



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 yo 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.

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 aquellos 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 Alemania 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 salarials 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.