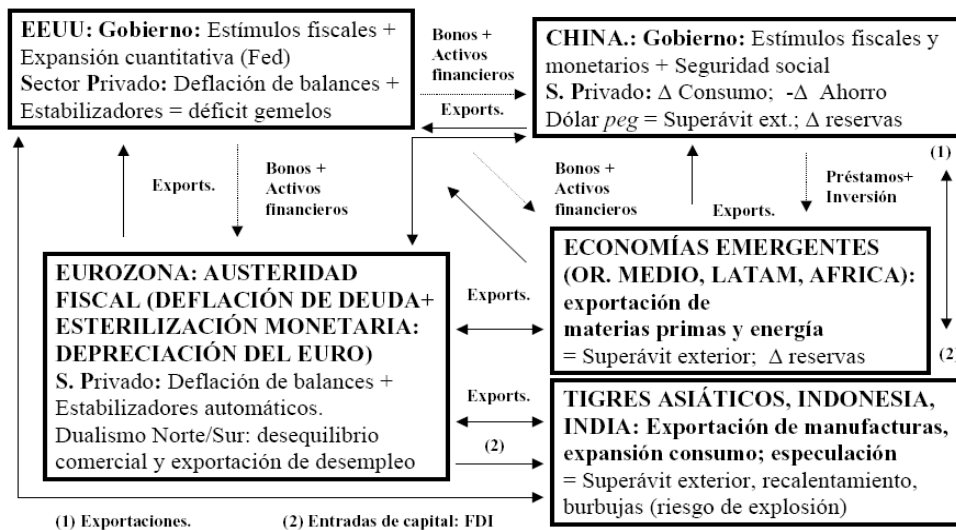
⁴⁴ Véase Taylor (2009).

⁴⁵ Citado por Michael Powell: “Europe Pain May Impede US Upturn”, *The New York Times*, 25 de mayo de 2010.

De hecho, la ventaja comercial derivada de la fuerte depreciación del euro a mediados de 2010 (que sirvió de pretexto adicional para que las autoridades chinas incumpliesen su compromiso de flotación con el dólar⁴⁶) solo se admitió como síntoma de la grave crisis de la Eurozona, no como estrategia competitiva.⁴⁷ Esta incompatibilidad quedó ya representada en el desencuentro público entre Tim Geithner y Wolfgang Schäuble en Berlín el 27 de mayo, en un clima en el que EEUU hacía depender la recuperación mundial del sostenimiento de la demanda, hasta que la actividad sea capaz de autosostenerse –sin retirar los estímulos demasiado pronto–, diagnóstico que resultaba abiertamente mayoritario en el debate suscitado por *Financial Times* a finales de julio, y en el que –según el cómputo de Lord Skidelsky (2010b)– coincidían solo una selecta minoría de economistas norteamericanos y algunos europeos, mientras que para Alemania la “resurrección de la austeridad en la Eurozona constituía el primer paso para la recuperación”,⁴⁸ considerando que las políticas de gasto de EEUU y Reino Unido equivalían poco menos que a un suicidio.

El enfrentamiento, escenificado ya en la reunión de ministros de finanzas del G-20 en Corea del Sur el 5 de junio, marcó un cambio de rumbo de la orientación de la política económica global polarizado hacia la corrección de los desequilibrios en las finanzas públicas y el abandono de la recomendación de aplicar estímulos fiscales, que se materializó en la Cumbre de Toronto, con la oposición de EEUU. El giro se vio impulsado por la situación apremiante de los mercados de deuda en Europa, no contrarrestada por el BCE –que amenazaron con afectar también al calendario de la recuperación y a la agenda

Tabla 1. La reconstrucción del Régimen Bretón Woods II



⁴⁶ Véase <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2010/05/17/19591>

⁴⁷ Como reconocía Melvyn Krauss, en *Spiegel Online* el 20 de mayo de 2010.

⁴⁸ Como titulaban Michael Kröger y Bahador Saberi en *Spiegel Online* el 27 de mayo de 2001.

de reformas norteamericana— y por el giro en la orientación de la política británica. De no corregirse a tiempo, existía un consenso mayoritario en vaticinar que esta política elevaría el riesgo de depresión global,⁴⁹ ya que significaría la vuelta al régimen Bretton Woods II (RBWII) —en donde la demanda agregada global se sostiene casi exclusivamente sobre los déficits gemelos de EEUU (como se observa en la Tabla 1)—, que fue una de las causas coadyuvantes de la Gran Recesión, por lo que una recuperación sobre esas mismas bases resultaría insostenible.

Y es que —aún en el caso hipotético de que fuera posible la conversión de toda la Eurozona a la estrategia de crecimiento desequilibrado en favor de las exportaciones, mediante un ajuste draconiano de precios y salarios— la presión deflacionista global que todo ello tendría en estos momentos acabaría arrastrando al mundo hacia la depresión. Dado el profundo impacto del “efecto riqueza” en EEUU, no cabe imaginar la vuelta a un modelo de crecimiento sostenible basado en el fuerte desequilibrio de la balanza por cuenta corriente norteamericana, de modo que el esfuerzo interno dentro de la Eurozona no se vería compensado por un aumento de la demanda de exportaciones ni siquiera equivalente, sino que abocaría a la paradoja de la frugalidad a escala global: si todos desean exportar/ahorrar más e importar/invertir menos, todos acabarán exportando/ahorrando menos (Montier, 2010). Además, la posibilidad de que el austerismo intempestivo ayudase indirectamente a impulsar el crecimiento de las exportaciones de la Eurozona a través de la depreciación del Euro quedó bloqueada tan pronto China adoptó una estrategia de inversión en bonos de la periferia de la Eurozona para corregir la apreciación del Renminbi (beneficiándose de su rendimiento),⁵⁰ lo que, unido a la presentación de los tests de estrés, calmó momentáneamente a los mercados.

276

Todo ello no implica objeción alguna al ajuste fiscal inmediato en los países que soporitan mayores desequilibrios, en los que “para hacer creíble la reducción futura del déficit es necesaria la acción inmediata”, de acuerdo con la posición ecléctica de Feldstein (2010) en el debate de *Financial Times*, que recomendaba, sin embargo, posponer la austeridad durante dos años en los países con balances menos comprometidos y mayor credibilidad en los mercados. En la misma línea, Parenteau (2010) observaba que el austerismo a toda costa pudo ser una estrategia alemana para obligar a los “PIIG” a realizar el ajuste, pero que éste no tendrá éxito si se adopta de forma generalizada y en un plazo excesivamente breve, ya que en el cómputo de los ajustes a los que deben someterse los desequilibrios básicos de los balances privado (BSP), público (BG) y exterior por cuenta corriente (BCC) han de cumplirse, por definición, las siguientes identidades:

$$BCC = BG + BSP; \text{ o sea: } BSP = BCC - BG$$

⁴⁹ Paul Krugman, “Madmen In Authority”, 7 de junio de 2010.

⁵⁰ Véase Cernat-Parplies (2010).



Esta última identidad puede representarse situando el BCC en abscisas y el BG en ordenadas, de modo que la diagonal con pendiente positiva incluya todas las posiciones en que el sector privado se encuentra en equilibrio, mientras que por encima y a la izquierda incurre en endeudamiento neto y por debajo y a la derecha realiza ahorro neto y acumulación de activos. Un ajuste fiscal precipitado sólo puede hacerse reduciendo drásticamente el déficit exterior o deteriorando los balances privados. Allí donde el desequilibrio fiscal es elevado, lo primero solo podría conseguirse mediante una devaluación, que resulta imposible sin salir de la Eurozona. Como tampoco es posible el deterioro de los balances privados, dado su actual nivel de endeudamiento y deflación de deuda, el proceso solo resultaría viable introduciendo gradualismo y cooperación: espaciando el proceso hasta 2015, al menos, y planteando al mismo tiempo una política concertada para reequilibrar los BCC (reduciendo el déficit en los países periféricos, mediante devaluaciones internas, y el superávit en los países centrales, mediante políticas expansivas de la demanda interior).

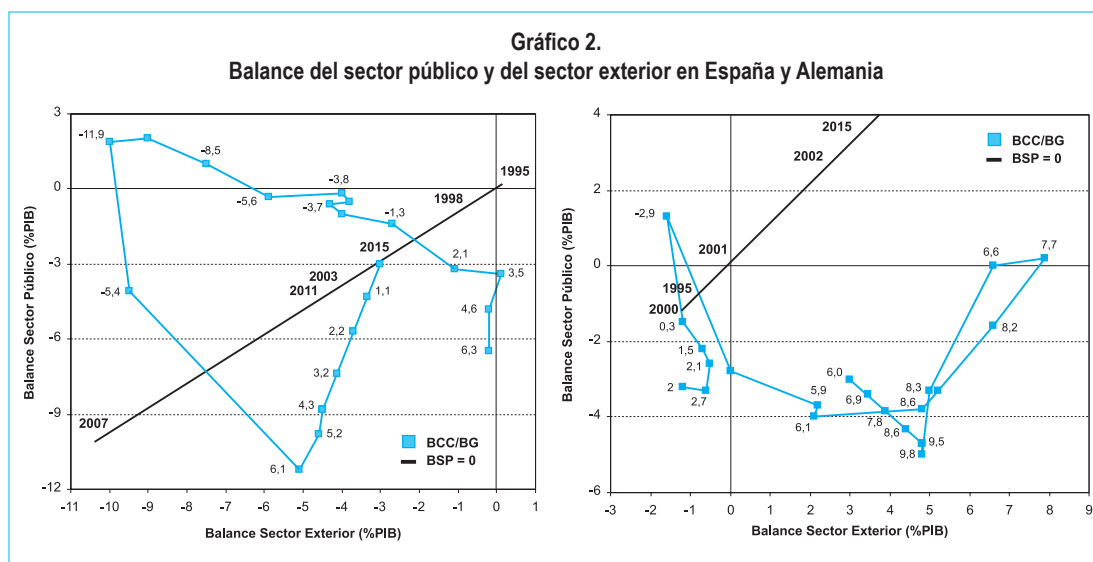
Tomando como casos típicos a España y Alemania, el Gráfico 2⁵¹ presentan una simulación de estrategia alternativa al austerísimo intempestivo, en la que ambos países reducen sus desequilibrios exterior y público a valores absolutos del 3% en 2015, aunque en el caso de Alemania el superávit exterior supone un balance privado positivo del 6% del PIB, mientras que en España los déficit gemelos se neutralizan y el sector privado termina en situación de equilibrio (y algo similar puede plantearse para toda la Eurozona).

6. Conclusión

El debate entre consolidadores y estimuladores, calificado por Lord Skidelsky como la prueba de fuego para la teoría keynesiana, se reactivó en Norteamérica a finales del mes de julio y durante el mes de agosto de 2010, estableciéndose dos frentes perfectamente definidos: Por un lado se encontraban los líderes demócratas y los grandes economistas formadores de opinión; por el otro, los legisladores republicanos y el amplio mundo de economistas y comentaristas a quienes Krugman calificó como “vigilantes de los bonos invisibles”.⁵² La mejor síntesis de las propuestas de acción del frente keynesiano la realizaron Bremmer y Roubini (2010) y consiste en: ampliar y extender el seguro de desempleo y rescatar los presupuestos de los estados, en Norteamérica; reevaluar el Renminbi y expandir el consumo, en China; acelerar las reformas en Japón, y redoblar la política de expansión cuantitativa por parte del BCE (para hacer posible entre otras cosas el escalonamiento de las políticas de austeridad, evitando el encarecimiento de la financiación de la deuda pública), además de posponer en dos años del programa germano-holandés de austeridad (manteniendo los de los países periféricos de la Eurozona). A ello vino a añadirse el planteamiento de Ben Bernanke ante el Comité bancario

⁵¹ Con datos del Anexo de *European Economy*, primavera de 2010; pp. 117 y 180

⁵² En la entrada de su blog en el *The New York Times* el 19 noviembre de 2009, y en KRUGMAN (2010b).



del Senado de 21 de julio negando tener planes de acción inmediata, pero desgranando una abrumadora batería de medidas de política monetaria “no convencional” que la Fed podría aplicar “en caso de extrema necesidad” (y que el FOMC comenzó a poner en práctica en su reunión del mes de Agosto).

El frente antikeynesiano ha utilizado el estudio de Alesina y Andagna (2009) para asociar positivamente ajuste fiscal y crecimiento. Sin embargo, 81 de las 107 operaciones de consolidación fiscal realizadas por los países de la OCDE desde 1970 tuvieron resultados deflacionistas y depresivos. Sólo 26 de entre ellas fueron seguidas de una etapa de crecimiento, pero se trataba de fenómenos relativamente aislados, en economías pequeñas (sin impacto sobre la demanda global) con monedas débiles y en contextos de crecimiento internacional sostenido. Sólo en un caso aislado (Irlanda), en medio de una recesión.⁵³

Por lo que se refiere a la Eurozona, a mediados del verano de 2010, con la excepción del núcleo de irreductibles, agrupados en torno al Bundesbank⁵⁴, parecía evidente que la salvación del euro dependía de un compromiso en el que todos tendrían que acabar cediendo en algo para que todos pudieran ganar algo, con resultado de suma positiva. No cabe un arreglo unilateral impuesto a los países del sur, sino que la corrección de los desequilibrios requiere aplicar una estrategia que lleve a cabo simultáneamente la consolidación fiscal y la devaluación interna en el sur –con la consiguiente batería de reformas estructurales suficientemente profundas, claramente identificadas y expuestas actualmente a examen público por la prensa y los organismos internacionales–, combinándolas con una elevación de la demanda interna en el norte y una reconducción de su exceso de ahorro hacia el Sur, mediante una política concertada de inversiones privadas y públicas.

⁵³ Véase Jayadev-Konczal (2010).

⁵⁴ Aunque en una entrevista a *Bloomberg* el 20 de agosto, Axel Weber aceptó que la adopción de la decisión de salida de las medidas extraordinarias para los bancos se tome el primer trimestre de 2011.



En suma, por mucho que Europa —a impulsos de Alemania, que apuesta por la falsación de la teoría keynesiana— haya adoptado la política de signo contrapuesto, conviene tener preparado un plan B por si los efectos inmediatos de la austeridad condujeran a la recaída en la recesión y amenazasen de nuevo la supervivencia del euro. En caso de que fuera necesario aplicarlo, bajo la forma de un “plan de equilibrio macroeconómico de la Eurozona”, convendría hacerlo tan pronto se observasen signos de debilidad en el crecimiento, coordinándolo con el conjunto de los agentes del sistema económico global a través de las reuniones del G-20. Los “diez mandamientos para el ajuste fiscal”, enunciados por Blanchard y Cottarelli, deberían servir como guía para la estrategia de salida adoptada en esas reuniones.⁵⁵ Finalmente, dado que habrá que convivir con los desequilibrios comerciales internacionales, la reconducción de las reservas para evitar *shocks* periódicos de la demanda agregada global podría realizarse convirtiendo los derechos especiales de giro (SDR) en la principal moneda de reserva internacional (no devaluable), abierta a la acumulación voluntaria de los mismos, con el FMI actuando como un verdadero banco, reinvirtiéndolos en proyectos de desarrollo.⁵⁶ Y, como estrategia de política monetaria, fiscal y macroeconómica, Brittan (2010c) sugería también la adopción de objetivos de crecimiento del PIB nominal, lo que implica combinar objetivos de inflación y de crecimiento (tanto a escala de países individuales, como regional y global).

Referencias bibliográficas

- AHAMED, L. (2009): *Lords of Finance*. Nueva York, The Penguin Press.
- ALESINA, A. y ARDAGNA, S. (2009): *Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending*. NBER Working Paper 15438.
- BALDWIN, R. (2010): *A re-cap of Vox columns on the Eurozone crisis*. Disponible en <http://voxeu.org/index.php?q=node/5034>
- BIBOW, J. (2010): “Germany is unfit for the euro”; en *Eurointelligence* (abril). Disponible en <http://www.eurointelligence.com/article.581+M5967c878fa9.0.html>
- BLOOMBERG (2010): “ECB Pares Spanish, Italian Bond Purchases, AFME Says” (por Jennifer RYAN y Sara EISEN). Disponible en http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&sid=aX16_SL5pOt8
- BREMMER, I. y ROUBINI, N. (2010), “Sagging Global Growth Requires Us to Act”, en *Financial Times*, 12 de julio.
- BRITTAN, S. (2010a): “The sad return of state worship”, en *Financial Times*, 22 de abril.
- BRITTAN, S. (2010b): “A plan to live with ‘imbalances’”; en *Financial Times*, 3 de junio.

⁵⁵ <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/06/24/ten-commandments-for-fiscal-adjustment-in-advanced-economies>

⁵⁶ De acuerdo con Brittan (2010b), recuperando la propuesta de Maxwell Stamp (1962).

- BRITTAN, S. (2010c): “What comes after inflation targets”; en *Financial Times*, 1 de julio.
- CABALLERO, R. y GIAVAZZI, F. (2010): “Long live the euro – at parity with the dollar”; en *Financial Times*, 25 de mayo.
- CERNAT, L. y PARPLIES, K. (2010): “Chinese foreign direct investment: What’s happening behind the headlines?”. Disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5301>
- COLOMER, J. M^a. (2010): *Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental*. Colección Estudios Económicos “la Caixa” (37).
- CURZON PRICE, T. (2010): “The Eurozone is the new Europe”; en *OpenDemocracy*, 12 de mayo. Disponible en <http://www.opendemocracy.net/openeconomy/tony-curzon-price/eurozone-is-new-europe>
- DELONG, J. B. (2010): “John Stuart Mill contra el BCE”; en *El País. Negocios*; 15 de agosto.
- ESPINA, A. (1997a): “El paradigma de Pericles, el ‘Teorema de Coase’ y la Unión Europea”, *Revista de Occidente*, nº 194/195, pp. 213-231.
- ESPINA, A. (1997b): “Areté, etnocentrismo y pluralismo: la experiencia de la Unión Europea y los derechos fundamentales”, *Telos*, vol. VI, nº 1, junio, S.I.E.U., pp. 109-127.
- ESPINA, A (2007): “Generaciones y cambio social”; en *Lo que hacen los sociólogos*. CIS, pp. 259-294.
- ESPINA, A (2010a): *La “Década Maravillosa” y la Recesión Global de 2007-2009*. Documentos IEF, Doc. 2º/10. Disponible en http://www.ief.es/Publicaciones/Documentos/Doc_02_10.pdf
- ESPINA, A (2010b): “Cuaderno de Documentación, nº 90-FINAL”, MEH. Disponible en http://biblioteca.meh.es/PdfPublicaciones/Literaturagris/2010_90%20FINAL.pdf
- ESPINA, A (2010c): “Cuaderno de Documentación nº 91 FINAL”, MEH. Disponible en http://biblioteca.meh.es/PdfPublicaciones/Literaturagris/2010_91%20FINAL.pdf
- FELDSTEIN, M. (2010): “A double dip is a price worth paying”; en *Financial Times*, 22 de julio.
- FRIEDMAN, T. L. (2010): “Greece’s Newest Odyssey”; en *The New York Times*, 11 de mayo.
- GARTON, P. y CHANG, J. (2005): “The Chinese currency: how undervalued and how much does it matter?”; en *Economic Roundup Spring*. The Treasury, Australian Government.
- HABERMAS, J. (2010a): “Entrevista con Stuart Jeffrie”; en *Financial Times*, 30 de abril.
- HABERMAS, J. (2010b): “En el euro se decide el destino de la UE”; en *El País*, 23 de mayo.
- JAYADEV, A. y KONCZAL, M. (2010): *The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity*. The Roosevelt Institute.
- KLAU, T. (2010): “Wollen wir unseren alten Kaiser wiederhaben? [¿Tenemos que volver a nuestro viejo Kaiser?]”; en *Berliner Republik* (febrero).



- KRUGMAN, P. (1998): *Latin America's Swan Song*. Disponible en <http://web.mit.edu/krugman/www/swansong.html>
- KRUGMAN, P. (2010a): "Now and Later"; en *The New York Times*, 20 de junio.
- KRUGMAN, P. (2010b): "Appeasing the Bond Gods"; en *The New York Times*, 19 de agosto.
- LAGARDE, C. (2010) «Ce n'est pas juste un plan d'urgence, c'est un tournant historique pour l'Europe», *Les Echos.fr*, 11 de mayo.
- MEHTA, N. et al. (2010), "The Machines That Ate the Market" 20 Mayo: http://www.businessweek.com/magazine/content/10_22/b4180048321511.htm?campaign_id=mag_May20&link_position=link21
- MONTIER, J. (2010): *Is Austerity the Road to Ruin?* GMO White Paper. Disponible en http://pragcap.com/must-read-austerity-is-bad-for-our-health?utm_source=twitterfeed&utm_medium=twitter
- ORPHANIDES, A. (2009): *Exit Policies for Sound Central Banking*, Washington DC, 30 de septiembre. Disponible en: http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=7193
- PADOA-SCHIOPPA, T. (2010): "Euro remains on the right side of history"; en *Financial Times*, 13 de mayo.
- PARENTEAU, R. (2010): *On Fiscal Correctness and Animal Sacrifices (Leading the PIIGS to Slaughter* [Parts 1 & 2]; 1-2 de marzo. Disponible en <http://www.nakedcapitalism.com/2010/03/parenteau-on-fiscal-correctness-and-animal-sacrifices-leading-the-piigs-to-slaughter-part-1.html>
- PROISSL, W. (2010): *Why Germany Fell out of Love with Europe*. Bruegel Essay and Lecture Series. Disponible en <http://www.bruegel.org/publications/show/publication/why-germany-fell-out-of-love-with-europe.html>
- QUATREMER, J. (2010): "Les désaccords franco-allemands auront coûté cher à la zone euro". Disponible en <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2010/06/les-d%C3%A9saccords-francoallemands-aurent-co%C3%BBt%C3%A9-cher-%C3%A0-la-zone-euro.html>
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- RODRIK, D. (2010): "Greek Lessons for the World Economy", 11 de mayo. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik43/Spanish>
- ROUBINI, N. (2010): "Regreso al abismo", 14 de mayo. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini25/Spanish>
- SCHUMPETER, J. A. (1954): *History of Economic Analysis*. OUP (versión española citada en Ariel, 1971).

- SKIDELSKY, R. (2010a): “Once again we must ask: ‘Who governs?’”; en *Financial Times*, 16 de junio.
- SKIDELSKY, R. (2010b): “Consolidadores frente a estimuladores”. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/skidelsky31/Spanish>
- SPIEGEL.ONLINE (2010): “The Fundamental Flaw of Europe’s Common Currency”. Disponible en <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,682432,00.html>
- STIGLITZ, J. E. (2010a): “¿Se puede salvar al euro?”. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz125/Spanish>
- STIGLITZ, J. E. (2010b): “Regulation and the Euro Zone”; entrevista con Lia Petridis Maiello, 16 de mayo. Disponible en http://www.huffingtonpost.com/lia-petridis/an-interview-with-joseph_b_577939.html?view=print
- TAYLOR, J. B. (2009): “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w14631>
- TREVOR, S. (1963): “Longer Run Problems of the Balance of Payments”; en ARNDT, H. y CORDEN, W., eds.: *The Australian Economy*. Melbourne, Cheshire.
- WOLF, M. *et al.* (2010): “Why the battle is joined over tightening”; presentando el debate en que participaron Jean-Claude Trichet, Lawrence Summers, Naill Ferguson, Brad DeLong, Lord Skidelsky, Montek Singh, David Miliband, Martin Feldstein, Andy Xie, Jeffrey Sachs, David Pilling y Tim Harford; en *Financial Times*, 18 de julio.



EUROPA TRAS LA CRISIS: ¿GOBIERNO ECONÓMICO COMÚN O DISPERSIÓN NACIONAL?

Xavier Vidal-Folch *

Resumen

Los dos años de crisis económica mundial desde el estallido de Lehman Brothers, y el más dramático de los semestres vividos por Europa –el primero de 2010– ofrecen ya indicios para concluir si se está avanzando seriamente hacia una gobernanza económica mundial y hacia una verdadera unión económica europea. O, si por el contrario, superado el cenit de la recesión y las turbulencias financieras, ambas expectativas han quedado frustradas y se vuelve al punto de partida, la dispersión política de las naciones, finalmente domeñadas por los mercados financieros globalizados. La crisis desatada en 2008 fue colosal. Su coste superó el 25% del PIB en los países desarrollados, según un informe del FMI al G-20; 4,1 billones de euros comprometidos por 19 Estados europeos, según un recuento de la Comisión. Gobernanza mundial y unión económica europea constituyen dos caras de una misma moneda. La reacción de los europeos a la crisis de Wall Street en otoño de 2008, estableciendo un modelo de rescates bancarios más elaborado y responsable que el practicado con urgencia por Washington, marcaría la secuencia de las políticas económicas intentadas desde entonces: mayor contundencia, mejores dispositivos institucionales (Tesoro/Reserva; Federal/Presidencia) y más rapidez por parte de EEUU; mayor profundidad de enfoque en el diseño de la nueva regulación financiera requerida, por parte de la Unión Europea.

Abstract

The two years of global economic crisis since the collapse of Lehman Brothers, and the most dramatic semester experienced in Europe –the first of 2010– are already offering clues as to whether serious progress is being made towards global economic governance and true European economic union. Or whether, on the other contrary, having come through the peak of recession and financial turbulence, both expectations have been frustrated and we are back to square one, the political dispersion of nations, ultimately tamed by the globalised financial markets. The crisis unleashed in 2008 was colossal. Its cost exceeded 25% of the GDP of developed countries, according to a report presented to the G-20 by the IMF; 4.1 billion euros committed by 19 European Governments, according to the European Commission. Global governance and European economic union are two sides of the same coin. The reaction of Europeans to the Wall Street crisis of autumn 2008, establishing a more elaborate and responsible model of bank bail-outs than the urgent measures taken by Washington, shaped the sequence of economic policies attempted since then: more forceful, better institutional mechanisms (Treasury/Reserve; Federal/Presidency) and greater speed on the part of the US; greater depth of focus in the approach to designing the new financial regulation required, by the European Union.

1. Introducción

Los dos años de crisis económica mundial desde el estallido de Lehman Brothers, y el más dramático de los semestres vividos por Europa –el primero de 2010– ofrecen ya indicios para concluir si se está avanzando seriamente hacia una gobernanza económica mundial y hacia una verdadera unión económica europea. O, si por el contrario, superado el cenit de la recesión y las turbulencias financieras, ambas expectativas han quedado frustradas y se vuelve al punto de partida, la dispersión política de las naciones, finalmente domeñadas por los mercados financieros globalizados.

La crisis desatada en 2008 fue colosal. Su coste superó el 25% del PIB en los países desarrollados, según un informe del FMI al G-20; 4,1 billones de euros comprometidos por 19 Estados europeos, según un recuento de la Comisión.

* Periodista. Columnista de Economía de *El País*.

Gobernanza mundial y unión económica europea constituyen dos caras de una misma moneda. La reacción de los europeos a la crisis de Wall Street en otoño de 2008, estableciendo un modelo de rescates bancarios más elaborado y responsable que el practicado con urgencia por Washington, marcaría la secuencia de las políticas económicas intentadas desde entonces: mayor contundencia, mejores dispositivos institucionales (Tesoro/Reserva Federal/Presidencia) y más rapidez por parte de EEUU; mayor profundidad de enfoque en el diseño de la nueva regulación financiera requerida, por parte de la Unión Europea (UE).

La primera de las cumbres del nuevo G-20, congregadas desde entonces bajo el claro designio de convertirse en palanca de una gobernanza global y de renovar las reglas del sistema establecidas tras la Segunda Guerra Mundial, fue una iniciativa europea, asumida en su ocaso por el presidente republicano George Bush II. Y una buena parte del acopio de ideas y propuestas reformistas fraguado por el G-20 ha sido de factura europea, lo que sintoniza con el estilo de poder que califica a la Unión: el poder “blando” de la influencia, las ideas y la persuasión, que tanto menospreció la ideología republicana¹.

Así, el programa implícito de los gobernantes europeos durante la crisis ha sido elaborado en paralelo al programa mundial del G-20, y en cierta forma constituye la aplicación regional del mismo. Ello supone dos novedades históricas en la construcción europea. Una, negativa, su carácter implícito: por vez primera no se ha partido de un planteamiento político-intelectual *ex ante* de carácter global y articulado, como los que proliferaron en la *década Delors* (1985-1995) para los grandes proyectos (*Informe Cockfield* para el Mercado Único; documento del Grupo de Sabios para la moneda única; *Libro Blanco* de 1993 sobre el crecimiento, la competitividad y el empleo...). El carácter forzado y súbito de los acontecimientos apenas permitió previsiones reposadas. La novedad positiva es que al combinarse una hoja de ruta global con un programa legislativo regional, disminuye el peligro de la endogamia de Europa, que constituye a la vez su principal riesgo de marginación futura en un mundo previsiblemente bipolar (China/EEUU) o de una multipolaridad reducida (EEUU/BRIC).

Las cuatro cumbres del G-20 (Washington, 15 de noviembre de 2008; Londres, 2 de abril de 2009; Pittsburgh, 25 septiembre de 2009; y Toronto, 26 de junio de 2010), confirmaron la estrategia de rescates bancarios y activaron una muy densa política de estímulo a la demanda, pero diseñaron también un más que ambicioso programa de regulación financiera, e iniciaron su sincopada ejecución. Puntos clave de ese programa eran, y son: el aumento de la supervisión sobre la banca; la elevación de exigencias a su solvencia (*Basilea III*); la racionalización de las remuneraciones excesivas (*bonus*) a sus directivos; la imposición de deberes de transparencia y límites a los productos “derivados”; la imposición de deberes de información y cooperación a los “paraísos fiscales”; el control sobre los fondos alternativos y de alto riesgo; y la reforma de la normativa reguladora de las agencias de calificación (*rating*).

¹ Kagan (2003).



La secuencia futura de las cumbres será desigual, exhibirá dientes de sierra, avances, parálisis y retrocesos. Ya ha sucedido así. La primera reunión fue de apertura de juego, con los Gobiernos contra las cuerdas, pero ya en ella se apuntó el temario básico. La segunda y la tercera lo ampliaron y profundizaron, exhibieron una densa ambición reformista, orientada a “refundar el capitalismo”, cuadruplicaron el presupuesto del FMI y le dieron nuevos poderes; colocaron en el centro de la gobernanza al Consejo de Estabilidad Financiera, hasta entonces una reunión esporádica de ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales, encomendándole la misión pergeñar normas internacionales; y abrieron paso a un mayor peso de los países emergentes en los órganos de Bretton Woods. Aunque con cautelas, fueron aplaudidas por los más partidarios de la integración europea y de un gobierno económico mundial. El G-20 “es un esbozo, no de gobierno mundial, pero sí de regulación mundial”, concluía el ex presidente de la Comisión Jacques Delors, quien había propuesto en 1983 la creación de un Consejo de Seguridad Económica en el que estuvieran representados los principales países del mundo y las zonas regionales.

Y la cuarta cumbre registró mayores divisiones, en gran medida paralizantes, tanto sobre el signo de la política económica a seguir (restrictiva o expansiva), como sobre algunos elementos muy simbólicos de la reforma financiera, al oponerse Canadá, Australia y los emergentes a un impuesto sobre los balances de los bancos (consideraban que los suyos se habían comportado correctamente y no debían ser penalizados) y no reunirse consenso sobre una tasa a las transacciones financieras heredera del plan del Nobel James Tobin.

2. Mercados y gobiernos, a la greña

285

El resultado de esa cuarta cumbre en Toronto, el 26 de junio de 2010, junto con el precedente Consejo Europeo del 16 de junio, rompió las aguas de las evaluaciones sobre el contenido del proceso reformista mundial y europeo, sobre su velocidad, sobre si el pulso establecido desde la quiebra de Lehman lo estaban ganando los mercados financieros o los Gobiernos. Discreparon al menos dos escuelas. A un lado, para los pesimistas, los sucesivos acuerdos del G-20 fueron inanes, la UE apenas acordó ninguna medida importante y la velocidad de los mercados pulverizó a la de los Gobiernos. El grueso de los medios de comunicación se apuntó al síndrome de Casandra, pues por “pura deformación profesional” –sólo son noticia las malas noticias– la prensa “tiende a crear expectativas alarmistas con preferencia sobre las propicias².”

Pero los financieros, destinatarios del ímpetu regulatorio de los Gobiernos, sostuvieron lo contrario: las reformas iban demasiado lejos, y a un ritmo excesivo. Así, el presidente de Caja Madrid, Rodrigo Rato, clamó contra “el *tsunami* regulatorio” en curso, que estaría ahogando a los agentes económicos y a la recuperación mundial. Y el presidente de la Cámara de Co-

² Gil Calvo (2009).

mercado de EEUU, Tom Donahue, criticaba a Obama justo el mismo día en que éste firmaba su ambiciosa reforma financiera porque “está enterrando a los negocios en una nueva generación de regulaciones y está creando más incertidumbre para los empresarios”. Algunos sostenían que las reformas norteamericana y europea eran “maximalistas” y que intentaban cambiar demasiadas cosas a la vez, con el riesgo de concitar inquinas cruzadas de los afectados.

La polémica cuestión del calendario reformista (demasiado relajado o, por el contrario, demasiado concentrado) es de las más vidriosas en los procesos de toma de decisiones. Del acierto en la velocidad depende en buena parte el apoyo social a las medidas. Pero el juicio sobre su grado de acierto está sujeto al albur de referencias y expectativas muy subjetivas. Un deslinde objetivo sería acudir a la Historia. En este caso, a los acuerdos de Bretton Woods. Pero las situaciones son muy diferentes, y la implementación de aquellos fue dispar.

3. El *big bang* de Barack Obama

En torno a la reunión del G-20 de Toronto, los grandes partidos norteamericanos consensuaron la reforma financiera doméstica, que el presidente Obama firmaría, solemne, el 21 de julio. Se trataba de la mayor reforma económica realizada en EEUU desde el New Deal de Franklin D. Roosevelt. Y se orientaba contra los abusos del sistema y en favor de los consumidores: “Los reguladores sólo tendrán una misión, proteger a los ciudadanos, no a los grandes bancos, no a los prestamistas, no a las firmas de inversión: el pueblo americano nunca más tendrá que pagar la factura por los errores de Wall Street”; proclamó, enfático, Obama.

286

El paquete era muy amplio. Incluía medidas como el incremento de la capacidad de las autoridades para prevenir el colapso de una entidad, y un sistema de liquidación de las entidades TBTF (demasiado grandes para caer, por sus siglas en inglés), sorteando así los dilemas planteados por el “riesgo moral” de apoyar la continuidad de entidades con acreditada mala conducta, a fin de preservar la estabilidad del sistema; la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera que vigilará los riesgos sistémicos en la banca; de una agencia de protección de los consumidores; la ampliación de las garantías de sus depósitos hasta 250.000 dólares; la reducción de la capacidad de maniobra de las empresas para imponer tasas sobre las tarjetas de créditos; la eventualidad del cambio de normativa de las agencias de calificación por la SEC durante dos años, la imposición de reglas de registro y transparencia a los *hedge funds* o fondos alternativos y de alto riesgo, y un largo etcétera.

Pero las tres medidas estrella fueron también las que exigieron más intensas negociaciones entre los partidos, y desataron más tensiones con los banqueros, no en vano la reforma reducirá los beneficios del sector en un 9%. Una de ellas, el impuesto a la banca en concepto de responsabilidad por la crisis, decayó. Las otras dos pervivieron, con alguna suavización. Se trataba de la *Regla Volcker*, que pretendía prohibir a los bancos invertir su capital en



operaciones especulativas o arriesgadas. Y de la propósito de impedir la participación de los bancos en el mercado de los productos “derivados”, *over the counter* (“fuera del mostrador”), cuyo flujo fue causa sustancial de la crisis. Ahora bien, las 2.319 páginas del paquete deberán desplegarse en decenas de normas adicionales y la creación de múltiples organismos. La ley *Dodd-Frank* constituía un *big-bang*, que acarreaba un importante efecto-anuncio, pero no suponía un diseño acabado.

4. Europa enfrenta una doble crisis

En las anteriores características adivinamos algunas de las diferencias con las reformas europeas: ambas constituyen las agendas clave de los 20 países, de modo que gobernanza mundial sigue equivaliendo en buena medida a gobernanza del mundo occidental. Las regulaciones europeas no se contienen en un paquete global que persigue un impacto del tipo *big-bang*, sino en una sucesión de distintas directivas, reglamentos y medidas, elaboradas acumulativamente, por aluvión. La diferencia de la técnica legislativa empleada se debe en parte a la diferente naturaleza y evolución de la crisis. En EEUU la Gran Recesión se concentró en el último trimestre de 2008 (aunque la debilidad de la coyuntura ya se había dejado notar antes) y en 2009 (si bien la recuperación del crecimiento empezó en su último trimestre), y aunque afectó a la economía productiva y singularmente a sectores como la vivienda o el automóvil, su irradiación más grave se circunscribió al sector financiero.

En cambio, en la UE, la recesión se produjo en dos oleadas. La primera adoptó el formato de crisis financiera, paralela y simultánea a la de EEUU (y en buena parte importada de allí, mediante la compra de activos tóxicos de Wall Street por los bancos europeos). Enseguida desembocó en una crisis de la deuda soberana durante el primer semestre de 2010: el gran endeudamiento público orquestado para afrontar los paquetes de estímulo fiscal a la demanda cristalizó en esa segunda fase, concentrando a los Veintisiete y a sus instituciones comunes en la fragua de medidas que salvaran la estabilidad de su propia unión monetaria, y dificultando la aceleración de la reforma estrictamente financiera. Por el contrario, la economía norteamericana evitó esa segunda fase seguramente gracias a su liderazgo mundial, el *señoraje* del dólar y la disposición de muchos países a financiar sus déficit.

Las diferentes situaciones y técnicas legislativas pueden redundar en una óptica engañosa. Se adivina muy visible, por ejemplo, en el asunto de los nuevos organismos de supervisión. Los norteamericanos están previstos en el paquete de julio de 2010, lo que redundará en aparentar su vigencia inmediata, pero en realidad falta su detalle y su normativa específica. Los europeos están diseñados desde mucho antes, inmediatamente después del *Informe De Larosière* publicado el 25 de febrero de 2009, pero el acuerdo final Comisión-Consejo-Parlamento no se produjo hasta el otoño de 2010. Las fechas respectivas de entrada en vigor de dichos organismos a un lado y otro del Atlántico revelarán la eficiencia legislativa relativa,

y al cabo, la calidad y adecuación a las necesidades coyunturales del proceso decisonal en ambas áreas. Pero hasta entonces hay que suspender los juicios demasiado taxativos sobre la pesadez, parálisis o inmovilismo institucional de la UE.

El caso es que muchas de las normativas europeas de regulación financiera estaban –a la altura del verano de 2010– en fase de elaboración por la Comisión, o de conciliación entre las distintas instituciones. Muy pocas de ellas habían entrado en vigor. Y sin embargo, algunas de sus prescripciones ya adquirían vigencia de facto ante el sólo anuncio de la intención de legislar. Ésta es la panoplia de las principales nuevas regulaciones:

- **Supervisión financiera.** La UE fue quien mayor rapidez despachó a la hora de alumbrar un nuevo sistema de supervisión. El sistema establece tres autoridades (banca, seguros y mercados) de control “micro”, bajo un paraguas común. Y un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, “macro”, para detectar a tiempo la formación de burbujas, que impartirá recomendaciones a los países.
- **Impuesto a la banca.** La cumbre de la UE de junio de 2010 convino en implantarlo para “garantizar una justa distribución de la carga y que se establezcan incentivos para contener el riesgo sistémico”, propuestas que trasladó al G-20 para que tomase una decisión colectiva. El empeño fracasó en su primer envite, quedando el asunto fiado a cada Gobierno.
- **Garantía de depósitos bancarios.** El prometido pero *non nato* impuesto europeo a la banca se ha traducido de momento en una iniciativa en parte sustitutoria, la de reforzar las dotaciones de los fondos de garantías de depósitos (FGD) nacionales.
- **Tasa Tobin.** El presidente de la Autoridad Reguladora de Servicios Financieros británica, lord Turner, abanderó en el verano de 2009 la resurrección de la idea del Nobel James Tobin, quien en los años 1970 propuso tasar con un pequeño porcentaje todas las transacciones financieras internacionales, el incipiente flujo del “dinero caliente” en buena medida especulativo, que amenazaba la estabilidad monetaria. El G-20 se comprometió en septiembre a estudiar su viabilidad, pero fue relegando el asunto.
- **Retribuciones a los banqueros.** Las retribuciones o *bonus* dispensadas a los directivos financieros, se consideraban excesivas y se reputaban inductoras de la especulación cortoplacista. Europa proponía limitarlas. EEUU se resistía. El efecto-anuncio, combinado con las medidas y/o las recomendaciones de las autoridades nacionales, suplieron con bastante eficacia la ausencia de regulación. Así, a la altura del verano de 2010, el 88% de las compañías financieras habían impuesto ya límites máximos a las remuneraciones.



- **Pruebas de resistencia (*stress tests*).** La Europa comunitaria dedicó, para rescatar a su banca, 4,1 billones de euros de recursos públicos, entre recapitalizaciones y garantías. Lógicamente empezó a tomar medidas para no reincidir. En la primavera de 2009, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios ya realizó pruebas de resistencia (ante escenarios muy adversos) a 26 grandes bancos, que no se publicaron. En junio de 2010 se repitieron, en 91 entidades. Su publicación (urgida por España y otros, sometidos a las turbulencias de los mercados de deuda) redundó en una inmediata recuperación de la confianza y en la reducción de los diferenciales con el bono alemán.
- **Derivados y ventas al descubierto.** Los derivados son productos cuyo valor se establece en función del precio de otro activo. Al requerir una inversión neta inicial pequeña posibilitan grandes pérdidas y grandes beneficios especulativos, y en muchos casos se negocian con opacidad, no en mercados organizados sino fuera o por encima del mostrador (*over the counter*). Su regulación iba con mucho retraso.
- **Fondos de alto riesgo (*hedge funds*).** Ni regulados ni controlados, vehiculan dos billones de euros en Europa, la mitad del movimiento de capitales. La Comisión preparó en abril de 2009 una directiva para ponerlos en cintura, que se pospuso pues Londres pretendía aguarla, ya que la City concentra el 80% de sus sedes y se oponía a que Bruselas controlase cuáles son los fondos autorizados a operar.
- **Agencias de calificación.** La responsabilidad de las tres principales agencias mundiales de calificación (Moody's, Fitch y S&P, todas con sede central en Nueva York) en la crisis, por haber otorgado altas calificaciones a entidades que luego quebrarían y a productos que luego se revelarían como basura, las puso en cuestión, sobre todo a causa de los "conflictos de interés" con sus clientes y el desarrollo simultáneo de labores de consultoría. La UE dictó en diciembre de 2009 un reglamento (el 1.060/2009) que las obligó a inscribirse en un registro y les prohibía prestar servicios de consultoría. Pero la posterior crisis reveló un comportamiento inverso de las agencias: su complacencia con empresas y bancos, se trocó en intolerancia con las cuentas de las administraciones públicas, por lo que la Comisión propuso el 2 de junio endurecer el reglamento para centralizar más su control.

5. Rescatar a Grecia para salvar al euro

Mientras la Unión Europea iba organizando con cierta tranquilidad su futura arquitectura de supervisión financiera, el drama irrumpió bruscamente. Le cambió el paso y la obligó a ampliar sus objetivos más allá de lo puramente financiero, hacia el núcleo duro del nivel monetario y económico, hacia la profundización de la unión económica y monetaria (UEM). Sucedió por culpa de, o gracias a, la soterrada crisis de las finanzas públicas griegas.

El cambio de Gobierno en Atenas, del conservador Constantinos Karamanlis al socialista Yorgos Papandreu provocó en octubre de 2009 el afloramiento de un déficit mucho peor (del 12,7% sobre el PIB) que el oficialmente exhibido (3,7%). La situación no adquirió tintes dramáticos hasta el nuevo año, cuando se materializó una segunda fase de la crisis financiera, una auténtica crisis de la deuda soberana que estuvo a punto de provocar la quiebra del Estado griego y de llevarse por delante la moneda única e incluso la precaria estabilidad mundial. Y no precisamente por el tamaño de la economía de Grecia (sólo el 0,3% del PIB de la zona euro), sino por la quiebra de confianza en el euro que provocaría su eventual suspensión de pagos.

El momento más álgido del drama se registró a principios de mayo. El sistema mundial “rozó el colapso”, sostuvo el director de Asuntos Monetarios del FMI, José Viñals. “Europa vive su momento más dramático desde la segunda guerra mundial, incluso quizá desde la primera [...]. Los mercados dejaron de funcionar, fue casi como tras la quiebra de Lehman en 2008”, declaró el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet. “Europa se encuentra ante su mayor reto desde la caída del nazismo”, confesó esos días la canciller alemana Angela Merkel.

¿Por qué se llegó al borde del abismo? Porque los mercados financieros desafiaban a los Gobiernos en *nanosegundos* y los Estados europeos y la propia UE reaccionaron durante cuatro largos meses tarde y mal. Las causas del retraso son variadas. Algunas, objetivas. Como el examen y verificación de las promesas de los nuevos gobernantes de Grecia de que cumplirían con su plan de austeridad, algo que no se daba por descontado por la frivolidad y engaño previos; estas comprobaciones eran, además, arduas. O la construcción técnica y jurídica del mecanismo de rescate, algo difícil por inédito y porque no estaba desarrollado en el Tratado de Lisboa.

Pero la principal adversidad fue la reacción parsimoniosa y nacionalista del Gobierno alemán, al que le costó ejercer su liderazgo dada la oposición de la opinión pública a destinar nuevos fondos y la inminencia de unas elecciones regionales, en Renania del Norte-Westfalia el 9 de mayo, que además perdería. La canciller, Angela Merkel, habló “en nombre de una nación replegada sobre sí misma, una Alemania que ha dejado de encarnar a los más europeos de los europeos y que, al contrario, devalúa sus obligaciones y lazos con Europa”, como enjuició el profesor de Sociología de la Universidad de Múnich Ulrich Beck.

Todo empezó con una provocación del consejero alemán, economista-jefe y líder de los *halcones* del BCE, el ex secretario de Estado Jürgen Stark, el día de Epifanía: “Los mercados se ilusionan cuando piensan que en algún momento los otros Estados miembros (de la UE) abrirán sus bolsillos para salvar a Grecia”. Durante meses, la discusión pública fue encendida. Contra el rescate se manifestó entre otros el parlamentario liberal alemán Frank Schäffer: “No se ayuda a un alcoholico dándole una botella de licor”. Y el ex consejero ejecutivo del BCE Otmar Issing: “Un rescate a Grecia sería un desastre para Europa”. Y el ministro de Hacienda Wolfgang Schauble (aunque éste dio unas de cal y otras de arena): “No veo que a los contri-



buyentes alemanes les corresponda el papel de rescatadores de Grecia, no tienen por qué pagar ellos, en absoluto”. La prensa sensacionalista alemana y parte de la prensa anglosajona hicieron campaña en contra.

A favor, sin vacilaciones, destacaron los franceses, siempre apoyados por los españoles. La ministra de Finanzas, Christine Lagarde, para quien la del euro “es una zona de completa solidaridad” y, reiteradamente, el presidente Nicolas Sarkozy: “Grecia no está sola”. Flanqueados por el siempre lúcido presidente del Eurogrupo, el primer ministro luxemburgués Jean Claude Juncker, quien denunciaba como una “negligencia económica grave” los titubeos de sus colegas. Y por el presidente del BCE: “La quiebra de Grecia no es una posibilidad”. Pero también salieron a favor del rescate políticos ajenos al área euro, como el ministro sueco de Finanzas, Anders Borg: “Vemos en los mercados grupos comportándose como manadas de lobos; si les dejamos actuar, atacarán a los miembros más débiles y los destruirán”.

En medio, dependiendo del momento, la variable coyuntura y el cortísimo plazo, fluctuaba, imprevisible, la canciller alemana, Angela Merkel. “Grecia es parte de la UE y no la dejaremos sola” afirmaba en la cumbre de febrero. “Si tenemos una moneda común, tenemos una responsabilidad común”, reiteraba. Pero con el mismo énfasis se autodesmentía: Alemania no va a “gastar para solucionar el problema de los pillos”; o “una rápida respuesta de solidaridad no es lo adecuado”, afirmaba ante el Parlamento alemán el 17 de marzo.

Por debajo del florilegio declarativo circulaba el debate más técnico. Se desmenuzaron muchas modalidades para el rescate, bilaterales, comunitarias y mixtas. Entre ellas, la compra de deuda pública de Grecia; los avales a sus emisiones; el lanzamiento de un bono europeo; el adelanto del abono de partidas de los fondos estructurales comunitarios; los préstamos de la Comisión ampliando el fondo de 50.000 millones del que ya disponía para ayudar a los países de la UE que mantienen su propia divisa; la prórroga de las medidas excepcionales adoptadas por el BCE a raíz de la primera oleada de la crisis, como reducir la calificación (hasta BBB) de los títulos que admitía como *colaterales* (garantía para conceder liquidez a la banca privada), reducción que debía expirar en diciembre de 2010, retornándose al nivel de calificación A; el acceso a las ayudas del FMI; o la constitución de un Fondo Monetario Europeo (FME). Algunos reclamaban un verdadero Presupuesto comunitario y un Tesoro común, a semejanza de los EEUU.

En sentido contrario, provocaron mucho ruido quienes propusieron que Grecia abandonase la unión monetaria. O que se la expulsase. Su punto de partida era que el rescate era indeseable, por razones de “riesgo moral”, es decir, porque incentivaría las malas conductas (déficit presupuestario excesivo) de otros socios. O porque su cuantía lo haría imposible o inconveniente para las cuentas públicas de los otros Estados miembros. Así, el país afectado debería restaurar su competitividad en solitario, para lo que necesitaría una nueva moneda y la opción de devaluarla. Los defensores de esta salida olvidaban que el abandono/expulsión empeoraría aún más los problemas del país vulnerable. Éste necesitaría tiempo para acuñar

y poner en circulación la nueva divisa. Debería redenominar a ésta su deuda viva. Al cotizar la divisa por debajo del euro, la operación equivaldría para los mercados a una quita o un impago de la deuda. Para evitar la consiguiente huida de capitales habría que instaurar un férreo control de cambios. Evidentemente ese escenario resultaba un disparate, mucho peor que cualquiera otro que aumentase la exigencia de austeridad a cambio de un paquete de ayuda. Pero algunos se divertían con la frívola hipótesis. Encuestas realizadas en Alemania revelaban que el 53% de sus ciudadanos se manifestaban encantados con la idea de la expulsión de Grecia. Y el 67% en contra de prestarle ayuda y crédito.

6. Las agónicas cumbres de la UE

Con muy pocas variantes en este clima político, salpimentado por unos mercados enfriados en deteriorar la deuda griega y posteriormente las de los otros países de la cohesión, se sucedieron tres cumbres del Consejo Europeo, precedidas y seguidas de innumerables reuniones del Ecofin y del Eurogrupo, la celebración de muchas de las cuales (por videoconferencia o por vía telefónica) ni siquiera llegó a conocimiento de la opinión pública. Las tres cumbres se celebraron el 11 de febrero, el 25 de marzo y el 7 de mayo, en una secuencia agónica.

En la cumbre de febrero, los Veintisiete prometieron su solidaridad, sin más detalle, con Grecia. Una escueta declaración final, redactada por Van Rompuy (ahí presidió su primer cónclave), quien evitó su discusión para que nadie la torpedease, rezaba: “Los Estados miembros de la zona euro adoptarán medidas decididas y coordinadas, si es necesario, para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona euro en su conjunto”. “Esto es lo máximo que pudimos hacer por Grecia”, confesaría, cabizbajo, uno de los impulsores del texto. En Grecia, los planes de ajuste del Gobierno (reducción de un 15% en los salarios públicos, adelgazamiento de las plantillas, reducción de las pensiones, aumentos de impuestos en IVA e IRPF) provocaban huelgas generales; mientras, los Gobiernos de la UE sometían a la economía helena a su vigilancia intensiva: si las medidas de austeridad no daban resultado al cabo de un mes, exigirían medidas adicionales, más duras.

En torno a la cumbre, se desató el apasionado y apasionante debate sobre la constitución de un Fondo de emergencia o de rescate para ayudar a los países del euro cuya deuda soberana era vulnerable al ataque de los especuladores, a hacerles frente y evitar su suspensión de pagos, o de un FME. Lanzó la idea el más conspicuo *think tank* de Bruselas, el Center for European Policy Studies, CEPS³. Ese FME sería una réplica continental del FMI, cuya intervención no convenía, argumentaban, porque si el país problemático se atrincherara (como Argentina en 2001) sería incapaz de disciplinarlo, y el drama para el euro acabaría en tragedia. El FME plasmaría la proclamada solidaridad europea y se dotaría de reglas y condiciones de

³ Gros y Mayer (2010).



acceso tan duras como fuese preciso (a fin de evitar el “riesgo moral” o incentivo a la laxitud y la mala gestión), pero claras y universales. La financiación que proponían para el Fondo era harto discutible y de viabilidad problemática, pues la fiaban a unas cuotas abonadas por los países incumplidores de los criterios de Maastricht. Cuando lo lógico era que ese Fondo se nutriese del presupuesto común: disponer de un Tesoro blindado ante los reveses y permite reaccionar rápido, como demostró Washington tras la quiebra de Lehman Brothers. Para ello habría que ampliar el presupuesto, del 1% del PIB de los 27 en que hoy se cifra (133.800 millones), progresivamente, quizá hacia el 2%. Ni siquiera se necesitaría llegar al entorno del 30% del presupuesto federal de EE UU, pues aquí los jueces (que aplican el derecho europeo) y los médicos y los militares son funcionarios estatales, y así seguirán o mucho tiempo o siempre.

Casi simultáneamente, el PSE propuso el 2 de marzo un “mecanismo de estabilidad”, que podría “ser gestionado” por el Banco Europeo de Inversiones, detallaba su presidente Poul Nyrup Rasmussen, ex primer ministro danés. Unos expertos opinaban a favor, porque Europa debe resolver sus propios problemas, y otros se manifestaban en contra por costoso y porque duplicaría un organismo ya existente. El gran impulso a una institución así, “con el mismo mando y los mismos poderes ejecutivos que el FMI”, se lo dio Schauble, pero a cambio de un durísimo paquete adicional de sanciones a los incumplidores del Pacto de Estabilidad. Schauble hacía caso omiso al talibán de la ortodoxia, Jürgen Stark, para quien el fondo era incompatible “con los principios de la unión monetaria”, “daría incentivos equivocados” y “podría minar la aceptación del euro y de la UE entre la opinión pública”. A algunos les preocupaba rescatar Estados, pero no bancos; aquéllos debían poder quebrar; éstos, jamás.

Un mes largo después del primer Consejo Europeo del año, el 25 de marzo, se congregó la segunda cumbre de la serie. Alumbró un inconcreto mecanismo de rescate de carácter presuntamente global, mucho menos claro que los que se venían discutiendo en público. En el alambicado y opaco texto de conclusiones, los líderes se comprometían a conceder “créditos coordinados” como “parte de un paquete que incorpore financiación sustancial del FMI y una mayoría de financiación europea”; estos préstamos serían “complementarios a la financiación del FMI” y su desembolso requeriría la “unanimidad” y una fuerte condicionalidad de exigencias. Los créditos no serían blandos. La incorporación del FMI fue forzada por Alemania, en la creencia de que dicho organismo siempre sería más intolerante con la heterodoxia presupuestaria que cualquier institución europea. Se admitió por inevitable, pues los más europeístas, incluido el propio Trichet, habían combatido la idea. A cambio, se abrió paso el compromiso de fortalecer la estabilidad fiscal de la zona euro.

La precaria determinación de los líderes dio paso a un turbulento mes de abril. El día 12 cuantificaban el coste del rescate griego (45.000 millones, de ellos 30.000 por los Estados miembros), que enseguida casi se triplicaría. Moody’s rebajaba la deuda soberana griega de A2 hasta el nivel A3. Grecia empezaba a negociar con el FMI las condiciones del plan de rescate y el día 23 pedía su activación. Presuntamente archivado el problema griego, el virus se dirigía hacia otras latitudes, iniciándose el efecto contagio. Los mercados empezaron a

castigar la deuda de España, Portugal e Italia. La prima de riesgo española superaba por vez primera los 100 puntos básicos (diferencial con el bono alemán) el día 26. El día 27 S & P rebajaba la calificación de Grecia al nivel del bono basura (BB+) y también la de Portugal. El 28 a la deuda española, de AA+ a AA. El secretario de Estado de Economía, José Manuel Campa, replicaba que la agencia “señala las mismas cinco vulnerabilidades de la economía española que ya estaban presentes en su informe previo del 26 de febrero”. Y a partir de ahí, empezaba un creciente pulso dialéctico con las agencias, por parte de la Comisión, del BCE y de los Gobiernos. Pero Merkel seguía impasible, prometiendo que ayudaría, siempre a cambio de sacrificios de los débiles, siempre sin concretar. Trichet y el director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, le rendían visita el día 28, para concienciarla de la gravedad de la situación. Al día siguiente el presidente Obama le telefoneaba para mostrarle su preocupación por un grave contagio si no se tomaban “medidas decididas” ya. El Eurogrupo formalizaba el 2 de mayo el rescate a Grecia. Los socios aportarían finalmente 80.000 millones en forma de préstamos coordinados por la Comisión, y el FMI, los 30.000 restantes. A cambio de que Grecia realizase el ajuste de un 11% del PIB en su déficit público: desde el 13,6% de 2009 al 2,6% en 2014, y de cuatro de esos puntos durante 2010, el doble de lo previsto inicialmente. Y también de que admitiese una vigilancia trimestral para verificar el cumplimiento de sus compromisos. Las calles de Atenas respondían con una tercera huelga general, el 4 de mayo. El contagio generó fiebre. Ese mismo día se expandía el rumor de que España solicitaría 280.000 millones de euros al FMI para evitar la quiebra. Los desmentidos oficiales, de España y del FMI, de poco sirvieron. La palabra “contagio” se incorporó a todas las declaraciones. Desde Chicago se desencadenaron ventas masivas de euro.

Y así se llegó a la tercera cumbre, al fin de semana del 7 al 9 de mayo, salpicado de distintas reuniones clave. Como aperitivo, el jueves 6 se reunió en Lisboa el consejo de gobernadores del BCE. El presidente Trichet negó al día siguiente en rueda de prensa las expectativas de que la entidad fuese a comprar deuda de los países con problemas, agudizando el desplome del euro y de las Bolsas. La misma noche del viernes 7 cenaban los líderes del Eurogrupo, al objetivo único de ratificar el acuerdo con Grecia del día 2. Pero los mercados habían estallado ya para Portugal, España, Irlanda e Italia. Se secó el mercado interbancario. La banca norteamericana dejó de prestar a la europea. Wall Street sufría un descalabro con caídas de hasta el 9% en un día (el jueves 6). La convicción general estribaba en que “lo que está en cuestión es la estabilidad del euro”. Sarkozy apretaba para crear un mecanismo de rescate y que el BCE comprase deuda soberana de los países atribulados. Merkel seguía pensando en las elecciones renanas del domingo y por eso se convocaría una reunión del Ecofin para el mismo día. La reunión terminó con un acuerdo político que suponía un nuevo aplazamiento: “la Comisión propondrá un mecanismo de estabilización para conservar la estabilidad financiera de Europa” (4). El sábado y el domingo, con los mercados cerrados, se intensificaron los intercambios bilaterales. Los técnicos del Comité Económico y Financiero (CEF, el organismo que prepara el Ecofin, integrado por los secretarios de Estado de Economía) y los de la Comisión Europea ultimaban los detalles técnicos de un Fondo global de rescate, que sería aprobado. El mecanismo sería aprobado tras 12 horas de intensos debates.



7. Un Fondo de rescate bien dotado y un nuevo BCE

El Fondo se nutrirá de tres fuentes de recursos. Una es la aportación de la Comisión Europea, que desencadena su activación, por valor de 60.000 millones de euros, procedentes de partidas presupuestarias disponibles (no gastadas) y en su caso de recursos a captar en los mercados de capitales o a través de las instituciones financieras; se le bautizó como Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera. La segunda son las garantías de los Estados miembros, hasta 440.000 millones de euros: se trata de un *vehículo específico* (*special purpose vehicle*, una suerte de consorcio de responsabilidad limitada) que emitiría eurobonos hasta esa cantidad, con respaldo de los Estados miembros del Eurogrupo; los recursos obtenidos podrían utilizarse para comprar deuda del país afectado; se le denominó Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. La tercera, una aportación del FMI por 250.000 millones. Y tendrá una vigencia temporal de tres años. ¿Por qué esa cantidad de 750.000 millones? Porque la suma de las apelaciones previstas hasta final de 2.012 (precisamente tres años) de los países más debilitados era de 745.000 millones: 448.000 para España; 158.000 para Grecia; 70.000 para Portugal y 69.000 para Irlanda. Y ya no era cuestión de lanzar operaciones modestas o que los mercados pudiesen interpretar como insuficientes. La contrapartida de ese mecanismo, la condición política para ponerlo en marcha, fue explícitamente el serio compromiso por parte de España y Portugal de someterse a un ajuste fiscal de caballo.

Junto al Fondo de rescate, otra decisión resultaría trascendental. El BCE anunció pocas horas después su determinación de comprar deuda soberana a mansalva, haciendo marcha atrás de la posición que había expresado en su Consejo de Lisboa. Ahora bien, esta decisión contrariaba a los halcones. El gobernador del Bundesbank, Axel Weber la criticó por “el riesgo considerable” que podría comportar “para la estabilidad de precios”, distanciándose así “de parte de la decisión del Consejo del BCE”. Otros, como Luis de Guindos, argumentaban que no se sabe si la compra de bonos por los bancos centrales supone política monetaria o fiscal; como su gran activo es su independencia frente a los gobiernos y las políticas fiscales que emprenden, esa compra “pone en cuestión dicha independencia y la credibilidad del euro como depósito de valor y como divisa de reserva”, objeción interesante si no hubiese estado en juego la propia existencia del euro. Algunos concluían que Frankfurt se ha convertido en una especie de mini FMI para Europa, suministrador condicional de liquidez para salvar el sistema. En cualquier caso, la doble decisión de aceptar bonos de baja calificación como garantía de préstamos y la compra de deuda soberana en los mercados secundarios resultaba coherente con la trayectoria del primer decenio del BCE, que contra las apariencias, “ha mantenido una política monetaria relativamente expansiva”⁴, es decir, que ha interpretado su mandato con flexibilidad, en la línea de la Reserva Federal, que combina el objetivo de contener la inflación con el de apoyar el crecimiento y el empleo. De manera insuficiente, criticaría el FMI, dos meses después.

⁴ Rabanal (2008).

Los mercados sometieron a prueba el instrumento, tratando de dilucidar si la voluntad política que lo fraguó era sólida. A corto plazo, su incidencia fue escasa, el 13 de mayo el euro marcó su cotización mínima en 14 meses. Y sometieron también a un duro escrutinio, como habían hecho con Grecia, a la deuda soberana y a la banca de los países considerados más vulnerables. La sequía del interbancario para España, por ejemplo, duraría todavía dos meses, hasta que la cumbre del 16 de junio aprobase hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia de la banca. Visto en perspectiva, el Fondo de rescate constituía la innovación más trascendental en la unión monetaria desde que ésta se había establecido, once años antes. Porque hasta mayo de 2010, el euro era poco más que una política monetaria común y un banco central manejando la cantidad de dinero en manos del público. A partir de ese momento se le añadía un instrumento de resolución de las crisis, indispensable para afrontar los choques asimétricos en la Unión.

También llegaba el momento del balance político. Para algunos esta crisis dejó fuera de juego a la Comisión Europea. Otros subrayaban que en la crisis cristalizaba un nuevo esquema de poder, no basado en las instituciones comunes ni en un directorio de grandes países, sino en la decisión solitaria de la canciller alemana, en su caso con el apoyo de Francia.

8. Una resonante batalla jurídica

Para alcanzar la solución institucional que completaba la Unión Monetaria, los dirigentes de la UE tuvieron que enterrar tabúes: archivar su convicción de que sólo debían acompañar a los mercados; superar su aversión a renunciar al derecho de veto; crear un organismo *erga omnes* en vez de resolver los problemas caso por caso. Y tuvieron que dirimir una resonante batalla jurídica, con la gloriosa derrota de la interpretación más restrictiva del Tratado de Lisboa, la sostenida por Berlín.

Alemania mantenía tres objeciones al rescate. Una, político-práctica, estaba constituida por ciertos agravios comparativos reales derivados de que algunas prestaciones sociales eran más generosas para los ciudadanos griegos que para los suyos. Pero ese enfado decayó al cabo al compararse con el balance extraordinario arrojado por la unión monetaria: su estabilidad ahuyentó tormentas internas y movimientos especulativos externos; sus bajos tipos de interés activaron el crecimiento; su relevancia internacional lo configuró como moneda de reserva en mayor medida que al marco. Alemania y otros contribuyentes netos afianzaron su superávit comercial (su déficit fiscal es la contrapartida equitativa de aquél) gracias a la ocupación industrial de los mercados menos desarrollados. Además, Europa fue solidaria con la unificación de Alemania. Sus *länder* orientales son la segunda zona receptora de ayudas estructurales. Y la unificación del marco oriental y el occidental obligó, antes, a una política monetaria restrictiva, de altos tipos de interés, exportada a todos y por todos soportada.



La segunda objeción era jurídico-interna: dependiendo de cómo fuera el formato del rescate, podía atentar contra la jurisprudencia del Tribunal Constitucional de Karlsruhe (en sus sentencias sobre Maastricht, del 12 de octubre de 1993; sobre el paso a la tercera fase de la unión monetaria, del 31 de marzo de 1998; y sobre el Tratado de Lisboa, de 30 de junio de 2009). Su doctrina defiende el inviolable núcleo esencial de la identidad alemana que se traduce en margen presupuestario, pues rechaza una eventual decisión en la que se comunitarice “en *lo fundamental* la determinación de la clase e importe de los impuestos que afectan a los ciudadanos” y deje a Berlín sin “espacios de discrecionalidad política suficiente con respecto a ingresos y gastos”. Ni en la más costosa hipótesis cuantitativa, el rescate podría eliminar la “discrecionalidad” presupuestaria nacional del Gobierno alemán: se trataba, pues, de un falso obstáculo, de una coartada.

Y la tercera objeción consistía en la presunción de que el Tratado de Lisboa prohíbe todo tipo de rescate. “Sin cambiar el Tratado de la UE, no se puede hacer”, alegaba Merkel. Ella y otros se agarraban a sus artículos 123, 124 y 125, que les brindaban algún argumento. Pero olvidaban que el 122 lo legitima: “En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro” producidas por catástrofes naturales o hechos excepcionales, se “podrá acordar una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión”. Los “acontecimientos excepcionales” que provocan las “dificultades graves” serían los movimientos especulativos del mercado, que un Estado en solitario no puede capear. Pues bien, si las ayudas concretas son legales a la luz del Tratado, nada impedía que se otorgasen a través de un mecanismo, de carácter temporal o permanente.

Irónicamente, la mayor innovación de la UEM en once años se realizó sin innovaciones constitucionales parejas, mediante una simple aplicación/interpretación del Tratado existente. Algunos alegaron, contra toda evidencia⁵ que se hizo forzando sus disposiciones, Y es que en realidad, paradoja sobre paradoja, el Tratado de Lisboa, uno de los que más reformas han incorporado, no había añadido, en lo económico y monetario, nada sustancial (casi ni siquiera accidental) a los textos precedentes.

Pero el semestre de la peor crisis económica europea, que coincidió con el de la última presidencia española de la Unión, acarrearía otras novedades interesantes para la unión económica: la nueva Agenda 2020 y el inicio de la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del euro.

⁵ Ver los clarísimos *consideranda* del reglamento número 407/2010 que instaura el Mecanismo, en el Diario Oficial del 12 de mayo de 2010.

9. La UEM: Agenda 2020 y Pacto de Estabilidad

La estrategia económica a largo plazo de la Unión se contenía en la llamada Agenda de Lisboa, que tocaba a su fin al haber transcurrido diez años desde su proclamación, y tras haber recorrido una trayectoria inane. La agenda era un conjunto enfático de objetivos pretenciosos, encabezados por el de convertir a la europea en “la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo”, acompañados de un catálogo de medidas bien intencionadas, pero carentes de orden jerárquico, cuantificación creíble e instrumento solvente de puesta en práctica. Todo ello coronado por la inexistencia de una autoridad común de control, reemplazada por un ampuloso invento vacío de contenido titulado “método abierto de coordinación”.

A diferencia de la Agenda de Lisboa, la Agenda 2020 (asumida por el Consejo Europeo en la cumbre de junio de 2010) ordenaba mejor las prioridades y fijaba sólo cinco grandes objetivos: dar empleo a un mínimo del 75% de la población situada entre los 20 y los 64 años; dedicar el 3% del PIB a la I+D; perseverar en el logro del objetivo medioambiental 20/20/20; rebajar el fracaso escolar por debajo del 10% y el nivel de pobreza por debajo de 20 millones de personas. El problema principal, sin embargo, persistía. Era la ausencia de un método claro, unas obligaciones concretas y una autoridad indiscutida para lograr que esos objetivos económicos fuesen vinculantes, discusión que ocasionó el primer rifirrafe de la presidencia española. Al final, se establecieron algunos sucedáneos de sanciones, como un intenso calendario-tipo en el que juegan informes y recomendaciones de las instituciones y las correspondientes explicaciones que deben ofrecer los Gobiernos sobre su propia actuación. Acompañado de incentivos presupuestarios, consistentes especialmente en la posibilidad de pérdida por los Estados miembros incumplidores, del acceso a determinados fondos⁶. Un esquema a medio camino de lo voluntario y lo obligatorio. El tiempo dirá si es suficiente o no para avanzar en la coordinación de la política económica.

La otra novedad, la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del euro (que castiga con sanciones y multas los déficit excesivos por encima de los techos acordados en Maastricht) para hacer más vinculante la política de austeridad presupuestaria de los socios, llegaba menos madura al fin del período. Pero se preveía concluirla a final de año.

El esquema alemán, cuya filosofía fue endosada a cambio de la aceptación por Berlín del fondo de rescate, figuraba en un estremecedor documento⁷ que proponía el firme anclaje del Pacto en la elaboración presupuestaria, mejor por vía constitucional; la suspensión de “toda ayuda estructural” europea al incumplidor, incluso para la eternidad; y la suspensión de su derecho al voto al menos por un año. Sin llegar a concretar tanto, la cumbre de junio ya asumió el hilo conductor de esas propuestas.

⁶ Está implícita en un escondido párrafo de la página 20 del documento COM (2010) 2020.

⁷ Gobierno alemán (2010).



El planteamiento alemán del nuevo Pacto exhibía varias aristas. Ninguno de los socios cumplía los criterios de convergencia de Maastricht, a diferencia de cuando pasaron el examen de acceso a la unión monetaria (la mayoría en 1998) por lo que todos carecían de legitimidad para erigirse en guardianes de la ortodoxia. Más grave: en el pasado (2003) fue Alemania, con Francia, quien boicoteó y paralizó la aplicación del Pacto porque era ella la afectada por un procedimiento sancionador por déficit excesivo. Y además, todo el esfuerzo reclamado se aplicaba a los presupuestos nacionales, no al comunitario: que apenas supera el 1% del PIB de los 27%, contra la horquilla del 20%-28% del estadounidense. “La UE es una unión coja, tiene un gobierno monetario único, pero no un Gobierno económico. El presupuesto que acaba de presentar Obama tiene el mayor déficit visto en épocas de paz: en la UE no hay un Gobierno federal que haga esa labor”, sintetizaba el catedrático de Política Económica de la UB, Antón Costas. Por eso proliferaron las propuestas de crear un Tesoro común de la zona euro o una Agencia Europea de la Deuda. Todo ello sin entrar en el debate sobre el propio contenido de la política económica propugnada por Berlín y secundada al cabo por toda la UE: el retorno a la austeridad, frente a la apuesta por el crecimiento. Esa polémica entreveró todo el debate de política económica en 2010. Colocó, por vez primera desde la crisis, a EEUU y a Europa en campos distintos, sino contrarios. Y de su resultado práctico dependerá la suerte de los nuevos instrumentos de los que logró dotarse la Unión, y al cabo, el éxito o el fracaso de la UEM.

10. Algunos resultados alentadores

De todo lo anterior se deducen cinco conclusiones provisionales:

- 1) La reacción a la crisis económica de 2008 ha provocado avances tangibles hacia una gobernanza económica europea, tanto del sector público como en la regulación de las actividades financieras privadas.
- 2) El paso más sustancial ha sido el de completar la unión monetaria, mediante un Fondo de rescate creado en el primer semestre de 2010, acompañado de otros acuerdos que dotan de mayor contenido a la unión económica.
- 3) Los avances se han producido en sintonía con la nueva dinámica del G-20: el paradigma de la construcción europea viene ahora más determinado por las exigencias mundiales que por su propio ímpetu interno.
- 4) Las nuevas necesidades de europeización afectan de lleno a los contenidos/competencias residuales de la soberanía nacional, lo que dificulta la prosecución de la dinámica federalista e incrementa las resistencias locales.
- 5) Las reformas financieras de la UE y de EEUU han recorrido caminos paralelos, pero con diferencias de técnica legislativa, ritmo y alcance: hasta que no estén plenamente en vigor será difícil establecer un juicio comparativo objetivo.



Referencias bibliográficas⁸

- GIL CALVO, E. (2009): *Crisis crónica: la construcción social de la Gran Recesión*. Madrid, Alianza.
- GOBIERNO ALEMÁN (2010): *Key proposals to strengthen the euro area*. Ministerio Federal de Finanzas, 19 de mayo.
- GROS, D. y MAYER, T. (2010): “Cómo manejar una suspensión de pagos soberana en Europa: hacia un Fondo Monetario Europeo”; en *CEPS Policy Brief* (202).
- KAGAN, R. (2003): *Poder y debilidad: Europa y Estados Unidos en el nuevo orden mundial*. Madrid, Taurus.
- RABANAL, P. (2008): “Should the ECB target employment?”; en *La Caixa Economic Papers* (6).

⁸ Las citas en las que no se explicita fuente corresponden a artículos e informaciones aparecidos en *El País*, *ABC*, *La Vanguardia*, *Cinco Días*, *El Periódico de Catalunya*, *El Mundo*, *Il Sole-24 Ore*, *Le Monde*, *Financial Times*, *Handelsblatt*, *Bild* y *Der Spiegel*.



LECCIONES DEL ORO EN LA CRISIS DEL EURO

José María Serrano *

Resumen

El patrón oro tuvo como principales virtudes la disciplina externa, que permitió una larga etapa de bajos tipos de interés y estabilidad de precios, y los automatismos en su funcionamiento, que excluían al mercado político de las decisiones monetarias. Sin embargo, la raíz metalista introducía una considerable rigidez y lo hacía difícilmente generalizable y apenas compatible con las necesidades de la economía en el largo plazo. Este punto de arbitrariedad, propio de un sistema dependiente de un metal, obligaba a reforzar la confianza en el respeto a unos principios inmutables, que como tales, acabaron por devenir poco racionales. Por el contrario, el euro tiene la flexibilidad y, en ese sentido, superioridad, de un patrón fiduciario combinada con la disciplina que introduce el objetivo estabilidad de precios. Sin embargo, su funcionamiento correcto depende de la sostenibilidad de las condiciones financieras de los países miembros de la Unión, en particular de su endeudamiento externo. Aunque desde nuestro punto de vista son más importantes las diferencias que las similitudes entre el oro y el euro, es posible extraer lecciones del pasado para afrontar el presente. Si en el oro la responsabilidad era individual, en el euro es colectiva, por eso necesita la moneda europea reglas claras e instituciones conjuntas que incluyan, por supuesto, mecanismos contundentes de sanción y contemplen la exclusión. Hay que dejar poco margen a la política, ni en el teatro de las negociaciones ni en la penumbra de las presiones. El euro no puede recuperar la simplicidad del oro, esto significa que ha de sostenerse con instituciones complejas, lo que no quiere decir confusas.

Abstract

The main virtues of the gold pattern were external discipline, which allowed for a long period of low interest rates and price stability, and automation in its functioning, which excluded the political market from monetary decisions. However, the metal-based root introduced considerable rigidity, making it difficult to generalise and fairly incompatible with long-term economic needs. This point of arbitrariness, inherent to metal-dependent system, meant that trust had to be strengthened regarding certain immutable principles which, as such, ended up becoming fairly irrational. The Euro, on the other hand, has a certain flexibility and, in this respect, the superiority of a fiduciary pattern combined with the discipline introduced by target price stability. However, its correct functioning depends on the sustainability of financial conditions in the EU Member States, particularly in terms of their external indebtedness. However, even though, from our perspective, the differences between gold and the euro are more important than their similarities, it is possible to draw lessons from the past in order to face the present. If, in gold, responsibility was individual, with the Euro it is collective; hence the European currency needs clear rules and joint institutions that naturally should include powerful mechanisms for sanctioning and also contemplate exclusion. Little room should be given to politics, either in the theatre of negotiations or in the shadow of pressure. The Euro cannot recover the simplicity of gold; that means that it must be sustained by complex institutions, which is not to say they have to be confused or confusing.

1. Introducción

Al comenzar los años noventa del pasado siglo el Sistema Monetario Europeo caminaba con decisión en busca de problemas. La peseta proporcionaba un buen ejemplo de las carencias de aquel mecanismo de coordinación monetaria: era la moneda que registraba las presiones más intensas de apreciación, mientras la economía española se hallaba sumida en desequilibrios financieros tan intensos que resultaban insostenibles por mucho tiempo. Pero los déficit presupuestario y de balanza de pagos, junto a una inflación diferencial persistente, parecían no ser impedimentos suficientes para frenar una demanda desbordante de pesetas, al calor de altos tipos de interés nominales combinados con la garantía cambiaria que aparentemente ofrecía el Sistema. Todo se vino abajo, como es sabido, entre 1992 y 1995, cuando no sólo la peseta sino el Sistema completo entró en una profunda crisis, que incluyó la salida de ciertas monedas, como la libra y la lira.

* Universidad de Zaragoza.

La reflexión dominante sobre aquellos acontecimientos acabó siendo que un régimen de tipos de cambios fijos aunque ajustables, contenía tales gérmenes de inestabilidad que era difícilmente manejable, como había demostrado ya antes Bretton Woods. En consecuencia, sólo cabían dos estrategias: alcanzar una coordinación institucional mucho más exigente o renunciar por completo a ella, tratando de hacer compatible el interés común por la estabilidad con un sistema de flotación. Esta última fue la propuesta que defendió Gran Bretaña.

Quienes optaban por intensificar la cooperación apuntaron enseguida la vía de la moneda única, que en realidad, estaba abierta desde el Informe Werner a comienzos de los setenta (como respuesta europeísta a la crisis de Bretton Woods) y diseñada con más precisión en el cercano Informe Delors de 1989 (contemplada aquí como la evolución natural del Sistema Monetario Europeo).

En cualquier caso, el problema que se planteaba no era nuevo, ni en la realidad ni en el mundo de las ideas. En la práctica, cada vez que se ha buscado facilitar el comercio y los movimientos de capitales entre un conjunto más o menos amplío de países, ha surgido la cuestión de la coordinación cambiaria. Y ésta tenía diversas variantes que abarcan desde las múltiples formas de controlar las flotaciones o establecer tipos de cambio fijos con más o menos exigencias en los ajustes, hasta compartir una moneda única.

Para la situación más exigente, la moneda única, se contaba incluso con una teoría que supuestamente proporcionaba una guía para delimitar quienes estaban llamados racionalmente a participar en una unión monetaria. Se trataba de la teoría de las áreas monetarias óptimas de Robert Mundell. Como es sabido, Mundell sostenía que las ganancias de compartir una moneda entre varios países son altas cuando el comercio interno y las transacciones financieras son una proporción elevada de sus intercambios totales y, además, la estructura económica es similar. En este caso, los costes de transacción eliminados con la moneda única serán muy importantes y los riesgos de que un país tenga *shocks* específicos, reducidos, por lo que perderá valor tener un instrumento monetario individual de ajuste. De esa comparación de costes y beneficios cabría extraer una línea de demarcación que situase a los diversos países dentro o fuera de un proyecto de unión monetaria, convirtiendo a la decisión en poco menos que automática.

Pero esto equivalía a adoptar exclusivamente la perspectiva de cada país individual y dejaba pendiente el funcionamiento o la organización institucional de la hipotética nueva unión e incluso su viabilidad. Por dicha razón, para anticipar los problemas prácticos asociados a la opción de moneda única, se acudió a la historia, el único y verdadero campo de experimentación para los economistas. Por ahí comenzaremos.



2. La cooperación monetaria en perspectiva histórica

En términos contemporáneos, la primera vez que se planteó la necesidad de establecer sistemas de coordinación monetaria entre diversos países fue a mediados del diecinueve. Se concibió entonces como un complemento imprescindible del proceso de internacionalización que se empezaba a producir tras el afianzamiento de la industria y la supresión progresiva de las trabas al comercio, rémoras pendientes del viejo mercantilismo. Aunque también había en aquel tiempo una vertiente política en los procesos de cooperación monetaria, pues resulta difícil pensar en renunciar a algo tan trascendental y hasta simbólico como la soberanía monetaria, sólo por argumentos económicos. Recordemos que en opinión de Bertrand Russell (1970), una de las dimensiones del liberalismo en la etapa optimista de mediados del diecinueve fue el internacionalismo político. Entre los economistas, el propio John Stuart Mill mucho antes había divisado en el horizonte una moneda mundial en el curso de un proceso de creciente cooperación política. El recrudescimiento de los nacionalismos hacía el final de la centuria acabó con aquellos pronósticos de coordinación que tan claros parecían a los coetáneos.

Mediado el diecinueve, Gran Bretaña, líder del proceso, invitaba a la coordinación monetaria a los demás con su adhesión al patrón oro, aunque no hacía mucho por generalizarlo. Francia, con vocación renovada de liderazgo continental en el Segundo Imperio, creó en 1865 la Unión Monetaria Latina, con participación de Bélgica, Suiza e Italia y adhesión posterior de Austria y Grecia. Las monedas de la Unión se comprometían, mediante un pacto formal, a mantener unos tipos de cambio rígidos, basados en la fijación de pesos, leyes y una relación de valor inmutable entre el oro y la plata, pues se trataba de un sistema bimetalista.

Aunque sí la más conocida, la Unión Monetaria Latina, no fue la única agrupación monetaria regional en aquellos años, ni tampoco la primera, pues ya en 1857 se había creado una entre Alemania y Austria, disuelta cuando estalló la guerra entre ambos países en 1866. La más duradera, aunque de importancia limitada, fue la Unión Monetaria Escandinava formada en 1873 por Suecia y Dinamarca (después se adhirió Noruega), que sobrevivió hasta la primera guerra mundial.

Pero los intentos de cooperación monetaria no se agotaron en lo regional, pues en 1867, en el marco de la Exposición Internacional de París, se celebró una Conferencia Monetaria Internacional con amplia participación de países europeos y americanos. Dicha Conferencia, en palabras de Schumpeter “consiguió en medida sorprendente aclarar el embrollo del bimetalismo, contempló la cuestión de una acuñación uniforme mundial del oro y adoptó una propuesta de unión monetaria mundial de audacia hasta entonces desconocida”¹. Aunque el proyecto no cuajó, ilustra bien el clima del momento.

¹ Schumpeter (1971), p. 1168.

Poco después se produciría el triunfo del oro como patrón monetario internacional, aunque ese triunfo no fue tan sencillo y rotundo como a veces da a entender la historiografía que estiliza los hechos al límite. Y esto, ni en el terreno de los hechos ni en la teoría. En el primero es preciso recordar la afirmación de Keynes: “el oro se impuso a duras penas sobre el bimetalismo”². Además, en el ámbito teórico ya advirtió Schumpeter: “nada más lejos de la verdad que la idea de que todos los economistas de la época adoraran en corporación al becerro de oro”³. En otras palabras, el patrón oro no fue un régimen indiscutido o indiscutible y su triunfo se debió más que a su superioridad teórica o práctica a una conjunción de factores entre los que no dejó de contar el azar.

Incluso es conveniente aclarar que el régimen monetario que denominamos patrón oro tuvo múltiples variantes nacionales, como dejó claro Keynes en 1913. Esta es la razón por la cual resulta más difícil de lo que parece a primera vista establecer quiénes formaban parte del patrón y desde cuándo lo hacían. Es decir, el mapa del oro es en sí mismo un tema complejo, aunque a estas alturas ya se cuente con una cronología, al menos en sus trazos básicos (Bordo y Schwartz, 1996). Para empezar, en esa cronología, el oro resulta ser un fruto tardío del siglo XIX. Antes de 1870 solamente Gran Bretaña y Portugal lo habrían adoptado de una manera estable y fue en ese decenio cuando el Patrón triunfó en los países decisivos: Alemania en 1871, Francia en 1878 y Estados Unidos en 1879. Desde entonces hasta la Primera Guerra Mundial no hubo cambios en el centro, pero estos fueron frecuentes y abundantes en los países de la periferia, donde no eran extrañas las entradas y salidas de países tan significados como Italia. También existieron monedas que se mantuvieron fuera del patrón, pero siguiéndolo tan de cerca, como para que se puedan apreciar mínimas diferencias con las de la periferia entrante y saliente; entre las que nunca pertenecieron formalmente al patrón, la peseta.

Sobre el funcionamiento del patrón oro sabemos ahora mucho más que hace solamente un par de decenios, en parte gracias al euro, porque el anuncio de que se iba a crear una moneda europea revitalizó entre los economistas el interés por el funcionamiento del patrón oro. Después de la experiencia de los tipos fijos pero ajustables que dominó la posguerra (los años de Bretón Woods) y tras los diversos intentos de coordinar los tipos flexibles en la etapa del Sistema Monetario Europeo, naufragados en la crisis de 1992-95, varios países europeos optaron por unos cambios rígidos o inamovibles. Es decir, por disolver todas las monedas preexistentes a un tipo de cambio definitivo. La nueva moneda sería de uso compartido y las condiciones monetarias y financieras comunes. Como sólo parecía existir un precedente suficientemente cercano en el tiempo de una moneda compartida, que era el patrón oro, hacia él se volvieron las miradas. En pocos años se multiplicó la publicación de artículos en revistas científicas y libros hasta dar una imagen mucho más acabada de cómo había funcionado (Gallarotti, 1995; McKinnon, 1996; Eichengreen, 1996 y Eichengreen y Flandreau, 1997, entre otros). Se esperaba así tener pautas para interpretar el presente y aprender lecciones de la historia.

² Keynes (1930), p. 170.

³ Schumpeter (1971), p. 1167.



Durante los años en que el euro pareció funcionar sin problemas graves, pocos creyeron necesario insistir en extraer enseñanzas del pasado. Hasta el interés de los historiadores de las relaciones económicas internacionales se desplazó hacia la comparación entre las dos grandes etapas de globalización, la de fines del diecinueve y comienzos del veinte y la de finales del veinte y comienzos del veintiuno (O'Rourke y Williamson, 2007). Pero en este caso, el objetivo seguramente era más la erudición que el aprendizaje inmediato.

La llegada de la crisis financiera a partir del verano de 2007 y sobre todo tras el otoño de 2008, con las turbulencias de 2009 y 2010 ha vuelto a poner de actualidad viejas preguntas. Entre ellas: ¿Se parece la crisis actual a otras del pasado? (Reinhart and Rogoff, 2009). Y también: ¿Cabe extraer alguna lección del funcionamiento del patrón oro a la hora de enjuiciar la crisis del euro y plantear soluciones a la misma? Aunque el tema es más complejo de lo que se puede abarcar en un trabajo de estas características, en las próximas páginas haremos algunas consideraciones sobre la cuestión.

3. Una mirada al oro

Como todo sistema de base metálica, el patrón oro tenía en la simplicidad conceptual su principal virtud, a la par que su más notoria limitación. Al establecer un vínculo entre la capacidad de emisión de billetes y su respaldo metálico se simplificaba al máximo la gestión de la política monetaria y se conseguía una disciplina impuesta a los gobernantes desde el exterior. Por otro lado, al tener un patrón de valor común, los movimientos internacionales de capitales se facilitaban por la eliminación del riesgo cambiario. Finalmente, cualquier desequilibrio en las balanzas por cuenta corriente se ajustaba automáticamente entre los países del oro, vía transferencias de numerario, que tendían a corregir los excesos e impedir que tales desequilibrios fueran permanentes. El tipo de interés era un precio que permitía comparar la situación relativa de los distintos países y sus diferenciales inducían los movimientos necesarios para los ajustes, marcando los puntos de entrada o salida del oro.

Pero lo más importante era que todo esto funcionaba automáticamente a partir de una decisión que era individual de cada país. La decisión era aceptar o no la disciplina del oro, es decir, asumir la obligación de canjear sus billetes por oro si alguien lo requería. De modo que no había protocolos compartidos o instituciones de vigilancia o cooperación comunes. Era cada país, singularmente, quien debía ganarse la credibilidad de que su moneda se sostenía en el patrón. Por eso las crisis eran individuales. Se desataban cuando un país no era capaz de mantener la convertibilidad y se resolvían con un abandono singular del patrón que no ponía en riesgo al resto. En consecuencia, el patrón no existía como organización, sino que era un sistema de adhesión; allí no podía haber crisis del conjunto sino individuales.

Esta era la visión tradicional del sistema del patrón oro, con primacía absoluta de los ajustes automáticos y soledad de cada país ante la sostenibilidad de su compromiso. Sin embargo, las investigaciones de los últimos años han descubierto numerosos casos de cooperación informal entre países, en ocasión de crisis inminentes, que muestran el interés de todos por la continuidad del sistema. Y es que frente a esa visión aséptica recién descrita, de un cuadro de reglas que se sostenía por sí mismo, la confianza ha aparecido también en los trabajos recientes como piedra angular del mantenimiento del patrón oro. Por ella, el abandono de un país no era solo un asunto individual, sino que afectaba a los demás, en cuanto indicaba que dentro del patrón no había la seguridad presumida en la teoría. La restauración de la confianza era así decisiva para todos, pues la falta de credibilidad del sistema elevaba la prima de riesgo no solo de los más vulnerables, sino de todos y cada uno, aunque fuera en medida diferente.

Transmitir confianza en la continuidad de los compromisos se convirtió de este modo en una preocupación constante de los países pertenecientes al patrón y, en cierto modo, en un segundo elemento de rigidez –junto a la base metálica– que acabarían conjuntamente por hacer fracasar el sistema tras los intentos de restaurarlo pasada la Primera Guerra Mundial.

La rigidez impuesta por la base metálica era la carencia mejor conocida del régimen del oro, pues solo un improbable azar podía hacer que coincidiesen en el largo plazo las necesidades de numerario de todas las economías y la producción de metal precioso. Menos probable aún era que ambas trayectorias fuesen acompasadas de continuo, porque las lógicas de la economía y la mineralogía no tenían una misma base y solo la casualidad podía convertirlas en compatibles.

Así pareció evidente en los ochenta del diecinueve, cuando la amplia demanda de oro provocada por las sucesivas adhesiones al patrón y el crecimiento económico y del comercio desde mediados de siglo, chocó con las limitaciones del metal y produjo una etapa de escasez de dinero. En la interpretación monetaria de aquella situación, la deflación y crisis consecuentes fueron achacadas al régimen del oro que estuvo a punto de naufragar nada menos que en la propia Gran Bretaña, donde muchas voces se alzaron en defensa del bimetalismo como garantía de una base metálica más ancha. Sólo el azar, que tomó la forma del descubrimiento, precisamente entonces, de un procedimiento químico que permitió incorporar al mercado al oro sudafricano, salvó al patrón. Y no solo lo salvó, sino que, paradojas de la historia, abrió paso a los tiempos felices del oro, aquellos que cimentaron su leyenda entre 1890 y 1914. Sin embargo, la temporal escasez y sus consecuencias fueron suficientes para que algunos economistas, como J. M. Keynes, tomaran nota de esa rigidez propia del metalismo y discutieran los intentos de restaurar el patrón en la posguerra, pidiendo a cambio un sistema fiduciario comprometido con la estabilidad, pero con necesarias dosis de flexibilidad.

El segundo factor de rigidez, se ha dicho, era la servidumbre que imponía el papel angular de la confianza en el sistema. Si en los buenos tiempos ganar y sostener la credibilidad conjunta y la reputación individual era sencillo y hasta barato –al menos para unos pocos– cuando esos



buenos tiempos pasaron, el dilema se planteó con toda crudeza. Nos referimos al momento en que se pensó restaurar el patrón oro tras la Gran guerra y quien fue más consecuente con los viejos principios resultó ser Gran Bretaña, que por esa misma razón, fue quien pago un coste mayor. Como es sabido, tras el fin de las hostilidades, no se dudaba tanto si se debía volver al patrón, cuanto si era necesario hacerlo a la paridad de preguerra, que exigía una considerable deflación para anular los aumentos de precios de unos años desordenados, con escasa disciplina monetaria.

La cuestión se planteó en términos de credibilidad y hasta morales, pues establecer una nueva paridad, devaluando de hecho la libra, era tanto como defraudar a quienes habían confiado en el compromiso británico asumido durante largos años y hasta engañar a los acreedores del tiempo de la estabilidad con créditos estipulados en libras. Todas esas consideraciones condujeron a la decisión de Winston Churchill de restaurar en 1925 la convertibilidad a la vieja paridad, y dieron paso a las conocidas críticas de Keynes y también a una etapa de cierto estancamiento económico en el país. El esfuerzo resultó tan titánico que, a la postre, la libra apenas pudo sostener seis años la convertibilidad. En su caso, los costes de conservar la reputación habían acabado por hacer naufragar al oro.

Francia adoptó la estrategia alternativa, porque la indisciplina monetaria había sido mucho mayor y la deflación requerida para volver al franco de 1914 era literalmente insoportable. Así que retornó al oro en 1928, pero admitiendo los precios corrientes y, por tanto, con una fuerte devaluación de su moneda. Esto le proporcionó un margen mayor que a Gran Bretaña y pudo continuar con la convertibilidad hasta bien entrados los treinta. Finalmente, a Francia le derrotó la inflexibilidad del metalismo en el contexto de la fuerte crisis económica del veintinueve, al verse rodeada de países que practicaban devaluaciones competitivas por no estar ligados por compromiso alguno. Son dos ejemplos paradigmáticos de cómo las dos rigideces que hemos señalado que afectan potencialmente al patrón oro, cada una en su momento, hicieron naufragar el sistema.

4. El euro en la crisis

De un régimen monetario, como de cualquier otra institución, no se conocen sus fortalezas y debilidades hasta que no es probado en situaciones extremas. Por eso las muy generalizadamente optimistas conclusiones sobre el funcionamiento del euro en sus primeros años se han revelado apresuradas. El éxito rotundo de la implantación y difusión, así como la presencia creciente de la moneda europea en los mercados financieros internacionales durante su primer decenio, fueron debidos, en buena medida, a la singular coyuntura con la que coincidieron.

Una etapa de abundancia de ahorro en todo el mundo, debida a la estrategia de crecimiento vía exportación elegida por China y otros países emergentes, era fácil de gestionar. Sobre todo porque, además, no incorporaba tensiones importantes en precios. Por otro lado, los

bajos tipos de interés, la liberalización del comercio y la movilidad internacional de la población ofrecieron oportunidades de crecimiento a multitud de países. En este escenario, incluso se volvió a animar aquella extraña discusión sobre el fin de los ciclos económicos; como ocurriera con la que estuvo en boga años atrás, ahora nos consta, se reveló apresurada.

Lo que sí es cierto es que, en esas circunstancias, los dilemas de la política monetaria parecían no existir o ser de tono menor. Crear una nueva moneda, el euro, y conducirla en sus primeros pasos, resultaba ser extraordinariamente sencillo. Hasta los debates sobre si Europa era o no un área monetaria óptima, animados en los inicios, parecían ahora irrelevantes. Aparentemente todos los países del euro disfrutaban de una prosperidad compartida que los embarcaba en un único ciclo.

Es probable que a los dirigentes europeos les sucediera entonces lo que a Napoleón en los comienzos de la invasión de España. Según juzgaba al final de su vida en Santa Elena, evocando lo frágil que parecía la organización política española en la primavera de 1808: “tanta facilidad, me perdió”. Algo así debió ocurrir a los responsables del euro, porque pareció que el objetivo de la estabilidad de precios perseguido con cierta disciplina, más el liviano pacto de estabilidad y crecimiento, no sólo eran suficientes sino que obraban maravillas. Sin embargo, la crisis reciente ha sido la ocasión para mostrar que el entramado institucional del euro tenía carencias notorias.

Desde nuestro punto de vista, dos han sido los problemas revelados por la crisis y que han llegado a conducir a la moneda europea a una situación delicada en la primavera de 2010. Primero, la existencia en múltiples aspectos de reglas de funcionamiento poco o mal especificadas que dejan paso a un exceso de procesos políticos. Segundo, la carencia o debilidad de instrumentos de intervención en el ámbito financiero, más allá de lo estrictamente monetario.

En relación al primer punto, el objetivo de mantener la estabilidad de precios se ha revelado una condición necesaria, pero no suficiente, como regla de actuación. Esto es debido a que las asimetrías cíclicas, magnificadas por la presencia del objetivo de pleno empleo en todas las agendas, hacen inevitables las interferencias políticas. Por otro lado, las excepciones a las reglas de disciplina financiera de los gobiernos convirtieron a éstas en cuasi irrelevantes y la magnitud del problema se ha visto en los últimos meses. En el caso extremo de indisciplina, el sistema carece de un mecanismo claro y objetivo de exclusión, lo que de nuevo remite al ámbito de las presiones o negociaciones políticas.

En cuanto al segundo aspecto, las autoridades europeas parecían creer que las reglas de funcionamiento estaban tan bien especificadas y la corresponsabilidad tan asumida que no era necesario más para que el euro se sostuviese por sí mismo. La crisis ha mostrado que no era así. De una parte está la responsabilidad que pueda o no tener el Banco Central Europeo en la difusión del crédito o en la sostenibilidad del sistema financiero en caso de grave crisis, que desbordan el marco de lo estrictamente monetario. Estas responsabilidades no se pueden obviar por parte de quienes tienen un compromiso con el correcto funcionamiento del



lado financiero de sus economías. De otra parte, las indeterminaciones de las reglas y las incertidumbres del mercado político ofrecen oportunidades de negocio en los mercados financieros. Como éstos tienen tal potencia y flexibilidad pueden provocar una etapa de volatilidad intensamente perturbadora. De manera que la estabilidad financiera –tan importante como la monetaria para el crecimiento- no se debe dar por supuesta, sino que ha de ser activamente perseguida. Esto exige disponer de índices anticipados de sostenibilidad financiera y de mecanismos para sostener el conjunto o alguna de sus partes en caso de crisis. De todo ello se carecía hace sólo unos meses, aunque algo se ha avanzado con ocasión de la crisis actual.

5. Algunas conclusiones

Tras estas rápidas visiones del mundo del oro y del euro en tiempos de tribulación, llega el momento de la confrontación. El patrón oro, conforme decíamos, tuvo como principales virtudes la disciplina externa, que permitió una larga etapa de bajos tipos de interés y estabilidad de precios, y los automatismos en su funcionamiento, que excluían al mercado político de las decisiones monetarias. Sin embargo, la raíz metalista introducía una considerable rigidez y lo hacía difícilmente generalizable y apenas compatible con las necesidades de la economía en el largo plazo. Este punto de arbitrariedad, propio de un sistema dependiente de un metal, obligaba a reforzar la confianza en el respeto a unos principios inmutables, que como tales, acabaron por devenir poco racionales.

Por el contrario, el euro tiene la flexibilidad y, en ese sentido, superioridad, de un patrón fiduciario combinada con la disciplina que introduce el objetivo estabilidad de precios. Sin embargo, su funcionamiento correcto depende de la sostenibilidad de las condiciones financieras de los países miembros de la Unión, en particular de su endeudamiento externo. Es decir, que éstos son corresponsables, como se desprende también del pacto de estabilidad y crecimiento, por más que las reglas establecidas para garantizarlo fueran demasiado laxas.

Por otro lado, está el contexto de uno y otro régimen monetario, que obliga a abundar en la mayor complejidad de la situación presente. Ciertamente ambos comparten etapas de internacionalización financiera. Pero el contexto de los objetivos de política económica admitidos comúnmente en una y otra época es muy diferente. Con el denominado “trilema” (Obstfeld *et al.*, 2005) se ha señalado cómo es posible hacer compatibles la libertad de circulación de capitales y el tipo de cambio rígido, si no se contempla la necesidad de tener al propio tiempo pleno empleo. Esa era la realidad en los tiempos del patrón, pero no la actual, porque ahora es impensable obviar el tercer objetivo. Si se incorpora sólo cabe pensar en economías integradas, que no sean meramente la suma de economías nacionales preexistentes. En ese contexto, reaparece la cuestión de la sincronía cíclica, como condición para que funcione sin tensiones el área monetaria o, alternativamente, la necesidad de disponer de instrumentos de compensación fiscal, es decir, de una mayor integración institucional.

En suma, aunque desde nuestro punto de vista son más importantes las diferencias que las similitudes entre el oro y el euro, es posible extraer lecciones del pasado para afrontar el presente. Si en el oro la responsabilidad era individual, en el euro es colectiva, por eso necesita la moneda europea reglas claras e instituciones conjuntas que incluyan, por supuesto, mecanismos contundentes de sanción y contemplen la exclusión. Hay que dejar poco margen a la política, ni en el teatro de las negociaciones ni en la penumbra de las presiones. El euro no puede recuperar la simplicidad del oro, esto significa que ha de sostenerse con instituciones complejas, lo que no quiere decir confusas.

Referencias bibliográficas

- BORDO, M. y SCHWARTZ, A. (1996): "The operation of the Specie Standard-Evidence for core peripheral countries, 1880-1990"; en BRAGA DE MACEDO, J. *et al.*, eds.: *Currency convertibility. The gold standard and beyond*. Londres, Routledge.
- EICHENGREEN, B. (1996): *Globalizing Capital*. Princeton University Press.
- EICHENGREEN, B. y FLANDREAU, M., eds. (1997): *The Gold Standard in Theory and History*. Londres, Routledge.
- GALLAROTTI, G. (1995): *The anatomy of an International Monetary Regime. The Classical Gold Standard 1880-1914*. Oxford University Press.
- KEYNES, J. M. (1930): *Essays in persuasion*. The Collected Writings, MacMillan, vol. IX.
- MCKINNON, R. (1996): *The rules of the game. International Money and Exchange Rates*. The MIT Press.
- OBSTFELD, M *et al.* (2005): "The trilemma in History. Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policy and Capital Mobility"; en *Review of Economics and Statistics* (87).
- O'ROURKE, K. H. y WILLIAMSON, J. G. (2007): *Globalización e historia. La evolución de una economía atlántica del siglo XIX*. Zaragoza, Prensas Universitarias.
- REINHART, C. y ROGOFF, M. (2009): *This time is different. Eight Centurys of Financial Folly*. Princeton U. P.
- RUSSELL, B. (1970): *Libertad y organización 1814-1914*. Madrid, Espasa-Calpe.
- SCHUMPETER, J. A. (1971): *Historia del análisis económico*. Barcelona, Ariel.



CÓMO SALIR DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA ZONA EURO

Guillermo de la Dehesa *

Resumen

La única forma que tiene la Zona Euro de impulsar a las economías nacionales menos competitivas es haciendo una devaluación de su tipo de cambio real, ya que el nominal no existe al compartir una moneda común. Dicha devaluación sólo puede conseguirse haciendo que durante varios años sus costes salariales y sus márgenes empresariales aumenten a un ritmo menor que el de la media de la ZE, y que simultáneamente su productividad crezca varios años seguidos por encima del promedio de la misma. A esta devaluación real puede ayudarse reduciendo los costes salariales, bajando las contribuciones empresariales a la Seguridad Social y compensándolas con un incremento de los impuestos indirectos, tanto el IVA como los especiales. Naturalmente, es mucho más eficiente intentar sólo aumentar la productividad para reducir la brecha competitiva que reducir los salarios para conseguirlo; de ahí la importancia de atacar las rigideces en ambos mercados, que son las que en definitiva reducen la competitividad.

Abstract

The only way the EuroZone can boost less competitive national economies is by devaluing their real exchange rate, since the nominal rate no longer exists as they share a single currency. This devaluation can only be achieved by ensuring that for several years their salary costs and business margins increase at a slower pace than the average for the EZ, and that simultaneously their productivity grows above the EZ average for several years in a row. This real devaluation can be achieved by reducing salary costs, lowering business contributions to the Social Security system and compensating them through an increase in indirect taxes such as VAT and special taxes. Naturally, it is much more efficient to attempt simply to increase productivity in order to bridge the competitive gap than to reduce salaries in order to achieve it; hence the importance of attacking rigidity in both markets, which is what ultimately reduces competitiveness

1. ¿Es la Zona Euro un área monetaria óptima?

Antes de la creación de la Unión Monetaria (UME) muchos economistas ya sabíamos que la UME entonces y ahora la Zona Euro (ZE) no eran unas áreas monetarias óptimas en el sentido de que no cumplían los requisitos establecidos por el premio Nobel de economía de 1961, Robert A. Mundell para que una UME fuera un Área Monetaria Óptima (OCA). Dichos requisitos eran los siguientes: debería de existir dentro de la misma una elevada movilidad de la mano de obra sin barreras físicas y culturales, una elevada movilidad de los capitales y una elevada integración financiera, una elevada flexibilidad de precios y salarios y finalmente, un presupuesto de dicha UME que pueda hacer transferencias generosas en caso de que alguno de sus miembros pueda sufrir choques asimétricos negativos. Mundell tenía en mente como ejemplo de OCA tanto su país de nacimiento, Canadá, como su país de trabajo, Estados Unidos.

En la ZE actual, la movilidad laboral es muy baja, dadas las barreras idiomáticas y culturales que existen entre sus estados miembros, la integración bancaria y financiera es todavía baja, los precios y salarios son muy rígidos a la baja y el presupuesto de la UE es sólo un 1,1% del PIB de la Unión, frente a un presupuesto federal de un 25% del PIB de Estados Unidos. Es decir, lo que viene ha demostrar la teoría de las OCA es que una unión monetaria necesita una cierta unión fiscal. Es verdad que la movilidad laboral de la ZE ha aumentado recientemente con la gran ola inmigratoria, pero lamentablemente, aquellos que realmente se mueven libremente entre los estados miembros de Schengen son los inmigrantes irregulares ya que los legales necesitan trabajar en un estado miembro 5 años antes de poder pasar a otro.

* Centre for Economic Policy Research (CEPR)

A pesar de no cumplir los requisitos de una OCA, en sus diez años de vida, la ZE había funcionado bastante bien ya que no había sufrido choques externos o internos, hasta que el choque asimétrico, tanto fiscal como competitivo, que ha sufrido Grecia ha aflorado sus debilidades y fallos, principalmente por la falta de suficiente gobernanza económica que queda sólo limitada a los propios estados miembros que no se ponen de acuerdo en casi nada. Es decir, ha mostrado una vez más que una unión monetaria necesita una cierta unión fiscal y política para hacer frente a los choques de alguno de sus estados miembros o de choques externos y que será muy difícil en el futuro superar otros sin un sistema fiscal más o menos centralizado.

2. Expansiones fiscales en una unión monetaria

La existencia en el Tratado de la Unión de una cláusula prohibiendo el rescate individual o colectivo (artículo 125) de cualquier estado miembro y de otra prohibiendo la monetización de la deuda por el banco central Europeo, hace que haya que evitar a toda costa que ningún país pueda acumular elevados desequilibrios fiscales que le lleven a la suspensión de pagos o a necesitar un rescate. Para ello se había introducido el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PAC) que iba a controlar que ningún estado miembro superase el 3% del PIB en términos de déficit estructural y que su deuda bruta total consolidada no superase el 60% del PIB. El problema fundamental reside en que los efectos de las expansiones fiscales excesivas por parte de un estado miembro de una unión monetaria, como la ZE, son muy diferentes de sus efectos en una unión que no es monetaria como lo era originalmente la Unión Europea (UE) que está ahora con 16 estados miembros formando la ZE y otros 11 que no lo son.

312

Cuando la UE era sólo una unión no monetaria, un estado miembro que acumulase un déficit y deuda muy elevados pagaría todo el precio de su irresponsabilidad ya que los mercados financieros, es decir, sus acreedores, le penalizarían vendiendo las tenencias de sus bonos, haciendo que sus tipos de interés fueran más elevados, lo que hacía mucho más caro el servicio de su deuda, y además vendiendo también los instrumentos financieros y reales denominados en su divisa haciendo más caro todavía el servicio de su deuda en su moneda nacional.

Ahora que es también, en parte, una unión monetaria, un estado miembro de los 16 que forman la ZE que incurre en una situación excesivo déficit y deuda en relación a su PIB también paga un fuerte precio por ello, pero el resto de los otros estados miembros de ZE también pagan parte de dicho precio.

En primer lugar, una unión monetaria tiende a crear un mercado único de capitales en este caso en euros, lo que significa que el estado miembro que ha acumulado tales excesos fiscales puede acceder a financiarlos más fácilmente con los ahorros de otros estados miembros, que aceptan financiarlos en su misma moneda y si riesgo de tipos de cambio. Esto significa que la correspondiente subida de los tipos de interés no sólo afecta al estado miembro



pródigo sino también a los otros estados miembros que lo han financiado con su ahorro. Es decir, un estado miembro que se endeuda en exceso puede crear “externalidades negativas” en el resto de los países de la ZE.

En segundo lugar, ante esta situación de riesgo moral, otros estados miembros pueden tener un incentivo para incurrir en expansiones fiscales excesivas si parte del mayor coste de servir su deuda es compartido por los demás estados miembros.

En tercer lugar, si varios países de la ZE, como ha ocurrido ahora, llegan a alcanzar desequilibrios fiscales excesivos, intentarán presionar al banco Central Europeo (BCE) para que mantenga sus tipos de interés de intervención en los mercados bajos y tratarán de reducir el coste de financiar su deuda pudiendo, en un caso extremo, poner en peligro la misma política monetaria independiente, que es uno de los tres pilares básicos de la ZE.

En cuarto lugar, como consecuencia de los factores anteriores, a largo plazo, los logros alcanzados por el euro como una moneda internacional de peso creciente pueden empezar a retroceder si los mercados financieros creen que su situación fiscal no es sostenible a medio plazo, lo que también reducirá notablemente la financiación que los estados miembros obtienen a través de su emisión de billetes en circulación o *señoriage* ya que los billetes en euros que circulan internacionalmente significan una emisión de deuda perpetua a coste cero de tipos de interés cifra lo que hoy se calcula en un ahorro de miles de millones al año.

Estos cuatro factores implican que es muy importante que en una unión monetaria, como la ZE, exista una sola política fiscal o, si esto no es posible, al menos una muy elevada coordinación de las políticas fiscales de los estados miembros. Lamentablemente, no parece existir probabilidad alguna de una unión fiscal a medio y largo plazo y sólo se habla ahora de reforzar la coordinación de las actuales políticas fiscales de los estados miembros.

3. Los problemas del actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Ante este dilema político económico de la ZE existen dos opciones básicas: la primera es dejar a los mercados financieros y a las agencias de *rating* la tarea de disciplinar a los estados miembros que incurran en excesivos niveles de déficit y deuda, es decir, abandonarse a la disciplina de mercado. La segunda es introducir reglas fiscales por las que los propios estados miembros se auto impongan un corsé a sus políticas fiscales, que ha sido la opción que se eligió a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en 1997.

Lamentablemente, el PEC no ha funcionado correctamente por la lógica de su propia concepción que tiende a producir graves problemas de conflicto de interés. La Comisión Europea (CE), en conjunción con Eurostat es la que instruye los expedientes de déficit excesivo,

pero la última decisión la tienen los propios estados miembros ya que mantienen su soberanía fiscal de la que no han cedido un ápice, al menos hasta ahora. Dicha decisión es tomada, tras ponderar las recomendaciones de la CE sobre dicho déficit, lo que se llama procedimiento de déficit excesivo (PDE), por mayoría cualificada, tanto sobre la existencia o no de un déficit excesivo en un determinado estado miembro como sobre las sanciones y multas a aplicarle en su caso.

Es decir, este tipo de gobernanza y de votación en el PEC es una contradicción en términos ya que los mismos estados miembros que incurren en déficit excesivo, según las recomendaciones de la CE, son los que tienen que votar si de verdad lo tienen o no y además por mayoría cualificada. Este sistema genera incentivos para resultar en una situación de connivencia, en la que adopten una actitud de colaboración entre ellos (hoy voto que no has incurrido en déficit excesivo si mañana tú votas que yo tampoco he incurrido).

Además, al ser sus decisiones por mayoría cualificada, cuando los estados miembros más grandes son los que incurren en déficit excesivo es muy difícil o imposible que se alcance un acuerdo condenatorio de su déficit excesivo por el peso de su mismo poder de voto (o de veto) en el total. Por ejemplo, en 2001 se votaron sanciones a dos estados miembros pequeños pero en 2003 no pudo alcanzarse una mayoría suficiente para sancionar a Alemania y Francia ya que conjuntamente representan el 48% del total de la ZE, lo que además genera un mayor incentivo a que otros países dejen de cumplir el PEC, por el agravio comparativo que pueden generar sus decisiones.

Ante esta tensa situación entre los estados miembros, el PEC fue modificado en 2005, pero no se cambió un ápice el sistema de votación por mayoría cualificada por el que continúa hoy el sistema por el que los mismos que han podido delinquir son asimismo los jueces que deciden si ellos mismos han delinquido o no, es decir, perpetúa el enorme conflicto de interés que permanece igual que antes. Otro problema que sigue sin arreglarse tras dicha reforma es el la distinción entre choque de demanda y choque de oferta a la hora de determinar el origen de su problema de su expansión fiscal excesiva. En el caso de déficit excesivos, provocados por un choque de demanda, como el actual, se debería permitir mantener el déficit por más tiempo mientras que en el caso de un choque de oferta, como el del petróleo en 1974 y 1979, el déficit debería ser corregido de inmediato. Lamentablemente se aplica la misma regla a ambos.

En todo caso, la evidencia más clara de que el PEC no ha funcionado es que ha permitido que Grecia, que entró en la ZE en 2002, llegue a acumular un déficit del 13,6% del PIB, más de cuatro veces superior al límite fijado por el PEC (3% del PIB) y una deuda del 115,1% del PIB, casi dos veces mayor (60% de su PIB) que la considerada como sostenible a largo plazo.

Un ejemplo de hasta donde ha llegado esta situación fiscal de Grecia es el siguiente. Se ha estimado que, para el promedio de los estados miembros de la ZE, cada caída del PIB de 1 punto porcentual, produce un incremento del déficit fiscal de 0,5 puntos porcentuales



de PIB, suponiendo, como es lógico, que los estabilizadores automáticos (seguridad social) reaccionan pasivamente a la caída del PIB. Partiendo de este supuesto, si en algún momento Grecia tuvo un déficit cero, tendría que haber experimentado una caída de su PIB real de 6 puntos porcentuales para poder haber superado el límite de déficit del 3% y otra caída del PIB de otros 21 puntos porcentuales añadidos al los anteriores para alcanzar su déficit actual del 13,6% de su PIB.

4. La crisis ha puesto a prueba la gobernanza de la Zona Euro

La evidencia más contundente de que la ZE no ha sabido o no estaba preparada para hacer frente a una contingencia fiscal como la de Grecia es que, tras conocer por fin la verdadera situación fiscal de Grecia, gracias a que su nuevo primer ministro Yorgos Papandreou la destapó al ganar las elecciones en Octubre de 2009, es que ha tardado unos seis meses en tomar una decisión sobre ella.

Primero, no dejó que el FMI hiciese su labor cuando intentó acudir en ayuda de Grecia (uno de sus 150 miembros) para someterla a un programa de contracción fiscal y, como hace con la mayoría de los países en los que interviene, un año más tarde, y si Grecia responde adecuadamente, ayudarla a organizar una reestructuración ordenada de su deuda. Si al FMI se le hubiese permitido entonces haber hecho su labor, para la que está mejor capacitado que nadie, no hubiera llegado a una situación tan caótica como la actual, de desconfianza de los mercados, de contagio a otros países y de mínima credibilidad sobre la forma operativa de funcionamiento y, en última instancia, de la gobernanza de la ZE.

Segundo, como en el caso del “perro del hortelano”, además de no dejar intervenir al FMI, pasó el tiempo y la propia ZE no hizo nada para solucionar el problema griego que iba acumulándose y creando incertidumbre por no actuar rápido. En un principio, se pensó que bastarían con 30.000 millones de euros, luego con 45.000 millones de euros y finalmente, más de seis meses después de que Grecia destapara su situación fiscal real, tras meses sin ponerse de acuerdo y tras un enorme contagio de la crisis de deuda de Grecia a Portugal y España, se acordó, a las 2 de la madrugada del lunes 3 de mayo de 2010, un paquete de 750.000 millones de euros.

De esta cifra, 25 veces más elevada de la inicialmente prevista, 60.000 millones de euros se destinaban para que la Comisión pudiera tener una respuesta inmediata que ella misma tiene que financiar en los mercados. Otros 450.000 millones de euros se destinaban a la creación de un Fondo de Estabilidad Europeo (FEE) para actuar si la crisis se contagiaba a otros países, que tenían que ser captados en los mercados por dicho fondo con la garantía conjunta de todos los estados miembros de la ZE. Finalmente otros 240.00 millones de euros más que el FMI aportaría en su caso para ayudar a los países afectados. La razón de tal apre-

suramiento final fue que se esperaba que el lunes 10 de Mayo fuera a ser un Lunes Negro como el martes negro de la Gran Depresión o lo que es lo mismo, sólo se actuó cuando los líderes de la ZE “vieron las orejas al lobo”, en este caso, el mercado, que al final ha impuesto su dura y más cara disciplina.

La principal razón del retraso en la actuación ante la crisis de Grecia y de la improvisación resultante, es que la ZE no disponía de ningún fondo de contingencia y estabilidad para hacer frente a estas situaciones de emergencia porque los estados miembros no han estado en ningún momento dispuestos a financiarlo previamente y a tenerlo dispuesto. Por ello han tenido que ponerse de acuerdo a toda prisa en establecer dicho fondo, pero apelando directamente a sus contribuyentes (es decir, votantes) en medio de una fuerte recesión y para salvar a un estado miembro que había engañado a los demás sobre su situación fiscal durante años, lo que parecía ser una misión imposible.

Al final, cuando los mercados financieros han constatado que el PEC no funcionaba y que no existía un fondo de emergencia para estas situaciones extremas en un estado miembro, han decidido disciplinar ellos mismos a la ZE y a sus estados miembros por su falta de previsión y de gobernanza financiera y fiscal, y estos se han visto obligados a tomar decisiones drásticas auto imponiéndose durísimas contracciones fiscales y creando un fondo, también exagerado, de ayuda financiera a los estados miembros más contagiados, todo ello incluso a sabiendas de que estas decisiones eran muy arriesgadas desde el punto de vista electoral. Y no sólo eso, el Banco Central Europeo ha tenido que rondar la prohibición del Tratado de la Unión, de no monetizar la deuda, comprometiéndose a comprar en los mercados (a través de terceros y esterilizando el valor de sus compras) deuda de los países que han estado más afectado por esta crisis de deuda.

Por último, en este momento la ZE se encuentra con dos serios problemas. El primero es que el PEC no sólo no ha sabido evitar la crisis de Grecia sino que tampoco ha podido impedir que el déficit consolidado del sector público de la ZE haya pasado de un déficit del -0,6% del PIB en 2007 a otro del 7% del PIB en 2010 y que la deuda promedio de la ZE haya pasado del 66% del PIB en 2007 al 88% en 2010 (sin incluir los pasivos contingentes en pensiones y en salud derivados del envejecimiento de la población).

El segundo es que la política monetaria única del BCE ha ayudado a ampliar los desequilibrios macroeconómicos existentes entre los estados miembros de la ZE al aplicar los mismos tipos de interés a estados miembros con diferenciales de productividad, inflación y crecimiento muy elevados, que están afectando seriamente a su funcionamiento eficiente. Se ha pasado de una situación, en 1999, en la que los saldos por cuenta corriente de los estados miembros de la ZE estaban relativamente equilibrados, a otra, en 2007, en la que los superávits por cuenta corriente de unos estados han alcanzado el 7% del PIB y en la que los déficit de otros han aumentado de un 3,5% en 1999 al 9,7% del PIB en 2007.



5. ¿Cómo puede reforzarse el marco fiscal de la Zona Euro?

Está claro que, independientemente de que el Fondo Europeo de Estabilidad sea más o menos eficiente a la hora de actuar ahora o cuando surja la próxima crisis de deuda o de competitividad, la Zona Euro tiene que hacer un esfuerzo por consolidar y hacer más creíble su marco fiscal actual y coordinar en mayor medida sus políticas fiscales, sabiendo de antemano que no se va a conseguir que sus países miembros cedan soberanía fiscal a un Tesoro Europeo o acepten un nuevo sistema de federalismo fiscal, como hizo ya hace más de un siglo Estados Unidos, tras una cruenta guerra civil, lo que sería la decisión más óptima a largo plazo. ¿Cuáles son las opciones que quedan para mejorar dicho marco?

5.1. Un nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Es muy necesario establecer un PEC nuevo y más eficiente que realmente aplique la disciplina fiscal necesaria a sus estados miembros y pueda recuperar su credibilidad ante los mercados financieros y ante el mundo en general tras su patente fracaso en esta crisis. Sus reglas tienen que ser más creíbles.

Para ello, en primer lugar, sus reglas fiscales tienen que ser no sólo más creíbles sino también más fáciles de imponer y de entender. Las actuales reglas se centran en los déficit estructurales, es decir a lo largo del ciclo, lo que es realmente complicado ya que hay que calcular, para cada estado miembro, la brecha entre su producción actual y su producción potencial (su *output-gap*) lo que es extremadamente complejo de computar y aplicar dando lugar a que algunos estados miembros lleguen a tener mayores déficit de los necesarios mientras a otros les ocurre lo contrario. Sería más simple volver a los déficit simples y no estructurales, pero existe una alternativa mejor.

Sería preferible utilizar como regla la deuda que es un stock, al déficit que es un flujo. Naturalmente, no es lógico comparar la deuda con el PIB porque la deuda es un *stock* y el PIB un flujo anual, por lo que sería mejor utilizar la deuda neta, es decir restando los pasivos totales de los activos totales de cada estado miembro. Asimismo, hay que ponderar la deuda con la capacidad a largo plazo del estado miembro para generar ingresos fiscales. En definitiva, el criterio fundamental del PEC debería ser la deuda neta sostenible a medio y largo plazo de cada estado miembro. La deuda neta sostenible como regla base tiene varias ventajas:

- Por un lado, premia, dando más margen de maniobra en sus déficit, a los países que han sido más prudentes en el pasado y que han seguido políticas fiscales más sostenibles a largo plazo. Que es lo contrario de lo que ha sucedido ahora en que se han intentado contener los déficit sin tener en cuenta los niveles de deuda, con lo que se ha premiado relativamente a los estados miembros que tenían mayores

niveles de deuda. Cuando se está, como ocurre ahora, sufriendo una crisis financiera sin precedentes, la regla basada sobre la deuda neta es todavía más adecuada ya que una deuda reducida frente a la de la mayoría de los demás estados miembros, como la de España debe de tener un tratamiento de contracción fiscal más razonable que el de otros estado con una deuda mucho mayor.

- Por otro lado, este cambio hay que hacerlo al tiempo que se otorga un período de transición temporal a aquellos estados miembros que tienen un mayor nivel de deuda para que vayan reduciéndola a través de menores déficit y mayores superávit primarios anuales. De un lado, aquellos estados miembros que son menos desarrollados y tienen unas mayores tasas de crecimiento y un mayor potencial de convergencia pueden llegar a tener mayores niveles de deuda sostenible que los que son más maduros, están envejeciendo más y tienen menores tasas de crecimiento, en los que sus pasivos futuros contingentes son mayores. De otro, los estados miembros más grandes, que pueden llegar a producir mayores externalidades negativas en el resto en caso de su crisis fiscal, ya que sus bonos han sido comprados en buena parte por el resto de los estados miembros de la ZE, deben de ser sometidos a mayores restricciones de niveles de deuda que otros.

Asimismo, en el PEC tiene que haber un sistema independiente no sólo de evaluación (que ya lleva a cabo la Comisión Europea) sino también y sobre todo de hacer cumplir las reglas, es decir, un sistema totalmente diferente y contrario al actual. Esto puede conseguirse de dos formas alternativas. Una es con reglas fijas que se aplicarán automáticamente a cualquier estado miembro que las incumpla sin necesidad de que los propios estados miembros voten. La otra es permitir que la Comisión Europea además de iniciar los procedimientos para del déficit excesivo pueda luego aplicarlos o incluso imponerlos con independencia de los estados miembros. Esta segunda alternativa es mucho más difícil de aplicar ya que los estados miembros son todavía soberanos desde el punto de vista fiscal y no van a dejar que la CE les sustituya, mientras que la primera opción es más fácil de que la acepten ya que serían los mismos estados miembros los que aprobarían que dichas reglas fueran de aplicación automática.

- Por último, la experiencia pasada demuestra que imponer multas a los estados miembros que exceden los niveles de deuda no solo no es ineficiente sino contraproducente porque tienden a aumentar sus niveles de deuda haciendo todavía más difícil que cumplan los criterios de deuda neta sostenible a medio y largo plazo. Sería preferible imponerles contracciones fiscales o retenerles fondos europeos o suspender sus derechos de votos en las decisiones del Eurogrupo. Pero esta decisión requeriría una modificación del actual Tratado de la Unión, lo que es incierto que pueda proponerse, y que cuyo *referendum* sea aprobado por todos los países de la Unión.



5.2. Un nuevo mecanismo de resolución de crisis de deuda

La ZE ha dado una gran prioridad a la introducción de mecanismos de prevención de crisis de deuda de los estados miembros (sin éxito aparente), pero no ha pensado en un mecanismo de resolución de las crisis cuando estas al final ocurren, como en otros países y regiones, con un sistema transparente de reestructuración de su deuda con sus acreedores. Es similar a la prevención de incendios que si ocurren tiene que haber una brigada de bomberos que los apaguen rápidamente y con el menor daño posible.

Lo importante es tener ambos mecanismos, por un lado, el de prevención, que es decisivo, con un PEC renovado, con el recién aprobado Fondo Europeo de Estabilidad (FEE), con programas de reducción de deuda que sean creíbles, aplicando duras condiciones y por otro el de actuación rápida si la crisis llega a ocurrir, con un nuevo sistema de reestructuración de sus deudas que sea transparente, conocido por los mercados financieros y por los acreedores y que entre en funcionamiento inmediatamente que ocurra una situación financiera que lo necesite, tras haber mejorado su situación deudora con un programa de condicionalidad apropiado para que sea creíble.

La ZE no debe nunca decir, como ha dicho, que sus estados miembros no pueden suspender pagos a menos que tenga una unión fiscal o una unión política, sea federal o confederal, además de la unión monetaria, situación que todavía no está ni siquiera en el radar de los estados miembros. Por ello, necesita, de un lado, asegurar a los mercados financieros que van a respetarse siempre las cláusulas de no rescate y de no monetización de la deuda por el BCE, de otro, que los estados miembros con dificultades financieras serán animados a pedir ayuda financiera al FMI bajo fuertes condiciones en términos de reformas fiscales y estructurales y, finalmente, permitir que un estado miembro reestructure su deuda en un determinado momento por necesidad y tras haber hecho un esfuerzo impuesto por su programa de ayuda y condicionalidad.

Si la ZE hubiera dejado desde el primer momento que el FMI ayudara a Grecia, le aplicase un programa con severas condiciones como impone a todo país al que ayuda, los mercados financieros no hubiesen puesto en duda la gobernanza de la Zona Euro o incluso la viabilidad del euro (lo que demuestra que los mercados ante la incertidumbre pueden llegar a conclusiones tan absurdas como esta última) no hubiera habido contagio a otros estados miembros en mejor situación fiscal y ahora estaría Grecia reestructurando su deuda con sus acreedores como algo natural.

5.3. Una nueva regla de sostenibilidad fiscal en cada Constitución

Si los estados miembros siguen negándose a ceder soberanía fiscal a un tesoro común de la ZE, como ocurre hoy, existen dos alternativas temporales hasta que más adelante cambien su postura (lo que llevará probablemente décadas a no ser que nuevas crisis azoten la ZE por que sus instituciones siguen sin funcionar eficientemente) para poder recuperar la credibilidad de los mercados y evitar crisis mayores.

La primera sería que cada país estableciera su propia regla de sostenibilidad fiscal en su Constitución como ha hecho Alemania y tiene pensado hacer Francia. Dichas reglas no tienen porque ser iguales en todos los países dado que las situaciones fiscales y económicas (y también políticas) no son las mismas en todos ellos, pero tienen que ser lo suficiente flexibles y bien ajustadas y calculadas para que sean muy creíbles como reglas que aseguran la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo.

Esta alternativa sería similar a la que aplica en Estados Unidos el gobierno federal a sus estados miembros, a los que permite suspender pagos y reestructurar sus deudas, pero para evitar que haya la tentación de que lo hagan a menudo, les impone una regla de equilibrio presupuestario, que afecta a una buena parte de su presupuesto y que no suele aplicarse anualmente sino más bien cada dos años ya que, en determinados casos en los que alcanzan un déficit por sufrir un choque asimétrico, pueden arrastrarlo al año siguiente, pero no más.

Ahora bien, al existir un presupuesto federal del 25% del PIB (frente al 1,1% del PIB en la UE), en Estados Unidos el gobierno federal tiene recursos para evitar dichas situaciones de impago de deuda por parte de sus estados miembros ya que si uno de ellos sufre una fuerte caída de sus ingresos fiscales (lo que ha ocurrido en 2009 en 48 de sus 50 estados) el presupuesto federal sigue haciéndose cargo del pago de toda su seguridad social, de casi todos sus gastos de sanidad y de algunos de sus servicios públicos (que son todos ellos federales) y además puede hacerle unas transferencias de fondos temporales para superar su recesión y evitar dejar de pagar su deuda.

Por el contrario, en el caso de la ZE, si Grecia se encuentra en una situación similar, al ser un estado miembro, soberano desde el punto de vista fiscal, no recibe ninguna transferencia especial ni el presupuesto de la unión se hace cargo de sus estabilizadores automáticos. De ahí que, mientras esto ocurra, Grecia debería auto imponerse una regla fiscal en su constitución para evitar llegar a su situación actual y que le dé una mayor credibilidad de cara al futuro.



5.4. Un nuevo Euro Bono Común

La segunda alternativa fundamental, perfectamente compatible con la anterior y que reforzaría todavía más la credibilidad de la ZE, sería la emisión por parte de la ZE de un bono común en euros garantizado conjuntamente por todos sus estados miembros. Este bono común ayudaría a evitar crisis futuras de deuda de países miembros, les impondría una mayor disciplina, atraería un mayor número de inversores a la deuda soberana de la ZE, lanzaría una señal a los mercados financieros mostrando que los estados miembros pueden hacer algo juntos en materia fiscal, aumentaría todavía más las emisiones totales de los estados miembros de la ZE que han aumentado ya un 75% frente a 1999, reduciría o anularía el reciente aumento de los *spreads* entre estados miembros y en general y reforzaría el papel internacional del euro como divisa alternativa al dólar de Estados Unidos.

Además, la decisión tomada el día 9 de mayo sobre el Fondo de Estabilidad Europea de 440.000 millones de euros, ha establecido ya las bases legales necesarias para emitirlo y que dicho FEE va a financiarse emitiendo deuda en los mercados financieros internacionales con la garantía conjunta de los estados miembros de la ZE que es exactamente el requisito previo que necesitaría el Euro bono común.

La opción de un solo emisor de euro bonos de la ZE tiene dos ventajas para los inversores: una ventaja muy clara y casi gratuita y otra muy probable. La primera viene dada por poder obtener una mayor liquidez ya que, con ella se crearía uno de los mercados más grandes y líquidos de bonos del mundo con lo que el coste medio de emitir dichos bonos sería mucho más bajo ya que existe una elevada correlación entre el aumento de la liquidez y el menor *spread* del bono emitido. El efecto de esta mayor liquidez se materializa independientemente de si el bono está garantizado por una garantía conjunta de los países miembros de la ZE o de si cada país garantiza un tramo del bono. Dicha liquidez deviene todavía más importante para el precio del bono en tiempos de crisis como la actual, en el que los *spreads* aumentan más que proporcionalmente por la menor liquidez existente en cada uno de los mercados de los estados miembros.

Una de las razones por la que el bono alemán tiene el *spread* más bajo de todos es que es el que tiene un mercado más líquido, independientemente de su menor probabilidad de suspensión de pagos. Por ello, al aumentar la liquidez del mercado agrupándolo, incluso Alemania podría salir beneficiada ya que mientras que el mercado de bonos de Estados Unidos es de unos 6 billones (europeos) de dólares, el de bonos de la ZE es de unos 4 billones de euros, mientras que el alemán es de sólo 1 billón de euros aproximadamente. Es decir, concentrar todas las emisiones en una sola, produciría una gran ventaja de reducción de los *spreads* medios que no costaría nada, es decir, sería un *free lunch*.

La segunda ventaja viene dada por su mayor diversificación. El bono soberano en euros de un emisor único mejora de tal manera la diversificación para el inversor en 16 estados miembros diferentes que una garantía común por parte de todos ellos implicaría que

todos podrían salir ganando, aunque algunos, los que tienen una menor capacidad de pago, ganarían más que los otros, es decir, los que tienen una elevada capacidad de pago de su deuda y una baja probabilidad de default. Sin embargo, es muy difícil determinar la ganancia neta de unos y otros. Pero, en todo caso, no hay que olvidar que, los costes para aquellos que son transferidores netos son bastante menores con un bono comúnmente garantizado que la alternativa posible, es decir, los de verse obligados a tener que rescatar a un país miembro de una situación cercana al *default*.

El único problema (o quizá también ventaja) que plantea la garantía común de dichos bonos es que podría debilitar la disciplina que imponen los mercados financieros sobre los países que menos controlan sus déficit y su deuda. Pero este problema podría ser resuelto, aprovechando que dichos países son los que más salen ganando, para introducir unas reglas mucho más duras en el PEC para aquellos países que no controlan de forma adecuada su déficit y su deuda como ya se ha señalado más arriba. De no ser así, habría finalmente que separar dichos euro-bonos en tramos senior y junior correspondientes a unos y otros países lo que podría reducir las dos grandes ventajas anteriormente citadas.

Finalmente, el emisor de los euro-bonos podría ser el Banco Europeo de Inversiones y la garantía podría ser conjunta o cada país garantizando de acuerdo con su participación relativa actual en su capital. También podría serlo la Comisión Europea, aunque sería bastante más complicado y complejo que si fuese el BEI. La mejor opción sería la creación de una Agencia Emisora de bonos de la ZE que emita dichos bonos lo que podría ser el embrión de un futuro Tesoro de la ZE. En última instancia, otra alternativa sub-óptima, podría dejarse que fuesen los mismos tesoros nacionales los que emitiesen dichos euro-bonos soberanos directamente (en lugar de los suyos nacionales) sabiendo que están garantizados por todos los países miembros de la ZE.

Algunos economistas piensan que la emisión con garantía conjunta de un euro bono podría plantear problemas de riesgo moral entre unos estados miembros y otros y que, por lo tanto, dicho bono debería estructurarse con una tramo senior y uno junior para evitarlo. Pero lo mejor es que, llegado dicho caso, todos los estados miembros tendrían que estar representados en ambos tramos. Otros economistas piensan, que al menos al principio, sólo debería emitirse deuda con el respaldo de todos los estados miembros de acuerdo con los tramos de su deuda que se encuentran por debajo del 60% del PIB, dejando los tramos por encima para la emisión de otro bono más junior y con mayor spread. En cualquier caso, la racionalidad del nuevo Euro Bono está basada en que la mayor liquidez y la mayor diversificación son un “almuerzo gratuito” o *free lunch* que abarata las emisiones de deuda en cualquier caso.



5. Conclusiones: reformas estructurales

Como se ha señalado más arriba, la ZE también ha aumentado notablemente sus desequilibrios macroeconómicos entre sus países miembros por aplicar una política monetaria única a estados miembros con diferentes situaciones de productividad, inflación y crecimiento, con lo que la política monetaria única ha sido demasiado estricta para los estados miembros con bajo crecimiento y baja inflación y demasiado laxa para los estados miembros con alto crecimiento e inflación, independientemente del crecimiento de su productividad que también ha sido diferente. Los estados miembros con alta productividad, menor crecimiento y baja inflación, como Alemania y Francia, pero especialmente el primero han tendido a mostrar superávit por cuenta corriente y los demás han tendido a mostrar elevados déficit por cuenta corriente.

Ante esta situación, las políticas macroeconómicas tanto monetaria como fiscal no funcionan, ya que los problemas de los países con elevados déficit corrientes son fundamentalmente microeconómicos que son los que determinan su menor tasa de productividad y su mayor tasa de inflación que los que tienen superávit y por lo tanto, estos problemas tienen que ser atacados con reformas estructurales. Estas reformas tienen que aplicarse tanto a los mercados de factores de producción (trabajo, capital físico y humano e I+D+i) como a los mercados de productos y servicios, en los que existen rigideces que hay que eliminar y que requieren una fuerte adaptación a un mundo globalizado y muy competitivo que requiere mayor flexibilidad en dichos mercados sin por ello perder seguridad.

Por lo tanto, hay que volver a revitalizar los objetivos de Lisboa, que no se están cumpliendo y que son necesarios para el futuro competitivo, de estabilidad y crecimiento de la ZE. Si no se afrontan conjuntamente por todos sus estados miembros este tipo de reformas, lo que facilitaría su puesta en práctica a hacerlas todos los estados miembros al mismo tiempo, el futuro de la ZE y del euro será incierto, no por los problemas fiscales y financieros, que son coyunturales, sino por los problemas de la economía real que no es suficientemente competitiva. Aquí el dilema de la ZE y sus estados miembros es ser competitiva bajando salarios y costes o ser competitiva aumentando la productividad y la innovación. La primera opción es inviable tanto económica como políticamente y además no tiene ningún futuro ya que no es sostenible. La segunda opción es la única posible.

En la ZE con una moneda única, la única forma de recuperar la competitividad de los estados miembros con menor competitividad es haciendo una devaluación de su tipo de cambio real, ya que el nominal no existe al existir una moneda común. Dicha devaluación sólo puede conseguirse haciendo que durante varios años sus costes salariales y sus márgenes empresariales aumenten a un ritmo menos que el de la media de la ZE y que su productividad crezca varios años seguidos por encima del promedio de la ZE. A esta devaluación real puede ayudarse reduciendo los costes salariales bajando las contribuciones empresariales a la seguridad social y compensándolas con un incremento de los impuestos indirectos tanto

el IVA como los especiales. Naturalmente, es mucho más eficiente intentar sólo aumentar la productividad para reducir la brecha competitiva que reducir los salarios para conseguirlo, de ahí la importancia de atacar las rigideces en ambos mercados que son las que en definitiva reducen la competitividad.

Finalmente, al mismo tiempo que los estados miembros con menor competitividad y mayores déficit externos por cuenta corriente hacen sus necesarias reformas estructurales, los estados miembros con mayor competitividad y elevados superávit externos por cuenta corriente deben de ayudar a los anteriores. Por un lado, promoviendo y estimulando su demanda interna tanto de inversión, mediante una reducción de los impuestos directos sobre los beneficios de las empresas, como el consumo, reduciendo los impuestos que gravan las rentas de las familias. Por otro, estimulando su consumo mediante reducciones de impuestos indirectos tanto IVA como especiales. Solo llevando a cabo esta estrategia puede conseguirse una reducción muy sustancial de los desequilibrios internos que hoy sufre la ZE.

No hay que olvidar que, dado que la balanza por cuenta corriente de la ZE en su conjunto está hoy en 2010 prácticamente en equilibrio (+0,2% del PIB), la ZE puede considerarse una economía cerrada en la que, por definición, los superávit por cuenta corriente en porcentaje de su PIB de Alemania (+6,1%), de Holanda (+5,7%), de Finlandia (+1,4%) y de Bélgica (+0,5%) se han logrado a costa de los déficit por cuenta corriente de España (-5,2%), Italia (-2,9%), Francia (-1,8%), de Portugal (-10%), de Grecia (-10,8%) y de Irlanda (-2,7%). Los culpables de estos desequilibrios por cuenta corriente, dentro de la ZE, son tanto los primeros como los segundos y por mucho esfuerzo que hagan éstos últimos para equilibrarlos devaluando su tipo de cambio real no lo conseguirán si los primeros no revalúan al mismo tiempo el suyo, ya que su suma tiene que seguir dando cero. Sólo puede resolverse mediante la cooperación entre unos y otros países miembros.



EL G-20 Y LA GOBERNANZA FINANCIERA MUNDIAL ¹

José Antonio Ocampo y Stephany Griffith-Jones *

Resumen

Tras la crisis financiera asiática de 1997 y su contagio al mundo en desarrollo, hubo un amplio debate sobre las reformas de la arquitectura financiera global, con un éxito bastante limitado. Cuando estalló la crisis financiera mundial, primero con la crisis de los créditos hipotecarios de alto riesgo en agosto de 2007 y, en particular, con el hundimiento del mercado financiero mundial a mediados de septiembre de 2008, el mundo tuvo una fuerte sensación de *déjà vu*, no sólo ante las crisis económicas y su contagio, sino también ante la incapacidad de las instituciones internacionales para afrontarlas. Este artículo aborda brevemente esa cuestión. Tras una rápida mirada a la crisis asiática, analiza la cooperación internacional durante la reciente crisis. A continuación se centra en la gobernanza financiera mundial y en el debate sobre el papel del G-20.

Abstract

*Following the Asian financial crisis of 1997 and its spread to the developing world, there was extensive discussion about reforming the global financial architecture, with fairly limited success. When the global financial market buckled, first with the sub-prime mortgage crisis in August 2007 and, particularly, with the collapse of the global financial market in September 2008, the world had a strong feeling of *déjà vu*, not only in terms of the economic crises and their spreading, but also because of the inability of international institutions to cope with them. This article briefly tackles this issue. Following a short review of the Asian crisis, it analyses international cooperation during this recent crisis, and then focuses on world financial governance and the debate regarding the role of the G-20.*

1. La crisis asiática: reforma incompleta

Más de una década después de la crisis asiática, se puede afirmar, sin lugar a dudas, que los progresos en la reforma han sido decepcionantes. En realidad, cuando estalló la crisis financiera mundial en 2007-2008, los desequilibrios económicos a escala internacional eran más pronunciados que en cualquier otro momento posterior a la Segunda Guerra Mundial, el déficit de regulación prudencial en los mercados financieros más desarrollados era enorme, y el FMI sufría la peor crisis de su historia.

Un aspecto positivo de lo ocurrido tras la crisis asiática fue la definición de un amplio programa de reformas financieras internacionales, el Consenso de Monterrey, aprobado el año 2002 en la Conferencia de la ONU sobre Financiación para el Desarrollo, pero su seguimiento también fue decepcionante. Se mejoraron, además, las líneas de crédito del FMI y esa institución inició un intento fracasado de crear un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS). Una solución alternativa, pero menos buena, fue el uso creciente de las cláusulas de acción colectiva en la emisión de obligaciones.

* Iniciativa para el Diálogo de Políticas. Universidad de Columbia.

¹ Artículo preparado para el Seminario sobre «El G-20 en el mundo posterior a la crisis», organizado por el Gobierno de Corea, el Club de Madrid, FRIDE y otros organismos (Seúl, 15-16 julio de 2010). Queremos agradecer a los organizadores del Seminario la oportunidad de poder incluirlo en este número de *Mediterráneo Económico*.

El progreso más importante se logró reforzando la regulación financiera en los países en desarrollo. A falta de un buen seguro colectivo mundial contra las crisis económicas, los países en desarrollo construyeron un enorme autoseguro propio, mediante la acumulación sin precedentes de reservas de divisas. Esos esfuerzos sirvieron, durante la crisis mundial de 2007-2008, para amortiguar su impacto en los países en desarrollo. La principal paradoja de todo ello era que la reforma internacional se basaba más en las reformas *nacionales* llevadas a cabo por los países en desarrollo que en una auténtica reforma de la arquitectura financiera *internacional*.

La Iniciativa de Chiang Mai para Asia del Este también se creó como un mecanismo regional para ayudar a países durante la crisis. En el 2005 se decidió convertir sus líneas de crédito en multilaterales. El correspondiente acuerdo multilateral se firmó en diciembre de 2009 y sus recursos ascendían a un total de 120.000 millones de dólares.

2. La crisis financiera mundial de 2007-2008: hasta ahora, reforma incompleta, una vez más

La crisis financiera mundial originó una nueva serie de reformas. Para evaluarlas conviene definir los cinco objetivos esenciales que semejante arquitectura debería cumplir. Son los objetivos siguientes: a) regular los mercados financieros y de capitales en todos los países, así como las operaciones transfronterizas, para evitar la acumulación excesiva de riesgo; b) ofrecer financiación urgente durante las crisis, en especial para garantizar la liquidez, complementando así las funciones de los bancos centrales, que actúan como prestamistas de última instancia a escala nacional; c) proporcionar los mecanismos apropiados a escala internacional para gestionar los problemas causados por el endeudamiento excesivo; d) garantizar que las políticas económicas nacionales sean compatibles con la estabilidad de la economía mundial, y evitar que las políticas macroeconómicas nacionales perjudiquen a otros países; y e) garantizar un sistema monetario internacional que contribuya a la estabilidad de la economía internacional y que todas las partes consideren justo. Se puede decir que los tres primeros mecanismos están relacionados con la regulación financiera mundial, y los dos últimos con la política macroeconómica mundial.

Vistos de ese modo, el avance más importante se ha hecho en los dos primeros, con algún progreso en el cuarto. En cambio, la renegociación de la deuda no se ha considerado prioritaria, y, aunque el gobierno central de China y la Comisión de Expertos convocada por el presidente de la Asamblea General de la ONU sobre las Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional han propuesto una reforma monetaria global, ésta tampoco figura en la agenda del G-20. La insistencia de la República de Corea en crear una red de seguridad financiera mundial supone otros avance en el segundo punto, y Francia ya ha colocado el quinto objetivo en el orden del día de la Cumbre del 2011.



Uno de los logros más importantes del debate internacional de los últimos dos años ha sido el reconocer que la crisis financiera internacional estaba claramente relacionada con la insuficiente supervisión de las actividades financieras. Éste es precisamente el ámbito donde el G-20 ha desempeñado un papel muy importante, especialmente tomando acuerdos sobre ciertos principios, cuya aplicación, sin embargo, es objeto de debate. Los Estados Unidos ya han aprobado una importante reforma financiera (el proyecto de ley Dodd-Frank), que en Europa todavía es objeto de debate. El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria tiene que aprobar, en noviembre de 2010, una importante serie de reformas, entre ellas un aumento en los requisitos de capital, una definición más estricta del capital, un mecanismo o provisiones de capital anticíclico, requisitos reforzadas de liquidez y un nuevo límite máximo de apalancamiento con el fin de restringir el porcentaje del activo total de los bancos en el capital básico. Aún se desconoce la escala de las medidas y la velocidad de su aplicación.

La laguna más importante en el debate sobre la regulación es la ausencia, en la agenda, de los flujos de capitales transfronterizos, en particular del efecto desestabilizador que los flujos de capitales procíclicos pueden tener en la estabilidad financiera global, así como, en los últimos años, la especulación con divisas (*carry trade*). En el pasado, los países en desarrollo se han visto gravemente perjudicados por los flujos de capitales procíclicos, y en la crisis actual algunos países europeos también se han visto afectados por ese factor. Ello significa que las regulaciones de las cuentas de capital pueden desempeñar un papel importante para alcanzar la estabilidad financiera, igual que la regulación prudencial, y que la última debería tener en cuenta varios aspectos relacionados con los flujos transfronterizos, como las discordancias de divisas en carteras. El FMI ha hecho una labor positiva a este respecto, lanzando una todavía incipiente discusión sobre el papel de la regulación prudencial en las cuentas de capital. Esa cuestión debería ser el meollo de la discusión sobre las dimensiones de la red de seguridad financiera mundial que la República de Corea ha colocado en el orden del día de la próxima cumbre del G-20.

La historia de todas las crisis indica que el sistema internacional requiere una respuesta dinámica por parte del FMI, concediendo financiación de emergencia sujeta a niveles de condicionalidad bajos (o al menos apropiados). Las mejoras en este terreno se pueden considerar un segundo progreso importante acaecido últimamente. En marzo de 2009, el FMI creó un servicio preventivo, la Línea de Crédito Flexible (LCF), para los países con sólidos fundamentos, pero que corren el riesgo de tener problemas en sus cuentas de capital. Se doblaron otras líneas de crédito y se autorizó un uso más amplio de los servicios ordinarios del Fondo (los acuerdos de derecho de giro o acuerdos *stand-by*) para objetivos preventivos (los llamados «acuerdos precautorios de alto acceso»). Además, en diciembre de 2009, el FMI reformó sus líneas de concesión de préstamos y creó un menú de opciones adaptadas a las diferentes situaciones que han de afrontar los países de bajos ingresos en relación con la vulnerabilidad de su deuda y su capacidad macroeconómica y de gestión de las finanzas públicas. Sin embargo, los avances en la condicionalidad han sido un poco frustrantes. Aunque la relación entre los desembolsos de préstamos y la condicionalidad estructural se eliminó en marzo de 2009, la condicionalidad, en los últimos programas europeos, parece haber retrocedido a los viejos y muy discutidos métodos.

La capitalización del Banco Mundial y de todos los bancos de desarrollo regionales se puede considerar otro recurso para aumentar la disponibilidad de los fondos oficiales anticíclicos con el fin de contrarrestar las tendencias procíclicas de la financiación privada. De hecho, el reconocimiento de que los bancos de desarrollo multilaterales desempeñan una función anticíclica cabe considerarlo un avance en sí mismo, porque antes de la crisis no se les reconocía claramente dicha función. Sin embargo, tanto la capitalización como el desembolso llegaron con retraso, de modo que los bancos multilaterales tuvieron un papel algo pasivo durante la fase álgida de la crisis, aunque después respondieron dinámicamente. Hay que introducir, pues, reglas automáticas para acelerar la capitalización de los bancos y los desembolsos.

La coordinación de la política macroeconómica también ha hecho algunos progresos, pero, desgraciadamente, ha seguido funcionando fuera del FMI, la organización internacional que debería hacerse cargo de ese proceso. La respuesta anticíclica inicial de los países del G-20 se puede considerar positiva y fue decisiva para evitar una gran depresión. La polémica que surgió, en la última reunión del G-20 en Toronto, sobre el ritmo de la consolidación fiscal, se puede considerar, sin embargo, un paso hacia atrás en ese proceso, así como en general la creciente oposición de varios países europeos a dar prioridad, en las actuales circunstancias, al papel anticíclico de la política macroeconómica. Un avance mucho más limitado se ha hecho en la gestión de los desequilibrios mundiales o de los tipos de cambio. Los desequilibrios mundiales disminuyeron a consecuencia de la crisis, pero sin duda persiste el riesgo de su reaparición. China anunció la reintroducción de flexibilidad en los tipos de cambio antes de la cumbre del G-20 en Toronto, pero luego no se abordó la cuestión más amplia de la volatilidad de los tipos de cambio.

Un problema central de la actual arquitectura financiera internacional es la falta de un buen mecanismo para afrontar las crisis de endeudamiento, similar a los procedimientos de bancarrota que existen en todas las legislaciones nacionales. La estructura actual está fragmentada (clubes de París y Londres, y cláusulas de acción colectiva), y muchas negociaciones suelen tomar acuerdos *ad hoc*, incluso las que afectan a los países de bajos ingresos, como la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados de 2006 y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral de 2005. Esta mezcla de acuerdos fragmentados y *ad hoc* no es el mejor método para garantizar una respuesta rápida a las crisis y la equidad horizontal en el tratamiento de los diferentes deudores y acreedores. Por lo tanto, debe figurar en la agenda la creación de un mecanismo internacional para resolver endeudamientos, y esta vez quizá se necesite para afrontar los problemas de algunos países europeos, sobre todo Grecia.

Por último, el sistema monetario internacional ha demostrado tener tres deficiencias esenciales en su funcionamiento, las cuales se han acentuado a lo largo de los años: (i) su parcialidad contra los países con déficits, lo que durante las crisis tiene consecuencias recesionistas; (ii) las inestabilidades particulares y la dependencia respecto a las políticas macroeconómicas de EE. UU. a causa del uso de una moneda nacional (el dólar norteamericano) como la principal moneda mundial; y (iii) las desigualdades que conlleva la transfe-



rencia de recursos desde los países en desarrollo hacia los principales países industriales debida a la creciente demanda de reservas por parte de los primeros con el fin de gestionar la inestabilidad financiera global.

La mayoría de las propuestas alternativas implican cumplir las expectativas creadas cuando, a finales de la década de 1960, el FMI lanzó los Derechos Especiales de Giro (DEG) y transformarlos en el principal activo de reserva internacional. Durante esta crisis, fue un paso importante la decisión del G-20 en Londres de reactivar ese mecanismo dormido de cooperación internacional, emitiendo el equivalente de 250.000 millones de dólares, junto con la decisión de EE. UU. de ultimar la aprobación del Congreso para la pequeña asignación de 1997. La decisión del FMI, de julio de 2009, de permitir la emisión de valores expresados en DEG para atraer recursos de las economías emergentes (Brasil, China y Rusia), también se puede considerar un paso en la dirección de crear una «cuenta de sustitución» para gestionar las diferentes demandas de monedas de reserva. Esas medidas, sin embargo, sólo constituyen el inicio del debate sobre la reforma del sistema monetario internacional. Es de esperar que la cumbre del G-20 en Francia lleve adelante dicha reforma.

3. La gobernanza de la cooperación macroeconómica y financiera mundial

Tres pasos interesantes, aunque incompletos, en la dirección de mejorar la gobernanza financiera mundial han sido la decisión de extender el número de miembros de las instituciones financieras reguladoras; los aún muy insuficientes pasos para mejorar la voz y la representación de los países en desarrollo en las instituciones de Bretton Woods (IBW), tal como exigía el Consenso de Monterrey; y la decisión de Pittsburgh, en el 2009, de declarar el G-20 «el primer foro de nuestra cooperación económica internacional» (G-20, «Preámbulo», párrafo 19).

Sin duda, una de las decisiones más importantes que tomó el G-20 fue que todos sus miembros tuvieran acceso a las organizaciones reguladoras de los asuntos financieros, especialmente Consejo de Estabilidad Financiera (antes Foro), CEF, al que ahora se le ha asignado la tarea de coordinar la reforma financiera mundial. Esta decisión positiva, sin embargo, tropieza con varios inconvenientes. El primero es el número desigual de representantes de los diferentes países. Ello significa que, a excepción de los BRIC, las economías emergentes presentes en el CEF tienen uno o dos representantes, mientras que el G-7 tiene tres. El segundo problema está relacionado con el hecho de que al frente del plenario y de los cuatro comités que componen el CEF hay países desarrollados, en abierto contraste, conviene mencionarlo, con los cuatro grupos de trabajo creados por el G-20 entre noviembre de 2008 y abril de 2009, al frente de los cuales hay un país desarrollado y un país en desarrollo.

Los problemas más fundamentales son, sin embargo, la total falta de representación de los países pequeños y medianos, la naturaleza *ad hoc* de los acuerdos y la falta de un secretariado formal (que podría proporcionar el Banco de Pagos Internacionales), y que no se rindan cuentas a un organismo político representativo. Por estas razones, una transición deseable sería crear formalmente o adaptar una de las organizaciones internacionales existentes para que desempeñe la función que hoy cumple el CEF. La más apropiada sería el Banco de Pagos Internacionales (BPI), pero una condición indispensable para que dicha institución se convierta en la autoridad financiera mundial sería un aumento considerable de los países miembros, así se transformaría en una auténtica institución internacional.

Cabe añadir que, en marzo de 2009, el comité de Basilea también incluyó por primera vez varios países en desarrollo (Brasil, China, la República de Corea, India y Méjico), así como Australia y Rusia. En julio de 2009 amplió más aún su composición, incluyendo países del G-20 que todavía no eran miembros (Argentina, Indonesia, Arabia Saudí, Sudáfrica y Turquía), así como Hong Kong y Singapur. Pasos similares han hecho la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) y el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CSPL).

Las reformas de «voz y representación» para incluir a países en desarrollo en las IBW son anteriores a la creación del G-20 al nivel de los líderes y han continuado de un modo paralelo. Existe, sin embargo, un claro consenso de que una de las señales del éxito o del fracaso del G-20 será su capacidad de completar ese proceso, especialmente de resolver los problemas de una representación insuficiente (Asia) o excesiva (Europa). En abril de 2008, se adoptó un modesto acuerdo para reformar las cuotas y los votos en la Junta del FMI, lo que implica una redistribución de las cuotas y la triplicación de los votos básicos para aumentar los derechos de voto de los países en desarrollo (entre ellos las economías emergentes) en un 2,7% en total. La reforma, sin embargo, aún no se ha ratificado. En las reuniones de primavera de 2010, los ministros de los países en desarrollo y en transición pidieron otra reestructuración ambiciosa de las cuotas, que implicaría un aumento del 7% en las cuotas de los países en desarrollo y se basaría en dar más peso en la fórmula de la cuota al PIB medido en paridad de poder adquisitivo y en una medición apropiada de la volatilidad que deben afrontar los diferentes países. A todo ello debe añadirse la importante propuesta hecha en varias ocasiones, pero en particular en el 2009 por la Comisión para la Reforma de la Gobernanza, dirigida por Manuel Trevor, de reducir el umbral de votos necesarios para aprobar cambios políticos importantes en el FMI y reducirlo del actual 85% a, por ejemplo, 70-75%, con el fin de crear un Consejo de Ministros con poderes efectivos para adoptar las decisiones políticas más importantes, sustituyendo así el Comité Monetario y Financiero Internacional y reformulando de un modo claro las relaciones entre ese Consejo, la Junta y la administración.

El Banco Mundial, por su parte, en las reuniones de la primavera de 2010 aprobó transferir el 3,13% del número de votos desde las economías desarrolladas hacia las economías en desarrollo y en transición, que ahora detentan el 47,19% del número de votos y han recibido la promesa de que alcanzarán la paridad en un próximo futuro. Los aumentos se concentraron



sobre todo en los países de ingresos medios, especialmente de Asia, que estaban insuficientemente representados, mientras que los países de bajos ingresos vieron un cambio limitado. Este cambio se logró mediante un aumento del capital *ad hoc*, no mediante el acuerdo sobre una fórmula para efectuar una revisión dinámica del capital basada en principios claros y en la misión de desarrollo del Banco. Se tomó el acuerdo de hacer esto en el 2015, pero los países en desarrollo expresaron su clara preferencia por un calendario más ambicioso.

En la primavera de 2009, el G-20 también tomó el acuerdo de que la alta dirección de esas organizaciones se debería elegir mediante procesos abiertos y transparentes, basándose en el mérito de los candidatos, sin tener en cuenta su nacionalidad. También sería útil que el personal de esas instituciones fuera más variado, no en cuanto a la nacionalidad, sino en cuanto a la educación y la experiencia profesional, así como el género. Falta por ver cómo se llevaran a la práctica esos principios.

Las cuestiones más amplias respecto a la gobernanza financiera mundial están relacionadas, naturalmente, con el propio G-20. La creación de esta G al nivel de los líderes es, sin lugar a dudas, un paso hacia delante en comparación con el G-7, especialmente en cuanto a la representación de los países en desarrollo. Pero esta solución también ha creado problemas, a causa de la naturaleza *ad hoc* del mecanismo de cooperación adoptado, así como de la forma como se define la admisión de los miembros, que supone la exclusión de algunos países grandes (Nigeria es el caso más destacado) y la representación excesiva de Europa. Todo ello demuestra que los países industriales prefieren las «Ges», donde pueden ejercer mayor influencia, en vez de las organizaciones internacionales representativas.

La preferencia por las «Ges» y no por las organizaciones mundiales representativas refleja el reto de superar la tensión entre, por un lado, la representatividad y la legitimidad que la acompaña, y, por otro lado, las estructuras de poder existentes. Esa cuestión a veces se expresa como la tensión entre la inclusión y la eficacia, pero es una manera equivocada de plantearla, porque las democracias nacionales han demostrado que las instituciones representativas pueden ser eficaces. A escala internacional, aunque el historial es variado, no está claro que en el pasado el G-7 haya demostrado ser más eficaz que las IBW o las Naciones Unidas. Incluso se puede argumentar que las Naciones Unidas han demostrado ser un mecanismo muy eficaz para construir consenso y crear nuevas ideas y un marco para la cooperación internacional (véase, por ejemplo, en los últimos años, los Objetivos de Desarrollo del Milenio), aunque su eficacia se ha visto limitada por la tendencia de los países industriales a limitar su papel a la hora de poner en práctica dichos acuerdos. El historial del G-7 en eficacia probablemente no es mejor que el de esas instituciones representativas, y, en cualquier caso, tanto el G-7 como ahora el G-20 han de actuar a través de esas instituciones.

De ese modo, aunque las Ges pueden desempeñar un papel importante colocando nuevas cuestiones en la agenda y facilitando el consenso entre los poderes mayores, ninguna estructura de gobernanza puede generar legitimidad mientras los procesos de toma de decisiones

no sean inclusivos. Por ese motivo, el G-20 debería considerarse un organismo de transición hacia un mecanismo de cooperación económica internacional representativo y, por lo tanto, legítimo. Dicho mecanismo podría ser el Consejo de Coordinación Económica Mundial propuesto por la Comisión de Expertos convocada por el presidente de la Asamblea General de la ONU sobre las Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional (o, en cualquier caso, propuestas anteriores de crear un «Consejo de Seguridad Económica»). Según esta propuesta, el Consejo de Coordinación debería crearse en el marco del *sistema* de la ONU, al que pertenecen las IBW y del que la OMC debería ser miembro, y se debería formar basándose en circunscripciones elegidas mediante voto ponderado, siguiendo así el modelo de las IBW, aunque con fórmulas de representación que superen los problemas de esas instituciones.

El anterior secretario general de las Naciones Unidas, Kofi Annan, dijo en noviembre de 2009, en la plenaria del Club de Madrid, que el G-20 se debería considerar un organismo de transición hacia una estructura de gobernanza más representativa y formal. Esto aún no figura en la agenda del G-20. Debería ser su preocupación principal.



DESAFÍOS DEL MUNDO CONTEMPORÁNEO

Francisco Jarauta *

Resumen

Pocas épocas como la nuestra se han visto dificultadas para pensar su futuro. Una serie de cambios profundos, que tienen en la caída del Muro de Berlín, la disolución de la URSS y la crisis de los llamados socialismos reales su referencia simbólica, han ido produciendo la relativización de los modelos con los que la tradición moderna había interpretado y explicado su experiencia, orientándola hacia lo que hegelianamente constituía el horizonte de su historia. Lo que apenas hace unas décadas se presentaba como prometedor horizonte e inicio de una era dominada por los efectos de una ciencia y tecnología poderosas –recordemos la euforia que se derivó de ciertos informes que sobre el año 2000 institutos dedicados al análisis de tendencias publicitaban– resulta ahora dificultad, incertidumbre, impotencia incluso, derivadas de un escenario en el que los hechos se resisten no sólo a ser interpretados, sino que se muestran cada vez más con una inusitada violencia. Y por referirnos a hechos más próximos, basta recordar cómo lo que en principio fue recibido con entusiasmo –sería suficiente volver a leer los comentarios políticos con los que algunos acogieron la crisis de 1989 y el derrumbe de los socialismos europeos, anunciando un triunfante “ya hemos llegado” o aquel otro “la historia nos ha dado la razón”–, se tercia ahora de pesimismo o de un incómodo ser espectadores de unos hechos bien ajenos a las previsiones edificantes de ciertos pensadores sociales.

Abstract

Few ages like our own have been hampered in their conception of the future. A series of profound changes, in the fall of the Berlin Wall, the break-up of the Soviet Union and the crisis of so-called real socialism, its symbolic reference point, have led to the relativisation of the models with which modern tradition had interpreted and explained its experience, pointing it towards what in Hegelian terms constituted the horizon of their history. What just a few decades ago looked to be a promising horizon and the start of an age dominated by the effects of powerful science and technology –remember the euphoria derived from certain reports about the year 2000 that certain trend analysis institutes publicised– has now become difficulty, uncertainty, impotence even, derived from a scenario in which the facts are resisting not only interpretation, but are increasingly revealing themselves with unusual ferocity. And referring to events closer to home, we could remember how something that was initially received with enthusiasm –go back to the political comments made at the time of the 1989 crisis, for example, and the collapse of European socialisms, announcing a triumphant “we’re here” and “history has proved us right”– is now sloping towards pessimism and the uncomfortable position of being witnesses to events that are a far cry from the edifying forecasts of certain social thinkers.

1. Escenarios de la mundialización

Pocas épocas como la nuestra se han visto dificultadas para pensar su futuro. Una serie de cambios profundos, que tienen en la caída del muro de Berlín, la disolución de la URSS y la crisis de los llamados socialismos reales su referencia simbólica, han ido produciendo la relativización de los modelos con los que la tradición moderna había interpretado y explicado su experiencia, orientándola hacia lo que hegelianamente constituía el horizonte de su historia. Lo que apenas hace unas décadas se presentaba como prometedor horizonte e inicio de una era dominada por los efectos de una ciencia y tecnología poderosas –recordemos la euforia que se derivó de ciertos informes que sobre el año 2000 institutos dedicados al análisis de tendencias publicitaban– resulta ahora dificultad, incertidumbre, impotencia incluso, derivadas de un escenario en el que los hechos se resisten no sólo a ser interpretados, sino que se muestran cada vez más con una inusitada violencia. Y por referirnos a hechos más próximos, basta recordar cómo lo que en principio fue recibido con entusiasmo –sería suficiente volver a leer los comentarios políticos con los que algunos acogieron la crisis de 1989 y el derrumbe de

* Universidad de Murcia.

los socialismos europeos, anunciando un triunfante “ya hemos llegado” o aquel otro “la historia nos ha dado la razón”, se tercia ahora de pesimismo o de un incómodo ser espectadores de unos hechos bien ajenos a las previsiones edificantes de ciertos pensadores sociales.

Bien es cierto que las lecturas sobre esta nueva situación no coinciden y la posibilidad de aventurar prognosis sobre el futuro de la humanidad no por ello ha dejado de ser para algunos un ejercicio fácil y hasta prometedor. Coincidiendo con la crisis de 1989 aparecía el ensayo de Francis Fukuyama *The End of History and the Last Man*, cuya tesis era que con la caída del fascismo y del comunismo ya no quedaba oponente ideológico alguno al capitalismo liberal y que, por lo tanto, la guerra de ideas había terminado. Para Fukuyama, estos acontecimientos anunciaban “el fin de la Historia”, una época en la que los diferentes procesos sociales, ideológicos, culturales, quedarían subsumidos por un consejo generalizado en torno al capitalismo liberal occidental.

Dejando de lado que la creencia en que la historia podría llegar a su término, o que ya lo ha hecho, constituye una variación filosófica sobre un tema judeocristiano, lo que aquí nos importa es la interpretación de los hechos propuesta por el estudioso americano. Remitiéndose a una vieja idea de Hegel –el propósito de la Historia era la realización de la libertad humana– Francis Fukuyama no ve dificultad alguna para hacer coincidir una serie de hechos como los que giran en torno a la crisis de 1989, como la citada consecución de un destino moral, ejemplificado ahora en la democracia liberal, que se revela para nosotros como el verdadero “significado de la Historia”. Ésta adquiere sólo ahora su verdadero sentido, el de la realización racional de la libertad y de la esencia humana.

En claves distintas y desde presupuestos diferentes este mismo problema había sido planteado años antes por Herbert Marcuse en su desesperanzado *One Dimensional Man* y más recientemente por Daniel Bell en su no menos famoso ensayo *The End of Ideology*. En el primer caso, Marcuse denunciaba la fatiga de un sujeto que, renunciando al horizonte utópico de la modernidad, hacía coincidir sus intereses con aquellas formas de vida que la sociedad capitalista avanzada había creado, remitiendo al espacio de una conciencia desdichada las formas de emancipación y cosmopolitismo que había organizado el proyecto moderno de la ilustración. Daniel Bell, más próximo a los hechos, advertía de la pérdida revolucionaria de la ideología del proletariado, al aceptar éste las compensaciones del estado del bienestar, una vez que los procesos de transformación social habían generado una nueva estructura social propia del capitalismo avanzado. Una política reformista, abierta a los diferentes nuevos tipos de complejidad económica, social, cultural, etcétera, era el único y eficaz método para una historia que había abandonado por imposibles otros horizontes. Y si Bell lamentaba, por una parte, la pérdida del entusiasmo utópico, se consolaba, por otra, con los nuevos y múltiples beneficios, especialmente los que se derivaban de la nueva gran homologación social.



De estas tesis de Daniel Bell, desarrolladas más tarde en numerosos escritos suyos, atentos a la deriva de un tipo de complejidad específico de la por él llamada *postindustrial society*, es deudora, sin duda, la interpretación de Fukuyama. No importa si la situación real de la humanidad sea bien ajena y distante del ideal no sólo de la democracia liberal sino y sobre todo del bienestar disfrutado por las sociedades que se amparan de tal democracia. Sólo una mirada que elige como centro y horizonte su propio mundo, puede prescindir de los hechos que la rodean, por dramáticos que resulten. Clifford Geertz y otros han establecido los límites de esta mirada.

Frente a esta universal globalización y casi como denuncia del ocultamiento de la historia real, se presenta el ensayo *The Clash of Civilizations* de Samuel P. Huntington. Su intención era intervenir en el debate politológico que arrastra lecturas contrapuestas sobre el futuro de la humanidad. Si, por una parte, hay quien sostiene el fin de la historia y la gran globalización de los procesos sociales bajo el modelo de la democracia liberal propia de las sociedades postindustriales, por otra, *after the facts* dirá Huntington, es necesario priorizar el análisis de una serie de hechos que definen la situación del mundo en los últimos años. El retorno a la tradicional rivalidad entre los estados nacionales o incluso su crisis, causada por tendencias hacia el tribalismo y la particularización, adquieren hoy unas dimensiones nuevas que modifican el comportamiento tradicional de los conflictos políticos. Para Huntington “la principal fuente de conflictos en este nuevo mundo no será ya ni ideológica ni económica. Las grandes divisiones de la humanidad y la fuente de conflictos predominante será de carácter cultural. El choque de civilizaciones dominará la política mundial. Las líneas de fractura entre las diversas civilizaciones serán las líneas de frente del futuro”.

Las razones en las que se apoya la tesis de Huntington son, entre otras, las siguientes: el creciente papel que juega la conciencia cultural en los procesos de identificación social; el cambio en el sistema de relaciones internacionales, históricamente dominadas por países occidentales, hegemonía ahora problematizada desde instancias políticas y culturales diferentes; el posible desarrollo de instituciones internacionales políticas, económicas o militares estables al interior de cada una de las civilizaciones; una probable y peligrosa escalada militar a resultas de una polarización y enfrentamiento entre las diferentes civilizaciones; la concentración de conflictos en torno a un eje sobre el que girará toda la política internacional y que no es otro que el de “Occidente y el resto del mundo”.

Este conjunto de observaciones pone sobre la mesa elementos que, en su conjunto, señalan las líneas de nuevos conflictos de resistencia al proyecto de la gran homologación, sugerida por los defensores de la tesis acerca del “fin de la Historia”. Habría que recordar aquí cómo Daniel Bell, fiel a sus anteriores análisis, ha polemizado abiertamente sea con el diagnóstico sea con el alcance de las posibles implicaciones estratégicas del análisis de Huntington. Para Bell queda claro que esa zona de riesgos descrita por *The Clash of Civilizations* se debe entender restringida al conflicto entre culturas y que no necesariamente debe trasladarse a lo político; éste tiene otra lógica y responde a otras conveniencias. Sin embargo, lo que al

parecer no entiende Bell es que, tras esta simplificación, opera uno de los clásicos hábitos epistemológicos del funcionamiento social, incapaz de integrar en procesos más complejos los diferentes órdenes de una situación internacional que, tras la caída del muro de Berlín, el colapso del Imperio soviético y la crisis en general del llamado socialismo real, parecen ser capítulos de una historia ya resuelta, sólo que a la espera de una próxima resolución.

Lo que nos interesa, por el contrario, del análisis de Samuel P. Huntington es su adscripción a una línea de crítica del proyecto universalista occidental que no por casualidad adquiere una creciente importancia política y social a lo largo de los años ochenta y principio de esta década. La crisis del socialismo ha arrastrado también consigo la promesa de una emancipación universal, que debe ser ahora pensada desde parámetros nuevos. De alguna manera el proyecto marxista se inscribía en un horizonte universal, válido para todo proyecto emancipatorio. No resulta difícil reconocer cómo todas las ideologías internacionalistas son, en el fondo, variantes del *pattern* universalista de matriz liberal. En su origen está la idea de la unificación del género humano por vía económica, que no es más que una variante de la unificación de la humanidad por vía cultural y ética, tal como había sido propuesta por la ilustración, de la Revolución Francesa a Kant.

A la crisis de estos proyectos le acompaña la emergencia de una serie de latencias de la dinámica cultural, económica, social. Estas zonas de latencia recorren todas aquellas áreas del planeta que se consideran excluidas de los beneficios del sistema capitalista mundial. Esta crítica no es sólo intelectual, sino que se organiza como una crítica militante que considera el proyecto universalista como un proyecto etnocéntrico, construido para un sujeto cultural fuertemente homogéneo de matriz europeo-occidental.

A esta crítica del universalismo occidental se añade un elemento todavía más preocupante, como el retorno del *pathos* comunitario de las culturas, que no se limita a denunciar el carácter ontológico de las culturas hegemónicas, sino que defiende la necesidad de rescribir la propia historia, al margen de cómo Occidente ha entendido la historia de la humanidad. La afirmación y desarrollo de este *pathos* señala hoy en día uno de los ejes de conflicto y colisión más importantes en el análisis de Huntington. A lo que habría que añadir un nuevo hecho: resulta curioso observar cómo en la época en la que el proceso de internacionalización del capital es máximo y la universalización del modelo capitalista liberal se proyecta a escala planetaria, al mismo tiempo y coincidiendo con las múltiples zonas de resistencia a la tan comentada globalización, surge una lógica de los derechos, ya no ligada a la dinámica de la promoción individual, como había acontecido en los sesenta, sino una lógica de los derechos de los grupos. De los colectivos, de las etnias, que asumen cada vez más connotaciones culturalmente homogéneas. Crece así un nuevo mapa que, en la medida en que se afirma, genera oposiciones y conflictos, cuyo alcance hoy puede considerarse imprevisible. Sea cual sea el posible grado de diálogo o polarización entre las dos tendencias –piénsese por ejemplo en el aumento de formas de intolerancia, racismo, xenofobia, etcétera, generalizados en Europa y



otras partes del mundo; sin olvidar tampoco el capítulo de los integrismos en sus diferentes manifestaciones—, lo que sí es cierto es que nos enfrentamos a una nueva situación política y culturalmente entendida.

Charles Taylor, en su ensayo *The Malaise of Modernity*, ha suscitado el multiculturalismo como el problema central de nuestra época. Queramos o no, el futuro será mestizo, y se precisan nuevas formas de tolerancias y comunicación. En una sociedad moderna ya no es posible ni deseable una homogeneidad global; es necesario junto al reconocimiento y defensa de la universalidad —cada vez más abstracta—, un reconocimiento de las diferencias, de la identidad cultural de cada grupo y colectivo. Es un difícil trabajo al que necesariamente debe remitirse la ética contemporánea, necesitada de un concepto más radical del Otro. Ha sido el mismo Charles Taylor el que en uno de sus últimos trabajos, *Multiculturalism and the Politics of Recognition*, ha analizado las posibles vías de un trabajo que trascienda el espacio de la crítica y desemboque en procesos operativos. El respeto y reconocimiento del Otro pasa por legislaciones que legitimen de partida una situación de *facto* y la amparen posibilitando dinámicas abiertas y de integración. La defensa que Taylor hace de una comunidad liberal de grandes dimensiones puede ser la idea que regule el proyecto de una historia abierta a construir, cuyo sujeto será el resultado de un proceso complejo de interrelaciones culturales y políticas. Sobre la dificultad de este proceso sería útil un análisis más detenido de lo que ha venido a llamarse el *The Liberal-Comunitarian Debate* y en el que han participado pensadores sociales como Habermas, A. Macintyre, R. Dworkin, entre otros, pero este análisis resultaría excesivo para estas páginas.

Pero sí sería un olvido imperdonable no traer a reflexión, a caballo entre los problemas del multiculturalismo y los conflictos de la sociedad contemporánea, un nuevo factor, cuya importancia y carácter decisivo, en cuanto a los problemas arriba comentados, resulta indiscutible. Me refiero al factor demográfico y migratorio. Una serie de trabajos e informes sobre este problema no hacen más que insistir en la absoluta gravedad que acompaña el desarrollo de este factor. La Organización Mundial de la Salud y el Fondo de Población de las Naciones Unidas calculan que los aproximadamente 6.500 millones que habitan hoy el planeta se transformarán en 9.000 hacia el año 2025, para llegar a un número entre 10.000 y 14.000 millones en 2050. Este aumento espectacular de la población, como todos sabemos, no acaece de forma regular en todo el planeta. De hecho, el 95% del aumento previsto se dará en los lugares más pobres de la Tierra: en India, China, América Central y África. Algunas zonas del globo se están transformando en sociedades adolescentes (el 60% de la población en Kenia tiene menos de 15 años), mientras que otras acusan un profundo envejecimiento (el 20% de la población sueca tiene más de 60 años). Sumando este desequilibrio demográfico al ya existente económico y social, asistimos hoy a la aparición de una vasta falla demográfico-tecnológica que divide profundamente el planeta. El mayor reto al que se enfrenta hoy la sociedad global es el de evitar que esta falla estalle en una crisis que conmueva al mundo. Paul Kennedy, en su ya célebre ensayo *Preparing for the 21st Century*, ha dejado claro que “el inminente diluvio

de gente ahogará todos los demás problemas del siglo XXI”, haciendo no sólo necesario sino rigurosamente urgente una reflexión que derive en políticas capaces de decidir sobre un cambio en las prioridades culturales, pero esto sólo resultará probable si contamos con la visión global y la voluntad necesaria para articular principios universales más amplios. Por ahora, son otros los intereses y la primacía de los problemas internos de las democracias occidentales –piénsese en los que se refieren al desempleo, mantenimiento del nivel de bienestar, etcétera– se orientan en otra dirección. Pero resulta absolutamente urgente promover políticas responsables que impidan llegar a situaciones límite e irreparables. Henry Kendall afirma que “si no estabilizamos la población con justicia, humanidad y compasión, la naturaleza acabará con nosotros y lo hará brutalmente y sin piedad”. Y entonces será difícil tener esperanza.

La consideración de estos riesgos últimos no debe restar importancia a otras dinámicas inevitables que la situación actual ya está generando, como son los fuertes movimientos migratorios de estas últimas décadas y cuyo futuro, por las razones que se han ido anotando, es todavía complejo. Hoy por hoy resulta uno de los elementos decisivos a la hora de plantear los problemas de la multiculturalidad. Por una parte, las razones que humanamente fuerzan a masas de población a abandonar sus países de origen en busca de formas de subsistencia; por otra, la dificultad de las sociedades receptoras para arbitrar políticas tolerantes y solidarias, sin caer en un tratamiento profiláctico o policial de la migración. M. Walzer, en su *Exodus and Revolution*, señala lo inevitable y dramático que puede resultar una alternativa de tal tipo a sociedades que tienen que elegir entre la muerte por hambre o la emigración. Y Hans Magnus Enzensberger, teniendo como campo de análisis el caso alemán, ha realizado en las páginas de *Die Grosse Migration* una de las meditaciones éticas más radicales sobre los tiempos que están ya ahí. Una compleja máquina de derechos, diferencias, identidades, comportamientos, exclusiones y violencias, que entra en acción tan pronto el proceso de la emigración se desencadena, alterando el confortable y defendido castillo del bienestar y la identidad.

Bien es cierto que el terror de las cifras no tiene ojos y que ni las estadísticas ni los informes más dramáticos deciden la modificación necesaria de las prioridades y las políticas. A veces, se tiene la impresión de que determinados problemas son interpretados como si de una fatalidad se tratase, mitad destino, mitad impotencia, ante los que sólo queda la resignación, renunciando a aquello que nos hace humanos, a la dignidad de la razón y la conciencia, lugares desde los que afrontar la historia de la humanidad, para que ésta no sea el escenario de la abdicación y la muerte. Otras, son los hechos que, transformados en evidencia, convierten la realidad en insufrible, llevando a la humanidad a buscar más allá y contra los hechos un nuevo horizonte, otra cultura. El conflicto entre estas interpretaciones puede decidir la suerte de una historia próxima.

Una historia que se ve atravesada por una nueva frontera que divide a la humanidad en dos mundos cada vez más distantes entre sí. El viejo sueño de la unificación alemana –la Historia había sido pensada como la realización de la libertad y la dignidad humanas– corre el riesgo hoy de ser un “sueño soñado”. Los hechos se obstinan en probar que la tendencia se orienta en otro sentido que el de aquella razón edificante. No sé si es tarea de la crítica



o del corazón hacer frente a esta ilegítima escisión, precisamente cuando las mediaciones clásicas, la política incluida, deciden sobre otras prioridades y objetivos. Si algo queda claro es la incompetencia ética de cierto pensamiento social a la hora de enfrentarse a esta nueva situación. Sin darnos cuenta, en dos o tres décadas, nos hemos convertido en domésticos. Nuestro mundo coincide con el de nuestros intereses o problemas. Es hora de atravesar este círculo de tiza y exponernos a otra mirada. Sólo recorriendo esta tierra de nadie, que paradójicamente nos protege, podremos establecer un proceso de reconocimiento que, más allá de las buenas intenciones, construya otro orden del mundo. De lo contrario estamos condenados a ser póstumos de por vida.

2. Derivas de la identidad

Es a la luz de estos problemas que ha cobrado una relevancia indiscutible la cuestión de la identidad cultural. Lo que a principios de siglo se presentaba como una incipiente reflexión –tantas veces planteada bajo las retóricas de la supuesta identidad nacional–, a finales del mismo ha pasado a ser una cuestión central para todo tipo de estudios y análisis, preocupados por la interpretación de los procesos configuradores del mundo contemporáneo. Las diferentes tradiciones críticas que más eficazmente han colaborado a definir el problema, han hecho posible un tipo de análisis que abarca tanto su perspectiva histórica como sus implicaciones críticas. Para unas y otras resulta claro que las supuestas identidades culturales nunca son algo que venga dado, sino que se construyen colectivamente sobre la base de la experiencia, la memoria, la tradición, así como de una amplia variedad de prácticas culturales, sociales, políticas. Este proceso debe ser pensado históricamente, es decir, a partir del sistema de relaciones que han definido los diferentes mundos culturales, a veces desinteresados por mostrar la lógica de sus propias identidades e imaginarios. Obviamente estos procesos no son autónomos. Por el contrario, operan dentro de un dinámico sistema de interdependencias, cuya lógica no es ajena a las relaciones de dominación que han regido entre las diferentes culturas. Foucault y Said, pero también Gayatri Spivak, Rey Chow o Homi K. Bhabha, entre otros, han mostrado el comportamiento de los mundos simbólicos en conflicto. Para estos análisis es necesario que afirmemos nuestras densas particularidades, nuestras diferencias, tanto las vividas como las imaginadas, pero, ¿nos podemos permitir dejar de teorizar la cuestión de cómo nuestras diferencias están emparentadas y, sin duda, jerárquicamente organizadas? ¿Nos podemos permitir, en otras palabras, tener historias completamente diferentes o vernos a nosotros mismos como si viviéramos –y hubiéramos vivido– en espacios completamente heterogéneos y distintos? Estas interrogaciones que S. P. Mohanty nos plantea no son sólo intenciones, sino que se presentan como verdaderas orientaciones metodológicas. La perspectiva postcolonial –tal como está siendo desarrollada por comparativistas y teóricos de la cultura– ha abierto nuevas perspectivas a cuya luz las relaciones de interdependencia son estructuralmente fundamentales a la hora de definir los diferentes universos culturales, que anteriormente eran considerados autónomos. Desde este punto de vista, toda la cultura debe

ser entendida como la producción incompleta de significado y valor, a menudo constituida por exigencias y prácticas inconmensurables. La cultura se extiende para crear una textualidad simbólica, para darle a la cotidianeidad un aura de individualidad, la promesa de placer, anota Homi K. Bhabha en *Nation and Narration*, que todo orden simbólico postula.

Este orden simbólico se complementa con el desarrollo de imaginarios paralelos, cuya lógica rige la deriva de identidades nómadas o mestizas, señaladas por la marca de su propia oscilación. Un ejemplo excelente para ilustrar esta tensión es la distinción entre Occidente y Oriente y su desarrollo en la literatura, la pintura y la música europeas del siglo XIX. Desde el ya clásico *La Renaissance orientale* de Raymond Schwab a *Orientalism* de E. W. Said –texto de referencia para cualquier discusión contemporánea sobre el problema– puede seguirse un larguísimo proceso de relaciones e interferencias sobre las que se han construido los modelos de lectura e interpretación con los que Occidente mira a Oriente. No se trata de establecer una arqueología de esta mirada, sino de reconstruir el proceso con el que Occidente ha ido definiendo el rostro del Otro, que halla bajo las formas ajenas a su identidad, sea cual sea, su especificidad cultural. El gran laboratorio teórico y crítico que representa hoy el debate contemporáneo sobre el orientalismo, trasciende la problemática específica de la que parte, para postular hacia delante nuevas formas de aproximación a la discusión contemporánea sobre la identidad.

Hoy resulta obvio el carácter híbrido y mestizo de todas las culturas, más allá de las retóricas de dominación con las que algunas quieren o pretenden defender su carácter de excepción. Gracias a los esfuerzos realizados por historiadores como Hobsbawm y Ranger (*The Invention of Tradition*) o Martin Bernal (*Black Athena*), sabemos cómo las tradiciones pueden ser inventadas, construidas a partir de herencias silenciadas o manipuladas. Hay momentos que necesitan definir políticas fuertes de la identidad, hasta el extremo de poder desarrollar mecanismos de exclusión de todo aquello que no se corresponda con los propios estereotipos culturales. Frecuentes conflictos contemporáneos tienen en la base esta dificultad. Los nacionalismos, los fundamentalismos –habría que hacer las oportunas diferencias conceptuales entre unos y otros– aplican frecuentemente en defensa de su propia identidad cultural mecanismos tantas veces excluyentes, marcados por formas de intolerancia y violencia. Frente a estas estrategias, es necesario construir una mirada abierta a la complejidad de una época profundamente multicultural. Si se habla hoy de una cultura de la post-identidad –*Cultures In-between*, dirá Bhabha– es para indicar los procesos de desplazamiento que descentran y permeabilizan los referentes tanto simbólicos como imaginarios de las culturas contemporáneas. Analizar estos desplazamientos es algo más que un simple ejercicio crítico. Se trata de ir más allá de ciertos planteamientos que se agotan en una reflexión más o menos edificante. Ir más allá significa en este caso replantearnos las profundas limitaciones que tiene nuestro concepto liberal de comunidad cultural. Los debates contemporáneos sobre multiculturalismo y comunitarismo han abierto un amplio espacio de discusión al que debemos remitirnos. Una sociedad cada vez más compleja como la nuestra debe asumir desde su propio funcionamiento la idea de diferencia. Lenguas, etnias, géneros, etcétera, son la base estructurante de una



diferencia que debe reflejarse en la mirada de quien la interpreta, pero también en la política de quien orienta sus problemas y propone su solución. Se trataría de construir conceptos suficientemente abiertos que nos permitan pensar las nuevas situaciones, los nuevos conflictos. En definitiva, lo urgente es construir modelos de interpretación próximos a las complejidades crecientes, que nos permitan no sólo adecuar nuestra mirada, nuestra lectura, nuestra escritura a esta nueva perspectiva, sino que haga también posible una política que, lejos de supuestos privilegios administrados desde imaginarias identidades, nos acerquen a nuevas formas de tolerancia y libertad.

3. Desafíos

Frente a esta nueva situación bien es cierto que se han levantado en las últimas décadas voces de alarma sobre los riesgos y peligros que acompañaban casi de forma natural los procesos iniciados. Bastaría recordar los no olvidados informes del Club Roma, *Limitis to Growth*, de 1972 o el más reciente de la Comisión Mundial sobre Medio Ambiente y Desarrollo –el conocido Informe Brundland– *Our Common Future* (1987) que acuñó el concepto, ahora utilizado universalmente, de desarrollo sostenible. Como también los problemas planteados en la Conferencia de Río de 1992. Fue allí que por primera vez se hizo pública y expresa la exigencia de que la humanidad pueda decidir su destino, un futuro que no tiene por qué ser decidido por los imperativos de la competitividad de la economía liberal del mercado. Hoy, años después de aquella Conferencia, queda bien en evidencia cómo los intereses particulares y “privados” de una minoría –el G7– impiden una verdadera reflexión, la definición de una agenda de investigación y actuación y finalmente una nueva orientación de las estrategias macroeconómicas que definen el futuro del planeta.

Lo que está en juego es la defensa de los bienes comunes, entre los que tienen también que figurar el conjunto de los derechos sociales: el derecho al hábitat, a la salud, a la educación, a la cultura; pero también el derecho a la paz y el rechazo de las guerras, la violencia sea cual sea su origen y forma. Para ello hay que construir y defender la idea y práctica de una ciudadanía mundial, enraizada en una redefinición del bien común y del interés general planetario. Frente a la jungla de los intereses, urge la concretización de nuevos valores que orienten la experiencia de la humanidad para el próximo siglo. Pierre Bourdieu advertía del riesgo que corría la actual civilización de ser destruida. Lo sería si nadie resistiera a los procesos en marcha, forzados a homologarse con las estrategias generales arriba citadas. Se trata, afirmaba Bourdieu en su intervención en la gare de Lyon en diciembre de 1995, de reivindicar un pensamiento crítico que, haciéndose cargo de la nueva situación y la complejidad que la caracteriza, vuelva a construir un proyecto social y cultural que corrija y evite los ajustes del sistema actual. Se trata de volver a articular el momento de una interpretación nueva del mundo con el de su transformación. En juego está el mito moderno de la igualdad, la justicia, la libertad, principios sobre los que se ha construido nuestro modelo civilizatorio.

Este proceso tiene que ver con ciertas urgencias que no pueden ser aplazadas. En primer lugar es necesario organizar nuevas formas de solidaridad planetarias en defensa de los bienes comunes de la humanidad. Esto implica la decisión a favor de una política de civilización, tal como Edgar Morin y Sami Naïr han planteado. Una lectura de la complejidad actual exige necesariamente el cambio de ciertas estrategias. Otro tipo de relación económico-financiera, un concepto nuevo de co-desarrollo, una política más solidaria, capaz de proyectar más allá de la situación heredada, nuevas ideas y dinámicas de desarrollo, que impidan situaciones estructurales críticas como las que sufre buena parte de África, Asia y Latinoamérica. Se trata de procesos de deterioro acelerado, cuya capacidad de modificación es prácticamente nula si se mantienen las actuales políticas. El crecimiento demográfico, la crisis de sus estructuras sociales, la costosa financiación impuesta, obliga a estos países a soportar un futuro inhumano, del que somos testigos silenciosos.

Se trata también de construir un nuevo pensamiento crítico que haga suyo un nuevo proyecto utópico. Hay una necesidad de utopía en el pensamiento contemporáneo que ha ido aceptando uno de los tipos más vergonzantes de domesticación. Se trata de pensar nuevos conceptos, nuevos valores, que posiblemente ya estaban presentes en la tradición moderna, que habían quedado relegados y olvidados en nuestros análisis de la actual situación mundial. Hay que recuperar un internacionalismo necesario, espacio político en el que se encuentren los problemas, se discutan las soluciones, se proyecte el futuro de la humanidad. Esto implica también la recuperación de nuevas formas de política, de la discusión, de la participación. Junto a las solidaridades antes invocadas, hay que tener también presente una línea de emergencia en la que coinciden nuevos sujetos, nuevos acontecimientos políticos. Se trata de reconocer y apoyar la importancia que tienen hoy los diferentes movimientos de solidaridad. Por ellos pasa una amplia y generosa demostración de la fraternidad humana.

Finalmente, es urgente asumir una nueva responsabilidad frente al futuro inmediato de nuestro mundo y de la humanidad. Un ideal moral que nunca dejó de ser el horizonte al que la experiencia humana caminaba, sabedora de que hay ciertos mínimos innegociables, como son, por ejemplo, los que recoge la Declaración Universal de los Derechos Humanos.



MEDITERRANEO ECONOMICO

La crisis de 2008

De la economía a la política y más allá

- I. Las explicaciones de los economistas: los “fallos” de mercado y de la regulación
- II. Más allá de la Economía: una crisis de ética de los negocios
- III. Europa y el mundo después de la crisis
- IV. La crisis española y las estrategias de salida



CAUSAS Y LECCIONES IGNORADAS DE LA CRISIS

Joan Coscubiela *

Resumen

A la vista de cómo se están produciendo los recientes acontecimientos en España y en el mundo, no parece que se esté dispuesto a leer las causas y lecciones ignoradas de la crisis. Todo apunta a que las medidas anunciadas hace dos años para reformar algunas instituciones o no avanzan o van muy lentas. De momento, lo que aparece en el horizonte son datos en sentido contrario. El desequilibrio entre mercados y sociedad se agranda a favor del primero, como se pone de manifiesto en los debates sobre ajustes presupuestarios y en las medidas adoptadas por la mayoría de países. Los mercados adquieren cada vez más centralidad social, de manera que se habla de ellos y se acepta con una gran normalidad que sean los que sustituyan a las instituciones en las orientaciones de las políticas económicas. El equilibrio entre competitividad y cooperación no parece recuperarse y el ejemplo del funcionamiento en estos meses de la UE lo pone aún más de manifiesto. Muchas de las decisiones adoptadas lejos de reducir los riesgos, continúan apostando por el espejismo de la externalización de los riesgos a terceros.

Abstract

In view of the turn taken by recent events in Spain and the world, it does not appear that we are willing to read the causes and ignored lessons of this crisis. All signs indicate that the measures announced two years ago to reform certain institutions are either not progressing at all, or doing so at a very slow pace. At the moment, the data looming on the horizon are pointing in the opposite direction. The imbalance between markets and society is tipping further towards the former, as shown in the debates about budget cuts and the measures taken by most countries. Markets are increasingly taking centre stage in society, in such a way that they are being spoken about and accepted with great normality as the replacement for institutions when it comes to steering economic policy. The balance between competition and cooperation does not seem to be recovering and the example set by the way in which the EU has been functioning over these past months makes it even clearer. Many of the decisions adopted, far from reducing risks, have continued to support the illusion of outsourcing risk to third parties.

1. Introducción

La crisis ha suscitado ríos de análisis y debates. Incluso ha servido para que la sociedad conozca algunos de los entresijos económicos y financieros construidos durante las últimas décadas. Pero a estas alturas aún no hemos hecho una lectura inteligente de la crisis, una interpretación profunda y útil de sus causas y sus lecciones. Y ello supone un grave riesgo de futuro, que hoy es ya un riesgo presente.

No creo que se trate de un problema de limitaciones cognitivas –por otra parte inherentes al ser humano– sino de una opción consciente. No se quiere entrar en las causas profundas porque ello conduciría a reformas económicas y sociales importantes y lo que se pretende no es, utilizando las palabras de Sarkozy, “reformar el capitalismo”, si no simplemente repararlo pero con las mismas reglas de juego. Para ello es imprescindible ignorar algunas de las grandes lecciones que la evolución económica y social de estos últimos años nos ofrece. Solo así puede entenderse que en 24 meses “los mercados” pasarán del desconcierto primero y la sensación de pánico después, al más desvergonzado de los contraataques para reconquistar –si es que en algún momento la perdieron– su posición de poder frente a las sociedades y sus instituciones. Lo que tenía que ser una reforma de los mercados por la política, se ha

* Facultad de Derecho de ESADE

convertido en una imposición de políticas por los mercados. El objetivo último no es otro que mantener o recuperar a corto plazo las tasas de rentabilidad de sus inversiones, aunque ello suponga arriesgarse a profundizar en la crisis.

No creo que sirva de consuelo saber que ha sucedido lo mismo en todas las crisis anteriores. Nos los recuerdan algunos historiadores en relación a la crisis del 29. A los contemporáneos de entonces les costó algunos años entender lo que estaba sucediendo. Y ahora con la soberbia que caracteriza a los humanos afirmamos que esta vez sí entendemos lo que pasa y que le estamos dando solución. Al parecer esto no es cosa solo de las grandes crisis y algo parecido pudo haber sucedido en España con la crisis agrícola —esta más local— de finales del siglo XIX, cuyo detonante —que no causa— fue la caída del mercado del trigo. Es ilustrativo en este sentido leer al historiador Josep Fontana¹ explicando cómo en 1896 Santiago Martínez Maroto publicó su libro *La crisis agrícola y pecuaria en España y sus verdaderos remedios*². En él se citan como aspectos que habían incidido en la crisis del mercado del trigo algunos tan peculiares como los problemas generados en la cría de perros de lujo (no es una broma, se lo aseguro). Ahora, cuando los gobiernos europeos están improvisando medidas que pretenden hacer frente a la crisis —es un decir— puede resultar ilustrativo conocer algunas de las medidas propuestas y en algunos casos aprobadas a finales del XIX para conseguir la estabilidad presupuestaria pérdida como consecuencia de la crisis agrícola. Entre estas medidas aparecen algunas tan previsibles, por reiterativas en los momentos de crisis, como la supresión de los impuestos agrícolas. Otras, destinadas a recabar ingresos, son un poco más curiosas. Como imponer multas a los padres de los niños que no fueran al colegio, cobrar multas a quienes blasfemaran, siendo responsables los empresarios de las blasfemias de sus trabajadores. No sé si, guardando las oportunas distancias históricas, este tipo de reacciones de finales del XIX en España y las respuestas —éstas más conocidas— a la crisis del 29 les suscitan algún recuerdo de actualidad.

La historia no se repite, pero tiene unos hilos conductores que transitan por la condición humana. Y uno de ellos nos dice que cuesta mucho entender una cosa, cuando entenderla significa dejar de ganar mucho dinero. Pero como dejó escrito el poeta y filósofo Jorge Agustín Ruiz de Santayana: “Quien olvida su historia está obligado a repetirla”.

Así pues, las limitaciones a la comprensión de las causas profundas de la crisis no son limitaciones cognitivas, sino limitaciones actitudinales. No hay predisposición a entender lo que ha sucedido. No interesa, en el sentido más literal del término. Por ello la primera asignatura que debiéramos ponernos si no queremos repetir la historia, que cada vez se presenta en ciclos más cortos, es analizar, buscar, encontrar las causas reales y profundas de las crisis que estamos sufriendo.

¹ Fontana (1981).

² Martínez Maroto (1896).



2. Causas comunes, causas propias

Parece existir coincidencia en que la llamada “primera crisis global” tiene algunos orígenes compartidos por todo el planeta. Pero la forma en que la crisis se expresa y su intensidad, es muy distinta en función de los diferentes países. Como sucede en el caso de las epidemias, a cada país la crisis le ha atacado y le ha afectado en su punto más débil. Desde su detonación hace 36 meses la crisis ha ido mutando y adquiriendo muchos rostros. Burbuja inmobiliaria, *subprimes*, especulación y escasez de materias primas, colapso de los sistemas financieros por problemas simultáneos de morosidad, liquidez y capitalización, traslado de la crisis a la economía productiva, destrucción de empleo, aumento del déficit como consecuencia de los esfuerzos públicos para evitar la depresión. En algunos países como España además se ha puesto de manifiesto el agotamiento, la asfixia de los modelos económicos y sociales imperantes en la última década.

Un factor que ha incidido en todo el planeta ha sido el desequilibrio provocado por un exceso de producción que no puede ser absorbida por una demanda mundial insuficiente, dada la escasa capacidad adquisitiva de las rentas de la mayoría de la población, que se ha querido compensar con un gran endeudamiento privado. A continuación la asunción de riesgos exagerados por parte de las entidades financieras, en forma de *subprimes* y productos derivados, en otros casos en forma de hipotecas con garantía real por debajo del valor de los activos; el contagio de la crisis financiera al conjunto de sectores y países; el agravamiento que todo ello ha generado en términos de restricción en el consumo, aumento del ahorro, destrucción de capital, reducción del comercio, incremento del desempleo y contagio del endeudamiento privado al endeudamiento público.

En el caso de España existe una amplia coincidencia que nuestros puntos débiles estructurales los tenemos en un modelo productivo excesivamente dependiente de sectores “surfistas” como la construcción residencial o el turismo estacional. Un tejido económico que mantiene niveles importantes de ineficiencia y de falta de productividad en algunos de sus principales sectores, a lo que no son ajenos el tamaño micro de nuestras empresas, su posición periférica en la organización de la producción de bienes y servicios, los bajos niveles formativos de la población y tecnológicos de las empresas. La década mágica del crecimiento (1997-2007) lejos de reducir estos déficits no hizo más que agravarlos, con un crecimiento desequilibrado de nuestra economía, a partir de un mayor sobredimensionamiento de algunos sectores como la construcción inmobiliaria, a costa de la usurpación de recursos necesarios para otros sectores de la economía y un espectacular aumento del endeudamiento exterior y el déficit por cuenta corriente. Sin olvidar la debilidad de nuestro sistema fiscal para proveer recursos públicos con los que incentivar el desarrollo y las políticas públicas de redistribución progresiva de la renta. Una debilidad fiscal que ha podido pasar desapercibida porque el *boom* inmobiliario ofrecía a las administraciones territoriales ingresos alternativos y a las personas una falsa sensación de riqueza o de poder adquisitivo.

A pesar de esta coincidencia en el diagnóstico económico tanto de los detonantes comunes como de los específicos de nuestro país, no parece que se quiera ir más allá en el análisis de las causas más profundas. Al menos eso es lo que parece desprenderse de algunas de las políticas puestas en marcha, que lejos de incorporar discontinuidades parece que vayan en la dirección de profundizar aún más en las causas que nos han conducido hasta aquí.

A estas alturas nos encontramos con la paradoja que, a pesar de existir un cierto diagnóstico compartido sobre los detonantes de la crisis, no existe un análisis compartido de sus causas profundas, y aún menos sobre las respuestas a dar, especialmente cuando se trata de acomodar el corto con el medio plazo. Y en cambio ya se ha entrado en otra fase de la crisis, la de discutir y sobre todo decidir sin el consenso social necesario como se distribuyen los costes sociales de un ajuste tan espectacular como el que impone la crisis. Ello comporta un grave riesgo. Las respuestas a unas crisis de esta magnitud precisan como condición necesaria, aunque no suficiente, que la ciudadanía tenga el convencimiento que las respuestas además de eficientes en términos económicos son equilibradas en términos sociales. Hoy en España no parece que esta sea la percepción social mayoritaria, porque una buena parte de la ciudadanía intuye que las medidas adoptadas no están dando respuesta a las causas profundas que han provocado la crisis. Y que por contra se puede estar excavando hacia el fondo del pozo, con un reparto de los costes que se percibe como desequilibrado e injusto.

En estas condiciones los riesgos son enormes. No se trata solo de un riesgo de recaída económica –hoy muy evidente–. Asistimos a un riesgo importante de deslegitimación social de las instituciones, de todos los espacios colectivos e incluso de la democracia como sistema político y como forma de convivencia social. Asistimos en muchos países de la UE a un incremento de las actitudes individualistas, corporativistas, de personas, de territorios, de sociedades y de gobiernos. Cuando lo que necesitamos es acrecentar las respuestas cooperativas. Entre personas, entre sectores sociales, entre organizaciones sociales y políticas, entre países, entre regiones económicas.

De ahí nace la importancia de analizar las causas y las lecciones profundas de las crisis y de vencer las resistencias que hoy existen a ello. No será fácil, porque los sectores sociales que ostentan el poder económico y la hegemonía ideológica han decidido que pueden arriesgarse a no leer las causas y lecciones profundas de la crisis. Entre otras cosas porque han comprobado que, al menos de momento, pueden continuar asumiendo grandes riesgos sin que ello les afecte de manera significativa. El sistema económico y social les permite externalizar los costes de los riesgos que ellos generan con sus comportamientos hacia terceros, bien sea al conjunto de la sociedad, bien a otros sectores sociales.

Las respuestas dadas hasta ahora por los Gobiernos a la crisis comportan incentivos muy poderosos para no modificar los comportamientos por parte de algunos agentes económicos y si en cambio para reproducir sus conductas de riesgo. Porque han comprobado que llegado el caso pueden continuar externalizando hacia otros los costes de sus arriesgadas prácticas.



Por ello nuestro principal reto hoy como sociedad es interpretar bien lo que ha sucedido y no solo en clave económica. La crisis tiene detonantes financieros, pero no es solo una crisis financiera. La crisis tiene causas económicas, pero no es solo una crisis económica.

La crisis tiene también causas y explicaciones sociales y sobre todo tiene algunos hilos conductores que necesitan de la política para ser explicados, si no queremos que nos suceda lo que explica el filósofo Daniel Innerarity: “No basta con tener buenos análisis sectoriales para tener un buen diagnóstico de la realidad”³. Si no se es capaz de poner en relación todos los análisis sectoriales entre sí y para esa función el ser humano inventó la política, el resultado suele ser una visión limitada y decantada de la realidad. Que termina por no ser útil. Urge pues intentar que emerjan todas las causas y lecciones ignoradas de la Gran Crisis.

3. Causas y detonantes de la crisis

De entrada resulta imprescindible distinguir el detonante de la crisis, de sus causas. La crisis tiene especialmente en EUA y algún otro país un detonante financiero, pero su causa no lo es y mucho menos no lo es en exclusiva. En términos económicos han resultado determinantes para la profundidad de la crisis, los fuertes endeudamientos de algunos países, entre ellos los EUA y España, el elevado nivel de financiarización de algunas economías. O los grandes desequilibrios entre países y zonas del planeta, del que el más significativo es el existente entre China y EUA. Y sobre todo el incremento de las desigualdades sociales, especialmente en los países más desarrollados.

Lo mismo ha sucedido en España. El detonante puede haber sido el impacto y contagio de la crisis global, pero las causas son propias, profundas y tienen un perfil propio, al margen de los detonantes que las activan. Recuerden como al final de la década mágica, notables responsables políticos, destacados hombres de negocios y algunos analistas continuaban diciendo que la burbuja inmobiliaria no era tal. Al estallar la crisis se puso de moda decir que el nuestro era un sistema financiero sólido, ignorando o queriendo que ignoráramos los graves y simultáneos problemas de morosidad, liquidez y capitalización que ya sufrían muchas entidades y el conjunto del sistema financiero. Estos son algunos de los muchos ejemplos del “no querer ver ni leer lo que ha pasado”.

Es evidente que no podemos menospreciar estos factores económicos porque han jugado un papel trascendental en el terremoto. Pero siendo importantes estas causas económicas que han servido de chispa para prender en la hojarasca, no podemos quedarnos solo en ellas. Las causas profundas debemos buscarlas en los grandes cambios económicos, sociales y culturales producidos en los últimos decenios y en las dificultades para digerir sus consecuencias.

³ Innerarity (2009).

Existen algunos hilos conductores a nivel global que relacionan las causas comunes y las causas propias como no puede ser de otra manera en un mundo interdependiente, aunque algunos responsables políticos continúen actuando como si esta interdependencia no existiera. No entienden que en este contexto de globalización el concepto “ellos y los otros” es muy relativo y que en muchos aspectos ya somos todos, “nosotros”.

Ésta es la lección más importante de la crisis y la que más cuesta aprender. Dejarlo todo a la cultura de la competitividad, sin reconstruir capacidades y espacios para la cultura de la cooperación nos aboca a la cronificación de la crisis y al agravamiento de sus consecuencias sociales.

4. Causas comunes de la crisis

Para entender esta crisis haríamos bien en analizar el impacto que están teniendo los grandes cambios tecnológicos de las últimas décadas en una buena parte de las estructuras económicas y sociales propias del industrialismo. Tampoco en esto, nuestros tiempos son distintos. No hay en la historia de la humanidad un cambio importante detrás del cual no encontremos una transformación tecnológica significativa y su incidencia dialéctica en la economía y en las estructuras sociales. De la misma manera que la historia también nos enseña que no hay determinismo en la evolución de los acontecimientos y que la actuación de los contemporáneos es determinante para su evolución.

Si en el origen nos encontramos grandes cambios tecnológicos, no son menores sus consecuencias. En forma de un incremento de la capacidad de movilidad del capital, especialmente si se la compara con otros factores productivos. Lo que sin duda ha sido crucial para alumbrar nuevas formas de organizar la producción y el trabajo, también de vida. Aunque en este terreno nuestra capacidad cognitiva para conocer lo que está pasando es menor. Ello ha propiciado la evolución desde una economía integrada y vertical a una organización de la producción en red, en el que hay claramente nodos centrales y otros que son periféricos. Ha posibilitado la puesta en marcha de estrategias de competitividad basadas en la externalización de la producción. Ha reducido la capacidad de los gobiernos para desarrollar de manera autónoma políticas propias, especialmente en el terreno fiscal. Y en su conjunto ha producido grandes desequilibrios, provocados por la situación desigual en que se encuentran la economía y los mercados globales de un lado y las instituciones —en el sentido amplio del término— nacionales o locales, de otro.

No son estos análisis teóricos sin trascendencia en el devenir de las sociedades. De la preeminencia de la movilidad del capital se desprende al menos una posición de poder en las estrategias de localización de las actividades económicas. Del cambio de la producción integrada a la producción en red se desprende la posibilidad de estrategias de competitividad basadas en la externalización de la producción y con ella de los costes y los riesgos. De ello



se desprende la diferencia entre tener un tejido económico con fuertes empresas motoras y centrales que controlan productos y mercados o disponer de un tejido económico donde el peso del empleo se encuentra en pequeñas empresas periféricas con poca capacidad para incidir en el producto y el mercado. De las dificultades de los gobiernos para diseñar políticas propias se desprenden sistemas fiscales con escasa o nula capacidad de distribuir la renta, especialmente si los gobiernos insisten en políticas de armonización fiscal competitiva por la vía de las desfiscalización, en detrimento de lo que debería ser una armonización cooperadora. De los desequilibrios entre economía y mercados globales de un lado e instituciones nacionales de otros deriva una evidente dificultad reguladora, capacidad esta que en muchos casos pasa a estar de facto en manos de los mercados.

Si tuviera que resumir en dos ideas todos estos cambios diría que lo determinante está siendo de un lado la ruptura de los equilibrios sociales construidos durante el siglo XX y de otra la aparición de nuevas culturas, nuevos paradigmas dominantes, a partir de los cuales las sociedades se estructuran, con las consecuencias que ello conlleva.

5. Ruptura de los equilibrios construidos durante el siglo XX

En las últimas décadas se ha resquebrajado el equilibrio entre capital y trabajo –no me refiero solo al tradicional binomio “capitalistas *versus* trabajadores”, si no a otro de mayor complejidad entre economía productiva y economía financiera–. También se ha roto el equilibrio entre economía y mercado de una lado y sociedad y política de otro; el equilibrio entre competitividad y cooperación en detrimento de esta última. Y la consecuencia final de todo ello ha sido la ruptura del equilibrio en la distribución de la renta dentro de cada país y a nivel global y su incidencia en el incremento de las desigualdades sociales.

Es evidente que la complejidad de estos procesos permite que convivan realidades aparentemente contradictorias. Estas últimas décadas son también el momento en que más personas han salido de la pobreza en los países en proceso de desarrollo. Pero ello no puede hacernos olvidar que en estos mismos países, en los países más desarrollados y en general en todo el mundo se han incrementado y mucho las desigualdades en la distribución de la renta.

La desigualdad social ha sido en este sentido no solo una consecuencia, sino una de las grandes causas de la crisis y esta en sus orígenes. Ello ha sido muy evidente en España y en buena parte de la Unión Europea. Baste pararnos a pensar como la desigual distribución primaria de la renta y la dificultad del sistema fiscal para reducir las desigualdades ha abocado a una menor participación de las rentas del trabajo en el pastel de la renta nacional. Esa menor participación agregada, esa menor capacidad adquisitiva de los salarios está en parte en el origen de una buena parte del endeudamiento de las familias españolas y de otros países de la UE. Un endeudamiento que sin duda está pasando factura en términos de pérdida de

confianza de los ciudadanos, en términos de mayores riesgos del sector financiero. Por ello todo lo que suponga profundizar en estas desigualdades y no comporte una reconducción o atenuación de las mismas nos aboca a una cronificación de la crisis.

6. Cambios de los paradigmas sociales

Para que estos cambios se hayan producido además del desencadenante tecnológico han sido fundamentales los cambios culturales, los cambios de paradigma. No se olvide que por encima de cualquier otra cosa la economía es cultura, valores. Y las creencias dominantes en cada momento son claves en la evolución económica y social. En este sentido los cambios más significativos los encontramos en el terreno de los valores, de las creencias.

Entre ellos me parecen determinantes la centralidad social que ha adquirido el mercado como articulador de la vida social y la hegemonía de la cultura de externalización de riesgos y costes como la forma predominante de relación entre las personas y sus intereses.

7. El mercado como articulador de la vida social

El mercado en estas últimas décadas ha ocupado un espacio central en nuestra sociedad, en detrimento de otras expresiones sociales, como forma de articular la vida social. Y a su alrededor se han ido construyendo nuevas categorías sociales y nuevas prioridades. Podríamos citar muchos ejemplos, pero me limitaré al que puede ser considerado más anecdótico, que no lo es. Que en todos los informativos de todas las cadenas de televisión y radio y en toda la prensa escrita se informe diariamente de la evolución de las bolsas de todo el mundo y que esta sea la única noticia que aparece todos los días laborables junto a la información de deportes y a la meteorológica es algo más que una anécdota. Es la evidencia de la centralidad de los mercados en la estructuración social.

8. Derechos o mercancías

La centralidad social del mercado ha comportado impactos importantes en la transformación de las categorías sociales el siglo XX. Especialmente la que nos propone que los derechos de ciudadanía social del siglo XX, el derecho al empleo, a la salud, a la educación, las prestaciones sociales, la vivienda den paso a una nueva realidad en la que salud, educación, vivienda sean considerados no derechos, sino mercancías. Por eso ya no somos tratados como ciudadanos, sino como clientes y no es infrecuente ver documentos emitidos desde el



sector público que sugieren reformas en la provisión de estos servicios con el demoledor argumento de dar un trato de cliente y no de ciudadanos a los usuarios para así garantizar mejor los derechos. Quede claro que no me refiero al debate sobre como garantizar la provisión de estos derechos y el papel que pueden jugar el sector público y la iniciativa privada, me refiero al debate más profundo sobre su consideración de derechos o de mercancías.

Este cambio en la consideración de derechos o de mercancías de determinados bienes tiene un gran impacto en términos sociales y económicos. Cuantos más de estos bienes se gestionen como mercancías más poder político tiene el mercado y menos la sociedad en sus formas de organización política. En el terreno de las pensiones la imagen es muy nítida, la canalización de una buena parte del ahorro hacia sistemas privados de pensiones refuerza la posición de los Fondos de Pensiones en los mercados y les permite a estos mercados una posición de fuerza en relación a la sociedad y sus instituciones de la que no se dispondría, si su peso económico fuera menor. En este sentido el debate sobre modelos de seguridad social no es solo un debate de sostenibilidad económica, o de equidad social, o de modelos de aseguramiento, individualizado o de reparto. Es también y sobretodo un debate sobre como y quien gestiona una parte de nuestros ingresos, derivados del trabajo y que relaciones de poder genera. Otro de los ámbitos en que este cambio de paradigma tiene más trascendencia lo encontramos en la consideración que debe darse a la vivienda y a los bienes que como el suelo la hace posible. En España, en tres décadas hemos pasado de concebir la vivienda como un derecho social que garantiza nuestra Constitución a una mercancía, el acceso a la cual debía depender que funcione adecuadamente el mercado del suelo y para ello la desregulación se ha presentado en muchas ocasiones como la mejor opción (Álvarez Cascos *dixit*). Hasta llegar a un extremo en que, en una economía y mercados globales, la vivienda y el suelo han llegado a ser en España y otros países un producto financiero de elevadísima rentabilidad al que han acudido los capitales de todos los colores de todo el mundo.

El resultado es conocido: los precios de la vivienda han tenido poco que ver con el uso social de la vivienda, con el equilibrio entre oferta y demanda para cubrir las necesidades de vivienda. Su consideración de producto de inversión ha generado un continuo de burbujas, la inmobiliaria, la de los créditos hipotecarios, la de la deuda exterior y también una inmensa burbuja en el mercado de trabajo. No estará de más recordarnos que esta realidad no es fruto de un determinismo histórico de origen bíblico. En el marco de la Unión Europea algunos países han regulado esta realidad de manera que, limitando la consideración del suelo como una pura mercancía, han facilitado el acceso a la vivienda como derecho social. Y han mantenido esta regulación al margen de los cambios en las mayorías políticas derivadas de las elecciones. Han defendido un tipo de sociedad en que la vivienda conserva su condición de derecho social y los bienes como el suelo necesarios para su materialización están sometidos a determinadas regulaciones. Y aquí puede ser interesante invitar para que acuda a escena al artículo 33 de la Constitución española que, después de afirmar que “se reconoce el derecho a la propiedad privada y a la herencia”, continúa afirmando que “la función social de estos derechos delimitará su contenido, de acuerdo con las leyes”.

9. De la centralidad del trabajo a la del capital y el consumo

Otro de los grandes cambios ha sido el de la pérdida de centralidad del trabajo de las sociedades industriales en beneficio de la centralidad del capital de las sociedades de la era informacional. Hoy asistimos con una normalidad absoluta al cambio del propio concepto de capitalista que en su dimensión empresarial del siglo pasado era el que “asumía riesgos para crear riqueza” y en la sociedad actual es el que “externaliza riesgos para generar valor al accionista.”. En palabras de Manuel Castells: “el paso de la ética del capitalismo empresarial al capitalismo financiero sin ética”⁴. Y no es menor el cambio de centralidad que a favor del consumo y el consumidor en detrimento del trabajo y el trabajador. Ello afecta a las formas de organizar la producción en determinados sectores, como el del comercio. Las empresas de distribución, antaño sometidas al poder e imposición de las empresas de producción, hoy son las que imponen sus condiciones a las empresas industriales. Algo parecido sucede en el ámbito personal en que la condición de consumidor ha adquirido una gran centralidad. Ello puede comportar que en el futuro algunos cambios importantes de paradigma puedan venir de cómo la ciudadanía ejerce su condición de consumidor y como hace de ella una posición de fuerza.

10. La cultura dominante de la externalización de riesgos

No es menor la importancia que esta adquiriendo una nueva manera de relacionarse las personas y sus intereses. La externalización de riesgos como expresión de un modelo social basado en la preeminencia exclusiva de la competitividad frente a la cooperación. La externalización de riesgos se produce no solo entre sectores sociales. También en el interno de estos sectores sociales. Un modelo de organización de la producción que gira sobre una elevada externalización propicia que en los momentos de ajuste, las empresas centrales y sus trabajadores puedan externalizar los costes y los riesgos hacia las empresas periféricas. La perversa combinación entre elevada competitividad empresarial y escasa cooperación social esta provocando un proceso de externalización de riesgos sociales hacia las mujeres. Y la más significativa de todas las externalizaciones de riesgos es la que se produce entre generaciones. En el terreno laboral algunas prácticas de doble escala salarial no son sino una manera de transferir el coste de los ajustes a los trabajadores del futuro. En el terreno de los servicios, el déficit tarifario en el sector eléctrico. En el terreno de la financiación de grandes infraestructuras, el abuso en los mecanismos de financiación que comprometen los recursos de las siguientes generaciones. En el terreno de la distribución de los recursos destinados a políticas sociales aparece una tendencia a garantizar determinadas prestaciones para personas mayores de manera amplia y sin discriminar por el volumen de ingresos, mientras se producen importantes restricciones en los recursos destinados a la educación. Sin olvidar la incongruencia que supone que mientras no se dispone de recursos suficientes para financiar

⁴ Castells (2010).



las etapas obligatorias y se opte por mecanismos encubiertos de copago, como los conciertos, se esté financiando con recursos públicos cerca del 75% del coste de la educación universitaria a la que solo accede una parte de la población.

En el fondo de todos estos comportamientos nos encontramos un paradigma social muy fuerte. Si los riesgos no pueden evitarse, ni minimizarse, lo que debe hacerse es externalizarlos. Y se ha creado una ilusión que nos puede pasar una factura muy elevada. La ilusión consiste en creer que en un mundo interrelacionado la externalización de riesgos es posible sin que acabe generando nuevos y más profundos riesgos. En cierta medida la manera en que se está abordando desde la Unión Europea la crisis de la deuda puede ser la imagen viva de este espejismo.

11. Los riesgos sociales de la crisis

Ignorar estas causas y elecciones ocultas y ocultadas de la crisis conlleva riesgos graves. No solo en el terreno económico. Los más importantes se están presentando en el terreno social y político. La evidente debilidad de las formas de organización colectiva de la sociedad frente a los mercados genera todo tipo de reacciones individualistas, corporativas, del sálvese quien pueda. La búsqueda del individuo, la familia, la tribu, la nación, la religión como espacio en el que encontrar la protección que no ofrece la sociedad y en su defecto el consuelo genera un instinto de autoprotección primario que puede, de hecho ya lo está haciendo generar graves riesgos sociales.

El deterioro de la credibilidad de las instituciones y de cualquier espacio colectivo puede dar lugar a reacciones de deterioro democrático, de la que la xenofobia o el racismo son solo alguna de sus expresiones. Esta es otra muy buena razón para profundizar en las causas y lecciones ignoradas de la crisis.

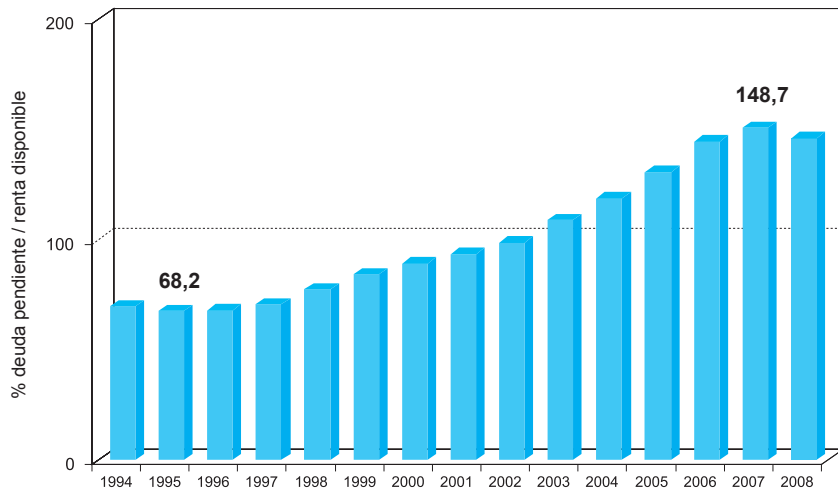
355

12. Las lecciones ignoradas de la crisis española

Todas y cada una de las causas económicas comunes se han manifestado en España. Desde el nivel de endeudamiento, situado en una proporción Deuda/PIB del 350%⁵, y su impacto en las familias (Gráfico 1) hasta el incremento de las desigualdades en la distribución de la renta (Gráfico 2) y la pérdida de peso de las rentas salariales en la renta nacional (Gráfico 3).

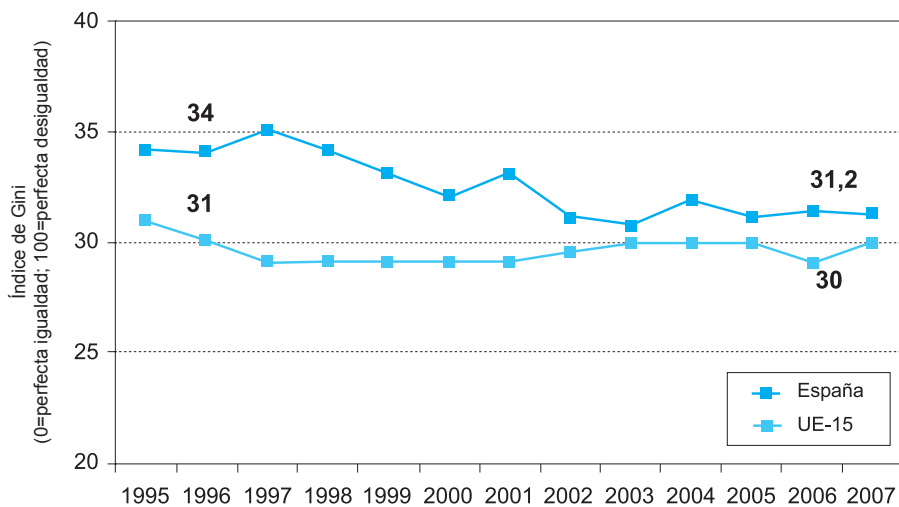
⁵ Dávila, Inurrieta y Laborda (2010).

**Gráfico 1. Endeudamiento de los hogares
(peso de la deuda pendiente en relación a la renta disponible bruta)**

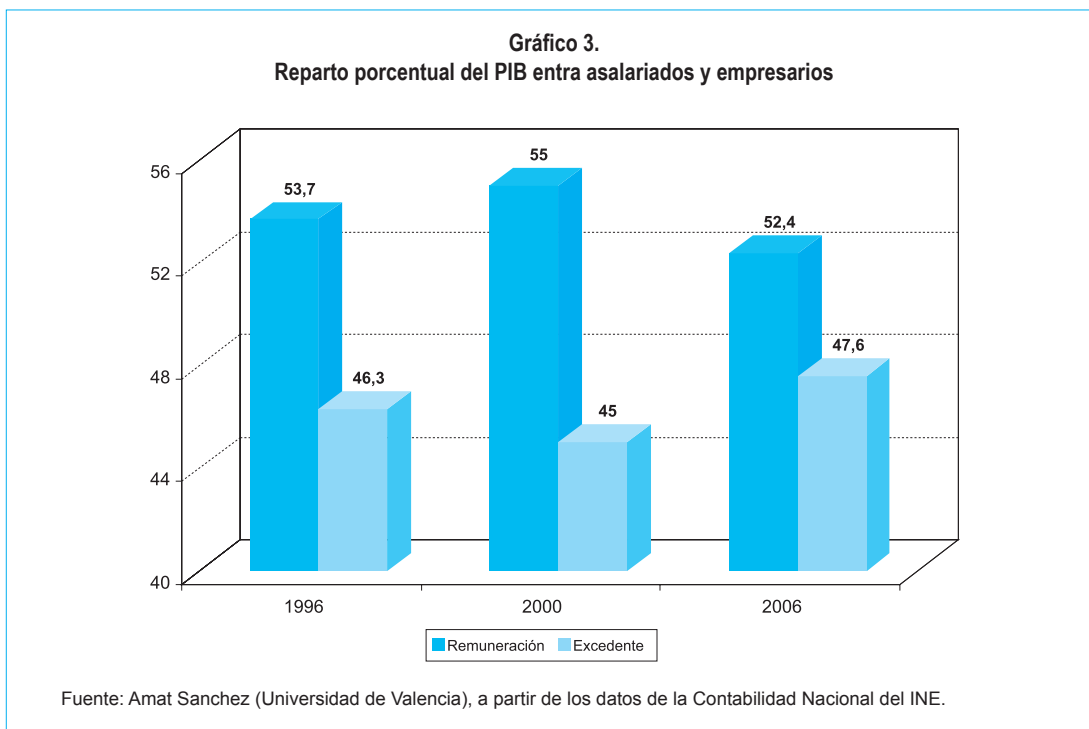


Fuente: Amat Sanchez (Universidad de Valencia).

**Gráfico 2.
Evolución de las desigualdades en la distribución de la renta**



Fuente: Amat Sanchez (Universidad de Valencia).



Aunque ahora me interesa destacar la escasa atención que se está prestando a las causas propias de la crisis en España y destacar las lecciones que de ellas podemos aprender. Comenzando por las debilidades de nuestro tejido económico y unos trastornos crónicos que presentare en forma de imágenes.

La economía eucaliptos, la sociedad construida sobre la arena, la burbuja del empleo, el mito de lo pequeño, la externalización ineficiente, el desincentivo de la formación, el agujero tecnológico, la trampa de la temporalidad.

Todos estos trastornos aportan datos que son sistemáticamente ignorados, en debates que tienen mucho de teológicos y que tienen su expresión máxima en la reforma laboral que a base de ser presentada de manera reiterada como la fórmula mágica con poderes milagrosos se ha convertido en nuestro moderno “mantra económico” o en una especie de bálsamo de fierabrás.

13. Economía eucaliptos

Aún no existe conciencia de hasta que punto la elevada dependencia de nuestro país del sector inmobiliario ha actuado en nuestra economía como lo hace el eucalipto en el reino vegetal. Me refiero a la capacidad de rápido crecimiento, lo que está detrás de la alta rentabilidad de sus explotaciones. Pero también a la elevada captación de todos los recursos hídricos de su entorno sobre todo si se trata de espacios de monocultivo. A la desecación del terreno,

especialmente cuando se trata de plantaciones que irrumpen en hábitat que no son los suyos y en último lugar a la sobreexplotación de la tierra que genera serias dificultades para la plantación de otras especies, después de pasar por ellas el eucalipto. Así ha actuado el sector inmobiliario en nuestra economía. Crecimiento rápido y elevadas rentabilidades a corto plazo, apropiación de los recursos financieros que precisarían otros sectores menos rentables pero con más futuro, requerimiento de mucha mano de obra, autóctona o inmigrante con las consiguientes distorsiones formativas, sociales y económicas. Sobreexplotación de estos recursos financieros, económicos y humanos. Y en último lugar nos ha dejado un tejido económico que como le sucede a la tierra después de talar el eucalipto tarda mucho tiempo en ser útil para plantar otras especies, léase inversiones de otros sectores.

14. La sociedad construida sobre la arena

Esta omnipresencia del sector inmobiliario es algo más que un desequilibrio económico. No ha sido solo una economía, sino una sociedad construida sobre la arena. Una buena parte de los presupuestos de las administraciones territoriales han generado elevadas dependencias del sector inmobiliario. Muchas de sus políticas públicas dependen de la maximización que se pueda hacer de este tipo de ingresos. No se trata solo de dependencias fiscales, también culturales y mentales. Ello explica que una parte de las administraciones territoriales estén abordando sus crisis presupuestarias, como un mal pasajero, como un momento circunstancial, sin entender que lo estructural es lo actual y lo que era pasajero era el abultado nivel de ingresos públicos derivados directa o indirectamente de la actividad inmobiliaria. Y explica también que la financiación de las administraciones locales haya sido la gran asignatura fiscal de la democracia durante treinta años y continúe siéndolo. Esta elevada dependencia se ha trasladado también al terreno urbanístico, donde una buena parte de los proyectos se han construido a partir de plusvalías y algunos de los proyectos futuros dependen de poder mantener esta dinámica. El sector inmobiliario ha sido además el mecanismo por el que se ha canalizado una parte del ahorro y la inversión de muchas familias y lo que es peor su falsa sensación de riqueza. Hay algunos ejemplos que ponen de manifiesto hasta que punto la especulación inmobiliaria ha sido un factor social clave. En este sentido la gestión por parte del Estado de los bienes del patrimonio sindical acumulado que son de su propiedad y de los que las organizaciones sindicales y empresariales solo disponen en usufructo han girado durante décadas sobre los ingresos provenientes de las plusvalías conseguidas por las permutas entre edificios céntricamente ubicados y las nuevas ubicaciones de los locales sindicales o empresariales. Y por último no es anecdótica la importancia que tiene para la calidad o deterioro de nuestro sistema democrático la organización de los partidos políticos y su dependencia de los ingresos provenientes de la economía eucalipto. Hay muchos, demasiados elementos para afirmar que no ha sido solo nuestra economía la que se ha girado sobre el eje inmobiliario, ha sido el conjunto de la sociedad la que se ha construido sobre “arenas movedizas”.



15. La burbuja del empleo

En estos meses se está analizando la caída del empleo, sin prestar atención a lo que ha pasado en la década mágica, como si antes no hubiera actuado la economía eucaliptos en su vertiente de rápido crecimiento. La nuestra es una economía que en términos de empleo se comporta de manera ciclotímica, con grandes oscilaciones en la creación y destrucción de empleo. En ello tiene mucho que ver la naturaleza “surfista” de algunos de los sectores con más presencia, el inmobiliario y el turismo estacional. Pero en este último período la situación ha sido excepcional. Porque a la burbuja inmobiliaria le ha seguido la del crédito, la de la inmigración y sin duda la del empleo. No se puede calificar de otra manera un crecimiento del empleo de más de 8 millones de personas ocupadas entre el 1995 y el 2007 –un 66% de crecimiento– (Tabla 1). De manera que el pinchazo de la burbuja ha provocado una caída a lo “Dragon Khan” hasta los 18 millones de personas ocupadas. Esta destrucción de empleo lo ha sido en un 50% (980.000 personas ocupadas) en el sector de la construcción, donde se ha destruido un empleo de difícil reinserción, dadas las limitaciones formativas de las personas afectadas. Esta es una realidad que el debate político insiste en ignorar y que el debate mediático sobre la reforma laboral insiste en manipular. La recuperación del empleo en estas condiciones no es un proceso ni fácil ni a corto plazo. Porque la caída del empleo ha sido proporcional a la burbuja de empleo de la década mágica, porque la economía eucaliptos dificulta la aparición de nuevos sectores con capacidad de crear empleos alternativos, porque las carencias formativas no ayudan, porque el sector financiero con una crisis cronificada de morosidad, liquidez y capitalización no ofrece financiación a las empresas. Y porque las últimas medidas de ajuste presupuestario en España y la UE pueden agravar aún más la situación.

Tabla 1. Evolución de Población activa y ocupada en España (1995-2010)

PERIODO	POBLACIÓN ACTIVA	POBLACIÓN OCUPADA
1995	16.153.700	12.359.600
2000	17.744.100	15.119.300
2005	20.591.700	18.492.700
2006	21.335.900	19.400.000
2007	21.925.300	20.069.200
2008	22.576.500	20.402.300
2009	23.101.500	19.090.800
2010	23.006.900	18.394.200

Fuente: EPA 1er Trimestre.

También se continúa sin querer leer algunas lecciones en materia de desempleo. Nuestro paro no es lo que parece. Nadie niega la gravedad humana, social, y económica del desempleo, pero a continuación debemos encontrar una explicación a unos datos que se están ocultando. En los momentos más álgidos del ciclo económico, con pleno empleo, efecto llamada a la inmigración de cinco continentes y verdaderas tensiones para cubrir las demandas de trabajadores en algunas empresas, sectores y territorios, nuestras estadísticas de desempleo nos ofrecían porcentajes siempre por encima del 8% de desempleo (alrededor de 1.800.000 personas desempleadas). Con CC.AA. como Andalucía y Extremadura con niveles de desempleo que nunca bajaron del 12 y el 13% (Tabla 2).

Ignorar estos datos y no querer sacar lecciones del tipo de economía que se está creando en algunas zonas no ayuda a entender la crisis y su dimensión económica.

Que nuestro mercado de trabajo se comporte de manera cíclica en los procesos de creación y destrucción de empleo tiene mucho que ver con la peculiar composición sectorial de nuestro tejido productivo, con el pequeño tamaño medio de nuestras empresas, con la posición periférica que una buena parte de nuestras empresas ocupan en la distribución mundial del trabajo, con la baja intensidad tecnológica de los sectores que más pesan en la economía, con las debilidades formativas de la población y la escasa retribución diferencial de la formación por parte de las empresas. De ello se desprende un modelo de relaciones laborales en que a diferencia de otros países de nuestro entorno los ajustes a los ciclos económicos no se realizan a partir de las estrategias de flexibilidad organizativa del trabajo y la producción, si no utilizando de manera intensiva los mecanismos de ajuste rápido en el empleo, por la vía de la entrada en el mercado de trabajo y en la salida. Nuestro modelo productivo tiene muchos incentivos para utilizar este mecanismo externo en la gestión del empleo, en momentos de crecimiento intenso y en momentos de crisis. Esta es nuestra principal debilidad económica y a pesar de ello los debates en el marco de la opinión pública o publicada suelen ignorar este factor, para centrarse en otros menos determinantes.

Tabla 2.
Evolución del empleo y el paro en España por CCAA

CCAA	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	8,42	8,15	8,03	11,33	17,93
Andalucía	13,54	12,52	12,57	18,33	25,64
Asturias	9,32	9,76	7,19	7,53	13,42
Cataluña	6,14	6,25	6,76	8,95	15,95
C. Valenciana	7,88	8,29	8,73	12,39	21,96
Extremadura	15,24	11,35	12,37	14,60	19,09
Madrid	6,17	6,09	6,00	8,39	14,37
Euskadi	7,45	6,50	6,05	6,27	11,55

Fuente: Datos EPA.



16. El mito de lo pequeño

Otra de las lecciones ignoradas de la crisis es la debilidad que supone tener un tejido productivo donde el empleo mayoritariamente esta en pymes y micro empresas. De las 1.032.000 empresas que hay en España, más de un millón tienen menos de 50 trabajadores. Y éstos se agrupan en un 40% en empresas de menos de 50 trabajadores (Tabla 3).

Con este tejido productivo nuestra debilidad es extrema. No solo porque nos aboca a jugar un papel periférico en la distribución internacional del trabajo, sino porque esta estructura empresarial nos hace muy débiles en momentos de crisis. Con este tamaño las empresas tienen más dificultades en poner en marcha estrategias de innovación tecnológica y sobre todo organizativa. También sufren dificultades en el terreno de la formación. La consecuencia es que se les hace más difícil aplicar estrategias de flexibilidad y terminan utilizando la temporalidad abusiva y el despido como factores de ajuste ante las crisis, en forma de cantidad del empleo.

Este panorama se complica con el “mito” de lo pequeño. A las PIMES hay que apoyarlas para que dejen de ser pimes, no para que continúen como pimes y sean un instrumento de externalización de los costes de las crisis de las empresas centrales. Acabar con el mito de lo pequeño deviene imprescindible.

Tabla 3. Distribución de trabajadores en función del tamaño de las empresas

Empresas	2007	2008	Acumulado
1-2	996.400	971.300	
3-9	2.165.700	1.991.200	2.962.500
10-25	2.029.900	1.791.900	4.754.400
26-49	1.414.100	1.229.800	5.984.200
50-100	1.244.700	1.117.800	7.102.000
101-249	1.384.500	1.297.000	8.399.000
250-999	1.693.700	1.667.100	10.066.100
1000-	3.799.100	3.761.000	13.827.100

Fuente: Estadísticas de Seguridad Social. MTIN

17. La externalización ineficiente

Hemos comentado que los cambios tecnológicos han permitido una nueva forma de organizar la producción de bienes y servicios, que en algunos casos ha supuesto importantes mejoras de productividad. Pero como sucede con todas las estrategias no siempre tienen resultados eficientes. En estos momentos estamos asistiendo a la evidencia que algunos procesos de externalización productiva lejos de suponer mejoras de productividad lo que hacen es generar altos grados de ineficiencia. Así es cuando el objetivo último del proceso no es reducir costes por la vía de mejorar la organización e incrementar la productividad, sino solo por la vía de reducir costes salariales. Ejemplos de externalización ineficiente los tenemos en el sector público y en el privado. En el sector público, la externalización de la prestación de determinados servicios sanitarios, sin garantizar una plataforma informática común y un sistema de organización cooperador puede suponer a corto menos costes, pero genera grandes ineficiencias, como repetición de pruebas, problemas de coordinación con las historias clínicas, se obliga a moverse a las personas con papeles, pudiendo moverse los datos a través de la red. En el sector privado, se dan procesos de externalización que carentes de cultura de cooperación provocan pérdidas importantes en la calidad de los productos. El sector de la automoción nos ha ofrecido casos clamorosos en los últimos meses.

La externalización competitiva sin cooperación termina siendo ineficiente. Y la economía española con empresas muy pequeñas y sobre todo muy periféricas en la organización de la producción termina encajando los costes de la externalización ineficiente, casi siempre en forma de destrucción de empleo.

18. Los desincentivos a la formación

En un tejido productivo en el que se han podido obtener elevadas rentabilidades sin ser necesariamente competitivos, gracias al peso de sectores surfistas como la construcción residencial o el turismo estacional se produce un efecto perverso. Esta tipología de empresas no requiere retener a sus trabajadores, puede permitirse el lujo de que estén en proceso de rotación y en consecuencia la inversión en formación no es “rentable”. Es tan poco rentable que España es uno de los países de la OCDE en el que peor se paga la formación, en el que menos diferencias salariales hay en función de los niveles formativos⁶. En la relación dialéctica entre sistema educativo y formativo y mercado de trabajo se suele decir que las carencias formativas de la población española dificultan el cambio de modelo productivo porque hay una carencia de personas cualificadas. Lo que se está ignorando es que la relación causa efecto se da en el sentido contrario. Nuestro mercado de trabajo no retribuye la formación y por ello tenemos uno de los índices de abandono prematuro de la educación post-obligatoria más elevado de la UE (Tabla 4) Un abandono que se incrementó durante la década mágica, dados los perversos incentivos que la economía eucaliptos proporcionaba.

⁶ De la Dehesa (2010).



Tabla 4. Abandono escolar prematuro

	2001	2005	2008
España	29,7	30,8	31,9
UE 15	18,8	17,5	16,7
UE 27	17,2	15,8	14,9

Fuente: Eurobarómetro. Fundación 1 de mayo a partir de datos de EUROSTAT.

19. El agujero tecnológico e innovativo

Las carencias formativas suelen ir de la mano de las carencias en innovación. Eso es algo conocido. Lo que en ocasiones se ignora es que en los últimos años el esfuerzo formativo del sector público ha sido importante, hasta acercarnos a un nivel del 90% de inversión en I+D+I público en relación a la media de la UE. En cambio el diferencial en el sector privado se mantiene⁷. Y continuamos con una inversión del sector privado que esta en el 40% del nivel de los EUA y del 60% de la Unión Europea. Es evidente que la economía eucalipto no necesita de la innovación para obtener elevadas rentabilidades. Pero ese modelo es el que se ha agotado, esperemos que para siempre.

20. Epílogo

A la vista de cómo se están produciendo los recientes acontecimientos en España y en el mundo no parece que se este dispuesto a leer las causas y lecciones ignoradas de la crisis. Todo apunta a que las medidas anunciadas hace dos años para reformar algunas instituciones o no avanzan o van muy lentas. De momento lo que aparece en el horizonte son datos en sentido contrario.

El desequilibrio entre mercados y sociedad se agranda a favor del primero, como se pone de manifiesto en los debates sobre ajustes presupuestarios y en las medidas adoptadas por la mayoría de países. Los mercados adquieren cada vez más centralidad social, de manera que se habla de ellos y se acepta con una gran normalidad que sean los que sustituyan a las instituciones en las orientaciones de las políticas económicas. El equilibrio entre competitividad y cooperación no parece recuperarse y el ejemplo del funcionamiento en estos meses de la UE lo pone aún más de manifiesto. Muchas de las decisiones adoptadas lejos de reducir los riesgos, continúan apostando por el espejismo de la externalización de los riesgos a terceros.

⁷ Xifre y Castany (2009).

Las consecuencias en términos sociales son evidentes. Existe el riesgo que la salida de la crisis lo sea con más desigualdad social de la que había al inicio de la crisis. En España, la orientación de las medidas presupuestarias, laborales y de seguridad social anunciadas o ya acordadas por el Gobierno confirman este riesgo. Sin que de momento aparezcan propuestas para distribuir socialmente los costes de la crisis de manera más equitativa.

Y en el terreno de las instituciones colectivas el deterioro de su credibilidad es evidente. La orientación política en las recientes elecciones celebradas en distintos países de la UE lo confirma. En España la búsqueda de chivos expiatorios a los que poder cargar la impotencia de la situación ya ha aparecido, con debates falsos sobre problemas inexistentes como el uso del “burka” que a base de señalar como problema algo que no lo es, terminaran siéndolo.

Por supuesto, nada es determinista y lo que suceda va a depender de todos nosotros. Eso también nos lo enseña la historia.

Referencias bibliográficas

- CASTANY, L. y XIFRE OLIVA, R. (2009): *Productividad, competitividad e innovación en España. Comparación internacional por sectores*. Estudios Fundación COTEC nº 36.
- CASTELLS OLIVÁN, M. (2010): *La Vanguardia*, 5 de junio de 2010.
- DÁVILA, L.; INURRIETA, A. y LABORDA, J. (2010): *Una respuesta progresista a la crisis económica financiera*. Estudios de la Fundación 1º de Mayo.
- DE LA DEHESA, G. (2010): “No existe inversión más rentable”; en *El País*, 26 de abril.
- FONTANA i LÁZARO, J. (1981): “Crisi econòmica i moviment obrer. Reflexions en torn a la crisi del 29”; en *Nous Horitzonts* (70).
- INNERARITY GRAU, D. (2009): “La inteligencia de la crisis económica”; en *Claves de la Razón Práctica* (198).
- MARTÍNEZ MAROTO, S. (1896): *La crisis agrícola y pecuaria en España y sus verdaderos remedios*. Biblioteca Digital de Castilla y León, Junta de Castilla y León.



ESPAÑA ANTE LA CRISIS: CONDICIONANTES INTERNOS Y EXTERNOS

Francisco Pérez *

Resumen

Las empresas, los bancos e incluso el Gobierno no tomaron en serio el peligro de inestabilidad inherente al patrón de crecimiento español de los últimos años. Se confió demasiado en la ley de Say, en que el crecimiento de la oferta (la capacidad instalada) garantizase la demanda. El riesgo de que no funcionase de manera automática siempre ha estado presente y, de hecho, se reflejaba en los tres desequilibrios básicos de nuestra economía: el creciente endeudamiento, el déficit exterior y las caídas de la productividad total de los factores, que a fin de cuentas son el espejo en el que se reflejan los excesos de capacidad acumulados. En este contexto, la guía para hacer una adecuada lectura de los riesgos de una trayectoria como la española la ofreció en 1939 sir Roy F. Harrod, al vincular el crecimiento con las fluctuaciones en su interpretación dinámica de la Teoría General de John Maynard Keynes. El descubrimiento central de Harrod fue que el equilibrio dinámico entre demanda y oferta en una economía de mercado es tan inestable como desplazarse por el filo de una navaja: a sus lados amenazan la depresión y la inflación. De ahí la importancia de que las políticas macroeconómicas presten mucha atención a estabilizar el ciclo con el fin de sostener el crecimiento a largo plazo. Lo que en España sucedió es que sobrevaloramos nuestros éxitos a corto e infravaloramos el peligro de pasar tras el boom por una fase larga de crecimiento lento.

Abstract

Companies, banks and even the Government did not take seriously the danger of instability inherent to the Spanish growth pattern of recent years. Too much trust was placed in Say's Law, that growth in supply (installed capacity) would guarantee demand. The risk that this would not automatically work has always been present and, in fact, was reflected in the three basic imbalances of our economy: growing indebtedness, foreign deficit and the decline of total productivity in factors which, ultimately, are the mirror for accumulated excess in capacity. In this context, the guidelines to correctly reading the risks of a trajectory such as that of Spain were given in 1939 by Sir Roy F. Harrod, when he linked growth with fluctuations in his dynamic interpretation of John Maynard Keynes' General Theory. The central discovery made by Harrod was that the dynamic equilibrium between supply and demand in a market economy is as unstable as walking along a knife edge: on either side, depression and inflation loom large. Hence the importance of macroeconomic policy paying close attention to stabilizing the cycle with a view to sustaining growth in the long term. What happened in Spain is that we overvalued our short-term successes and undervalued the danger of the long stage of slow growth that follows the boom.

1. Planteamiento: crisis de demanda vs crisis de oferta

La actual crisis económica es el resultado directo de la caída de la demanda, de consumo y sobre todo de inversión, derivada de la intensa crisis financiera desencadenada en 2008 y su fuerte impacto sobre el valor de los activos financieros e inmobiliarios, la liquidez y solvencia de numerosos agentes, financieros y no financieros, y los niveles de actividad y empleo. Pero en España la crisis presenta perfiles específicos –mayor caída del empleo que de la producción y repunte de la productividad del trabajo por este motivo, mantenimiento de un esfuerzo inversor relativamente elevado– que se relacionan con las características del patrón de crecimiento de la última etapa expansiva y también con transformaciones estructurales que hunden sus raíces en etapas precedentes del desarrollo español.

* Universidad de Valencia e Ivie.

Por estas razones, para evaluar la intensidad de la crisis y las perspectivas de salida de la misma, en el caso español es más relevante contemplar el lado de la oferta y hacerlo con perspectiva de largo plazo. Este trabajo presta atención preferente a esta perspectiva, con el fin de precisar mejor el origen de algunos de nuestros problemas y poder abordar adecuadamente sus soluciones. La tesis del mismo se resume como sigue:

1. Las mayores dificultades españolas para salir de la recesión se derivan de un importante exceso de capacidad productiva en relación con el valor añadido generado, que ya existía antes de la crisis y ahora es más grave.
2. El reflejo del exceso de capacidad durante la expansión eran las caídas de la productividad total de los factores (PTF) y durante la crisis son el paro elevado y el volumen de activos inmobiliarios –viviendas, locales, despachos, naves– no utilizados.
3. La falta de flexibilidad de estos dos mercados de activos –el laboral y el inmobiliario– retrasa la solución del problema y las reformas en ambos casos han tardado demasiado en llegar.

El trabajo se estructura como sigue. El Apartado 2 presenta el patrón de crecimiento correspondiente al periodo 1995-2007 y el 3 justifica las razones por las que en ese periodo la burbuja inmobiliaria actuó como núcleo de los desequilibrios. El Apartado 4 analiza la crisis: el impacto de la misma, las respuestas dadas y las posibles salidas y reformas. Finalmente, el punto 5 presenta de manera sintética las conclusiones.

2. Patrón de crecimiento

2.1. Características

El patrón de crecimiento español desde 1995 hasta 2007 se caracteriza por un ritmo de aumento de la producción elevado, acompañado de los siguientes rasgos:

- a. El desarrollo del ciclo inversor más intenso de nuestra historia, que coloca el esfuerzo inversor a los niveles típicos de países asiáticos que parten de niveles de renta bajos pero crecen a gran velocidad, apoyándose en la acumulación de capital.
- b. Gran parte de la formación bruta de capital fijo (FBCF) se concentra en activos inmobiliarios, residenciales y no residenciales, como consecuencia tanto del crecimiento de la inversión real en los mismos como del mayor aumento de sus precios relativos¹.
- c. La inversión residencial no ha impedido la acumulación de otros activos (maquinaria, equipos de transporte y otros equipamientos y construcciones) y, por tanto, la mejora de capacidad de prestar servicios productivos del capital, que crece con fuerza.

¹ Mas, Pérez y Uriel (en prensa).



- d. El crecimiento del empleo es rápido (más del 50% en poco más de una década), y se concentra sobre todo en la construcción y las actividades relacionadas con los servicios personales y la hostelería y comercio.
- e. El crecimiento del empleo va acompañado de una mejora del nivel educativo de los trabajadores y los emprendedores, del que el mercado hace una valoración positiva pero que representa un crecimiento del capital humano menor del que reflejan los años de estudio².
- f. Como resultado de todo lo anterior, el patrón de crecimiento español se caracteriza por un aumento más rápido de los factores empleados que del Valor añadido (PIB).
- g. Este patrón de crecimiento, en el que el conjunto de los factores –y en particular el capital– crecen más que el valor añadido, implica que la productividad total de los factores (PTF) presenta variaciones negativas. Este resultado no es frecuente en el mundo³, ni se daba en el pasado en España.
- h. Lo habitual es que el crecimiento del producto se apoye tanto en un crecimiento de los factores como en mejoras de productividad. Estas son muy débiles en España en estos años, incluso cuando no se computan las mejoras en la calidad del capital (TIC) y el trabajo (capital humano). Cuando se computa el efecto de las mejoras de la calidad de los factores, la eficiencia conjunta de los factores parece retroceder con fuerza⁴.

Según esta descripción del patrón de crecimiento español, el retroceso de la PTF equivale a una pérdida de eficiencia agregada, lo que parece incompatible con la percepción de muchas empresas, que están seguras de haber mejorado su tecnología y sus procesos, y guiado sus inversiones y actividades productivas por criterios optimizadores. Esta aparente contradicción entre los datos macroeconómicos y las percepciones micro requiere una explicación que puede buscarse en dos direcciones. Ambas tienen en común que una parte del esfuerzo inversor en capital físico y humano no resulta productiva.

En el caso del capital físico ello se debe a que parte de la inversión productiva ha buscado ser rentable por otras vías distintas de la mejora de la productividad. En cuanto a los recursos humanos, conviene explorar qué hay de cierto en la impresión, muy extendida, de que parte de la inversión en capital humano no es adecuadamente aprovechada en la generación de valor añadido, debido a la especialización productiva y también a características del sistema educativo.

² Serrano (2010).

³ Jorgenson y Wu (2010).

⁴ Pérez y Robledo (2010).

Cuando los factores productivos no se aprovechan, en el denominador de la PTF hay demasiados costes y en el numerador demasiado poco valor. Comprender por qué ha pasado esto es importante para identificar los obstáculos a la salida de la crisis a los que se enfrenta España. Pero antes de analizar ese núcleo de nuestros problemas conviene que recordemos otros cuatro rasgos de la trayectoria económica española, pues representan debilidades a largo plazo y también nos afectan ahora⁵:

- a. El elevado volumen de inversión va acompañado de un creciente endeudamiento de empresas y familias, que se apalancan para financiar tanto el consumo como el fuerte ritmo inversor. Ello implica que el conjunto de la economía eleva sustancialmente su dependencia financiera del exterior.
- b. Las decisiones de endeudamiento son impulsadas por los bajos tipos de interés derivados de la entrada en el euro y las facilidades de crédito de un sector bancario que comparte riesgos y recurre de manera creciente a los mercados de deuda exteriores.
- c. El crecimiento se apoya sobre todo en la demanda interna, y va acompañado de una evolución negativa de la competitividad exterior, produciéndose un fuerte crecimiento del déficit comercial que es debido a la evolución de costes y precios, la especialización productiva y la irrupción de los países emergentes en los mercados mundiales.
- d. El gobierno se beneficia de un rápido crecimiento de los ingresos impositivos, sin que apenas aumente la presión fiscal. Mejora el saldo presupuestario y se logra una reducción sustancial de la ratio deuda pública/PIB.

2.2. Factores estructurales clave

En el desarrollo de una fase de crecimiento con las características señaladas influyen de manera relevante algunos factores estructurales, relacionados con el mercado de trabajo español y con los cambios derivados de la entrada en el euro.

En el mercado de trabajo, el periodo anterior al ciclo expansivo que estamos analizando se caracteriza por el elevado desempleo y se cierra con una reforma laboral (1994) que consagra un mercado de trabajo dual a partir de 1995: los trabajadores que ya estaban contratados fijos conservan sus derechos pero se acepta un contrato temporal para los nuevos ocupados que es masivamente utilizado⁶.

⁵ Banco de España (VVAA) y Malo de Molina (2010).

⁶ Dolado, García Serrano y Jimeno (2002) y Toharia (2005).



La elevada tasa de desempleo de los primeros años de la década de los noventa era resultado, en parte, del fuerte crecimiento de las tasas de actividad que acompañan a las mejoras educativas de la población más joven y a la incorporación de la mujer a la actividad laboral. Esta última circunstancia mujer impulsó un potente mercado de trabajo doméstico y de cuidados personales (niños y ancianos), con demandas limitadas de cualificación.

Cuando la economía comienza a crecer se produce una intensa llegada de inmigrantes, impulsada por el empleo en la construcción, la hostelería y el servicio doméstico y que apenas entró en conflicto durante muchos años con la oferta doméstica. Los nacionales aspiraban a otros puestos de trabajo y partían de salarios de reserva elevados, debido a las coberturas sociales consolidadas en la década de los ochenta y a los apoyos ofrecidos por las familias a través del retraso en la edad de emancipación⁷.

En cuanto a la entrada en el euro, también tuvo implicaciones de primera magnitud: inauguró una fase de bajos tipo de interés y facilidades de liquidez desconocidas para los agentes económicos, en particular para las entidades de crédito; y acabó con la capacidad de influir de España sobre el ciclo de la política monetaria y de tipo de cambio, excepto si las circunstancias específicas de la economía española coincidieran con las del área euro, cosa que no sucedió.

2.3. Implicaciones relevantes para la crisis

Los rasgos del patrón de crecimiento español que deben ser subrayados por sus implicaciones sobre el impacto de la crisis y su curso posterior son seis:

1. El desarrollo de una burbuja, de grandes dimensiones –basada en el aumento de los precios del suelo y el resto de activos inmobiliarios y actuando sobre un sector de construcción con un peso muy grande en la producción y el empleo–, que representaba una alta concentración de riesgo, cada vez más elevado conforme se alargaba el *boom*.
2. La evolución negativa de la PTF, equivalente a un uso de recursos ineficiente de los recursos, que indicaba la existencia de excesos de capacidad en el capital instalado y, también, en la parte del trabajo fija.
3. La concentración de una parte importante del empleo creado en actividades de bajo contenido tecnológico, muy cíclicas y con abundante trabajo precario, que apuntaba riesgos potenciales de destrucción de empleo súbita y con efectos sistémicos.

⁷ Pérez y Serrano (2008).

4. El elevado endeudamiento de empresas y familias –resultado de una oleada de optimismo sobre el valor de los activos y la capacidad de cumplir los compromisos financieros adquiridos–, que era compartida por los bancos y acentuaba los riesgos asumidos por el conjunto de la economía.
5. El recurso intenso del sector bancario a la financiación basada en instrumentos financieros distintos de los depósitos, y colocados de manera creciente en el exterior, en condiciones que reflejaban una confianza excesiva en la eficiencia de los mercados y una infravaloración del riesgo.
6. La elevada dependencia de los ingresos públicos de una expansión económica no sostenible, que avanzó acompañada de nuevos compromisos de gasto y de una infravaloración del déficit estructural.

3. La burbuja inmobiliaria como núcleo de los desequilibrios

El desarrollo de la burbuja inmobiliaria se sitúa en el centro de la mayor parte de los desequilibrios y riesgos que acompañan a nuestro patrón de crecimiento y se acaban de enumerar, en particular, los referidos a la evolución de la productividad y del elevado endeudamiento. Dado que las implicaciones de los desequilibrios sobre la intensidad y la duración de la crisis afecta a España son también decisivas, conviene explicar estas conexiones.

370

Tras la recesión de principio de los noventa, la caída de los tipos de interés y el desarrollo de los mercados de servicios personales reforzaron sustancialmente la demanda agregada. Las características de la estructura productiva existente influyeron en la respuesta dada a esos estímulos: en un país con un sector de la construcción potente –impulsado primero al calor del desplazamiento del campo a la ciudad y luego por el desarrollo turístico y las obras públicas–, y con muchas empresas y empresarios conocedores de esas actividades, la caída de tipos, la abundancia de crédito, y el crecimiento del empleo y de la población, empujaron la demanda de activos inmobiliarios hasta llegar a hinchar una burbuja que alimentó el crecimiento durante toda una década.

El primer reflejo de ello es el enorme peso de las inversiones inmobiliarias (residenciales y no residenciales) en la FBCF, comparado con el de otros países. El segundo, el fuerte crecimiento de los precios de los activos inmobiliarios –del suelo, sobre todo, que crece en promedio a una tasa superior al 25% durante diez años⁸, que supera ampliamente en aumento del IPC y genera una burbuja de grandes dimensiones a lo largo de toda una década, de la que se derivan expectativas de ganancias por revalorización para las inversiones en esos activos que tienen potenciales consecuencias desestabilizadoras cuando desaparecen.

⁸ Uriel *et al.* (2009).



En esos mismos años otras economías desarrolladas crecían basándose en un patrón muy diferente: con especializaciones productivas más intensivas en conocimiento y apoyadas en mejoras de productividad. Pero nuestras circunstancias –tanto por los incentivos que orientaban la inversión hacia la construcción, como por nuestra experiencia laboral y empresarial– nos hacían más capaces de aprovechar unas oportunidades que otras y nos desviaron hacia el camino que conocemos.

En suma, el patrón de crecimiento que tuvo lugar se desarrolló porque disponíamos de todos los recursos necesarios para él (experiencia empresarial en ciertas actividades, mano de obra abundante, un mercado de trabajo con una parte muy flexible, y financiación amplia y barata) y porque contó con el estímulo de una demanda estructural de viviendas importante, reforzada por la retroalimentación que proporcionaban los bajos tipos de interés y las expectativas de revalorización de viviendas, locales y suelo. Además, el *boom* inmobiliario no era frenado por nadie: ni por la política monetaria, diseñada para el conjunto del área euro, y cuya trayectoria de crecimiento era diferente; ni por las medidas del supervisor bancario, insuficientes para tener efectos anticíclicos en un periodo en el que la confianza en la eficiencia de los mercados provocó una expansión del crédito excesiva, derivada de una infravaloración generalizada del riesgo; ni por las políticas fiscales de los distintos niveles de gobierno, que se beneficiaban de la financiación que les ofrecía para sus gastos los fuertes incrementos de los ingresos fiscales derivados del *boom*, sin advertir los riesgos para la sostenibilidad del gasto público que se iban acumulando.

Las alzas de precios inmobiliarios (residenciales, no residenciales, suelo) generaron expectativas de ganancias de capital durante toda una década (1997-2007) que hicieron negativo el *coste de uso del capital* de unos activos que representan la mayor parte de la inversión. Es importante advertir que, con costes de uso negativos, las inversiones –tanto residenciales como no residenciales– son rentables aunque no sean productivas. Así pues, no es irracional llevarlas a cabo aunque no mejoren la productividad, puesto que pueden ser rentables gracias a la revalorización de los activos. De hecho, si se pone en relación el peso de la inversión en construcción en los distintos sectores con la PTF, se comprueba que la evolución de esta variable fue más negativa en aquellos sectores en los que, por las características de sus inversiones, se podía apostar más a invertir para especular con activos inmobiliarios⁹.

El resultado de los impulsos de la burbuja inmobiliaria fue un crecimiento muy rápido de las viviendas construidas –muy superior al de la población– y de las construcciones no residenciales –muy superior al de la producción–. Aunque es un viejo tema de debate si el progreso tecnológico ahorra más el uso de un factor que otro, o se mantiene neutral en este sentido, parece poco razonable que lo que se intensifique sea el uso de los capitales inmobiliarios. Si el *stock* de capital inmobiliario hubiera mantenido una relación capital/producto constante, las necesidades de capital adicional derivadas del crecimiento del producto hubieran sido mucho menores que las observadas, con el consiguiente impacto positivo sobre la PTF.

⁹ Pérez y Robledo (2010).

Las implicaciones de este comportamiento especulativo de los inversores, racional pero improductivo, son varias y todas relevantes para explicar el devenir de la crisis posterior:

1. Durante el *boom* se acelera el crecimiento del empleo en el sector de la construcción, pero su elevado volumen resulta condicionado a la duración de un ciclo expansivo que no es sostenible. En consecuencia, al llegar la crisis, la caída del empleo en el sector de la construcción e inmobiliario es brusca y la destrucción de empleo se concentra en los trabajadores menos cualificados y con empleos temporales.
2. Se acumula exceso de capacidad en el capital residencial, en la medida que el ritmo de crecimiento del *stock* de viviendas supera a la demanda asociada a factores estructurales y pasa a estar impulsada por la especulación. Ese exceso de capacidad se refleja en la acumulación de un *stock* creciente de viviendas no utilizadas e invendidas que, cuando llega la crisis, representan un exceso de oferta que lastra la recuperación de la construcción residencial durante varios años.
3. Se acumula exceso de capacidad en el capital productivo (en buena parte formado también por activos inmobiliarios, en cualquier economía), porque no resulta posible poner en actividad tantos locales comerciales, oficinas y naves como se construyen.

La burbuja inmobiliaria se prolongó durante toda una década (1997-2007), y fue tan duradera porque sus riesgos no fueron reconocidos adecuadamente, en un ambiente marcado por un optimismo contagioso y una confianza ciega en la capacidad de autorregularse de los mercados. Entre las circunstancias que impulsan y alargan el *boom* se encontraban: los bajos tipos de interés y una política monetaria que prestaba una atención limitada a las alzas de precios de los activos; la abundancia de financiación internacional y una infravaloración generalizada del riesgo –tanto por los mercados como por parte de las entidades bancarias españolas, responsables directas de la canalización de recursos a la financiación de la burbuja inmobiliaria– que permitió un crecimiento vertiginoso del crédito a empresas y familias, las cuales duplican su nivel de endeudamiento respecto a su renta en apenas una década; y una política fiscal demasiado laxa, que infravaloraba el déficit estructural al no estimar adecuadamente la dependencia de los ingresos fiscales de la fase expansiva y de la capacidad recaudatoria asociada a las actividades inmobiliarias.

En suma, ni los responsables de las políticas monetaria, financiera o fiscal (en el sector público), ni la prudencia frente al riesgo (en el sector privado) fueron capaces de frenar una trayectoria que ofrecía resultados positivos en términos de empleo y renta, y se presentaba como un éxito. Pese a algunas advertencias de que el patrón de crecimiento se apoyaba sobre importantes desequilibrios, que amenazaban su sostenibilidad, muchos agentes prefirieron seguir apostando por la inversión inmobiliaria, en un ejemplo más de que el *homo economicus* prefiere estar equivocado, con todos, que discrepar pero sentirse sólo.



4. La crisis: impacto, respuestas y salidas

En 2007, el fin de la expectativa de revalorización de activos frenó la inversión inmobiliaria y devolvió a valores positivos el coste de uso del capital. La rentabilidad de los proyectos volvió a depender de las mejoras de productividad y aquellos proyectos desarrollados de espaldas a esta variable hubieron de cuestionarse su viabilidad.

4.1. El impacto de la crisis

La llegada de la crisis financiera internacional impacta sobre la economía española en un momento en el que los síntomas de agotamiento del ciclo inmobiliario comenzaban a ser evidentes (caída del número de viviendas iniciadas, menor ritmo de creación de empleo). Pero todavía se aspiraba a controlar el aterrizaje de manera suave, es decir, a evitar desplomes generalizados de las expectativas sobre los valores de los activos, que generasen graves efectos riqueza negativos y arrastraran a la economía a un escenario de pesimismo que se autoalimenta.

La subida de tipos de interés de la primera parte de 2008 –inducida por las alzas de precios de las materias primas, en particular del petróleo– complicó la escena, y comenzaron a emerger las consecuencias del elevado endeudamiento de algunos agentes, en particular de los más arriesgados, que necesitaban expectativas alcistas de los precios inmobiliarios para poder cumplir con sus compromisos financieros. Aparecieron los primeros despidos, los cierres de empresas y los concursos de acreedores. Entonces el horizonte se oscureció súbitamente y los deseos de aterrizar suavemente se tambalearon: el cambió de patrón de crecimiento se hizo, al mismo tiempo, más necesario y mucho más difícil, porque la demanda agregada iniciaba una fase de retroceso que no estimularía los nuevos proyectos.

A partir del otoño de 2008 la intensa de la conmoción financiera cambió el escenario drásticamente, desarrollándose a lo largo de 2009 un panorama caracterizado por los siguientes rasgos:

1. Los bancos y cajas de ahorro se enfrentaron a un serio problema de financiación, como consecuencia de sus necesidades de liquidez a corto y medio plazo y la sequía de los mercados financieros internacionales.
2. Creció el desempleo y se produjo una intensa destrucción de empleo (concentrado en un 50% en el sector de la construcción), colocándose un número creciente de familias en dificultades. En un clima de pesimismo generalizado, el consumo privado se contrajo con intensidad y la inversión lo hizo todavía más.

3. El frenazo al crédito, derivado de la situación de las entidades bancarias, colocó en dificultades a muchas empresas no financieras que necesitaban los préstamos para el desarrollo normal de su actividad y para paliar los mayores problemas de financiación que se derivaban de la recesión.
4. Los mercados inmobiliarios también se detuvieron y los problemas de financiación de las empresas de la construcción e inmobiliarias se acentuaron: aumentaron los concursos de acreedores, la morosidad bancaria, las daciones en pago de deuda, y las dificultades de las entidades de crédito.
5. Se produjeron bruscas contracciones de los ingresos públicos y la presión fiscal. Los estabilizadores automáticos y las políticas expansivas de gasto público discrecional contribuyeron a frenar la caída de la demanda, pero provocaron un rápido deterioro del déficit presupuestario y un fuerte crecimiento del endeudamiento público.

Desde ese momento la economía española se encuentra sumida en una grave recesión, como corresponde a la superposición de crisis financiera, crediticia, de empleo y fiscal. Pero en el origen de la misma se encuentra tanto la caída de la demanda como el exceso de capacidad productiva acumulado durante la expansión, y que resulta más difícil de asimilar cuanto más rígidos a la baja son los precios de los factores de producción que permanecen subutilizados.

4.2. Políticas a corto plazo

En España, las respuestas a corto plazo a la crisis a corto han sido similares a las del resto de economías desarrolladas y han estado razonablemente coordinadas con aquellas en el seno de la UE y el G-20. En síntesis, han sido políticas de demanda de inspiración keynesiana, tanto monetarias como fiscales.

La política monetaria expansiva se ha basado en la inyección masiva de base monetaria para evitar la caída de la oferta monetaria en un momento de reducción del multiplicador y colapso de la liquidez en los mercados financieros. La caída del multiplicador monetario fue evitada, en lo que se refiere a la retirada de depósitos, mediante una sustancial elevación de la cantidad garantizada por el Fondo de Garantía. Pero las entidades han elevado sus reservas para prevenir problemas futuros de liquidez y redirigido el crédito hacia el sector público, como consecuencia de la elevación del riesgo estimado en el sector privado, lo que ha planteado problemas de financiación a las empresas, apremiadas por sus mayores necesidades de tesorería y su elevado apalancamiento. El resultado ha sido que la base monetaria ha ganado peso en la oferta monetaria y, aunque ésta por fortuna no se ha contraído, el canal del crédito sí que se ha visto afectado.



En cuanto a la expansión fiscal, durante 2009 las medidas de tipo keynesiano adoptadas estuvieron orientadas a compensar la caída del gasto privado y del multiplicador del consumo, generándose déficit y confiando en las facilidades que ofrecían los bajos tipos de interés y los reducidos niveles de deuda pública de partida. Sin embargo, la expansión fiscal ha encontrado su techo muy rápidamente, a principios de 2010, antes de que la demanda privada recupere el pulso y existan señales claras de recuperación.

El rápido crecimiento del déficit y las perspectivas de un estancamiento duradero de los ingresos fiscales han enfrentado al gobierno con problemas de financiación en los mercados (sobre todo por la elevación de la prima de riesgo y, en algunos momentos, incluso en forma de dificultades de colocación) y le han obligado a aceptar un cambio de rumbo de su política. El gobierno ha rectificado la estrategia fiscal definida en el presupuesto para 2010 apenas comenzado el año, asumiendo mayores ajustes pese al riesgo evidente que ello puede representar para la salida de la recesión, más tardía e incierta en el caso español. Lo ha hecho para evitar el problema que representa el incremento del coste de la deuda derivado de una mayor prima de riesgo, debido a que los mercados financieros, orientados por las agencias de calificación, consideran mayores los riesgos de la expansión fiscal que los asociados a un ajuste más duro. También la Unión Europea ha exigido mayores compromisos de consolidación fiscal en un momento que coincide con la salida de la recesión de algunos países, pero no de España. Este cambio de dirección de la política fiscal ha sido percibido por la sociedad como un giro en el reparto de los costes de la crisis al ir acompañado de reducciones salariales, congelación de pensiones y subidas de impuestos.

4.3. Un problema central: valorar y repartir los costes de la crisis

375

Las caídas en los valores de los activos –reales y financieros– que la crisis ha producido han sido de enorme magnitud y afectado a la riqueza y los balances de muchos agentes: las empresas financieras y las no financieras, las familias y el sector público. Además de estos efectos riqueza negativos confirmados hay otros esperados, y nos sentimos más pobres como consecuencia de las expectativas negativas existentes sobre la capacidad de generar rentas futuras en un periodo de lento crecimiento.

Ambos efectos riqueza atenazan las decisiones de gasto y plantean uno de los problemas más delicados al que nos enfrentamos: asumir y distribuir los costes de la crisis, reconociendo pérdidas en los derechos que los agentes económicos creían tener. Ahora descubrimos que, si la economía se desajusta gravemente, no tenemos las garantías que imaginábamos acerca de nuestras inversiones reales o financieras, nuestros trabajos o nuestras pensiones, pues todas ellas dependen de la capacidad de la economía de seguir generando mejoras de renta.

Se trata de un asunto particularmente difícil, por dos razones. En primer lugar, porque esas pérdidas de riqueza hoy pueden significar destrucción de capacidad productiva mañana y pasado mañana. Pero, además, porque la guía que ofrecen los mercados en la tarea de evaluar las pérdidas no es segura cuando el problema es general, como ahora sucede. Esta circunstancia complica la salida de la crisis.

Dejar en manos de los mercados el ajuste de cuentas a la baja derivados de los errores acumulados puede ser un buen criterio cuando se trata de un problema particular, pero es muy peligroso cuando es sistémico y se deriva de la entrada de la economía en una grave recesión. En ese caso, del ajuste que realizan los mercados se puede derivar una espiral deflacionaria en los precios de los activos como consecuencia de la marcada preferencia por la liquidez actual: el dinero es un depósito de valor y, en circunstancias como éstas, la demanda de dinero aumenta sin límites y la de activos se contrae de la misma manera. En el extremo de esa posibilidad, el valor de los activos tiende a cero mientras no aparezca en el horizonte una expectativa más favorable, y la economía se desintegra. En este sentido, las soluciones basadas en las hipótesis de racionalidad de las expectativas y mercados financieros eficientes son muy arriesgadas, hasta el punto de que podrían no ser soluciones. Así parecen haberlas valorado durante este último año las autoridades monetarias y fiscales, empeñadas en generar un freno a la caída de la demanda efectiva de bienes y activos, pero no está claro que lo hayan conseguido.

La alternativa es recurrir a convenciones sobre el valor de los activos, reales o financieros. La elección de esas convenciones también plantea múltiples interrogantes y el acierto de las instituciones (jurídicas, gubernamentales, monetarias) es clave para que representen una solución. Además de tener implicaciones sobre el éxito y la rapidez de la recuperación, las decisiones de las instituciones no suelen ser pacíficas porque las opciones que eligen tienen consecuencias diferentes sobre los intereses de los agentes implicados y la distribución de los costes de la crisis entre los mismos.

El ejemplo más conocido de estas decisiones institucionales es la valoración de activos bancarios basándose en determinadas convenciones contables y en la opinión del supervisor: los criterios son clave para el cómputo de la morosidad y la valoración de la insolvencia de los bancos y de sus clientes. Pero en la actualidad no son esos derechos los únicos sometidos a discusión: las empresas renegocian deudas y discuten el valor de sus activos y derechos frente a terceros; y los trabajadores también –a mantener el salario o a cobrar paro durante un plazo determinado, a recibir las indemnizaciones por despido o las pensiones bajo determinadas condiciones– por ser considerados compromisos financieramente inviables para las empresas o por unas administraciones públicas que se enfrentan a una fuerte caída de sus ingresos fiscales; la caída de estos últimos también puede interpretarse como que los derechos recaudatorios están igualmente puestos en cuarentena.



4.4. El horizonte de la recuperación

En España la fuerte contracción de 2009 fue mucho más intensa en el empleo que en el PIB, como consecuencia del tipo de sectores en los que se centró el ajuste (construcción e industria) y del dualismo del mercado de trabajo, que facilitó el despido de los muchos trabajadores temporales. La productividad del trabajo se recuperó aquí más y los costes laborales unitarios, tradicionalmente más expansivos que en otros países, avanzaron menos que entre nuestros competidores europeos. En cambio, la PTF siguió presentando tasas de crecimiento negativas porque, pese al retroceso de la inversión desde los altos niveles de años anteriores, el esfuerzo inversor se mantuvo elevado en comparación con la UE y EEUU, en niveles que implicaban crecimientos importantes del *stock* de capital.

Así pues, invertimos menos que antes pero más de lo que requiere cubrir la depreciación, de modo que aumenta la capacidad productiva del capital debido a circunstancias diversas. En primer lugar, al impulso dado a la inversión pública para frenar la caída de la demanda. Como esa inversión no ha tenido una orientación productiva, pesa en el denominador de la productividad pero no contribuye a la mejora del numerador mediante la generación de valor añadido.

El capital privado también crece, debido a dos causas bien diferentes: la primera es la inercia de un porcentaje relevante de la inversión en construcción –residencial, en naves, locales comerciales y oficinas–, que continúa acumulándose para finalizar proyectos ya iniciados cuya interrupción es costosa. Pero permanece crecientemente improductiva a corto plazo debido al bajo nivel de actividad: aguarda en los balances de las empresas o de las entidades financieras a la espera de tiempos mejores, protegida por los bajos ritmos de depreciación de estos activos, de larga vida útil, que hacen menos urgente la rebaja de sus precios. La segunda causa es que, pese a la crisis, en muchos sectores existen inversores que apuestan por desarrollar nuevos proyectos que consideran productivos y rentables a medio plazo.

Con un *stock* de capital mayor y la caída de la producción en 2009, el nivel de utilización del capital instalado se ha reducido 6,3 puntos porcentuales en el conjunto de la economía, con consecuencias negativas para la productividad y las expectativas de inversión. En efecto, no se espera que la formación bruta de capital fijo (FBCF) repunte de inmediato: el consenso de las previsiones para 2010 es que la inversión siga retrocediendo con intensidad, aunque lo haga a un ritmo sustancialmente menor que durante el año pasado.

A principios del año 2010 la economía española permanece en recesión, mientras muchas otras economías ya han vuelto a crecer, algunas con fuerza (EEUU por encima del 3% en el primer trimestre de este año). Las causas de nuestras mayores dificultades son varias y todas ellas afectan a nuestro potencial de crecimiento:

1. Una fuerte acumulación improductiva de capital, que ha generado excesos de capacidad que ahora frenan la inversión.

2. Un excesivo nivel de endeudamiento y que plantea problemas de liquidez e insolvencia, e impulsa el ahorro cuando las empresas necesitan gasto.
3. Un mercado de trabajo dual, que ha facilitado un ajuste rapidísimo de una parte del empleo y mantenido rígidos los salarios de la otra parte.
4. Un elevado déficit estructural, cuya infravaloración en los años del *boom* impulsó bajadas de impuestos y mayores compromisos de gasto, que ahora se muestran insostenibles y obligan a una consolidación fiscal demasiado temprana en un momento en que necesitamos mantener el pulso de la demanda agregada.

4.5. Remover obstáculos: las reformas necesarias

La recuperación de un ritmo de crecimiento suficiente para nuestras necesidades –sobre todo, en lo que se refiere a la absorción del desempleo– pasa por eliminar los cuellos de botella que se presentan en esos cuatro ámbitos, mediante distintas reformas.

Se insiste mucho en la reforma laboral y, sin duda, es necesaria para evitar que perdure la asimetría en el reparto de los costes de ajuste que representa la dualidad del mercado de trabajo y el desincentivo a la mejora de la productividad del trabajo que se deriva de la temporalidad. Pero es dudoso que esa reforma recupere la demanda de trabajo a corto plazo. Incluso para las perspectivas del empleo, la reforma más urgente es la eliminación de las *manos muertas* en los activos inmobiliarios, pues resulta crucial para la mejora del nivel de utilización de la capacidad y de la productividad en España, tanto a corto como a largo plazo.

378

La caída de los precios de los inmuebles podría ser un punto de partida más eficaz para la recuperación: facilitar su compraventa reduciría el endeudamiento de agentes que están demasiado apalancados y, a la vez, tienen exceso de capacidad. El camino a seguir para que ese mercado se mueva ha dado un primer paso de la forma habitual: parte de los activos pasan a manos de las entidades financieras. Falta otro: que éstas los pongan en el mercado a unos precios que permitan que un comprador los adquiera para utilizarlos productivamente. El problema es asimilar los costes que eso representa, y para eso deben servir los recursos aportados para el Fondo de Sanearamiento y Reestructuración del Sector Bancario (FROB), un proceso que se ha retrasado demasiado.

Conviene tener presente que, para la economía, no es lo mismo que se den los dos pasos mencionados que uno sólo: no es lo mismo un cambio de manos que mantiene el recurso improductivo en los balances bancarios que si ponerlo a producir. Es cierto que se requiere reconocer pérdidas en los balances de empresas financieras y no financieras, pero son pérdidas que no pueden ser negadas: se han producido como consecuencia de los errores de valoración acumulados; no reconocerlas no las evita y, además, retrasa la recuperación al mantener los recursos improductivos.



Se necesita que el sistema financiero no sólo pueda ayudar a las empresas a ajustar sus balances sino que no mantenga en el suyo inmuebles inactivos que podrían estar produciendo servicios. El reparto de pérdidas de esa operación de reactivación de los capitales invertidos acumulados y reutilizables es, desde luego, delicado. Pero puede ser socialmente más costoso mantener estancada la economía por no abordar el problema.

Resulta paradójico que los recursos públicos asignados a la solución de este problema hayan permanecido un año sin ser utilizados mientras una de las razones por las que el sector público se encuentra en dificultades es que las expectativas de crecimiento no se despejan, entre otras razones, porque la falta de decisiones en este campo está resultando muy perjudicial para la recuperación.

La recuperación será tanto más probable que comience cuanto más intensa sea la mejora del nivel de la demanda agregada, pero también cuanto más rápida sea la reasignación de recursos para que las características de la oferta se adapten a las demandas más dinámicas y mejore la capacidad de captarlas. Esa transformación de la oferta debería comenzar por reducir las manos muertas en los activos inmobiliarios. Ahora bien, ese aprovechamiento productivo exige un cambio de manos de los activos y enfrentar a los actuales propietarios a la necesidad de reconocer en los balance la caída en el valor de los capitales. No reducir el lastre que representan esos recursos congelados –en forma de capitales instalados y poco utilizados, como consecuencia de la insuficiente flexibilidad a la baja de los precios de los activos, en particular los inmobiliarios– mantiene bajo el nivel de utilización de la capacidad durante más tiempo y aumenta el riesgo de que los excesos de capacidad se alarguen y permanezcan improductivos, en lugar de reutilizarse en nuevas actividades y proyectos viables.

Este análisis tiene un corolario importante: la economía española podría llevar a cabo durante la próxima década una acumulación de capital productivo a un ritmo suficiente para crecer con vigor con un esfuerzo inversor sensiblemente inferior al del último *boom*. En realidad, economías desarrolladas que han crecido con fuerza lo han conseguido con esfuerzos inversores menores, situados alrededor del 20% del PIB, mientras nosotros nos acercábamos al 30%. La mayor parte de ese ajuste habrá de producirse, como es sabido, en el sector de la construcción, cuyo peso en España llegó a doblar al de otras economías, incluidas aquellas que también tuvieron burbujas inmobiliarias pero de menor magnitud, tanto en términos reales como nominales y que en el futuro deberá pesar menos.

Esta posibilidad de reducir el esfuerzo inversor sin afectar al ritmo de crecimiento del capital productivo es una buena noticia, porque significa que tendremos unas necesidades de financiación sustancialmente menores. Ahora bien, eso implica que otro de los sectores más expansivos durante el *boom*, el crédito, deberá redimensionarse a la baja, al menos en lo que se refiere al volumen de crédito a residentes. Y significa también que el repunte de la inversión será menor y no contribuirá de momento a estimular la demanda agregada, que dependerá más del impulso que le proporcionen otros componentes, como el consumo o el sector exterior.

Otra noticia positiva es que, con el fin de la burbuja inmobiliaria, concluyó un periodo en el que los incentivos empujaban en una dirección que no era de la mejorar la productividad: en el caso de los activos inmobiliarios, el aprovechamiento productivo del esfuerzo inversor no era condición necesaria para la rentabilidad del mismo; y en el caso del trabajo, ni el tipo de actividades ni el tipo de contratos requerían apostar por el aprovechamiento del capital humano.

La llegada de la crisis permite realinear la rentabilidad con la productividad, al hacer depender estrechamente a la primera de la segunda. Eso es lo que están haciendo ya las empresas con mayores niveles de productividad y las que crecen a pesar de la crisis, confiando en la viabilidad de sus proyectos y su capacidad de competir. Conviene observar atentamente su especialización y su tamaño, y extraer las lecciones que se derivan de su organización y de los recursos humanos que utilizan. De ese modo se pueden concretar las referencias demasiado genéricas al *nuevo modelo productivo* e identificar dónde se encuentran las verdaderas claves del patrón de crecimiento que necesitamos.

5. Síntesis y conclusiones

La economía española está en una grave crisis en la que confluyen dos causas diferentes: una caída de la demanda derivada de la crisis financiera internacional y los excesos de capacidad productiva acumulados durante un largo periodo de crecimiento anterior, en el que la inversión y el empleo aumentaron a un ritmo superior a nuestra capacidad de captar demanda efectiva y generar valor añadido.

La caída de la demanda durante la crisis ha acentuado el exceso de oferta que ya padecíamos antes, y que permanecía disimulado: en el caso del capital por el *boom* inmobiliario y en cuanto al empleo por el *boom* de la ocupación en la construcción y en las actividades domésticas y de servicios personales, antes desempeñadas por las mujeres en régimen de producción doméstica. Esas circunstancias mantuvieron la demanda interna y el empleo elevados, pero existían tres síntomas claros de que no se trataba de una trayectoria sostenible: la evolución de la productividad, del endeudamiento y del déficit exterior.

La productividad no crecía porque una parte de la inversión era especulativa, no productiva. El déficit exterior era elevado por una insuficiente competitividad en los mercados internacionales, y contribuía a limitar la generación de valor añadido. Y el endeudamiento aumentaba porque la insuficiente generación de valor añadido impedía financiar la elevada inversión con el ahorro interno.



La crisis internacional nos ha golpeado tras haber aumentado mucho nuestro *stock* de capital y nuestra población activa, pero por vías que no ofrecían la posibilidad de aprovechar todo ese potencial productivo de manera permanente. Además, una vez han desaparecido los impulsos del *boom*, se ha puesto de manifiesto la debilidad de la estructura financiera con la que la expansión había tenido lugar.

El endeudamiento excesivo acumulado por ese patrón de crecimiento hace más difícil ahora la recuperación de la demanda: muchos agentes –economías domésticas, empresas no financieras y entidades de crédito– están al límite de su capacidad de pago. Y el sector público, que ha salido al rescate del privado en dificultades, se ha encontrado más pronto de lo previsto limitado por los mercados. Estos consideran también arriesgado prestarle, porque sus ingresos fiscales dependen de una economía que puede permanecer postrada durante un largo periodo de tiempo, debido a la dificultad de recuperar el empleo y la inversión.

La primera lección que deberíamos aprender de esta crisis es que unos ritmos de inversión elevados, financiados con fuertes endeudamientos, no son un buen camino para alcanzar cotas de prosperidad sostenibles. Una cosa es invertir mucho y tener capacidad de vender lo que producimos, financiando la inversión con el ahorro generado y otra distinta seguir invirtiendo sin demostrar capacidad de captar demanda y generar renta, recurriendo a financiar la inversión con endeudamiento.

Nuestras caídas de productividad reflejan una limitada capacidad de generar valor añadido –y ahorro– a partir de los recursos reales que empleamos. En esas condiciones no se puede financiar un ritmo de crecimiento del PIB y un crecimiento demográfico tan vigoroso y, como sucede con frecuencia en países menos desarrollados, la continuidad del crecimiento está condicionada por la consecución de financiación del exterior con facilidad y a coste soportable.

Durante bastantes años lo hemos logrado, gracias a las facilidades que nos ofreció la entrada en el euro y el clima de confianza generalizada existente en los mercados financieros. Pero hemos ignorado –las empresas, los bancos y el gobierno, dada su responsabilidad– los riesgos de inestabilidad que acompañaban a ese patrón de crecimiento. Hemos confiado demasiado en la ley de Say, en que el que el crecimiento de la oferta (la capacidad instalada) garantizaba la demanda. Sin embargo, los riesgos de incumplimiento de la misma siempre existen, y de hecho se reflejaban en los tres desequilibrios mencionados: el creciente endeudamiento, el déficit exterior y las caídas de la PTF que –debido a cómo medimos el capital– son el espejo en el que se reflejan los excesos de capacidad acumulados.

La guía para hacer una adecuada lectura de los riesgos de una trayectoria como la española la ofreció Harrod en 1939, al vincular el crecimiento con las fluctuaciones en su interpretación dinámica de la Teoría General de Keynes. El descubrimiento central de Harrod fue que el equilibrio dinámico entre demanda y oferta en una economía de mercado es tan

inestable como desplazarse por el filo de una navaja: a sus lados amenazan la depresión y la inflación. De ahí la importancia de que las políticas macroeconómicas presten mucha atención a estabilizar el ciclo con el fin de sostener el crecimiento a largo plazo. Lo que en España sucedió es que sobrevaloramos nuestros éxitos a corto e infravaloramos el peligro de pasar tras el *boom* por una fase larga de crecimiento lento.

Hoy volvemos a comprobar que, una vez generado el desequilibrio, la discusión sobre su corrección divide a los economistas. Una parte de ellos, en la tradición más clásica, contemplan el largo plazo como algo que no depende del corto y abogan por la flexibilidad de los mercados como el mecanismo que corrija –lo antes posible– la desviación transitoria que representa la recesión. Otro grupo –más keynesiano– considera que no hay garantías de que el ajuste a la baja y la flexibilidad como arma para responder a la caída de la demanda sean la solución, pues puede que afecte al crecimiento a largo. Por ello proponen que la demanda agregada sea gestionada (sostenida) para evitar una prolongada caída de la actividad.

Podríamos decir que entre las autoridades predominó este segundo punto de vista en las primeras respuestas a la crisis, pero los mercados están mostrando últimamente su confianza en la segunda y su notable poder de defenderla e imponerla.

Probablemente, la evidencia ofrece ejemplos para adherirse y para distanciarse de cualquiera de las dos tesis. Pero la lección más general, particularmente relevante para todos, debería ser que la inestabilidad es una amenaza inherente a los procesos de crecimiento porque la combinación de crecimiento y ciclos está en la naturaleza de las economías de mercado. Es así como consecuencia de que el avance tecnológico y en la información no ha eliminado nuestra incertidumbre sobre el futuro. Ignorar este hecho nos ha hecho ser menos prudentes y más vulnerables y puede tener un elevado coste social y privado en las economías actuales, que están sin duda más informadas pero también son mucho más complejas.

Referencias bibliográficas

- BANCO DE ESPAÑA (varios años): *Informe anual*. Madrid.
- DOLADO, J. J.; GARCÍA, C. y JIMENO, J. (2002): «Drawing lessons from the *boom* of temporary jobs in Spain»; en *The Economic Journal* (112); pp. 270-295.
- JORGENSON, D. W. y VU, K. (2010): «América Latina y la economía mundial»; en COR-EMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 1.



- MAS, M.; PÉREZ, F. y URIEL, E. (en prensa): «El *stock* y los servicios del capital en España y su distribución territorial (1964-2008)». Bilbao, Fundación BBVA [incluye CD con base de datos].
- MALO DE MOLINA, J. L. (2010): «Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional»; en *Revista de Ciencias y Humanidades de la Fundación Ramón Areces* (abril); pp. 45-59.
- PÉREZ, F. y SERRANO, L. (2008): «Los inmigrantes en el mercado de trabajo: la experiencia española reciente»; en *Panorama Social* 8; pp. 32-51.
- PÉREZ, F. y ROBLEDO, J. C. (2010): «Cambios en el patrón de crecimiento de la economía española: 1970-2007»; en COREMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 8.
- SERRANO, L. «Capital humano y productividad: el caso de España»; en COREMBERG, A. y PÉREZ GARCÍA, F., eds.: *Fuentes de crecimiento y productividad en Europa y América Latina*. Bilbao, Fundación BBVA; cap. 8.
- TOHARIA, L., dir. (2005): *El problema de la temporalidad en España: un diagnóstico*. Madrid, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
- URIEL, E.; ALBERT, C.; BENAGES, E. y CUCARELLA, V.: *El stock de capital en viviendas en España y su distribución territorial (1990-2007)*. Bilbao, Fundación BBVA.



ESPAÑA: LAS DIFÍCILES DECISIONES QUE SE AVECINAN

Dani Rodrik *

Resumen

El reto principal que España debe afrontar es reducir los costes laborales unitarios y restaurar la competitividad de su sector exterior, de las exportaciones de bienes y servicios. Esto es fundamental tanto para reducir los costes económicos reales del desempleo que conlleva el ajuste actual, como para colocar a la economía española en una mejor, más sólida y más dinámica trayectoria de crecimiento a medio y largo plazo. Y la cuestión fundamental es que este aumento importante de la competitividad no vendrá por sí sólo, sino que requiere una actuación concertada y una decisión de llevarla a cabo. Mi examen de la lista exhaustiva de las opciones que España tiene ante sí se puede resumir en dos: una es salir de la Euro Zona; la otra es aplicar en toda la economía una reducción de costes, salarios y precios de servicios.

Abstract

The main challenge that Spain faces is to reduce unit labor costs and to restore the competitiveness of its tradable sector, its exports of goods and services. This is critical both for reducing the real economic unemployment costs of the current adjustment, and to put the Spanish economy on a better, sounder and higher path of medium to long term growth. And the key issue is that this significant boost in competitiveness is not going to happen on its own, it requires concerted action, and it requires a decision to make it happen. My summary of the exhaustive list of policy options for Spain basically comes down to two: one is to exit the Eurozone; the other, is to engineer economy-wide reduction in costs, in wages and prices of services.

1. Salir del caos

Debo empezar señalando la pequeña incoherencia que comporta el hecho que un economista os explique cómo España y la economía mundial deben salir de la crisis porque los economistas y sus ideas han contribuido enormemente a meternos en esta crisis.

Esto me recuerda la vieja historia de un médico, un arquitecto y un economista que, mientras viajan juntos en tren, discuten sobre cuál de las tres profesiones es la más insigne. El médico dice: –“Evidentemente, los médicos, porque, mirad, antes de que existiese ninguna otra cosa, se tuvo que crear Adán y Eva, y Dios creó a Eva a partir de una costilla de Adán, y esto fue una operación de cirugía, por lo tanto Dios es cirujano”. Y el arquitecto dice: –“Escuchad, antes de que existiesen Adán y Eva, fue necesario crear el universo. Dios creó el universo a partir del caos y ello fue un acto de arquitectura: seguro que Dios es arquitecto”. Y el economista se dirige a sus colegas y les dice: –“Y, ¿de dónde pensáis que nació el caos?”.

Así pues, nosotros somos quienes hemos creado el caos, y ahora acudís a nosotros, confiando en nuestra sabiduría acumulada, y nos pedís que os saquemos del caos. Lo positivo es que, gracias a la experiencia acumulada, somos algo mejores organizando la salida del caos que no provocando que nos hundamos en él.

* Universidad de Harvard. Traducido del inglés por Joan-Ramon Borrell, profesor titular de Economía de la Universidad de Barcelona, a partir de la transcripción de una conferencia organizada por el Círculo de Economía e impartida en Sitges en mayo de 2010. El Consejo de Redacción quiere agradecer públicamente al Profesor Rodrik y al Círculo de Economía su gentileza al permitirnos reproducir el texto para esta entrega de *Mediterráneo Económico*.

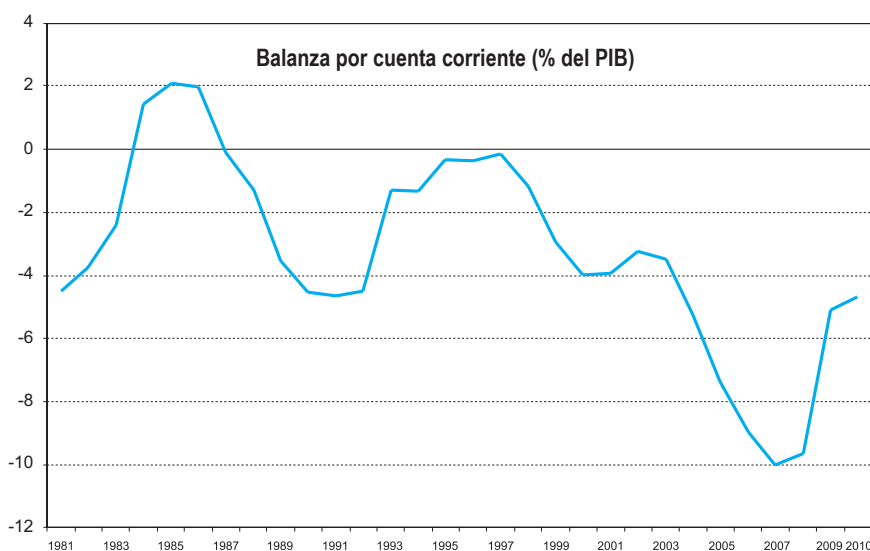
2. Problemas a la vista: Grecia y la inacabada integración europea

El principal reto de los últimos meses se puede resumir en una sola palabra: Grecia. Creo que Grecia lo ha cambiado casi todo: antes de Grecia, aunque teníamos la impresión de que tropezaríamos con algunas dificultades, por ejemplo con las cajas de ahorro y el sector financiero de España, creíamos que la economía real ya había empezado a recuperarse. La crisis griega ha cambiado bastante el panorama.

Grecia ha revelado que en Europa el proceso de integración ha sido muy incompleto y que todavía se tendrán que hacer muchas cosas para avanzar hacia la integración. En el Gráfico 1 se puede ver el desequilibrio exterior de España. Esta es una imagen con la que están familiarizados. Muestra la balanza por cuenta corriente, y destaca el abrupto declive de la última década, hasta que ha habido una corrección forzada al acentuarse la crisis.

Ahora, si cogemos como punto de referencia, por ejemplo, el año 2007, cuando el déficit exterior de España se situaba alrededor del 10%, quizás hubieran dicho: “Éste es un indicador del éxito de la integración económica en Europa”. Y podrían añadir: “¿Qué hay de malo con lo que ocurre? Si los alemanes quieren prestar una gran cantidad de dinero a España, ¿por qué España no puede invertirlo en viviendas? En el extremo inferior, en las zonas económicamente integradas, cosas como los déficits de la balanza comercial bilateral no tienen ninguna importancia”. O, por decirlo en pocas palabras: “¿Qué hay de malo en que España sea la Florida de la Unión Europea?”

Gráfico 1.
Ampliación de los desequilibrios externos





Nadie se preocupa por el déficit exterior que Florida pueda tener con el resto del mundo. Me parece que lo que ahora hemos descubierto es que, de hecho, se trata de un argumento equivocado y que la UE continúa siendo una colección de Estados-nación en vez de una auténtica Unión Económica, porque, a diferencia de Florida, la gente no se va de España a Alemania o a otros lugares dónde las cosas vayan algo mejor.

Tampoco llegan de Bruselas ni de ningún otro lugar prestaciones por desempleo, ni transferencias para paliar la recesión o la crisis económica en España; y, lo que quizás es más importante, la situación es que cuando algunos bancos en España han tomado malas decisiones de préstamo, todos los otros prestatarios de España, incluido el Gobierno, tienen dificultades en los mercados crediticios.

A diferencia de lo que pasa en Florida, donde cuando una serie de bancos toman decisiones erróneas, el resto de bancos de Florida pueden continuar participando en el mercado de capitales de EEUU. Dicho de otra manera, la idea de riesgo de un determinado país todavía existe dentro Europa: continua existiendo una cosa llamada “riesgo de España”, mientras que en los Estados Unidos nadie habla del “riesgo de Florida”. Esto no existe algo así, y nadie se preocupa porque puedan existir problemas de liquidez o crisis proféticas que por su naturaleza tienden a cumplirse en Florida.

Quizás a largo plazo mejoraremos las instituciones de forma que España se asemeje a Florida. Pero, a corto plazo, el ajuste que España debe afrontar no es diferente al de Argentina o al de América Latina en los años 2000 y 2001, o del reto que Corea del Sur afrontó en 1997 y 1998. En los dos casos se vieron obligados a asumir las consecuencias de una interrupción muy repentina de la financiación exterior, una interrupción repentina en los flujos de capital.

3. Ajustes necesarios

Ahora hablaré de los ajustes que se deben hacer en España y de las políticas que hay que adoptar para llevarlos a cabo. A mi parecer, conviene remarcar que, además del anterior modelo de crecimiento impulsado con un gran endeudamiento exterior, ha habido un cambio estructural que ha alejado a España de los sectores de bienes y servicios comercializables en el exterior, y ha aumentado su grado de especialización en bienes y servicios no comercializables. Esta especialización no se concentra exclusivamente en la construcción, sino en todos los sectores no comercializables. Como se puede ver en la Tabla 2, ha habido una considerable disminución de comercializables y un rápido cambio estructural que se aleja de ellos.

Gráfico 2. Un rápido cambio estructural que ha alejado a la economía española de los sectores de bienes y servicios comercializables en el exterior

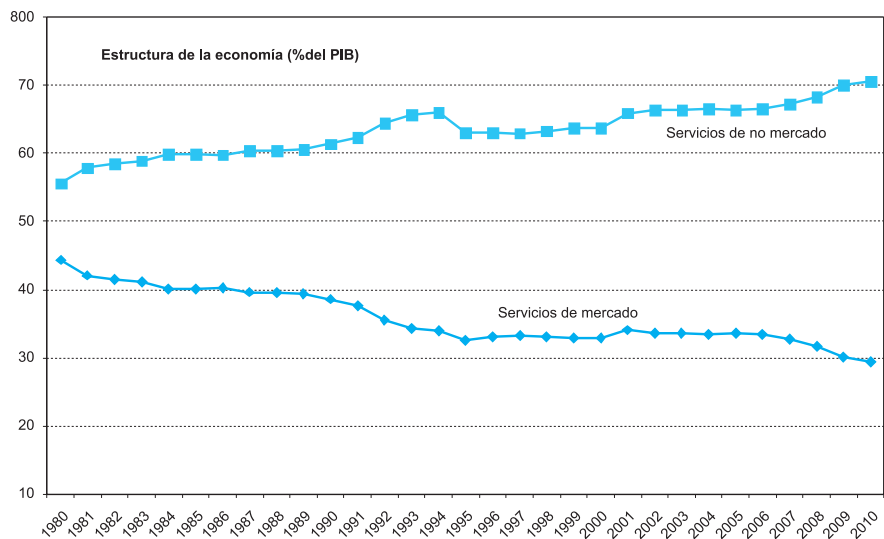
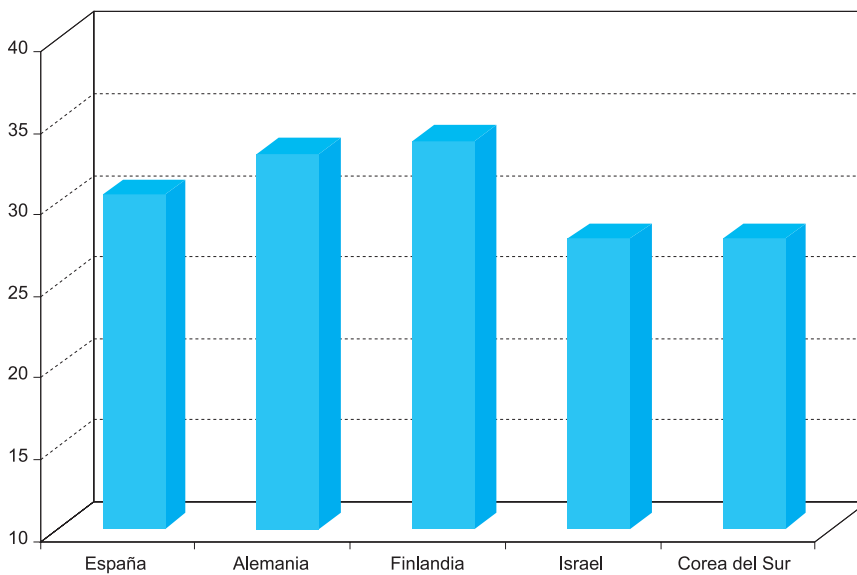
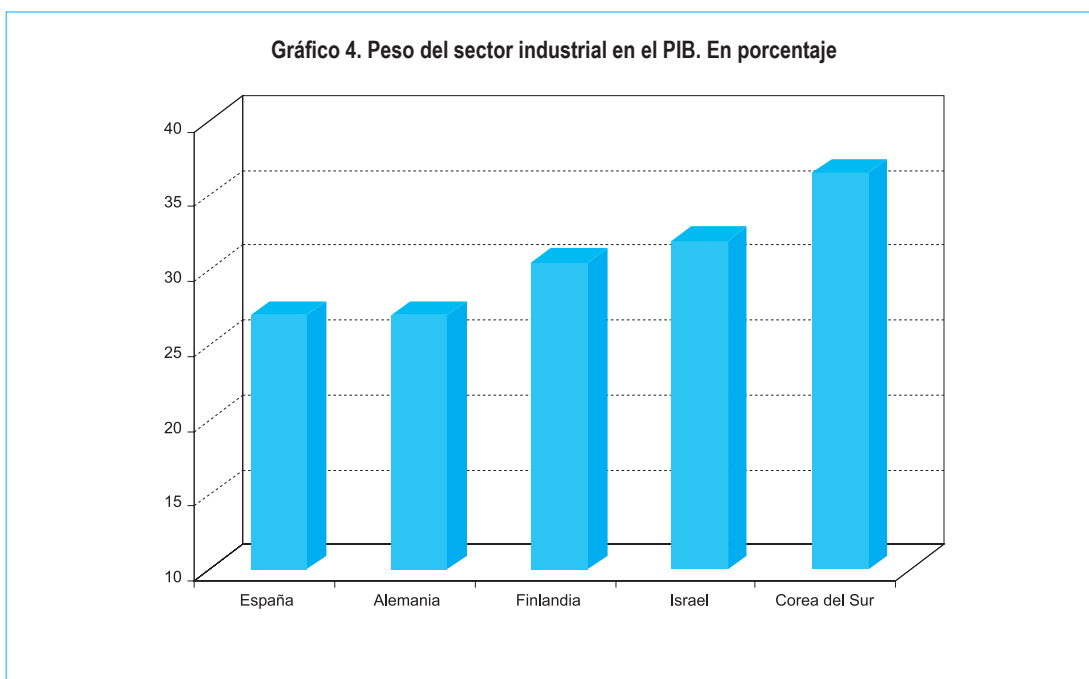


Gráfico 3. Una comparación internacional





Y una parte importante de la difícil tarea que España debe llevar a cabo hoy en día es la disminución del ritmo con el que se hace esta transformación estructural. Es verdad que, hasta cierto punto, esta transformación de comercializables en no comercializables también ha tenido lugar en otros países, pero en ninguna parte a un ritmo tan rápido.

Ahora miremos el lugar que ocupa España en relación con otros países competidores. Comparo España con unos cuantos países, de la Unión Europea y de otros lugares, que tienen un nivel de renta similar. He tomado dos países (Alemania y Finlandia) con niveles de renta más altos y dos países (Israel y Corea del Sur) con niveles de renta más bajos. Observad la Tabla 3. Después he buscado la parte que ocupa la industria en la economía de estos países, tomando la industria como la medida general y aproximada del sector de bienes comercializables. La Tabla 4 pone de manifiesto que la tendencia a alejarse del sector comercializable ha dejado a España con la proporción más pequeña de industria entre los países empleados en la comparación.

3.1. Reducir el gasto agregado

¿Qué significa todo lo anteriormente señalado en relación a las cosas que hay que hacer? En primer lugar, España debe reducir su gasto agregado. Esto en parte ya se está haciendo. España comienza este proceso con una posición caracterizada por un gran desequilibrio exterior. Una de las medidas esenciales para resolver esta cuestión es reducir los gastos internos.

En el caso de España, una gran parte de este exceso en el desequilibrio exterior se debe al sector privado, y el ajuste del sector privado en gran medida ya se está haciendo. En España, el sector privado ha aumentado muchísimo la tasa de paro, el consumo privado ha caído; por lo tanto, la parte correspondiente al sector privado en este ajuste de los gastos ya se ha llevado a cabo.

3.2. Impulsar la competitividad de los bienes y servicios comercializables

El segundo elemento, que es en realidad el ingrediente fundamental del ajuste en España, consiste en aumentar la competitividad de los bienes y servicios comercializables en el exterior. Son bienes y servicios exportables así como también sustitutos de la importación.

Ahí es dónde estoy verdaderamente preocupado porque no veo que este proceso se haya iniciado. No basta con reducir los gastos; hace falta, al mismo tiempo, aumentar la competitividad. España tiene que hacer algo para que incremente la demanda de mano de obra en las actividades económicas comercializables.

Es necesario aumentar la competitividad para moderar los efectos perjudiciales y los efectos económicamente negativos de esta forma de apretarse el cinturón o de reducir los gastos que comporta el primer elemento del conjunto de medidas de ajuste; y, a la vez, de esta forma se favorece y posibilita que el necesario cambio estructural tenga lugar.

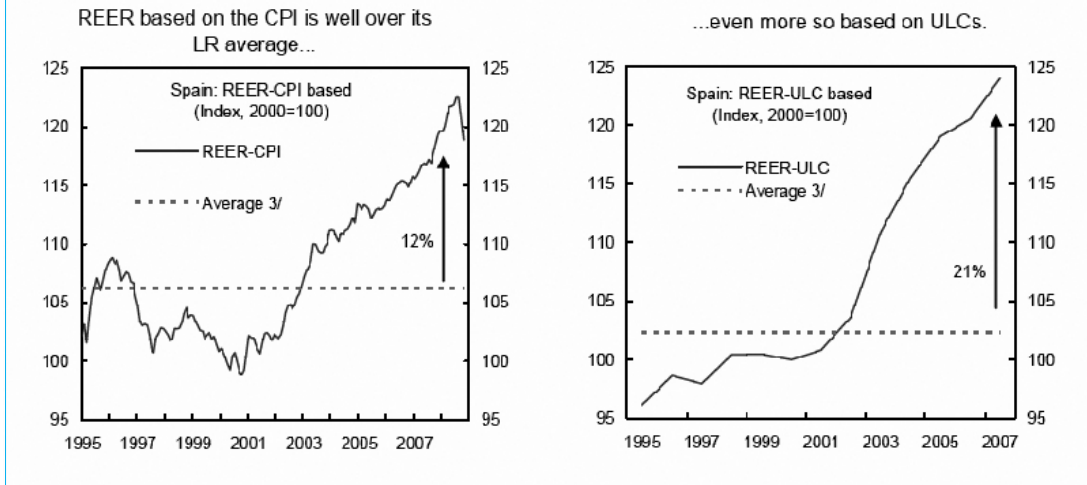
Por lo tanto, si las medidas de ajuste no contienen este segundo elemento relativo a la competitividad, España se hundirá en una recesión que será más profunda y que se alargará en el tiempo. La tasa de desempleo será más alta y el agujero fiscal será más difícil de llenar. Potencialmente, una especie de ciclo vicioso de recesión económica puede hacer que las finanzas públicas parezcan peores y que el sector público se debe reducir, cosa que, a su vez, empeora las dificultades económicas, y así éstas se retroalimentan.

No quiero dejar de poner el énfasis en la importancia que tiene el afrontar este problema de competitividad en el conjunto de medidas que España debe aplicar. España parte de una posición muy baja en competitividad.

Según varias medidas que se pueden ver en el Gráfico 1, el nivel de competitividad o el tipo de cambio real está entre el 10 y el 25% fuera de rango comparado con su tendencia histórica en España, es decir, respecto a su promedio de largo plazo. El cuadro de la izquierda muestra el tipo de cambio real (TCR) de España calculado a partir del índice de precios al consumo (IPC). Los precios nominales quedan por encima de la media a largo plazo en un 12%. El cuadro de la derecha muestra que el tipo de cambio real de España calculado a partir de los costes laborales unitarios (CLU) queda un elevadísimo 21% por encima de la media de largo plazo.



Gráfico 1.
España parte de una posición muy baja en competitividad



Si queremos calcular la profundidad de la crisis y la magnitud del ajuste que hay que hacer, no es más adecuado usar la tendencia histórica como punto de referencia, sino una tendencia algo inferior a ésta, por lo que mi expectativa es que como mínimo es necesario un ajuste del 20% del tipo de cambio real en España para completar la parte del programa de ajuste relativo a la reasignación del gasto, y de esta manera poner a la economía española en una senda sostenible y firme de crecimiento a medio y largo plazo.

A continuación, quiero explicar en qué consisten algunos métodos que tradicionalmente muchos países con problemas similares a los de hoy en España han aplicado para resolver la cuestión de la competitividad. Pero antes debemos distinguir la cuestión de la competitividad y de las medidas para afrontarla, del reto de las reformas estructurales *per se*.

4. Hablemos de reformas estructurales

4.1. Por ejemplo, de la reforma del mercado laboral

Aunque existe la eterna discusión sobre la reforma del mercado laboral en España, quiero decir, antes que nada, que no es evidente que la reforma laboral sea el remedio a la cuestión de la competitividad. Quizás sí, pero quizás no. Quiero destacar especialmente que lo que quizás es deseable a medio o largo plazo –una reforma profunda del mercado laboral en España–, quizás no es lo que el médico recetaría para el problema de la competitividad a corto plazo. No son la misma cosa.

Reducir el coste de despedir a los trabajadores no incrementará demasiado la demanda de mano de obra si, para empezar, ninguna empresa quiere contratar nueva mano de obra. O descentralizar la negociación salarial a nivel de las empresas no traerá el gran incremento en competitividad de costes que la economía necesita.

Hay que entender, pues, que, sin negar la importancia a largo plazo de esta clase de reformas, no tienen la misma prioridad que aumentar la competitividad del sector comercializable.

Incluso hay tensión entre reformas y ajuste porque los gobiernos disponen de un capital político limitado. Hay tensión entre concentrarse en la reforma del mercado laboral y concentrarse en la competitividad. Puesto que el Gobierno dispone de capital político, se debe ir con mucho cuidado; el reto de la competitividad es importantísimo y requiere una gran inversión de capital político.

4.2. Impulsar la productividad: ¿cómo?

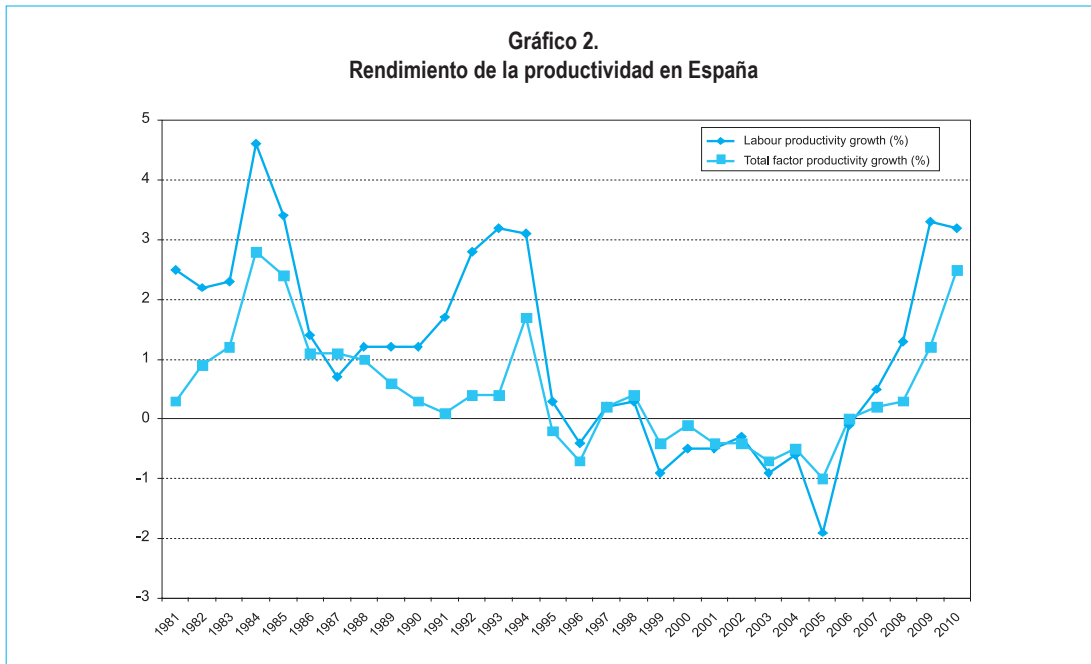
¿Cómo se aumenta, pues, la competitividad? La manera más obvia de hacerlo es sencillamente decir: “La competitividad se incrementa fundamentalmente incrementando la productividad”. Por lo tanto, si el coste de la mano de obra es demasiado alto en comercializables, la manera de rebajarlo es incrementar la productividad total de los factores.

Esto es totalmente cierto, pero el inconveniente es que en realidad no sabemos como hacer crecer la productividad a corto plazo. Se trata de una estrategia a medio y largo plazo, pero no la productividad total de los factores no crecerá tan rápidamente como sería preciso.

No quiero decir, y esto es otra causa de falsas ideas, que las empresas no puedan mejorar considerablemente su productividad a corto plazo. Pero la manera de incrementar la productividad a corto plazo consiste en reducir y reorganizar la empresa, particularmente despidiendo trabajadores.

Así es como se consiguen importantes incrementos de la productividad a nivel de empresa. Pero esto no es lo que necesita la economía en general. El incremento de productividad a nivel de empresa que se consigue despidiendo a trabajadores es una forma de incremento que aumenta la productividad a nivel de cada empresa por separado, pero reduce la productividad a nivel de la economía en general.

Esto parece contradictorio. En el Gráfico 2 se puede ver claramente que el recorrido de la productividad en España ha sido muy pobre durante este periodo de extensivo endeudamiento exterior, pero también que la productividad se ha disparado en los dos últimos años.



En el periodo anterior a la crisis se realizan, fundamentalmente, grandes inversiones en construcción y otros servicios que no fomentan el crecimiento de la productividad. Estas inversiones crean un crecimiento extensivo, pero no intensivo.

Y el incremento de la productividad en los dos últimos años no es un buen incremento de productividad, porque esto ocurre a la vez que se da un importante incremento del desempleo: una gran parte de este incremento se consigue despidiendo a trabajadores.

España no incrementará la productividad y, a la vez, la demanda de mano de obra. Combinar el crecimiento de estos dos factores –productividad y demanda de mano de obra– es, en realidad, muy difícil de conseguir a corto plazo.

Por lo tanto, es muy difícil conseguir el crecimiento de la productividad en una coyuntura desfavorable. Por ello, en cualquier parte del mundo, la manera de conseguir un rápido aumento de competitividad ha sido tomar un atajo: sencillamente disminuir los costes locales en divisa extranjera efectuando una depreciación de la moneda.

4.3. Depreciación de la moneda

Éste es el remedio tradicional, la clase de cosas que Argentina y algunos países de Asia Oriental hicieron a raíz de sus crisis. Proporciona un rápido aumento de la competitividad siempre y cuando los salarios y los precios cierren la brecha creada por la depreciación.

Pero, claro, aquí topamos con un problema: España ya no tiene moneda propia, e incluso una gran depreciación del euro sería insuficiente, porque alrededor del 50% de las exportaciones de España van a otros miembros de la Euro Zona.

Por lo tanto, si pensamos seriamente en esta posibilidad, la única opción que nos queda es salir de la Euro Zona, y, evidentemente, se trata de una opción muy poco atractiva. Ahora bien, es la opción que en el pasado ha funcionado mejor ante estas situaciones.

4.4. Devaluación fiscal

En fin, algunos países, a veces, han intentado –y es la tercera opción– lo que se denomina devaluación fiscal. Si no se quiere modificar el tipo de cambio nominal, si no se quiere hacer una devaluación nominal, entonces hay que plantearse hacer una devaluación fiscal: se aumentan los aranceles en la importación y se incrementan las subvenciones para la exportación.

En la práctica, es lo mismo que hacer una depreciación nominal, y sus efectos serían parecidos a una devaluación de la moneda. Hay unos cuantos casos en que esta forma de devaluación fiscal ha tenido éxito: fue la estrategia que siguieron Corea del Sur y Taiwán durante la década de 1960 y durante muchos años de la década de 1970; fue también, en gran parte, la estrategia de China durante la década de 1990. Pero no es necesario subrayar las dificultades que esto conlleva, y que no sólo infringiría la normativa de la OMC, sino también la normativa de la UE.

4.5. Reducción coordinada en precios y salarios nominales en los bienes y servicios no comercializables

La cuarta opción es una reducción nominal de precios y salarios en los bienes y servicios no comercializables. Es la otra forma de conseguir el objetivo fundamental: una disminución en los costes locales de la producción de bienes y servicios para los mercados mundiales, y funciona igual que una devaluación nominal, o lo que representaría un incremento de la productividad en términos de reducir los costes interiores y aumentar la competitividad exterior.

Pero es importante entender que, para que esta estrategia funcione, hay que hacer una reducción amplia en los salarios interiores que afecte a la economía en su conjunto. Por lo tanto, no se puede limitar a una reducción de los salarios del sector público como la que de España.



Ha de ir acompañada no sólo por la reducción salarial en otros sectores de la economía, sino también por la reducción de precios de los bienes y servicios no comercializables, como por ejemplo servicios públicos, transporte y logística, vivienda, y demás. Hay dos motivos por los que es necesario hacer una reducción coordinada de precios y salarios de los no comercializables.

En primer lugar, la reducción de precios y salarios de los servicios producidos interiormente debe ser lo suficientemente amplia para que también influya en la competitividad de la producción del sector privado destinada a los mercados mundiales. Esto es precisamente lo que se quiere conseguir.

En segundo lugar, se debe hacer una reducción de precios si queremos que los trabajadores acepten esta clase de reducción en los salarios nominales. Si saben que también disminuirán los precios de los servicios, de las viviendas y de los servicios públicos, saben que se tratará de una reducción muy pequeña de los salarios reales en términos de poder adquisitivo. Si se hace de esta manera, sus salarios en realidad pueden subir en vez de bajar en relación a los servicios interiores.

Este es el tipo de medidas que requiere mucha coordinación. Con la negociación descentralizada de salarios que se prescribe en los libros de texto de economía, es muy improbable que se consiga la disminución general del nivel de salarios. El liderazgo del Gobierno y la colaboración entre los diferentes sectores y grupos sociales es fundamental para tener éxito en un ajuste de este tipo.

4.5. Política industrial

En un primer momento, me pidieron que analizara el papel de la política industrial para relanzar el crecimiento en España. Potencialmente la política industrial puede ser otra forma de aumentar la competitividad, pero si bien en general estoy a favor de la política industrial, el problema es que requiere una gran capacidad gubernamental. No es, pues, una opción, no es la vía para conseguir el cambio rápido y la competitividad que España necesita.

Todos los países que han tenido éxito han adoptado en gran medida políticas industriales, aunque no las denominen así. Promoción selectiva de nuevas industrias mediante subvenciones, préstamos públicos, colaboración entre los sectores público y privado para eliminar cuellos de botella: todas estas son herramientas utilizadas y útiles para fomentar el crecimiento a largo plazo. Pero la política industrial necesita tiempo para poder aplicarse y obtener resultados, y requiere de un aparato gubernamental muy sólido para tener éxito. Y, aun así, no es probable que la política industrial tenga éxito por sí sola en un entorno económico depresivo. Además, no hay ningún ejemplo de una política industrial que haya dado resultado en un entorno de costes elevados como los que España posee actualmente.

5. Lo esencial

Llego a las conclusiones. El reto principal que España debe afrontar es reducir los costes laborales unitarios y restaurar la competitividad del sector comercializable, de las exportaciones de bienes y servicios. Esto es fundamental tanto para reducir los costes económicos reales del desempleo que conlleva el ajuste actual, como para colocar a la economía española en una mejor, más sólida y más dinámica trayectoria de crecimiento a medio y largo plazo.

Y la cuestión fundamental es que este aumento importante de la competitividad no vendrá por sí sólo, sino que requiere una actuación concertada y una decisión de llevarla a cabo.

Mi examen de la lista exhaustiva de las opciones que España tiene ante sí se puede resumir en dos: una es salir de la Euro Zona; la otra es aplicar en toda la economía una reducción de costes, salarios y precios de servicios.

Abandonar la moneda común europea es una de las opciones que España debería sopesar. Si no hay ninguna otra manera de conseguir el aumento de la competitividad, España entrará en un largo periodo de recesión y desempleo que durará casi toda la década.

Creo que ésta es una de las opciones que deberían estudiar y poner sobre la mesa. No es, en definitiva, lo que yo recomendaría. Comporta demasiados costes, crearía una incertidumbre enorme. A pesar de todo, reconoce que España no ha conseguido integrarse totalmente y que, por lo tanto, España necesita tener moneda propia para hacer ajustes.

Y esto me lleva a la opción que recomendaría: aplicar en toda la economía una reducción de costes, salarios y precios de servicios. Esto requiere liderazgo político, requiere un pacto social, requiere que los sindicatos se sienten a la mesa con los empresarios y el Gobierno y que digan de forma mancomunada: “Mirad, esto es una cosa que todos necesitamos hacer, y si lo hacemos juntos, al final será mejor para todos; trabajadores, pensáis que esto puede ser malo para vosotros, pero si nosotros somos capaces de reducir los precios del sector privado, de los servicios públicos, de los bienes y servicios, en realidad vuestro poder adquisitivo no bajará tanto como os creéis”. Y el sector privado obtiene beneficios al reducir los salarios, y el Gobierno, ni que decir tiene, hace su trabajo con la política fiscal.

Es difícil, es duro y no se puede hacer de repente, pero digo que es la manera de actuar sólo porque cuando analizo todas las otras opciones me parecen más difíciles y que comportan más riesgos que ésta.



MEDITERRANEO ECONOMICO

www.mediterraneoeconomico.es

Números anteriores

1. PROCESOS MIGRATORIOS. ECONOMÍA Y PERSONAS
Coordinador: *Manuel Pimentel Siles*. ISBN: 978-84-95531-08-7
2. LA AGRICULTURA MEDITERRÁNEA EN SIGLO XXI
Coordinador: *José María García Álvarez-Coque*. ISBN: 978-84-95531-10-0
3. CIUDADES, ARQUITECTURA Y ESPACIO URBANO
Coordinador: *Horacio Capel Sáez*. ISBN: 978-84-95531-12-4
4. MEDITERRÁNEO Y MEDIO AMBIENTE
Coordinadora: *Cristina García-Orcóyen*. ISBN: 978-84-95531-14-8
5. LAS NUEVAS FORMAS DEL TURISMO
Coordinador: *Joaquín Auriolés Martín*. ISBN: 978-84-95531-20-9
6. ECONOMÍA SOCIAL. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA AL SERVICIO DE LAS PERSONAS
Coordinador: *Juan Francisco Juliá Igual*. ISBN: 978-84-95531-24-7
7. MEDITERRÁNEO E HISTORIA ECONÓMICA
Coordinadores: *Jordi Nadal* y *Antonio Parejo*. ISBN: 978-84-95531-26-1
8. LOS RETOS DE LA INDUSTRIA BANCARIA EN ESPAÑA
Coordinador: *Francisco de Oña Navarro*. ISBN: 978-84-95531-28-5
9. VARIACIONES SOBRE LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO MEDITERRÁNEO
Coordinador: *Pedro Schwartz Girón*. ISBN: 978-84-95531-31-5
10. UN BALANCE DEL ESTADO DE LAS AUTONOMÍAS
Coordinador: *Francisco José Ferraro García*. ISBN: 978-84-95531-35-3
11. NUEVOS ENFOQUES DEL MARKETING Y LA CREACIÓN DE VALOR
Coordinadora: *María Jesús Yagüe Guillén*. ISBN: 978-84-95531-37-7
12. EUROPA EN LA ENCRUCIJADA
Coordinador: *Josep Borrell Fontelles*. ISBN: 978-84-95531-39-1



MEDITERRANEO ECONOMICO

www.mediterraneoekonomico.es

Números anteriores

13. LOS DISTRITOS INDUSTRIALES
Coordinador: *Vicent Soler i Marco*. ISBN: 978-84-95531-40-7
14. MODERNIDAD, CRISIS Y GLOBALIZACIÓN: PROBLEMAS DE POLÍTICA Y CULTURA
Coordinador: *Víctor Pérez-Díaz*. ISBN: 978-84-95531-41-4
15. EL NUEVO SISTEMA AGROALIMENTARIO EN UNA CRISIS GLOBAL
Coordinador: *Jaime Lamo de Espinosa*. ISBN: 978-84-95531-43-8
16. EL FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
Coordinador: *Juan Velarde Fuertes*. ISBN: 978-84-95531-48-3
17. INNOVACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICO
Coordinador: *Joaquín Moya-Angeler Cabrera*. ISBN: 978-84-937759-5-7



MEDITERRANEO ECONOMICO

www.mediterraneoekonomico.es



El nuevo sistema agroalimentario en una crisis global

Coordinador: Jaime Lamo de Espinosa

Edita: CAJAMAR Caja Rural Sociedad Cooperativa de Crédito

ISBN-13: 978-84-95531-43-8

Depósito Legal: AL-728-2008

Idioma: Español

Fecha de aparición: Mayo 2009

Disponible en: <http://www.mediterraneoekonomico.com>

El análisis que se presenta sobre “El nuevo sistema agroalimentario en una crisis global” es necesario porque en las últimas décadas se ha formado un nuevo sistema agroalimentario (SAA) en el que el peso de lo agrario es muy inferior al de la Industria Agroalimentaria (IAA), y éste a su vez casi una décima parte en dimensión de la Distribución Alimentaria. Y tales ratios se acentúan año a año. También porque nuestras producciones, que antes competían con las de la UE, sobre todo, ahora lo hacen con el mundo entero. Los mercados agrarios ya no son nacionales ni regionales, son globales. Y lo que pasa en la agricultura mundial condiciona hasta el más pequeño rincón de nuestra geografía agraria. Y, finalmente, porque, además, la base agraria de esa cadena de valor está siendo alterada desde hace un par de años por una «llamarada de precios» agrarios, también global. Dar respuesta a las incógnitas que abren esos nuevos paradigmas es el objeto de estos trabajos.



MEDITERRANEO ECONOMICO

www.mediterraneoeconomico.es



El futuro de la economía española

Coordinador: Juan Velarde Fuertes

Edita: CAJAMAR Caja Rural Sociedad Cooperativa de Crédito

ISBN-13: 978-84-95531-43-8

Depósito Legal: AL-728-2008

Idioma: Español

Fecha de aparición: Diciembre 2009

Disponible en: <http://www.mediterraneoeconomico.com>

El presente volumen, coordinado por el Profesor Juan Velarde Fuertes, recoge las aportaciones de una veintena de especialistas, reunidos con el objetivo de vislumbrar el futuro de la economía española a partir de un momento clave como el actual. Este conjunto de docentes e investigadores de las Universidades Complutense, Pablo de Olavide, Francisco de Vitoria, de Zaragoza, Autónoma de Madrid, de la UNED, de Córdoba, de Alcalá, Pontificia Comillas, CEU San Pablo, Politécnica de Madrid y de la IE Business School, ha señalado con justeza dónde se encuentran las posibilidades y los riesgos que se alzan para el futuro de España. De ellos se desprende un mensaje realista y exigente que enlaza precisamente con algo que el académico y catedrático Luis Olariaga señaló al contemplar el agobiado panorama de la economía española en la década de los cuarenta del siglo XX: “Ocho, diez años en la vida económica moderna, son suficientes para encumbrar a un pueblo en el concierto internacional o para dejarlo batido y rezagado por medio siglo”.