

JORDI SEVILLA
LORENZO BERNALDO DE QUIRÓS

¿MERCADO O ESTADO?

Dos visiones sobre la crisis



DEUSTO

Índice

Portada

Introducción

Primera parte. Crisis mundial

Razones de la crisis internacional (Jordi Sevilla)

Contra la corriente (Lorenzo Bernaldo de Quirós)

El mundo en crisis (Lorenzo Bernaldo de Quirós)

Segunda parte. Crisis en España

España: del auge a la «depresión» (Lorenzo Bernaldo de Quirós)

Tareas pendientes de la economía española (Jordi Sevilla)

Epílogos

Breve epílogo para optimistas (Lorenzo Bernaldo de Quirós)

España, puesta a punto (Jordi Sevilla)

Notas

Créditos

SÍGUENOS EN FACEBOOK



Introducción

Este ensayo intenta ser un antídoto frente al «pensamiento único», como también, frente al «pensamiento débil» que oculta su incapacidad para explicar las cosas, tras una maraña de datos, cifras y anécdotas superficiales. Por otra parte, se trata de una colaboración intelectual desde visiones muy distintas de la realidad, pero con una cosa en común: la convicción de que nadie tiene toda la verdad cogida por el rabo, de que se puede debatir sin insultar, discrepar sin descalificar e, incluso, de que se puede llegar a acuerdos racionales a partir de posiciones diferentes. Esa es la esencia de la democracia occidental a la que tanto ha contribuido el pensamiento liberal, como el socialdemócrata, a lo largo de la historia.

Este libro está escrito con un planteamiento integrado, que permite contemplar en un solo texto una aproximación general y sencilla de cómo se contempla desde los presupuestos teóricos de la socialdemocracia y del liberalismo clásico la mayor crisis registrada por la economía mundial desde los años treinta de la pasada centuria.

Se integra en él una secuencia lógica las conexiones teóricas y empíricas entre la crisis financiera y económica internacional y la española. Aunque es evidente e innegable la influencia de una sobre otra, la economía nacional presenta rasgos comunes y diferenciales con lo acaecido en otros países, lo que hace de ella un objeto de análisis del máximo interés. Desde esta perspectiva, España ha constituido y constituye una especie de banco de pruebas en el que a la escala de una pequeña economía abierta se

han testado tanto los efectos de la Gran Recesión como las respuestas de política económica empleadas para combatirla con mayor intensidad que en otras economías desarrolladas.

Nos interesa mostrar a los lectores y a la opinión pública, las coincidencias y las discrepancias de la lectura de la crisis ofrecida por el pensamiento socialdemócrata y el liberal. Si bien existen nítidas diferencias entre uno y otro, sobre todo, a la hora de enfocar el origen de la Gran Recesión y los medios de abordarla, también es verdad que existen coincidencias sustanciales en el diagnóstico de los problemas y, también, existen acuerdos significativos en medidas concretas de política económica que relativizan las tesis sobre lo que podría parecer una radical e insoluble incompatibilidad entre los planteamientos de los autores. En este punto, es muy significativo que los dos autores tengamos marcadas señas de identidad ideológica.

Desde esta perspectiva se ha querido presentar un ensayo centrado, huyendo de los planteamientos maximalistas con los que se suelen analizar desde los sectores extremos de cierta socialdemocracia y de cierto liberalismo la Gran Recesión mundial y española. Este enfoque resulta útil en un momento en el que el debate nacional sobre la crisis y sobre las fórmulas para salir de ella adolece en muchas ocasiones de una falta de sosiego que impide o dificulta contemplar la realidad desde el prisma de la racionalidad.

Lo hemos escrito desde un diálogo constructivo entre dos personas con visiones diferentes de cómo funciona el mundo y la sociedad. En el centro del mismo se sitúa el papel asignado al Estado en la economía y en la sociedad. Aunque las posturas de los autores son o quieren ser siempre matizadas, huir de la caricatura, lo cierto es que uno asigna la causa de la crisis a los «excesos» del mercado mientras el otro la considera una consecuencia de los «excesos» del Estado.

Desde esta óptica, este trabajo constituye una reafirmación, tranquila pero firme, de los dos idearios que constituyen el fundamento de las democracias modernas.

Por último, hemos pretendido huir del lenguaje para iniciados y de la carga estadística y adoptar un lenguaje y un estilo claro, directo y sencillo que sea accesible a cualquier lector educado. Es un libro de economía política en el sentido tradicional del término y aspira a hacer llegar al gran público la historia apasionante y dramática de la Gran Recesión que desde 2007 sacude al mundo. Quiere ser también un libro optimista porque cree en la capacidad de las sociedades y de las economías modernas de reinventarse a sí mismas aunque los instrumentos ofrecidos por los autores para conseguir ese objetivo no sean los mismos. Esperamos que el libro resulte para los lectores, tan apasionante y constructivo, como lo ha sido para nosotros escribirlo.

JORDI SEVILLA y LORENZO BERNALDO DE QUIRÓS

Primera parte

Crisis mundial

Razones de la crisis internacional

Jordi Sevilla

«Cuando los profesionales funcionan por incentivos perversos, los responsables de las finanzas apuestan por la opacidad y el crédito fácil, los controladores no controlan y los ciudadanos consumen sin tope, la crisis está servida. Pero me temo que no hemos aprendido nada.»

ADELA CORTINA

Tan grave ha sido la cosa que hasta un líder conservador europeo, como Sarkozy, llegó a proponer al G-20, en medio de una oleada de nacionalizaciones masivas de bancos, la necesidad de refundar el capitalismo y acabar con los paraísos fiscales. Es verdad que han sido pocas las voces que se han alzado en demanda de una superación del capitalismo como modelo de sociedad, y que incluso la socialdemocracia ha estado propositivamente bloqueada, cuando no, noqueada. Parecería que desde la caída del comunismo, y salvo episodios anárquicos como los movimientos antiglobalización, casi todos dan por bueno el sistema económico y social que tenemos,

limitando el debate a una adecuada regulación del mismo que ayude a paliar sus efectos más nocivos sobre el devenir colectivo. Lo cierto es que la segunda vez en la historia que estamos cerca de esa crisis final del capitalismo anticipada por Marx, parece que ya no queda nadie dispuesto a tomar el relevo.

A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, en esta Gran Recesión no hay competencia entre modelos organizativos alternativos de la sociedad y de la economía más allá de matices. La crisis de 1929 se produjo en medio de la consolidación del régimen comunista salido de la Revolución Rusa de 1917 y dividió a los países capitalistas en dos bloques: quienes optaron por la fórmula fascista y quienes decidieron seguir con una democracia parlamentaria debidamente reformada sobre la base del keynesianismo, para dar cabida a las protestas internas de los sindicatos de clase y de las fuerzas políticas de izquierda contra el modelo de capitalismo preexistente.

Quizá ello explique, además de una mayor gravedad de la situación, que el impulso reformista puesto en marcha tanto en el ámbito nacional como internacional, antes y después de la Segunda Guerra Mundial, fuera infinitamente superior al planteado ahora. La respuesta a esta crisis está siendo más conformista o, quizá, más escéptica respecto a las posibilidades reales de hacer algo radicalmente distinto de aquello que nos ha conducido hasta aquí. Aunque la timidez en las respuestas o incluso el conformismo de las mismas no esté a la altura de la importancia de las preguntas y lo inaceptable de un sistema social y económico que, mal gestionado, pone en cuestión, incluso, la supervivencia del planeta si no hacemos nada para evitarlo.

Veremos cómo, en gran parte, esta ha sido una crisis de sobreendeudamiento. Dicho de otra manera, propiciada por un absoluto predominio del dinero y del crédito como fines en sí mismos, destinados a especular a corto plazo con las necesidades humanas y a adelantar consumos de muchos sectores sociales, por encima de sus posibilidades.

Una crisis iniciada en el corazón mismo del sistema: Wall Street en Estados Unidos. Una crisis en la que ha fallado el mercado pero en la que el Estado tampoco ha estado a la altura, en parte porque ha perdido su carácter de árbitro. Una crisis en la que las crecientes desigualdades sociales, incluso en los países más ricos, siguen existiendo aunque se intenten encubrir mediante el siguiente mecanismo: no te subo el salario ahora, porque reduciría mis tremendos beneficios, pero te doy una parte de los mismos si inviertes tu dinero en acciones y, además, como necesito que consumas más de lo que te permite tu renta actual, te adelanto salarios futuros mediante el recurso a mecanismos sofisticados de crédito.

No todo lo que ha pasado es esto, pero esto se encuentra en la base de lo que ha pasado en los últimos treinta años y conviene que no lo olvidemos. Porque ayuda a entender por qué, a diferencia de las crisis más recientes de los años setenta y noventa del siglo pasado, esta vez los problemas de endeudamiento excesivo, por encima de las posibilidades de muchos, se ha dado en el sector privado y no en el Estado. En este ciclo, hemos visto superávits públicos en muchos países, a la vez que la mayoría de los déficits todavía existentes se relacionan más con la política militar de lucha contra el terrorismo internacional que con la cobertura de necesidades sociales internas y, mientras tanto, las familias y las empresas se han endeudado como nunca, poniendo como garantía el mismo activo que compraban con el crédito concedido (apalancamiento) y gracias a ingeniosos mecanismos financieros capaces de diversificar el riesgo gracias a su ausencia de control.

Este mecanismo, solo posible a gran escala gracias a la globalización de la economía, ha tenido sus virtudes en forma de elevadas tasas de crecimiento y avances significativos en la eficiencia del sistema. Pero también ha propiciado que mucha gente ganara mucho dinero sin producir nada, en ese lado oscuro de las

cosas que muchos han llamado capitalismo de casino donde solo imperaba la ganancia a corto plazo bajo la forma del conocido «pelotazo».

Podríamos decir también que la crisis ha sido consecuencia de que el desarrollo de las fuerzas productivas ha sobrepasado el marco de las relaciones sociales establecidas. Así, mientras la economía jugaba mirando al futuro en una escala mundial sin demasiadas reglas ni control, las relaciones sociales y políticas iban claramente por detrás, estancadas en el marco de los Estados-nación creados hace varios siglos. A partir de aquí, o el marco institucional evoluciona de manera decisiva y eficaz hacia nuevas formas de *gobernanza* internacional de las cosas o la legitimidad de los Gobiernos nacionales será cuestionada, entre otras cosas, por su creciente incapacidad para controlar aquellas fuerzas que afectan al destino individual y colectivo de sus ciudadanos.

En las últimas décadas, el espacio económico de las relaciones humanas ha experimentado cambios fundamentales y no solo de ámbito de actuación. Mientras tanto, las relaciones políticas, salvo el fortalecimiento de la Unión Europea como consecuencia del ingreso de países provenientes del antiguo bloque comunista, siguen en buena medida ancladas en formas definidas hace demasiado tiempo para que sigan siendo útiles en su integridad, incluido una especie de fuga hacia atrás como la representada por el resurgir de los pequeños nacionalismos y sus conflictos bélicos o la proliferación de Estados fallidos donde imperan las mafias y el delito.

La situación es muy clara: o los Estados-nación encuentran pronto una forma institucional de articular un marco de control a la altura del desarrollo internacional del mercado y de la sociedad global que hemos construido, o pasarán a ser ellos parte del problema. Y, desde luego, las fórmulas tipo club de socios, como el G-20, no sirven a medio plazo salvo para evidenciar el fracaso de organismos estables como la ONU o el FMI.

Descarto la posibilidad de un Gobierno mundial. Pero igual que tras la Segunda Guerra Mundial se crearon instituciones internacionales adecuadas al momento, espero que tras esta Gran Recesión encontremos mecanismos e instituciones equivalentes capaces de garantizar un cierto gobierno mundial de las cosas y de los mercados. Es cierto que la balanza del poder mundial no está definida, por el momento, con un grupo de países en claro ascenso y algunos de ellos, sobre todo China, disputando un puesto destacado en la hegemonía mundial después de haberse convertido en el principal banquero de Estados Unidos. Pero ese debate no puede estar ausente de cualquier reflexión sobre la crisis financiera internacional porque, en la ausencia de reglas mundiales, se encuentra una parte destacada de la misma.

Se ha dicho que estamos viviendo la primera crisis del capitalismo, de verdad, mundial, es decir, la primera crisis de la globalización tal y como la hemos construido. Y lo comparto. Pero en parte se ha debido a la ausencia de mecanismos sociales compensatorios, también mundiales, que sí fuimos capaces de construir a escala nacional en buena parte de los países avanzados. No hemos sabido evitar la crisis, igual que tampoco lo hemos hecho con el problema del hambre en el mundo, con frenar el desarrollo de determinadas enfermedades con cura o con adoptar medidas eficaces para combatir el cambio climático.

Ahí tenemos, como civilización, un grave problema que, hasta ahora, no estamos sabiendo resolver sobre la base del imperio de la razón, al menos, mientras lo hagamos desde la defensa prioritaria del interés nacional en un mundo lleno de manera creciente de empresas e intereses transnacionales. Este debate no es algo ajeno a nuestra vida cotidiana ya que ese paradigma de mercado mundial incontrolado está detrás de las fuertes presiones sobre nuestros salarios, las dificultades de gravar determinadas rentas en el ámbito nacional o el empuje por reducir el tamaño del Estado, es decir, los servicios que presta que favorecen sobre todo a quienes no pueden pagárselos en el mercado. La ausencia de normas internacionales

válidas para enmarcar un desarrollo equilibrado de los mercados se acaba convirtiendo en punta de lanza para retrocesos sociales en los Estados-nación donde existen desde hace décadas como resultado de un gran consenso nacional que ahora se desequilibra de manera unilateral de la mano de fuerzas tan poderosas como incontrolables.

Un buen ejemplo de las ineficiencias generadas a la hora de abordar soluciones coordinadas a problemas globales desde plataformas nacionales es todo lo relacionado con la lucha contra el cambio climático, en gran medida relacionado con los esquemas de salida a la crisis buscando una economía baja en carbono.

Hay cosas que no son opinables. La teoría de la relatividad o el uso de preservativos como freno al contagio del SIDA, no forman parte del amplio abanico de cuestiones sometidas a la libertad de opinión y al contraste de pareceres. Como la evolución, son explicaciones científicas, es decir, que reúnen todas las características de la ciencia, incluida su capacidad de someterse a pruebas en contrario (falsación) y de establecer predicciones comprobables.

Para los 2.500 científicos del mundo, agrupados en el Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático (IPCC) y para los 192 países que firmaron en 1992 la Convención Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, el calentamiento del planeta como consecuencia de la actividad humana relacionada con el ciclo del carbono y el exceso de emisiones de gases de efecto invernadero no es una cuestión discutible, ni un asunto de chisme o de broma: es una evidencia científica sobre la que se van acumulando pruebas a favor, predicciones cumplidas y, sobre todo, damnificados que ya empiezan a ser masivos y con cara y nombres. Lo que no impide que sea difícil llegar a acuerdos sobre compromisos de reducción, transferencia de tecnología o ayudas financieras a los países recién llegados a la contaminación.

En los últimos doscientos años, hemos montado en los países industrializados un sistema económico y de vida basado en el consumo masivo de fuentes energéticas ricas en carbono: carbón, petróleo, gas. Su legítima generalización al resto del planeta lanza a la atmósfera una cantidad de partículas contaminantes, en especial CO₂, superior a la que esta puede depurar, por lo que se acumulan creando el efecto invernadero que calienta la atmósfera con sus efectos conocidos sobre el clima: subida del nivel del mar, sequías, ciclones, acidificación del océano, etc., con una intensidad y frecuencia superior a lo que venía siendo normal sin este fenómeno. Esto es ya un hecho irreversible: la nave espacial Tierra se está calentando ya, hagamos lo que hagamos a partir de ahora. Por ello, estamos viendo ya efectos del cambio climático sobre poblaciones y territorios, así como sobre la salud, según ha reconocido recientemente la Agencia de Protección Medioambiental de Estados Unidos y por ello, hay que poner en marcha medidas para mitigar los efectos que ya están teniendo lugar, así como los previsibles.

De lo que se trató en Copenhague, como antes en Kyoto, es de elaborar estrategias que limiten los daños a algo controlable: una subida tope de dos grados centígrados de media, que se puede obtener, según el consenso científico, con un máximo de emisiones de 450 partes por millón. De no hacer nada, alcanzaríamos las 600 ppm y una subida media de la temperatura del planeta de seis grados centígrados, por lo tanto, alcanzar los objetivos recomendados por los científicos exige disminuir la cantidad la CO₂ existente en la atmósfera mediante tres mecanismos esenciales: reduciendo las emisiones globales, ensanchando los espacios naturales de sumideros de CO₂ (áreas forestales) y capturando las emisiones y enterrándolas adecuadamente.

Las negociaciones políticas tienen que acordar los siguientes aspectos: fijación de períodos homogéneos de comparación, Kyoto estableció 1990 como año base y 2012 como estación término, Copenhague debía prolongar los compromisos hasta 2020 e incluso 2050 y mantener o alterar el año de referencia. Proceder al reparto

por países de los compromisos de reducción respecto al año base o a la tendencia si no se hiciera nada. Señalar aquellos sectores que deben regularse en el ámbito mundial para evitar competencias desleales (aviación). Diseñar mecanismos a escala internacional que flexibilicen los compromisos de reducción nacional: compra de derechos de emisión, inversiones en reforestación. Y establecer procedimientos de inspección y comprobación de estos compromisos.

Junto a ello, otros aspectos son igualmente claves. Dado que existe tecnología suficiente para lograr los objetivos fijados hasta 2020, deben arbitrarse mecanismos que permitan su generalización y empleo masivo en todos los sectores y en todas las economías, lo que lleva asociado el problema no menor de las transferencias de dicha tecnología a países atrasados en condiciones más favorables que las del mercado. Pero, además, hace falta un fuerte esfuerzo inversor en nuevas tecnologías que permitan dar el siguiente salto reductor en 2050. Además, como el impacto de todos estos cambios no se reparte de manera equitativa y limita más las posibilidades de crecimiento de los países más atrasados, hace falta apoyo económico por parte de los más adelantados que llevan más años contaminando al margen de la actual Ayuda al desarrollo.

Estamos, por tanto, ante un problema de civilización que se puede presentar como uno de coste económico y su reparto y otro tecnológico en su doble faceta, difusión e investigación nueva. Pero con una única idea clara y cierta: pase lo que pase, el futuro deberá construirse sobre una sociedad que utilice menos el carbono. Como fuente energética (el ahorro, la nuclear y las renovables como alternativa) pero también en la producción, distribución y consumo de todos y cada uno de los productos, incluyendo la vivienda.

Es una cuestión transversal, que afecta a todos en nuestra manera de producir, consumir y vivir requiriendo una respuesta coordinada tanto de las empresas como de las administraciones, municipales sobre todo, en el diseño de las nuevas ciudades

sostenibles con emisión cero de CO₂, los investigadores y los financieros que deben diseñar mecanismos que aseguren dinero suficiente para todos estos cambios.

La responsabilidad de dar una respuesta global a un problema creado por nuestro sistema actual de vida no es en exclusiva de los gobiernos. Es mucho lo que las grandes empresas internacionales están haciendo y apoyando bajo el manto de Naciones Unidas o de otras estructuras mundiales. Pero todavía es más lo que deben hacer para impulsar ese tránsito necesario y urgente hacia una economía y una sociedad baja en carbono. Pero todavía no hemos sido capaces de encontrar incentivos, mecanismos e instrumentos que permitan conseguir el objetivo colectivo deseado por todos a partir de decisiones individuales de país o de empresa.

Por todas esas razones, yo también creo que, tras esta crisis, debemos refundar el capitalismo, antes de volver a confundir recuperación económica con reformas y bienestar material con sociedad justa. Y debemos hacerlo guiados por una vieja máxima socialdemócrata: tanto mercado como sea posible y tanto Estado como sea necesario.

No hacerlo así nos situaría cerca de ese socialismo para ricos que tanto se ha criticado. Es decir, si el Estado-nación solo sirve para inyectar dinero y recursos presupuestarios que eviten la quiebra de importantes empresas y entidades financieras privadas, demasiado grandes para dejarlas caer por los efectos devastadores que tendría sobre el conjunto de la economía, pero que cuando tienen beneficios cuantiosos, se ocupan de eludirlos legalmente en un complejo entramado de sociedades internacionales que incluye paraísos fiscales, entonces, es legítimo cuestionar moralmente esas ayudas sin condiciones.

No digo que no haya que hacerlas. Apoyo globalmente el conjunto de medidas acordadas en el G-20 para evitar que la Gran Recesión fuera todavía mayor en términos de pérdida de riqueza, empleo y expectativas para millones de personas. Pero no puede ser incondicional, ni para que después, todo vuelva al punto de

partida como si nada hubiera pasado. Debemos considerar lo hecho hasta aquí como la primera parte del conjunto de acciones reformistas que tenemos que poner en marcha para introducir cambios sustanciales en la manera en que han funcionado las cosas. Y asentarlos sobre otros valores, comportamientos y maneras de gestionar tanto las cosas públicas como las privadas. Tenemos que hacer reformas, esta vez, no para evitar la revolución, sino la barbarie.

1. Radiografía de la crisis

El Fondo Monetario Internacional, que ha estado más crítico y heterodoxo de lo habitual en este tipo de organismo, le ha dado la siguiente explicación global a todo lo que ha ocurrido: «Las políticas macroeconómicas no tuvieron en cuenta la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y en el mercado de la vivienda», para pasar a hablar luego de optimismo enfermizo, especulación de alto riesgo, avaricia, ignorancia e información asimétrica.

El núcleo más técnico de la explicación oficial se centra en que se produjo una confusión entre incertidumbre y riesgo, mientras que en la más popular se habla de avaricia y codicia excesiva por parte de algunos gestores de ahorros ajenos. De todo esto hubo, y debe entenderse de manera complementaria a lo dicho aquí hasta ahora. Pero ¿qué ha pasado?

De nuevo, según un análisis del Fondo Monetario Internacional sobre las últimas 122 recesiones mundiales habidas desde 1929, la actual ha sido la más grave, después de aquella. En términos de riqueza destruida, empleos perdidos, bienestar perjudicado y perspectivas de futuro deterioradas.

Podemos decir que ha habido dos fases claramente diferenciadas en esta recesión. La primera aparece cuando la acumulación de problemas en un segmento del mercado hipotecario estadounidense, que empezaban a ser relevantes desde finales de

2006, estallan de manera brusca en agosto de 2007 cuando el banco francés BNP anuncia la suspensión de tres de sus fondos de inversión cuyos activos se habían «evaporado». Y, sobre todo, cuando se constata que ello tiene relación con la acumulación de problemas que se habían venido registrando los meses precedentes en entidades norteamericanas como una filial del banco británico HSBC, la quiebra de una operadora hipotecaria NCF o los problemas de la UBS en gestoras de patrimonio hipotecario estadounidense.

A partir de ahí, el mercado hipotecario entra en recesión con fuertes caídas de precios de la vivienda, lo que pincha la burbuja y da comienzo al proceso inverso de baja de precios, pérdida del valor de los activos con que se quedan los bancos ante los impagos, necesidad de liquidez para cubrir los pagos de clientes temerosos que retiran sus fondos y serios problemas de solvencia en entidades que no tienen capital suficiente para hacer frente al hundimiento de unos activos en los que han invertido tanto. Dada la interacción entre distintas entidades y lo imbricado de los sistemas de reparto del riesgo puestos en marcha en un mercado global, los problemas se extienden como mancha de aceite y los anuncios de pérdidas millonarias se suceden unos tras otros, sin excluir a grandes entidades como el Citygroup.

Dos cosas aparecen ya claras en esos primeros momentos: teníamos un sistema financiero interconectado como una fila de dominó, en el que unos invertían en productos de otros por lo que los daños se extendían con rapidez; y segundo, los activos tóxicos no nacen, sino que se hacen de tal manera que el mismo mecanismo que se produjo a gran escala para la vivienda se había aplicado, también, a otros activos, haciendo que no fuera posible conocer de antemano la magnitud del desastre porque una entidad hoy solvente, puede tener problemas mañana si sus activos pierden valor si sus clientes venden apresuradamente por temor o porque

necesiten liquidez para hacer frente a las pérdidas de otros activos. La toxicidad se contagia, y como en toda epidemia, no se puede conocer a priori su intensidad, extensión y recorrido.

En esa primera fase de la recesión, el asunto está muy centrado en graves problemas de liquidez y a eso se destinan las primeras medidas masivas de intervención por parte de los poderes públicos y los Bancos Centrales, todavía con una cierta sensación de que se trataba de un asunto básicamente estadounidense. Sin liquidez se interrumpe el mercado de crédito sobre la base del cual funciona el conjunto de la economía y los problemas financieros se transmiten al resto de empresas y familias. Por eso fueron tan importantes los paquetes de inyección de liquidez aprobados por la Reserva Federal para intentar controlar los daños.

No obstante, en abril de 2008, siete meses después del inicio oficial de la crisis, el FMI ya la definía como «el shock financiero más grande desde la Gran Depresión». En esos meses, el rosario de pérdidas, quiebras y suspensiones de pagos fue creciendo y se conocieron serias dificultades en casi todas las entidades financieras, incluyendo la venta por quiebra del banco de inversiones Bear Stearns y las dificultades en General Motors, primera gran empresa no financiera afectada por la situación.

El asunto entra en una segunda fase en setiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, seguida días después por las ingentes ayudas aprobadas para la multinacional aseguradora estadounidense AIG y la suspensión de pagos del banco británico Northern Rock. Cada caída de una de estas entidades arrastraba a otras muchas de menor tamaño y extendía el pánico por todas las arterias del sistema económico mundial, amenazando con una parálisis total.

Si en la primera fase los problemas de liquidez (falta de dinero contante y sonante) eran los hegemónicos, en esta segunda dan paso a los más graves problemas de solvencia (falta de capital). Y juntos provocaron una drástica sequía crediticia (las entidades no iban a prestar dinero que no tenían o que necesitaban en sus

balances para no quebrar) que fue el canal principal mediante el cual se trasladó la crisis al conjunto de la economía mundial, incluyendo los países emergentes, que esta vez eran sujetos pasivos de la misma, y al conjunto de los sectores económicos.

A partir de ahí, se impuso el tratamiento de choque por parte de las autoridades económicas y monetarias dirigido a actuar en tres direcciones: garantías de liquidez ilimitada (préstamos del banco central, avales estatales a los depósitos, descensos de los tipos de interés hasta casi cero por ciento); apoyo a la solvencia de las entidades mediante facilidades a procesos de compra y venta entre privados mientras fue posible y, sobre todo, fuertes inyecciones de capital público comprando (nacionalizando) entidades, al menos, de manera temporal; y, en tercer lugar, paquetes de ayudas presupuestarias al mantenimiento de la demanda y de la actividad económica buscando la eficiencia y la inmediatez, razón por la cual primaron los incrementos del gasto público frente a las propuestas de reducir impuestos que hubieran sido guardados en el cajón de los ahorros por sus destinatarios sin contribuir a reactivar la economía.

Tenemos que reconocer que la rapidez, la contundencia y la coordinación con que esta vez actuaron nuestras autoridades públicas ha sido fundamental para evitar que esta Gran Recesión se convirtiera en algo todavía peor, como fue la Gran Depresión. Parece que algo hemos aprendido cuando nos dejamos llevar por el pragmatismo y arrinconamos los prejuicios ideológicos, los fundamentalismos y los dogmas. Ha sido una estrategia de política económica consistente en atacar con todo lo disponible que, en terminología FMI, quiere decir una estrategia «polifacética».

Aunque todavía es pronto para establecer un coste total de la crisis y de las ayudas públicas necesarias para combatir sus peores efectos, dos datos podemos utilizar para tener una idea de la magnitud del problema en el que hemos estado inmersos: el PIB mundial pasó de crecer en torno a un 4%, todavía en el cuarto trimestre de 2007, a decrecer un -6% un año después. Segundo

dato, todavía hoy no se sabe cuáles van a ser las pérdidas totales experimentadas por el sector financiero mundial porque el proceso de afloramiento de las mismas está siendo lento y desigual para intentar amortiguar el golpe. De hecho, se dice que hasta la fecha los bancos norteamericanos solamente han reconocido en sus balances la mitad de las pérdidas previsibles, mientras que los europeos van más atrasados todavía, indicando con ello que los problemas aún no han desaparecido.

De hecho, según el FMI en recientes cálculos, las necesidades globales de recapitalización (es decir, lo que hace falta para hacer frente a las necesidades y que no se tiene) se situarían en un abanico que va entre 300.000 y 500.000 millones de dólares para las entidades norteamericanas, y entre 650.000 y 1 billón doscientos mil millones de dólares en el caso de las europeas, incluido el Reino Unido.

La historia, por tanto, continúa. De ahí los pronósticos de todos los organismos internacionales de que 2010 será todavía un año complicado, con recuperación lenta y restricciones de crédito, razón por la cual aconsejan no tener prisas en retirar las ayudas públicas aunque empiecen a demandar calendarios precisos para ello. De momento, los Bancos Centrales ya han empezado a restringir su política de acceso ilimitado a la liquidez, como primer paso para ir devolviendo la normalidad a los mercados de créditos.

2. Fracaso del modelo neoliberal

Conviene decir alto y claro que entre las razones principales que están detrás de esta crisis hay que citar la hegemonía de una cierta ideología neoliberal que ha guiado una buena parte de las actuaciones políticas y económicas en las últimas décadas. Una determinada concepción de la sociedad y del funcionamiento del sistema económico que ha actuado a partir de tres principios: los

mercados se ajustan solos; lo colectivo no existe, es decir, el todo no es más que la suma de las partes; el Estado es el problema, por lo que debe reducirse al mínimo su presencia.

Hablamos de asuntos discutibles, sobre los que no hay consenso ni evidencia como para asegurar su verdad y que han sido mantenidos, defendidos y aplicados desde una convicción profundamente ideológica por parte de una cierta derecha internacional representada de manera destacada por las llamadas revoluciones conservadoras iniciadas por Thatcher y Reagan.

Este paradigma de pensamiento ha dirigido de manera consciente muchas de las decisiones públicas que han alimentado la burbuja especulativa y la crisis. Por tanto, podemos decir que la actual situación de crisis financiera internacional representa, también, el fracaso de esta línea de pensamiento y de actuación política. Lo veremos en algunos ejemplos relevantes.

Que los mercados no se han autorregulado, parece hoy, algo evidente. Al menos, no lo han hecho los mercados financieros y por eso tenemos liada la que tenemos. Cuando empezaron a desarrollarse los nuevos y sofisticados productos financieros en un contexto mundial que aprovechaba la libertad de circulación de capitales, hubo voces que reclamaron una regulación de los mismos. Si los mercados de crédito nacionales y sus instituciones están regulados y supervisados por los Bancos Centrales, ¿por qué razón los nuevos mercados e instituciones, mucho más complejos y de riesgo más elevado, no iban a estarlo?

Es cierto que la propia realidad supranacional de los mismos dificultaba su reglamentación al carecer de autoridades del mismo ámbito geográfico. Pero no fue esta la principal razón, ya que se podrían haber encontrado fórmulas que fueran desde la coordinación intergubernamental —aunque para ello los paraísos fiscales fueran el principal obstáculo— hasta la obligación de presentar balances consolidados por grupos financieros con propiedades cruzadas o países de residencia de los accionistas principales.

Pero no. Hubo una aceptación pasiva de la imposibilidad de control, partiendo de la convicción de que dicho control era inconveniente. Quien fuera presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Greenspan, lo ha contado sin empacho: se opuso a la regulación de los nuevos mercados, con sus nuevos activos e incluso instituciones, porque creía que eso era lo mejor sobre la base de su convicción ideológica en la superioridad del libre mercado. Recordemos que era la época de la desregulación, en la que, guiados por las rigideces introducidas por los excesos intervencionistas de las épocas precedentes, el péndulo giró demasiado hacia el otro lado.

Y la convicción de que la mano invisible del mercado lograría encontrar un resultado de equilibrio que fuera el más eficiente, se impuso sobre otras soluciones alternativas que también existieron. A partir de ahí, el resto ya es historia. Como no se cumplían algunas de las condiciones básicas del modelo del libre mercado, siendo la más destacada la falta de información suficiente sobre los nuevos productos y sus riesgos asociados, el exceso de desregulación facilitó la codicia y la avaricia de los gestores que nos ha conducido a la burbuja especulativa y su crisis posterior.

El segundo principio ideológico que también ha fracasado es la convicción de que lo colectivo no existe como algo distinto de la suma de las partes que lo componen. Margaret Thatcher llegó a expresar este principio en una provocativa frase que decía: la sociedad no existe, solo hay individuos y sus intereses privados. Al decir que no existe una lógica de la acción colectiva distinta de la individual se está negando validez a que sentimientos de pertenencia colectiva como la nación, la clase social o la iglesia den lugar a derechos diferentes de los que existen para los individuos pero, sobre todo, y a los efectos que nos resultan oportunos aquí, se niega realidad a la existencia de reacciones colectivas diferentes a aquellas en que se basan las actuaciones individuales. Esto vale para los sindicatos, la negociación colectiva, la macroeconomía o el propio sentido y función del Estado.

Siendo muy sólida esta posición en el terreno de la filosofía política ya que fundamenta un liberalismo radical, es altamente cuestionable si la llevamos, con radicalidad, a la realidad económica. Algunos ejemplos ayudarán a entender lo que digo. La teoría económica de los individuos —microeconomía— nos dice que cuando baja el precio de un bien, sube su demanda. Sin embargo, trasladado este planteamiento a la teoría económica de los colectivos no siempre ocurre así. A veces, cuando bajan de manera generalizada los precios, la demanda se retrae, sobre todo la de bienes de consumo duradero y de inversión, si se cree que puede haber nuevos descensos en el futuro. Con ello se frena el consumo agregado, la producción y el empleo, dando lugar a nuevos descensos de precios que retroalimentan el proceso. A esto se le llama deflación y, créanme, no es una situación deseable para ningún país.

Otro ejemplo de existencia de efectos agregados diferentes a la suma de las reacciones individuales. Para una familia concreta se suele predicar la bondad del ahorro como prueba de buena gestión económica. En ese sentido, cuanto más ahorro individual, mejor será la valoración de este comportamiento por parte de los neoconservadores. Pero si todos hacemos lo mismo, si todos ahorramos nuestros ingresos y no gastamos nada más que lo imprescindible, habría una caída de la demanda nacional, de la producción y del empleo a gran escala. Así, lo que puede resultar un comportamiento individual aceptable, resulta nocivo llevado a escala colectiva porque tiene efectos propios, diferentes.

Esta línea de razonamiento conecta con la siguiente y no solo está en la base del sentido real de lo que representó la revolución de Keynes en la manera de entender las cosas, sino que se encuentra como fundamento último de la acción del Estado en la economía. La gran aportación de Keynes al estudio del funcionamiento de la economía puede decirse que fue, precisamente, reconocer y señalar que junto a la lógica individual y privada existe otra lógica distinta que es la colectiva, la agregada, la

pública que complementa, corrige y, a veces, sustituye a la anterior. Y, junto a ello, las conclusiones que, en términos de política económica, supo extraer, especialmente para el manejo de situaciones de crisis como la actual.

De la misma manera que en los agujeros negros, dicen los físicos que por su excepcionalidad, no rigen las leyes generales de la física, Keynes descubrió que en situaciones de crisis económicas profundas, como fue la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, tampoco funcionan igual las leyes de la economía. Que sometidos a situaciones de gran incertidumbre ante un futuro desconocido, los agentes económicos, empresarios, trabajadores y familias, bloquean sus decisiones en espera de que escampe.

Cuando ese factor de temor predomina, las respuestas económicas individuales y privadas difieren de las habituales. Por ejemplo, en situación normal, si descienden los tipos de interés y se incrementa la cantidad de dinero existente en la economía, los empresarios incrementan sus inversiones y los consumidores sus compras a medio plazo. Pero en época de grandes crisis, sin saber lo que va a pasar, se frena la inversión y el consumo a pesar de que los tipos de interés puedan ser muy favorables comparados con otra situación de normalidad. La gente guarda su dinero, lo atesora y no lo gasta como precaución ante un futuro incierto que produce miedo. En ese contexto de actuación individual, la política monetaria tradicional no funciona como instrumento de reactivación de la actividad económica. Al menos, no con la misma garantía e intensidad que en situación normal.

Atenazados los agentes económicos individuales por el efecto temor asociado a las incertidumbres de una crisis, para romper el círculo vicioso y salir de la misma, hace falta recurrir a otro agente económico presente también en la economía pero que funciona con una lógica distinta de la individual que le permite estar menos atado por esa incertidumbre. Me refiero al Estado. Y es entonces cuando se propone la necesidad de echar mano al gasto público, preferentemente en forma de inversión creadora de empleo, aun a

pesar del riesgo de contraer déficit, para contrarrestar la falta de actividad privada e ir reactivando la economía y, con ello, reduciendo los riesgos y las incertidumbres colectivas.

En una economía capitalista, con predominio de las decisiones privadas que dan lugar a fluctuaciones cíclicas que llevan, de tanto en tanto, a crisis económicas porque nunca se logra el equilibrio en los mercados, la presencia del Estado es fundamental precisamente porque actúa bajo unos principios y una lógica distinta de la simple suma de individuos. Reconocer que el todo es algo más que la suma de las partes y extraer las conclusiones adecuadas en cuanto a instrumentos de política económica, fue la gran aportación keynesiana.

La mejor prueba de cuanto digo, de la diferencia complementaria entre la lógica individual y la colectiva, la privada y la pública, la hemos vivido de manera palmaria en las recientes crisis bancarias. En medio del caos y de los temores crecientes ante lo que podría ocurrirles a nuestros ahorros, empezamos a tranquilizarnos cuando nuestro dinero tuvo la garantía del Estado, que nos convirtió a todos en triple A, que es la calificación que se da a los más solventes. Y todo ello gracias a los políticos, que adoptaron medidas coordinadas para combatir la crisis en, al menos, tres de sus cuatro frentes: confianza, liquidez y solvencia del sistema financiero.

Vivimos en una economía, en una sociedad, basada en la confianza, que se refuerza mediante la imposición de normas y contrapesos institucionales. Y esta crisis la han quebrado entre bancos, entre estos y las empresas y de los ciudadanos hacia el sistema financiero. De repente, nadie se fiaba de nadie y así, los mercados no funcionan, la economía no funciona, se paraliza, entra en quiebra.

Y en medio de la amenaza de desastre total, surge alguien de quien nos fiamos todos, alguien en quien todos depositamos nuestra confianza, alguien a quien recurrimos para salvar los muebles: el Estado. Resulta que ese depósito de confianza que tenemos

agotado entre privados, nos ponemos de acuerdo para tenerlo todos lleno con el Estado. Y con esa garantía de por medio, poco a poco esperamos que se recupere el crédito entre el resto de agentes del sistema.

Es el Estado y no el mercado, lo público y no lo privado, quien en esta hora de crisis concita las esperanzas de todos. El arte de la política consiste en gestionar este depósito de confianza que no es, tampoco, incondicional, ni ilimitado. Y se ha hecho bien. Haciéndonos sufrir, pero bien. La acción política ha cubierto con su manto de seguridad la falta de confianza privada. Ha sido la intervención pública, definida por los políticos democráticos, la que ha ayudado a estabilizar el sistema económico en que vivimos.

Los gobiernos, con su acción, también han desatascado otros dos problemas con los que interactúa la ausencia de confianza: insuficiencia de liquidez para que el sistema funcione y posibilidad de recapitalización vía nacionalizaciones, que contrarresta el proceso de desapalancamiento derivado de la pérdida de valor de los activos que soportaban el crédito y que podía llevar a insolvencia generalizada. Las entidades no se prestaban ni prestaban no solo porque no se fiaran, sino por si acaso lo necesitaban ellas para cubrir eventuales futuras pérdidas patrimoniales.

Esta crisis no está teniendo el mismo impacto sobre todas las ideologías. La socialdemocracia se mueve con más comodidad que otros a la hora de explicarla y de proponer soluciones. En realidad, para una cierta orientación neoliberal extrema, podemos decir que esta crisis va a representar lo mismo que significó, para el comunismo, la caída del Muro de Berlín en 1989. En la depresión de 1929, el gobierno estadounidense tardó tres años en adoptar medidas porque se creía que el mercado se corregiría solo. La política y el conjunto de ideas y creencias desde el que se ejerce influyen mucho sobre la actividad y el bienestar de los ciudadanos. Por eso, esperemos que esta crisis se lleve por delante la

intransigencia dogmática hegemónica durante estas décadas, según la cual solamente el libre mercado y lo privado funcionaban bien. Con ello, todos saldremos ganando.

3. La globalización económica necesita ser gobernada

La manera en que se ha producido la globalización económica en las últimas décadas se encuentra, también, entre las razones explicativas de lo que ha pasado. Ojo, digo la manera en que se ha hecho. No la globalización en sí. Interconectar mercados, ensanchar los espacios del desarrollo económico, hacer llegar información y oportunidades al último rincón de la tierra, considerar, en suma, a esa nave espacial llamada Tierra como un todo, es algo muy positivo que, además, las nuevas tecnologías permiten como nunca antes en la historia.

Lo primero que conviene tener claro es que el proceso de globalización tampoco es algo que haya caído del cielo o que se haya desarrollado de manera autónoma. Es cierto que hay factores tecnológicos que lo han facilitado, pero no es algo inevitable que haya ocurrido al margen de la decisión, al menos, de algunos. Se han adoptado decisiones políticas para facilitar la globalización y, en paralelo, no se han adoptado otras para tener el modelo parcial y asimétrico de globalización que tenemos.

La liberalización, casi total, de los movimientos de capitales fue una decisión política adoptada por los gobiernos de los países más adelantados en un largo y laborioso proceso que llevó años de negociación. Ello permitió crear los primeros mercados financieros internacionales, sin sede geográfica, que luego las nuevas tecnologías residenciaron, de hecho, en la red. A partir de ahí, se entabló la negociación con el resto de países para forzarlos a

aceptar abrir sus fronteras a los capitales extranjeros y a los mercados de crédito internacional a cambio de concesiones comerciales sobre productos de exportación.

Los incrementos de competencia que experimentaron algunos sectores económicos en los países más avanzados, como la agricultura o los textiles, fueron la contraprestación a los beneficios que obtenían sus sectores financieros por poder, a cambio, operar en mercados más amplios y libres. Podemos estar de acuerdo en que la apertura de fronteras comerciales mejora el bienestar tanto de los consumidores en los países importadores al permitirles acceder a más productos y más baratos, como de los trabajadores y agricultores en los países exportadores dado que les permite elevar su nivel de actividad, riqueza y empleo. Pero quiero señalar que fue una decisión política el hacerlo y, sobre todo, el hacerlo como se ha hecho.

Como lo es el dejar fuera del proceso de globalización a las personas, a los trabajadores. No es un secreto que en este modelo de globalización, los capitales circulan con gran libertad, las mercancías con libertad vigilada mientras que los trabajadores tienen suspendida su libertad de circulación por políticas migratorias muy restrictivas.

Es evidente que tras esa decisión política estaba el instinto de negocio privado. Por ello los esfuerzos se canalizaron hacia donde había más oportunidades de obtener beneficios con la actividad financiera, dejando al margen a aquellos países y zonas con poco que ofrecer, como casi todo el África subsahariana, siendo esta una de las principales parcialidades del proceso globalizador tal y como se ha hecho.

Por tanto, ni se han globalizado todos los sectores económicos, ni se ha generalizado el proceso a todo el globo. En ese doble sentido, la globalización, tal y como se ha hecho, ha sido parcial por sectores de actividad, por factores de producción y por zonas geográficas.

Junto a ese desarrollo parcial de la globalización, los mismos que adoptaron la decisión de crear un auténtico mercado financiero y de crédito global, acordaron no regularlo ni acompañarlo con una globalización en paralelo de las instancias y procedimientos de control político democrático de los mismos. Surge así una gran asimetría entre mercados nacionales controlados por autoridades políticas democráticas y nuevos mercados globales sin reglas, ni control por parte de ningún poder político democrático. El sueño de cualquier neoliberal que crea que el problema es la existencia del Estado y predique las bondades de un Estado mínimo. Nada más mínimo que un Estado que, frente a los mercados financieros globales, directamente no existe.

Sin ser expertos en la materia, todos somos capaces de intuir las tremendas dificultades de crear un gobierno mundial a partir de nuestra realidad actual. Es cierto que la idea del Estado-nación tardó muchos siglos en aparecer y otros tantos en lograr imponerse allí donde lo ha hecho. Y, a pesar de ello, todavía hoy nos sentimos golpeados por los problemas de lo que llamamos Estados fallidos, que son aquellos países que han intentado constituir estructuras estatales con base geográfica nacional, sin conseguirlo. La lista de los así considerados es amplia y creciente como consecuencia de la acción interna demoledora de poderosos intereses vinculados a las guerrillas, mafias, narcotraficantes, corrupción, talibanes, señores de la guerra, etc., que hacen de la creación de Estados y gobiernos nacionales un proceso que puede ser reversible si no se consolidan y se superan determinados niveles de deterioro que hacen inviable un funcionamiento mínimamente estable, regulado y predecible.

Pretender, en esas condiciones, la creación de un gobierno mundial que se rija, además, por las reglas de juego de la democracia occidental, es una utopía en el sentido de algo casi imposible de conseguir por mucho que sea deseable.

Por eso, vinculado al actual fenómeno de la globalización, no se suele hablar de gobierno, sino de *gobernanza*, un nuevo concepto que sin pretender conseguir las condiciones de un auténtico

gobierno democrático mundial, permita, al menos, establecer algunos principios de actuación colectiva que regulen, canalicen, supervisen y controlen a los nuevos mercados mundiales libres.

Es cierto que quienes defienden la necesidad de una *gobernanza* para la actual globalización económica lo hacen movidos por una desconfianza, mayor o menor, hacia los efectos sociales del libre mercado. En el fondo, se predica la necesidad de gobernar los mercados ante el temor de que acaben generando problemas de desequilibrio y crisis porque no se autorregulan. Y, además, porque sin ese contrapeso que significa la lógica colectiva pública, los mercados satisfacen solo a quien tiene capacidad de compra y marginan al resto, cualesquiera que sean sus carencias y necesidades.

Es decir, la defensa de una *gobernanza* en paralelo a la globalización económica, se plantea desde la convicción de que el libre mercado es ineficiente e injusto. Lógicamente, quienes no comparten esa visión, quienes desde el neoliberalismo hegemónico durante los últimos años creen en las bondades superiores del mercado libre, están en contra de establecer reglas de *gobernanza*. Por tanto, si hemos padecido una globalización asimétrica en la que la libertad de movimientos de capitales no se ha visto constreñida por reglas, no es por casualidad o por error. Es porque así lo han querido quienes podían y debían tomar las decisiones o porque nadie ha tenido la fuerza suficiente como para imponerse a quienes pensaban de esa manera neoliberal.

Un ejemplo, no menor de lo que digo, es la existencia creciente de paraísos fiscales que actuaban como auténticas válvulas de seguridad para un sistema financiero mundial plagado de dinero negro proveniente de actividades ilegales. Cuando se han puesto de acuerdo los líderes políticos en acabar con aquellos, lo han conseguido. Al menos, sobre el papel.

La *gobernanza*, para ser eficaz, necesita encarnarse en instituciones estables. La mescolanza existente hoy en día refleja los problemas de los que hablamos. En primer lugar, tenemos

aquellas organizaciones de *gobernanza* que provienen del sistema anterior. La propia ONU, pero también, el FMI, el grupo Banco Mundial y sus epígonos. A pesar de que han ido evolucionando, conservan su matriz fundadora original que responde a una realidad internacional y a unos problemas mundiales muy diferentes de los que se plantean hoy en día. Sin una profunda revisión, son organismos que no están a la altura de los retos que plantea una *gobernanza* moderna en el mundo de hoy.

En segundo lugar, tenemos los organismos de cooperación regional, de entre los que destaca la Unión Europea, que actúan casi como un gobierno sobre los países miembros y los asuntos de su competencia, pero que no vertebran la voz exterior de los Estados miembros en la escena internacional.

Por último, distintos mecanismos de relación y negociación intergubernamental, desde la OMC hasta el G-20 que intentan suplir mediante esfuerzos de negociación y pacto entre gobiernos, las carencias institucionales de una inexistente *gobernanza* de la globalización económica.

Avanzar en esa línea es fundamental porque la ausencia de una *gobernanza*, del mismo ámbito y nivel que la globalización de los mercados, es, sin duda, una de las razones de la crisis en que estamos sumidos. La economía mundial no ha tenido dueño ni controlador y así nos ha ido.

Tenemos que reconocer que las posibilidades de hacer algo en esa dirección son hoy mejores que en ocasiones anteriores. En parte, porque el diagnóstico sobre el fracaso de esa aproximación neoliberal de la globalización son hoy evidentes y ampliamente compartidos. Es uno de los puntos sobre los que se fundamentan los llamamientos a refundar el capitalismo tras la crisis. Pero también viene favorecido por el cambio de administración en Estados Unidos, confirmando con ello, una vez más, la tesis fundamental que estamos desarrollando: tenemos capacidad para hacer las cosas de otra manera.

El presidente Obama ha reconocido en múltiples ocasiones que Estados Unidos solo no puede salir de esta crisis. En un cierto reconocimiento del fin de la política unilateral, ha explicitado que necesita al resto del mundo y, de manera destacada, a los países del G-20 para emprender acciones conjuntas y coordinadas que tengan impacto suficiente como para reactivar esta economía lánguida en que podemos movernos durante mucho tiempo tras la crisis.

Pero si Estados Unidos nos necesita, los demás tampoco podemos salir de esta sin Estados Unidos. Se plantea así una situación nueva que expresa la profundidad del desastre económico al que nos ha llevado una cierta concepción ideológica, pero también la realidad multipolar del mundo en que vivimos, como quizá nunca habíamos visto antes. Y, junto a ello, una transversalidad que también es un elemento distintivo del momento actual. Las nuevas potencias, cuyo esfuerzo coordinado es necesario para salir del barullo actual son, desde luego, Estados Unidos y Europa. Pero también China, Rusia, Brasil o India. Sobre esas bases se tendrán que construir los nuevos procedimientos e instituciones de *gobernanza* mundial que permitan reorientar la globalización económica sobre unos criterios distintos, que pasan por mayor control y regulación por parte de los Estados sobre los mercados.

4. Las crisis son consustanciales a la economía

De verdad que no es una obviedad, pero la principal razón que está detrás de una explicación para esta crisis económico-financiera es... ¡que las crisis existen! Que no hemos sido capaces de encontrar un sistema económico en el que no se produzcan fluctuaciones cíclicas de la producción y, de tanto en tanto, rupturas bruscas de tendencia en forma de crisis, con sus secuelas conocidas de pérdida de riqueza, empleos y bienestar.

Estas pérdidas provocadas por las crisis, no se reparten por igual entre toda la sociedad y eso depende mucho de los instrumentos puestos en pie para gestionar los flujos de riqueza y su reparto entre los diferentes grupos sociales. Por ejemplo, la puesta en marcha de un seguro de desempleo protege a los trabajadores ante situaciones de paro, siquiera de forma parcial, de una manera que no existía antes de crearlo. O la existencia de un Estado del bienestar que convierte el acceso a la sanidad y a la educación en derechos para todos los ciudadanos con independencia de su situación y renta, mejora la situación de todos los trabajadores comparado con aquellos otros sistemas en los que dicho acceso es privado y suele estar vinculado a la tenencia de un contrato laboral. Ante el riesgo de perder el empleo, los trabajadores y sus familias, están más protegidos en el primer caso que en el segundo.

Por tanto, constatamos que las crisis existen y han existido desde el origen de los tiempos y, en segundo lugar, que tenemos la posibilidad de crear y cambiar instituciones sociales que, al menos, palien lo más negativo de sus efectos sobre los sectores más desprotegidos de la sociedad, sin necesidad de recurrir a la caridad voluntaria. Ante lo negativo, aparentemente inevitable, podemos reaccionar y protegernos.

Las sociedades atrasadas, altamente vinculadas a la actividad agraria como principal y con instituciones sociales muy rígidas y jerarquizadas, eran más débiles frente a una crisis. Una mala cosecha por razones climáticas o una enfermedad contagiosa —la peste— que elevara la mortalidad, afectaba al cien por cien de la población dejándoles en manos del hambre, la caridad privada y, en otras ocasiones, las emigraciones como las que se produjeron hacia el Nuevo Mundo.

En la sociedad actual, con un nivel de desarrollo económico menos dependiente de un único sector y una protección social muy superior, nuestra capacidad de resistencia ante las crisis, incluyendo las graves como esta, es mucho mayor. De hecho, no todo el mundo se siente afectado por igual, pudiendo señalarse tres grupos

diferentes: uno, que puede representar en torno a un cuarto de la población total, que no se ve afectado por la crisis en el sentido de que su vida y sus decisiones no cambian de manera sustancial como consecuencia de la crisis. En este grupo podemos señalar a los muy ricos que a pesar de que pierdan riqueza, siguen teniendo la suficiente para no alterar su sistema de vida, pero también a todos aquellos que tienen sus ingresos blindados. Me refiero, de manera especial en España, a pensionistas y funcionarios.

Hay otros dos cuartos de la población, que representan la mitad del total, que sí se ven afectados por la crisis económica, pero que pueden hacerle frente apretándose el cinturón. Sus ingresos familiares disminuyen, por ejemplo, por la pérdida de un segundo sueldo, pero pueden seguir adelante con un reajuste, aunque severo, de sus patrones de vida y consumo, sobre todo si el Estado les asegura una prestación por desempleo y la gratuidad de servicios públicos esenciales como la sanidad y la educación.

Por último, otro cuarto es el que se ve golpeado de manera brutal por los efectos de la crisis, teniendo que cambiar su régimen de vida de manera drástica como consecuencia de la pérdida del empleo, a veces de la vivienda y de otros subsidios. Pueden ser trabajadores solos con más de cuarenta y cinco años, con baja cualificación profesional, u hogares con todos sus miembros en paro, o jóvenes con contratos temporales. Todos ellos corren serios riesgos de situarse por debajo del umbral de la pobreza salvo que puedan volver a vivir con sus padres, ya que la principal red social de solidaridad sigue siendo la familia.

A pesar de que las fluctuaciones cíclicas y las crisis constituyen una evidencia histórica, su realidad resulta algo muy incómodo para los economistas y no solo porque no sean capaces de predecirlas. Es incómodo, en primer lugar, porque rompen la belleza, la potencia explicativa y la perfección lógica de unos modelos teóricos sobre el funcionamiento de la economía que, a imagen y semejanza del paradigma científico de la época, la física de Newton, se

fundamentan en la existencia de un equilibrio o, cuanto menos, en la existencia de una fuerte tendencia en busca de dicho equilibrio económico.

No desprecien este asunto como menor o frívolo. Lo que podríamos llamar la corriente principal del análisis económico, la que se enseña en las universidades más prestigiosas, se fundamenta en unos pocos supuestos sobre el funcionamiento de los individuos y el libre intercambio entre los mismos, fruto del cual se alcanza un equilibrio general en todos los mercados de manera simultánea. Es la teoría del equilibrio general que fundamenta, por ejemplo, todas las propuestas de política económica neoliberales. Cuando se pide abaratar el despido, reducir el Estado, liberalizar los mercados o desregular, se hace con este modelo teórico en mente, pensando que si nos aproximamos a los supuestos del mismo, obtendremos también sus bondadosos resultados en forma de mercados que se ajustan perfectamente y que utilizando todos los recursos económicos, incluido el trabajo, de manera eficiente garantizan el mayor bienestar posible para todos.

Aunque las cosas que este modelo deja fuera son tantas y tan importantes (como la existencia del tiempo, del dinero, de economías de escala que hacen que las empresas tiendan a crecer o de efectos externos negativos, como la polución, o positivos, como la aglomeración) que, en realidad, es tan inútil como si los médicos actuales usaran como manual de actuación en la UVI de un Hospital el redactado por Servet, sigue siendo el principal punto de referencia teórico para los economistas. Este modelo es incompatible con la existencia de ciclos y de crisis. Su existencia es incompatible con el mismo por lo que, para muchos economistas defensores del libre mercado y sus bondades, directamente las crisis no existen o son debidas a fenómenos extraños, impredecibles y aleatorios.

Pero también son incómodas para quienes piensan en las crisis como algo propio del funcionamiento normal de la actividad económica. Algunos economistas han desarrollado teorías explicativas de las crisis como algo intrínseco al funcionamiento del

sistema económico, especialmente el capitalista basado en la propiedad privada de los medios de producción y el afán de obtener los mayores beneficios privados posibles.

Pero, incluso estos economistas, encuentran que cada crisis es distinta de las anteriores, que no hay una regularidad en los ciclos y que, por tanto, resulta muy difícil encontrar una explicación común a todas las crisis. No hay, por tanto, una explicación en forma de teoría única sobre los ciclos y las crisis. Dicho de otra manera, incluso los que reconocen su existencia y la consideran como algo que forma parte de la actividad económica normal, como el reverso oscuro de la fuerza, no saben explicarlas más allá de generalidades que impiden, por supuesto, predecirlas o combatirlas. Y si no contribuye a evitarlas o a reducir sus efectos negativos, ¿para qué sirve una teoría de las crisis que, en el mejor de los casos, solo sirve para una sola vez y cuando ya ha pasado?

Todas estas dificultades, más una cierta evidencia respecto a que no habíamos tenido crisis gordas durante más de una década, llevó a que algunos relevantes economistas estadounidenses anunciaran a finales de los años noventa del siglo pasado, el fin de los ciclos económicos y, por ende, de las crisis. Se argumentaba que la combinación de globalización económica, nuevas tecnologías y aprendizaje por parte de los responsables del manejo de la política económica, llevaba a que sabíamos gestionar las cosas de tal manera que los ciclos se atenuaban hasta casi desaparecer sustituidos por un crecimiento constante de la actividad económica.

De nuevo, algunos economistas, de manera especial quienes negaban sustancia a la realidad de las crisis y, en todo caso, defendían que no se debían a la lógica de funcionamiento del sistema sino a errores aleatorios, quisieron ordenar la realidad a sus prejuicios ideológicos, excluyendo de la misma todo aquello que se oponía a su defensa del capitalismo del mercado.

Así, dejaron fuera la existencia de importantes crisis en países del tercer mundo, como las hambrunas africanas, casi endémicas. Pero, además, dejaron sin explicación sistémica los siguientes

acontecimientos traumáticos para el sistema económico mundial: las crisis del sudeste asiático, que se llevó por delante a los cuatro dragones; las crisis de Rusia, Brasil y Turquía; la derivada del hundimiento del fondo financiero norteamericano LTCM y la conocida como burbuja de las *puntocom*. Para diez años, supuestamente sin ciclos y crisis, no está mal. Es verdad que todas ellas tuvieron efectos localizados y fueron superadas con cierta rapidez. Pero para quienes defendían que se había acabado con las crisis, no me negarán que éstas han resultado ser muy tozudas.

Parece, pues, más coherente con la evidencia reconocer y asumir que el sistema económico capitalista en el que vivimos solamente es capaz de avanzar y de crecer en medio de altibajos cíclicos que devienen en crisis económicas periódicas, aunque no sepamos muy bien ni su cadencia ni sus explicaciones generales, lo que nos restringe la capacidad de prevenir y prepararnos.

Que las crisis no son anomalías erráticas que alteran el estado normal de las cosas, como pueden ser los terremotos, sino algo tan normal y recurrente como la otra cara del crecimiento económico. Que aunque en ellas puedan darse fenómenos individuales de errores, avaricias o comportamientos codiciosos, lo relevante es reconocer que todo ello es posible porque hemos construido una estructura institucional que los permite, cuando no los estimula. Que si interiorizamos que los ciclos y las crisis son inevitables en nuestra sociedad, aunque no sepamos qué, cómo y cuándo se desencadenan, podremos actuar para paliar sus efectos negativos mediante reformas profundas de nuestras reglas de funcionamiento institucional.

Es cierto que si no hay dos crisis idénticas, las medidas que han resultado positivas para una no tienen por qué ser las mismas que ayuden en otra.

Pero como todas cursan con los mismos efectos, paro, pérdida de riqueza, bajo crecimiento, etc., hay cosas que son adecuadas para todas. Así, gracias a las reformas institucionales que se pusieron en pie para hacer frente a la crisis de los años treinta del

siglo pasado, la actual nos ha pillado con un seguro de desempleo, una regulación bancaria o una práctica de intervención pública que ha permitido que sus efectos hayan sido menos dañinos, social y económicamente, que si se hubiera producido en ausencia de los mismos. El reto será analizar los cambios institucionales que se deberán poner en marcha tras esta crisis para evitar que se repita en los mismos o parecidos términos.

5. La autonomía excesiva del crédito mundial crea burbujas especulativas

La crisis actual es muy distinta de todas las ocurridas en las últimas décadas. Incluso es diferente a la, hasta ahora, Gran Crisis con Depresión de hace setenta años. Hemos visto que la actual es la primera crisis globalizada, tanto en sentido geográfico como sectorial, y aunque su desencadenante ha sido financiero, sus efectos se han trasladado con rapidez al conjunto de la economía.

Quiero insistir, para entender lo ocurrido, en la importancia de las proporciones relativas. Dos gazpachos, uno exquisito y otro deleznable, pueden tener los mismos ingredientes, pero de diferente calidad y, sobre todo, combinados en proporciones distintas. Y quiero insistir porque producción, consumo, bolsas, comercio, crédito, bancos, etc., han existido siempre y han estado presentes en las explicaciones de las distintas crisis que la historia ha visto. Lo que hace diferentes a unas de otras es la manera en que todos estos elementos se interconectan y el contenido concreto de cada uno de ellos en cada momento.

Todos estamos de acuerdo en reconocer que la causa aparente de esta crisis ha sido la existencia de una descomunal burbuja especulativa en los mercados financieros. La mayor de que hayamos tenido conocimiento nunca en la historia. (¿La causa

última?) Para entender, de manera sencilla, lo que ha pasado, podemos utilizar unos esquemas simples que debemos, con perdón, a Carlos Marx.

En una economía de trueque, donde las mercancías y los servicios no se intercambian por dinero, sino por otras mercancías y servicios, podemos decir que la economía funciona de acuerdo al siguiente esquema: MS — MS. Cada persona que tiene algo que ofrecer y quiere algo, para mejorar su bienestar, debe estar dispuesto a intercambiar lo que posee, exactamente por lo que quiere. No piensen que este modo de funcionar corresponde solo a una sociedad atrasada. Es muy frecuente, hoy en día, encontrar economías de trueque o de intercambio, sobre todo de servicios, entre, por ejemplo, un dentista y su fontanero, básicamente para eludir impuestos. Tú me cambias el cuarto de baño y yo te arreglo los dientes. Pero, también, en pequeñas comunidades donde se recubre bajo la forma de intercambio de favores: te cuido el jardín y me recoges a los niños del colegio. Este modelo de actividad económica es muy limitado, si excluimos el universo del intercambio de regalos, y en este las crisis se presentan solo en la medida en que no encontremos lo que deseamos o no estemos dispuestos a emplear en estos el tiempo y los recursos necesarios. Tengo que decir que, para minimizar estos costes de búsqueda, las nuevas herramientas tecnológicas, como Internet, son insustituibles.

Con todo, estamos más acostumbrados a modelos en los que existe el dinero y se utiliza como mecanismo que facilita los intercambios al hacerlos menos laboriosos. Así, alguien intercambia (vende) su mercancía o su servicio a cambio de dinero que utiliza para comprar otras cosa que desea o necesita. Estaríamos en algo de este estilo: MS — D — MS. El uso del dinero en este sentido permite ampliar el espectro de los intercambios no sólo de manera espacial (es más fácil transportar lejos dinero para intercambiar, que melones) sino, y sobre todo, temporal: puedo vender ahora, y

comprar más adelante. Con ello se amplían las ventajas del intercambio, pero también la complejidad del mismo y los problemas.

Hace falta que haya dinero suficiente para la cantidad de MS que se intercambian (la relación entre estos dará lugar a los precios) y se pueden producir problemas si alguien decide vender, pero no comprar ahora, o no aquí, ya que si uno no compra significa que otro no vende. La introducción del dinero, permite pues ampliar las posibilidades de la producción y del intercambio y, a la vez, introduce los primeros riesgos de que surjan crisis por desajuste entre cantidades (de mercancías, servicios y dinero), lugares, o momento temporal de los intercambios que, no obstante, siguen regidos por el deseo de mejorar el bienestar de las personas permitiéndoles una mejor cobertura de sus necesidades.

La aparición del capitalismo, con la propiedad privada de los medios de producción y, sobre todo, con un esquema de incentivos para los agentes económicos que les lleva a maximizar sus beneficios como única regla de conducta económica, de nuevo complica las cosas añadiendo también a esa mayor complejidad, un avance sustancial sobre las posibilidades de creación de riqueza. El capitalista actúa con el siguiente esquema: $D - MS - D'$, donde D' es mayor que D . Acude con dinero al mercado y compra bienes o servicios, con el único objetivo de venderlos con un beneficio, es decir, salir con más dinero del que entró. Ya no compra lo que necesita, sino aquello que le vaya a proporcionar mayor beneficio, introduciendo así, por ejemplo, la posibilidad de especulación, siendo indiferente la mercancía sobre la que se efectúe, porque lo relevante es conseguir un D' mayor que el D inicial.

La lógica con que funciona el sistema económico cambia con la aparición del capitalismo, pasando del objetivo de producir e intercambiar para satisfacer las necesidades materiales de las personas, a un objetivo de maximización del beneficio monetario. Con ello, se introduce una ruptura abismal entre producción,

intercambio y dinero, adquiriendo este último una autonomía creciente respecto al resto de las variables del sistema en su conjunto.

Autonomía que se potencia cuando se perfeccionan, hasta casi el infinito, los mecanismos financieros del crédito que reducen, en la práctica, el esquema de funcionamiento de una parte importante del sistema económico a un mero intercambio D-D', donde el dinero deja de ser una mercancía más para convertirse en un demiurgo que funciona con independencia del resto, aun a riesgo de romper los equilibrios necesarios y precipitar la crisis.

Esto es, exactamente, lo que ha ocurrido en nuestros mercados financieros internacionales. La creciente autonomía del dinero, en sus múltiples formas y sustancias, le ha permitido reproducirse sin control, alejándose de la realidad de la producción de bienes y servicios convertidos en meros activos sin más valor que su capacidad de generar más dinero y creando burbujas especulativas que, al estallar, se han llevado por delante esa producción y ese intercambio del que se habían separado y olvidado.

6. Autonomía del dinero de casino

La función del sistema financiero es algo tan sencillo como intermediar, cobrando el servicio, entre quienes ahorran y quienes necesitan ese ahorro, permitiendo que todos obtengan un beneficio. Dejando al margen las bolsas de valores en las que solo las empresas acceden como demandantes de recursos a cambio de los cuales pagan dividendos o rendimientos, las entidades bancarias toman dinero prestado en depósito para, a su vez, prestarlo como crédito. Todo el sistema se fundamenta en la confianza. La confianza en que si deposito mis ahorros, estarán ahí cuando los necesite, la confianza en que si me conceden un crédito, lo devolveré.

Un sistema bancario moderno se rige por tres principios básicos: la cantidad total de dinero existente, cualquiera que sea la forma que adopte, tiene que guardar una cierta proporción con el volumen de mercancías y servicios a cuyo intercambio sirve. Esta relación no tiene que ser fija y algunos de los desajustes se corrigen mediante alteraciones del índice general de precios (inflación). Segundo principio, la cantidad máxima de crédito bancario creado tiene que guardar una proporción conocida y estable con los recursos con que el banco respalda dicho crédito para evitar que se asuman riesgos excesivos a los que no se pueda hacer frente si surgen problemas de impago. Tercero, existen reglas para garantizar el correcto funcionamiento de todo, supervisadas por el regulador del mercado de valores o por el banco central que, además, desempeña la función de prestamista de última instancia si todo lo anterior falla.

En las últimas décadas todo esto se ha visto profundamente alterado, con el resultado de que la intermediación financiera ha adquirido un elevado nivel de autonomía hasta llegar a convertirla en un sistema cerrado que volaba solo, aunque con algunas conexiones con el resto de la economía. Ello ha sido así por la confluencia acumulativa de un conjunto de factores fruto de decisiones políticas.

En primer lugar, la libertad de movimientos de capitales ha hecho surgir un mercado casi mundial de ahorro e inversión que no se corresponde con la misma libertad de circulación de las mercancías, los servicios o los trabajadores. Ese desequilibrio se traduce en que, por ejemplo, solamente en el período que va entre 1980 y 1996, si la producción de bienes y servicios mundiales creció un 2,5%, el comercio mundial lo hizo el doble, la inversión extranjera directa tres veces y el conjunto de intercambios transfronterizos de acciones, bonos y divisas, veinte veces más rápido.

En segundo lugar, la parte del sistema financiero internacional que más ha crecido en los últimos años es aquella vinculada a nuevos productos complejos, altamente sofisticados, cuyo riesgo es

imposible de evaluar, negociados además por intermediarios informales que actúan con menos transparencia y menos reglas que los bancos tradicionales o los mercados bursátiles. Solo como ejemplo, el mercado de los llamados instrumentos derivados sobre créditos, surgido en 2001, alcanzó seis años más tarde un volumen de 50 billones de dólares estadounidenses.

En tercer lugar, los incentivos con que funcionaban estos nuevos mercados, los convertía en propicios para el excesivo endeudamiento con creciente riesgo. En realidad no eran auténticos mercados ya que faltaban dos de los principales ingredientes de estos: transparencia en los precios e información sobre los riesgos. La relación con los clientes es bilateral, los intercambios entre operadores no dan lugar a precios conocidos, los gestores cobran en función del volumen negociado mediante productos que al trocearse y distribuirse combinados, reducen el riesgo para la entidad, incentivando que se endeude más para entrar en nuevas operaciones a menudo avaladas por informes favorables de agencias calificadoras de riesgos contratadas por los emisores del activo, es decir, con fuertes incentivos a favor de recomendar el producto a inversores desinformados.

En este tipo de transacciones, la valoración de los activos es muy difícil, el análisis de riesgos casi imposible, la opacidad muy elevada y todo depende de unos operadores motivados a hacer crecer el volumen de intercambios mediante la ingeniería financiera. Cuando surgen problemas, como ahora, y se interrumpen las transacciones, resulta imposible deshacer posiciones para recuperar liquidez e incluso conocer los riesgos asumidos y, por tanto, los préstamos con que ha funcionado la ruleta, son muy difíciles de devolver. Y como en el baile de la silla, siempre hay alguien que se queda de pie y resulta eliminado. Es decir, si los bancos regulares han participado mucho en estas actividades concediendo créditos, pueden verse en serias dificultades, que es exactamente lo que ha ocurrido en esta crisis.

7. Las burbujas en el cava, como en el capitalismo

Hyman P. Minsky (1919-1996) es el economista al que todos hemos recurrido para entender la actual crisis financiera desde una explicación teórica sobre cómo y por qué se forman las burbujas especulativas en el moderno capitalismo financiero. De fuertes convicciones keynesianas, el profesor Minsky estudió el funcionamiento de una economía monetaria sofisticada como la actual, partiendo de tres principios: que los mercados no se equilibran siempre, que debemos introducir el factor tiempo con sus diferentes expectativas sobre el futuro para entender el funcionamiento de la economía y que existe una relativa independencia entre la economía real y la financiera. A partir de ahí, elaboró lo que se conoce como la hipótesis de la Inestabilidad Inherente de los mercados financieros capitalistas, que intenta explicar los ciclos y las crisis recurrentes como algo intrínseco al sistema económico que hemos construido.

A partir de la constatación de que el recurso al crédito para financiar compras e inversiones es la manera más normal de funcionar hoy en día, tanto de las empresas como, incluso, de las familias, Minsky agrupa a los agentes económicos en tres unidades en función de su nivel de solvencia.

A aquellas unidades económicas (familias o empresas) que tienen ingresos corrientes de sobra para atender los compromisos de pagos derivados de la deuda, las llamaremos protegidas o cubiertas. A las que solo pueden asegurar con sus ingresos corrientes el pago de los intereses pero necesitan refinanciaciones periódicas de la deuda, las llamaremos especulativas, y aquellas otras que no pueden hacer frente ni a los intereses de la deuda serán llamadas fraudulentas o «Ponzi», en recuerdo del primer caso conocido de timador a gran escala con el fraude de la pirámide. Cuando en una economía predominan las unidades cubiertas, la salud financiera está garantizada.

La explicación de la inestabilidad intrínseca de Minsky dice que empezando por una situación sana, el juego de incentivos de una economía moderna lleva a que cada vez el grueso de las unidades presentes se vaya desplazando hasta que predominan las especulativas y las fraudulentas provocando, con ello, la quiebra financiera que puede, o no, acarrear una crisis económica global.

De manera sencilla la explicación sería la siguiente: partiendo de un nivel sostenible de endeudamiento garantizado por un predominio de unidades cubiertas, el tipo de interés desciende por alguna razón. Puede deberse a una política monetaria expansiva, a las innovaciones en los mercados de crédito, a la ampliación de la competencia internacional o, como ha sido el caso ahora, a una combinación de los tres elementos.

Con tipos de interés más bajos que las expectativas de beneficio, el endeudamiento tenderá a crecer. Cada vez más empresas y familias buscarán hacer negocio invirtiendo a crédito, seguros de que los beneficios generados por la inversión serán superiores a los costes de la deuda contraída. En el caso en que la inversión efectuada sea la compra de un activo (vivienda, títulos, acciones, etc.) que sea utilizado como la propia garantía del préstamo, las compras crecientes hacen que su valor aumente, separándose todavía más de los costes del endeudamiento y haciendo que cada vez más unidades entren en el esquema confiados en que la revalorización pasada será la mejor garantía de la revalorización futura. A partir del momento en que este esquema se generaliza y se concentra en activos negociables, estamos ante una burbuja especulativa como la que hemos vivido.

Para entender la «mentalidad burbuja» que se extiende generando estas situaciones, tiene que quedar claro que todos hacen negocio. Los que venden los activos a precios elevados y los que los compran, con expectativas de revalorización, con un crédito comparativamente barato. Pero el elemento crucial son las entidades financieras que obtienen beneficio al conceder estos créditos, al refinanciarlos si es necesario y, además, transfieren una

parte del riesgo al venderlos por paquetes como inversión a fondos de alto riesgo. Y ganan estos mismos fondos y bancos de inversión que ofrecen a sus clientes activos titulizados, en muchos casos garantizados y, casi siempre, avalados por un informe favorable de una sociedad de análisis de riesgos.

Todos estos factores, juntos, explican que el endeudamiento crezca de manera acelerada basado en su propia lógica autónoma, y con este el tamaño de la burbuja, haciendo entrar en la misma a unidades cada vez menos solventes, las que hemos llamado especulativas y las fraudulentas, que requieren refinanciaciones crecientes de sus deudas.

Pero llega un momento en que el proceso se detiene por alguna razón: las autoridades monetarias suben los tipos de interés de manera brusca para, por ejemplo, atajar temores de inflación o la propia burbuja, también puede que alguien empiece a darse cuenta de que la revalorización de los activos no puede continuar de manera indefinida y comience a vender para quedarse con todo el beneficio posible y otros lo imiten, o bien las entidades financieras adquieren riesgos tan excesivos que las autoridades de vigilancia les llaman la atención y el flujo de créditos y sus refinanciaciones empiezan a frenarse, subiendo el coste del endeudamiento.

Por cualquiera de esas razones, u otras de efecto similar, el precio de los activos frena su escala ascendente ante una demanda menos vigorosa y empieza a caer justo cuando los tipos de interés empiezan a crecer. En ese momento, conocido como momento Minsky, el pánico puede hacer mella en quienes están más al límite, en situación especulativa o fraudulenta, que se ven forzados a vender rápidamente los activos para hacer frente a las deudas que ahora se les reclaman, con lo que precipitan, todavía más, la caída de precios de los mismos.

El sistema financiero muestra entonces toda su fragilidad. Las entidades prestamistas se dan cuenta de la cantidad de clientes fraudulentos o especulativos que tienen, con lo que empiezan a frenar las concesiones de nuevos créditos, pero también las

renegociaciones de los antiguos y exigen su pronta devolución. Tenemos ya el esquema del crac financiero: el precio de los activos desciende de forma acelerada, la concesión de créditos se frena y las empresas endeudadas tienen serias dificultades para devolverlos, con lo que muchas irán a la quiebra, y aquellas entidades financieras que hayan participado con más ahínco y menor capacidad selectiva de clientes, tendrán serios problemas de morosidad, pérdidas y descapitalización.

Esta explicación endógena de la génesis y evolución de una burbuja que acaba en crisis financiera, no requiere que haya malvados, ni avariciosos, aunque no los excluye. Convierte a las burbujas especulativas en algo consustancial al capitalismo, como lo son las otras burbujas, las del gas hasta las del cava. Y tiene un gran potencial de explicación que ayuda a entender varios fenómenos históricos de manías y pánicos, pero, también, nuestra crisis actual. Con dos elementos añadidos que han agudizado, esta vez, las tendencias expuestas de manera sintética: la proliferación de innovaciones financieras en nuestro mundo globalizado y, en segundo lugar, los estímulos a la actuación de los gestores de las unidades intervinientes, incluidas las entidades financieras.

Aunque comenzando en los ochenta, y durante la década de los noventa del siglo pasado, un conjunto de circunstancias favorecieron la proliferación de grandes innovaciones en los mercados financieros mundiales. Una política monetaria restrictiva que mantenía altos los tipos de interés para combatir la inflación y financiar los tremendos déficits públicos existentes en Europa y Estados Unidos, empujó a los intermediarios financieros a aprovechar las ventajas de la globalización y de las nuevas tecnologías que giraban alrededor de la red, para desarrollar un amplio elenco de productos financieros muy sofisticados, pensados para diversificar el riesgo y ofrecer mecanismos de financiación y de inversión alternativos a los tradicionales de los bancos.

En un mundo con libertad de movimiento de capitales, proliferación de paraísos fiscales y grandes fondos de inversión y de pensiones convertidos en poderosos y activos agentes, aparecieron entidades financieras nuevas, algunas vinculadas a los grandes consorcios mundiales aunque sin consolidar balances con ellos, y otras nuevas del todo o con capital procedente de países emergentes, comercializando productos financieros garantizados con otros productos financieros o con el resultado futuro de algún acontecimiento (el precio del petróleo, o el valor del índice bursátil).

Fue ese capitalismo de casino el que hizo posible que el acceso al crédito, cuando se dieron las circunstancias oportunas, fuera prácticamente ilimitado, arrastrando al resto del sistema financiero a situaciones delicadas aprovechando una diferencia esencial: las entidades tradicionales estaban sometidas a regulación, control y supervisión por parte de las autoridades monetarias nacionales, mientras que el nuevo casino financiero internacional carecía de reglas y de control, como hemos visto, en parte, porque así se quiso por razones ideológicas de defensa del libre mercado.

En esas condiciones, cuando a finales de los noventa empezaron a remitir las tensiones inflacionistas, y con ellas a bajar los tipos de interés y, además, las autoridades monetarias hicieron frente a las crisis parciales que hemos señalado antes inyectando, con generosidad, liquidez en el sistema, los tipos de interés comenzaron a bajar iniciando el proceso de Minsky que acabamos de exponer.

Por otro lado, el capitalismo actual no solo tiene una parte importante en la que parece un casino. Tiene otra parte corporativa en la que, junto a accionistas cada vez menos decisivos, son los gestores quienes toman las grandes decisiones. Entre ellas, establecer una parte sustancial de sus sueldos en función no de los beneficios de la empresa, o del incremento de trabajadores o del cumplimiento de compromisos medioambientales o de medidas adoptadas para favorecer la igualdad de género en la corporación. No. En función del incremento del valor de la acción en los

mercados de cotización. Cuando descubrieron que, por tanto, ellos ganaban mucho dinero favoreciendo las revalorizaciones de las acciones corporativas mediante compras a crédito de las mismas, estaban puestas las bases de la burbuja, no solo inmobiliaria.

La experiencia histórica demuestra, además, que no sabemos, ni hemos aprendido, deshinchar las burbujas especulativas poco a poco. Estallan. Y con su estallido se llevan por delante lo que sea, en función del tamaño de la misma y de sus características, es decir, del tipo de activos que se hayan visto afectados y de la cantidad de unidades empresariales, financieras y familiares que se hayan visto involucradas. En nuestro caso, muchas. De hecho, casi todos. Por ello, el estallido de estas burbujas concomitantes está arrastrando al conjunto de la economía mundial hacia el abismo.

8. Endeudamiento excesivo y excesiva desigualdad de renta

En algún momento deberemos decir que esta crisis es de sobreendeudamiento. El vigoroso negocio surgido alrededor del crédito ha empujado a éste más allá de lo razonable desde el punto de vista de la seguridad. Dos datos, de entre todos los posibles, bastarán para entender las magnitudes del problema: la deuda de los hogares estadounidenses representaba en 1979 el 45% del PIB. En 2007, pasó a representar el 98%, mientras la deuda total equivalía al 350% del PIB. Visto desde el otro lado, el del ahorro, en los últimos treinta años la tasa de ahorro estadounidense ha pasado del 14% de sus ingresos netos a casi un -3% en 2005. Y podemos encontrar la misma intensidad y tendencia en todos los países desarrollados.

Vivir a crédito es una forma racional de adelantar en el tiempo el acceso y disfrute de determinados bienes y servicios. Las empresas solicitan créditos para realizar inversiones y casi nadie se compra la vivienda al contado. Pero siempre que se pide un préstamo hay dos riesgos simultáneos: por parte del deudor, no poder devolverlo y sufrir las correspondientes penalizaciones, y por parte del acreedor apuntar la correspondiente pérdida en sus balances, lo que reduce sus beneficios y su capital. A partir de ahí, el problema es mayor o menor dependiendo de la magnitud del riesgo y de la probabilidad de que ocurra.

La magnitud del endeudamiento la hemos visto: ha sido tremenda y creciente en los últimos años. Pero, además, se ha producido el efecto Minsky con una paulatina pérdida de calidad crediticia por parte de las nuevas unidades económicas que entraban en el esquema. Y esto tiene mucho que ver con otro fenómeno que ha corrido en paralelo a la burbuja: el incremento significativo de personas y familias, sobre todo en Estados Unidos, con rentas bajas o nulas como consecuencia de políticas económicas que han incrementado la desigualdad en la distribución de renta y riqueza. Los ricos eran cada vez más ricos y los pobres, cada vez más y más pobres.

Los créditos hipotecarios subprime o los préstamos concedidos a los llamados «ninjas», que quiere decir personas sin ingresos fijos, sin trabajo estable y sin activos propios, se han hecho famosos como origen y desencadenante de la crisis financiera conforme han empezado a crecer los impagos arrastrando a aquellas entidades financieras que estaban más relacionadas con este tipo de mercado.

Pero la cuestión se puede plantear al revés: el verdadero problema no es tanto el sobreendeudamiento de personas con escasa probabilidad de devolver esos préstamos, sino la gran cantidad de ellos que hay como consecuencia de la creciente desigualdad de renta y el aumento de los llamados trabajadores pobres, personas con trabajo pero que debido a la precariedad de

los mismos, sus bajos salarios y la necesidad de recurrir a sanidad, educación y pensiones privadas, los convierte en casi pobres con una muy baja capacidad adquisitiva.

Con los esquemas tradicionales siempre hay una parte de la sociedad excluida del crédito bancario razonable dado el elevado riesgo que conllevaría concedérselo. Pero cuando los excluidos son tantos que parece necesario contar con ellos, de alguna manera, en la sociedad consumista para que con su demanda contribuyan a mantener el crecimiento general y, además, la ingeniería financiera permite a las entidades financieras reducir los riesgos gracias al uso de derivados y otros títulos de inversión que se cargan sobre un activo que respalda el crédito, la vivienda, en aparente revalorización perpetua, están sentadas las bases para que ocurra lo que ha ocurrido, en un contexto de bajos tipos de interés.

La producción capitalista necesita mercados donde vender sus productos. Es decir, demanda que los compren. Y las políticas fiscales, salariales y sociales mantenidas en Estados Unidos a partir de la presidencia de Reagan y su revolución conservadora, con el breve paréntesis de Clinton, empobrecieron a una parte creciente de la sociedad norteamericana e inmigrante que, sin capacidad excedentaria para gastar o ahorrar de sus magros ingresos, se veían excluidas de la fiesta consumista que sostenía el largo período de crecimiento económico.

El crédito de alto riesgo concedido a estos grupos sociales compensaba, así, la escasez de ingresos que deberían proporcionarles unos trabajos dignamente retribuidos. Y los convertía en consumidores hoy, aunque con ello fueran incubando las bases del desastre posterior. Con otro tipo de políticas de rentas, fiscales y sociales dirigidas a reequilibrar las desigualdades, una buena parte de esos amplios colectivos de clases medias trabajadoras no se verían tan necesitados de recurrir al endeudamiento para mantener unos patrones tradicionales de consumo, o lo harían con mayor capacidad para hacer frente a sus

obligaciones crediticias. Por eso, las políticas que incrementan de manera excesiva las desigualdades de renta y de riqueza se pueden considerar, también, entre las razones de esta crisis.

9. De las crisis aprende, el que quiere

De toda crisis se puede aprender algo. La Gran Depresión del siglo pasado así como la actual Gran Recesión, nos han permitido aprender muchas cosas, de las que destacaría dos: que el comportamiento económico del Estado es distinto al de las familias y que la racionalidad económica que se les supone a las personas en situaciones normales se altera drásticamente en circunstancias extremas pero recurrentes, dando lugar a los auges con sus ocasionales burbujas especulativas, así como a las recesiones, con la crisis como expresión del tránsito de un estado anímico a otro. En esos casos, esa lógica diferencial con que actúa el Estado se convierte en elemento beneficioso clave para la colectividad.

Cuando en septiembre de 2008 se dejó quebrar Lehman Brothers, vivimos, durante unas horas, al borde de una catástrofe económica mundial que puso en evidencia los peligros de dejar que el mercado, por sí solo, encontrara una salida aceptable a la crisis financiera. Si uno de los primeros bancos del mundo, que contaba con parabienes de todas las agencias internacionales de calificación de riesgos y estaba gestionado por profesionales que cobraban por ello varios millones de euros al año, no podía resistir el vendaval desatado por las hipotecas subprimes, ¿qué no les pasaría a los demás?

La desconfianza fue el fantasma que recorrió el mundo esos días amenazando con una retirada de fondos por parte de clientes asustados que se hubiera llevado por delante el modelo económico como lo conocemos hoy en día. Luego, la sequía de créditos practicada por las entidades financieras para hacer frente a sus propios problemas de balances, vino a agudizar los temores

iniciándose un círculo infernal que cuestionaba tres cosas: que hubiera liquidez suficiente para hacer frente a todas las necesidades; que hubiera solvencia para respaldar los compromisos adquiridos y, por último, que hubiera la confianza necesaria en un modelo desregulado que había conducido las cosas hasta ese punto dramático. En ese momento, cuando la desconfianza de las familias y empresas respecto al sistema financiero privado era máxima, solo la garantía del Estado introdujo algo de tranquilidad. Liquidez infinita por parte de los bancos centrales acompañada de avales públicos a depósitos y créditos, respaldando a los fondos privados, fue la solución estabilizadora a la que todos los países nos acogimos. Que la confianza en las instituciones colectivas supiera la pérdida de confianza en las privadas fue posible precisamente porque la lógica de funcionamiento del Estado es distinta de la privada y su papel social diferente.

Lo mismo ocurre cuando el temor, la incertidumbre, la inseguridad en el futuro son tan intensos que paralizan las decisiones privadas. Si las empresas no invierten ni las familias consumen, la economía entra en recesión. Solamente la actuación del Estado, con sus inversiones y sus compras, hechas desde una responsabilidad social diferente, puede ayudar a superar la situación mediante los sucesivos planes de apoyo y reactivación puestos en marcha aun a riesgo de tener que incurrir en fuerte endeudamiento presupuestario.

Si cuando falla lo privado, el mercado, recurrimos al Estado, a lo público es, precisamente, porque no actúan igual, ni con la misma lógica ni con la misma responsabilidad social. Por eso, cuando todavía hoy oímos a algunos decir aquello de: «El Gobierno tiene que hacer como un buen padre de familia...», digamos ¡no!, ¡afortunadamente, no! Sus lógicas son complementarias, e incluso, a veces antagónicas. Tiene que haber un espacio para lo público y otro para lo privado y un momento para que cada uno de ellos lidere

desde la hegemonía, aunque nunca excluyente, porque de las crisis en las que nos suele meter recurrentemente lo privado, acaba sacándonos lo público.

El espacio decisivo de lo público se articula mediante las administraciones que vertebran a los países. Obligadas a coordinarse internacionalmente en foros como el G-20 y a actuar, cuando son multinivel como en España, de manera consensuada como si fueran una, respetando sus competencias y responsabilidades propias. Ante la importancia de lo público, sobre todo en las crisis económicas, es una grave irresponsabilidad anteponer intereses de confrontación partidista a la necesaria cooperación institucional, poniendo más empeño en señalar culpables que en ofrecer soluciones ante los problemas. Si cuando falla la confianza en lo privado, ponemos en cuestión, también, lo público, perdemos todos, menos los antisistemas.

Las diferencias entre la lógica pública y la privada deben mantenerse y notarse también, incluso sin crisis. Así, desde lo público no se debe incentivar comportamientos de simple apropiación privada de riqueza colectiva o de depredación de bienes comunes. La experiencia del *boom* inmobiliario en nuestra comunidad en estos años, denunciada por el Parlamento Europeo, es un ejemplo de lo que no debe hacerse. Frente al empuje de una parte del sector privado siguiendo una lógica de beneficio a toda costa y por toda la costa, el sector público no puede situarse en connivencia, ni mucho menos dejarse «convencer» mediante operaciones, a veces, de dudosa moralidad. Cualquier sistema institucional que permita y favorezca ese comportamiento no solo estará incumpliendo sus obligaciones frente al conjunto de la sociedad sino que estará favoreciendo la aparición de burbujas especulativas que estallan en la cara de todos.

Y, por el mismo principio de separación entre la lógica pública y privada, debemos exigir a los gestores de lo público, los políticos, que aprovechen las ventajas de actuar desde unos principios distintos a los privados, para contrarrestar auges y recesiones con

medidas anticíclicas que coloquen el énfasis en el sistema en su conjunto a medio y largo plazo frente a la tendencia más a corto plazo de lo privado. Esto se tiene que mostrar en la atención pública prioritaria a los problemas de la investigación, la educación o la sostenibilidad energética y medioambiental del modelo de crecimiento, que requieren acuerdos institucionales estables más allá de los términos reducidos de las legislaturas. En suma, revalorizar la importancia de lo público, incluyendo los impuestos, haciendo política de otra forma, sería una de las principales lecciones útiles de esta crisis. Así sea.

Contra la corriente

Lorenzo Bernaldo de Quirós

La crisis se ha convertido en un pliego de cargos contra el capitalismo liberal, economía de libre mercado, o como quiera definirse al sistema basado en la propiedad privada de los medios de producción y en el cual los poderes del Estado se limitan a proteger los derechos individuales, garantizar el imperio de la ley, asegurar el cumplimiento de los contratos, suministrar bienes públicos y establecer una red mínima de seguridad para aquellas personas que, víctimas de infortunio, sean incapaces de valerse por sí mismas o de adquirir en el mercado determinados bienes y servicios. Guste o no, ese marco institucional ha mostrado ser el instrumento más poderoso descubierto por el hombre para extender el progreso y el bienestar. Este es un hecho avalado por una abrumadora evidencia empírica y conviene no olvidarlo cuando, so pretexto de combatir la crisis, los intervencionistas de todos los partidos y de todos los gobiernos pretenden introducir medidas cuya universalización sólo serviría para reducir el nivel de vida de millones de personas en todo el mundo.

La izquierda socialista que profetizó durante más de un siglo el inevitable colapso del capitalismo, víctima de sus «contradicciones internas», creyó reivindicados sus negros augurios en el verano de 2007. Así reaccionó también ante la crisis asiática del bienio 1997-1998 y volverá a hacerlo cuando surja la ocasión. Por su parte, un sector de la derecha conservadora reclamó el final de la tiranía de

los mercados a los que siempre ha considerado una amenaza para el statu quo, una fuerza de cambio revolucionaria, hostil a muchos o a algunos de sus valores tradicionales. Desde ambas posturas se demanda la expansión de las funciones del gobierno, la elevación de los impuestos y de las regulaciones, la erección de barreras proteccionistas... Este común enfoque estatista parte de una falsedad inicial, la supuesta hegemonía universal del capitalismo liberal cuyo «fracaso» exigiría buscarle una alternativa o someterle a una severa vigilancia para evitar el caos desencadenado por su incontrolado y salvaje funcionamiento. Sin embargo, esto no es así...

De entrada, los países más cercanos al ideal teórico del capitalismo liberal son aquellos que gozan de un mayor PIB per cápita y de niveles de bienestar social más altos. Al mismo tiempo, la extensión del mercado, la protección de los derechos de propiedad, el libre comercio, etc. han sido las causas determinantes del espectacular desarrollo experimentado por países pobres o muy pobres hace tan solo unas décadas como lo eran Japón, Corea del Sur, China, India, Chile, España, Irlanda, etc. Sin el abandono total o parcial del socialismo y sin la introducción de reformas de inspiración liberal hubiese sido imposible y resultaría inexplicable la brutal caída de la pobreza a escala mundial experimentada en los últimos treinta años, la mayor registrada en la historia de la Humanidad. Ante esta simple realidad, las descalificaciones lanzadas contra el sistema de libre empresa constituyen un insulto a la inteligencia. Cuando se escriba la crónica de estos años con una cierta perspectiva, las noticias que han acaparado las páginas de los medios de comunicación desde el inicio de la crisis ocuparán una nota a pie de página frente al dato de los cientos de millones de personas sacadas de la miseria por la libertad económica.

Los momentos de turbulencia son un fértil terreno para el florecimiento de mitos legitimadores de la ampliación del poder del Estado. Los actuales no son una excepción y la nueva mitología se encarna en una visión sesgada de los Gloriosos Treinta, el período

que transcurre entre 1945 y 1973 a la que se asigna el dudoso subtítulo de era dorada del keynesianismo. De este modo se sugiere que fue el abandono de esa filosofía el origen de los males actuales. Con independencia de que esa tesis deja de lado el vigoroso crecimiento registrado por la economía mundial en las últimas dos décadas y media, su núcleo central constituye una monumental falacia. Hasta finales de los años sesenta y principios de los setenta del siglo xx, los gobiernos de los países occidentales mantuvieron a raya el gasto público, cerraron sus presupuestos en equilibrio o con superávit y tuvieron una tasa de inflación estable y baja. La ortodoxia macroeconómica fue la tónica dominante en la mayoría de los Estados de la OCDE en esa época. Ese panorama empezó a cambiar cuando la Administración Johnson en Estados Unidos financió de manera inflacionaria la guerra de Vietnam y se quebró cuando, ante el choque petrolífero de 1973, las autoridades de casi todas las economías desarrolladas, con Norteamérica a la cabeza, pusieron en marcha acciones monetarias y fiscales expansivas para combatir la crisis, con un resultado: la *estanflación*, esto es, la combinación de una inflación creciente con un crecimiento declinante.

Desde comienzos de los años ochenta del siglo pasado han sido las economías con mayor presencia del Estado las que han funcionado peor. Los campeones europeos del estatismo, Francia e Italia, han experimentado un proceso de decadencia económica relativa y absoluta frente a quienes adoptaron estrategias pro-mercado, como España e Irlanda, en la década de los noventa de esa centuria; lo mismo cabe afirmar de las repúblicas bálticas frente a otras antiguas economías de planificación central cuyo impulso reformista ha sido menor. Esas comparaciones son aplicables a todas las regiones del mundo, de Asia a Latinoamérica. Incluso en África, el continente olvidado, los Estados más orientados al mercado, Mauricio, Zambia, Benín, Botsuana o Sudáfrica, han escapado de la postración, de la trampa de la miseria que afecta a la mayor parte de esa zona. La globalización ha sido un juego de

suma positiva para quienes han participado en él, sobre todo para los países menos desarrollados cuya integración en la economía mundial les ha abierto el camino de la prosperidad.

Por todo ello, identificar la crisis iniciada en 2007 como la expresión de los excesos del neoliberalismo imperante en la escena global es una afirmación errónea, por no decir una grosera manipulación. La denominada «revolución neoliberal» abanderada por Ronald Reagan en Estados Unidos y por Margaret Thatcher fue la respuesta a la *estanflación* generada por la aplicación de un keynesianismo rampante y de un intervencionismo abrumador en los mercados. Si bien las políticas inspiradas en su ideario lograron frenar la deriva estatista de algunas de las economías desarrolladas y en vías de desarrollo, no consiguieron reducir de manera sustancial el peso del Estado ni mucho menos hacerle retroceder en el grueso de los países de la OCDE. Así, por ejemplo, en Estados Unidos y en Gran Bretaña los grandes programas del Estado del bienestar se han mantenido casi en su integridad. A comienzos del siglo XXI, el gasto público y la presión fiscal son mayores que en 1970 en todos los países desarrollados. Fuera del mundo anglosajón, en el resto de las sociedades avanzadas, la incidencia práctica del «neoliberalismo», término vacío de contenido salvo que se le equipare al liberalismo clásico, fue y es marginal. A la hora de la verdad, la deslegitimación teórica y filosófica de los socialismos se redujo a la introducción de algunas reparaciones o arreglos en el aparato socialdemócrata imperante y a frenar temporalmente el ritmo de progresión del estatismo.

La exitosa resistencia al cambio del social-estatismo, su invulnerabilidad a sus propios fracasos y su capacidad de contraatacar cuando atisba la ocasión de hacerlo se debe a la enorme influencia de ese triángulo de hierro de beneficiarios/buscadores de rentas, burócratas y políticos oferentes de ellas, que impulsaron el aumento de la esfera de actuación del Estado en el pasado. Esa coalición de intereses, definida por Milton y Rose Friedman como la «tiranía del statu quo», busca

mantenerlas y ampliarlas en la actualidad. Por añadidura, esa base sociológica refractaria al cambio, defensora de sus privilegios ha gozado del soporte de una poderosa fuerza intelectual y mediática. Desmoralizada y a la defensiva tras el desplome del comunismo y el descrédito del social-estatismo keynesiano resucita ahora ante el aparente desplome de un capitalismo liberal cuyo predominio ha sido puramente virtual, un brillante ejercicio de propaganda por parte de sus adversarios. Pero ¿es cierta la tesis de que el sistema de libre empresa tiene una tendencia estructural a desestabilizarse?

Los ciclos económicos experimentados a lo largo del último siglo y medio han tenido un comportamiento muy distinto al sugerido por los sesudos e intuitivos debeladores del capitalismo competitivo. Si se contempla el espacio temporal que transcurre desde 1870, es posible extraer algunas conclusiones interesantes y contrarias a las tesis antiliberales en boga. El período de mayor estabilidad económico-financiera mundial corresponde al de la hegemonía del liberalismo clásico (1870-1914), definido por una reducida presencia del Estado en la economía, por la extensión del libre comercio, por el patrón oro y por la protección internacional de los derechos de propiedad; la época de mayor inestabilidad comprende la etapa de entreguerras (1919-1939), caracterizada por el auge del colectivismo y del nacionalismo económico. Por último, la volatilidad cíclica de la «idílica» era inaugurada por el acuerdo de Bretton Woods (1945-1971) fue inferior a la anterior a la Segunda Guerra Mundial pero superior a la existente desde el estallido de ese arreglo monetario-cambiario-comercial hasta la crisis de 2007.

La ola anticapitalista desatada desde el verano de ese año refleja también la denominada *Falacia del Nirvana* formulada por Harold Demsetz; esto es, si el funcionamiento de la economía se aparta del óptimo teórico definido en los libros de texto, se está ante un «fallo de mercado» y el gobierno ha de intervenir para corregirlo. Sin embargo no se aplica ese mismo baremo para contrastar la posición socialista o intervencionista cuyas desagradables realidades y fracasos nunca les afectaban ni les afectan porque

eran/son perversiones de su verdadero ideal. Pero qué sucede cuando la injerencia del Estado en los mercados o los errores de política económica son las causas de esos «fallos». En gran medida, la crisis de 2007 fue el resultado de dos elementos: de una mala, no de una insuficiente, regulación y de una pésima política monetaria. Desde esta perspectiva, los problemas del presente son la consecuencia directa e inevitable de un «fallo de Estado» que distorsionó el correcto funcionamiento de las fuerzas del mercado y amplificó en lugar de reducir el impacto de la crisis.

Si la alternativa a la economía mixta dominante consiste en aumentar todavía más su componente estatista, las crisis se volverán a repetir y serán de mayor intensidad, salvo que la «refundación del capitalismo», preconizada por algunos estatistas de izquierdas y de derechas, lleve a su sustitución por un modelo absolutamente dirigido. No existe una tercera vía entre el capitalismo y la planificación. La historia lo demuestra con una persistente tozudez. Las economías mixtas son estructuralmente inestables. O domina el mercado o lo hace el Estado. En las décadas posteriores a los *shocks* petrolíferos de los setenta, una moderada dosis de liberalismo logró revitalizar el mortecino modelo estatista vigente en la mayor parte del mundo y proporcionarle un balón de oxígeno. Ahora, una inyección adicional de estatismo en la estructura de unas economías ya muy intervenidas solo logrará destruir o debilitar los mecanismos que hacen posible el crecimiento y la generación de riqueza producidos por esa «increíble máquina de fabricar el pan» a la que se conoce por sistema de libertad económica. Por eso hay que enterrar la economía mixta y «fundar» el capitalismo, ese ideal desconocido como escribió Ayn Rand.

El mundo en crisis

1. Es el dinero, estúpido... o cómo la Reserva Federal causó la Gran Recesión

Ni la Gran Recesión fue algo que ha ocurrido «porque sí» ni empezó en el verano de 2007. Sus cimientos fueron puestos varios años antes. En concreto, la política desplegada por la Reserva Federal norteamericana en el período 2001-2005 bastaría para explicar el desarrollo de un ciclo expansivo insostenible condenado a terminar de un modo abrupto. Si la prolongación de la larga fase de bonanza registrada por la economía mundial ha sido la consecuencia directa de un excesivo crecimiento del crédito, generado por el mantenimiento de unos tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, su término era inevitable cuando las condiciones monetario-financieras cambiasen; es decir, cuando la época de dinero fácil y barato tocase a su fin. Esta instantánea resume de una manera muy simplificada cuál es el origen de la mayor debacle experimentada por la economía mundial desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Para comprender la dinámica del auge-recesión y sus implicaciones es básico analizar cómo se incuban y desatan las fluctuaciones económicas. Si el lector tiene algo de paciencia, entenderá las claves de ese enigma.

El tipo de interés es el puente entre el presente y el futuro. Es el precio que equilibra el ahorro y la inversión. Constituye el mecanismo en virtud del cual se determina qué recursos se asignan

a producir bienes de capital para cubrir las necesidades de mañana y cuáles se aplican a la fabricación de bienes para el consumo de hoy. Si la tasa de interés es baja, eso supone que la gente está dispuesta a posponer el consumo inmediato en aras de un mayor beneficio futuro. Deja de ir al Caribe o de comprarse una televisión nueva para ahorrar y adquirir una casa en la playa dentro de diez años. En vez de gastar su dinero, lo meten en el banco donde queda a disposición de los empresarios. Si es alta, eso significa que los individuos y/o las familias prefieren consumir más ahora y para alterar esa decisión exigen una rentabilidad muy elevada. En el primer supuesto, las compañías tienen incentivos para invertir en bienes de capital que permitirán producir más y mejores bienes de consumo porque llegado ese instante habrá gente con capacidad para adquirirlos cuando salgan al mercado; en el segundo, la inversión será menor y, por tanto, el consumo posterior también. El ahorro voluntario determina así el potencial de crecimiento de la economía, esto es, la máxima producción posible dados los recursos y la tecnología existentes en un momento determinado y, por tanto, el compatible con el equilibrio interno y con el exterior.

Sin embargo, los gobiernos, con la ayuda de los bancos centrales, pretenden sortear esa desagradable restricción y buscan atajos hacia la prosperidad. Uno de ellos consiste en reducir artificialmente el precio del dinero y facilitar el crédito sin límite para estimular la economía. El término «artificial» se refiere a que la tasa de interés no es la que determina el ahorro voluntario, las preferencias de los individuos, sino la fijada por una expansión crediticia discrecional impulsada por el instituto emisor. De este modo parece posible tomar la senda del progreso sin necesidad de ahorrar. Por desgracia, eso es imposible o, mejor, insostenible. Sobre este punto central coinciden dos corrientes del pensamiento económico, la monetarista y la austriaca. Para ellas, el dinero desempeña el papel central en los procesos de auge-recesión. Aunque los puristas de ambas escuelas suelen enfatizar y ampliar

sus diferencias, sus análisis son mucho más complementarios de lo que a simple vista parecen. Por añadidura ilustran con bastante exactitud las causas primeras de la Gran Recesión.

En el esquema monetarista tradicional, el desequilibrio monetario, valga la redundancia, solamente tiene efectos sobre la economía real en el corto plazo, mientras en el medio y en el largo los tiene sobre el nivel general de precios, esto es, sobre la inflación. Cuando el banco central incrementa la oferta monetaria, la gente tiene más dinero en el bolsillo e incrementa su gasto, lo que hace aumentar «todas las demandas». La gente consume más y esto induce un aumento de la demanda de bienes de inversión y del empleo. Sucede así porque los empresarios y los trabajadores no son capaces de distinguir a priori si el crecimiento de la demanda es real o es el resultado del aumento del circulante. Tienen una información incompleta, creen que se ha producido un cambio en los precios relativos y reaccionan ante él aumentando la oferta de trabajo y la producción.

Mientras dura ese espejismo, la economía crece por encima de su potencial pero, a partir de ese momento, la presión de la demanda empieza a traducirse en presiones inflacionarias. Hay más dinero que bienes para un nivel de precios dado. Cuando esto sucede, el banco central se ve obligado a elevar los tipos de interés y la economía se contrae para después retornar a su potencial. Si la desviación de este fue muy grande, el posterior movimiento corrector también lo será. De acuerdo con este enfoque, las profundas recesiones suelen verse continuadas por fuertes recuperaciones y a la inversa. La rapidez con la que se produzca ese ajuste reequilibrador dependerá de la rigidez o flexibilidad de la economía. Ese mecanismo autorregulador solamente se interrumpirá si el banco central se equivoca, esto es, si permite una contracción excesiva de la circulación fiduciaria (metálico y sus equivalentes como los depósitos bancarios) cuando el *boom*

inflacionario ha comenzado a desinflarse. Si ocurre esto, la fase recesiva se acentúa e incluso puede degenerar en una depresión como sucedió en la década de los años treinta del siglo xx.¹

La visión austriaca del ciclo² completa y mejora la del monetarismo. Si bien ha estado sepultada durante años por la ortodoxia dominante, es menospreciada por quienes consideran imposible hacer economía sin complejas fórmulas matemáticas y su lenguaje no es el tradicionalmente usado por los profesionales de la «ciencia lúgubre», la crisis la ha vuelto a poner de actualidad porque retrata con una extraordinaria lucidez lo ocurrido. En el marco teórico de la Escuela Austriaca, la recesión es también el resultado inexorable de una expansión monetaria artificial previa, pero su impacto es profundo y duradero porque el desequilibrio se traduce no sólo, ni principalmente, en un aumento del nivel general de precios cuya disminución bastaría para devolver con relativa rapidez la economía a su potencial, sino en una distorsión de los precios relativos que conduce a una mala asignación de los recursos. Se produce un desajuste microeconómico entre la capacidad productiva de la economía y los planes de gasto intertemporal de los consumidores. Esto conduce a una fase recesiva que pone de relieve esa inconsistencia. ¿Cómo se incubaba la crisis?

Los empresarios interpretan el descenso del tipo de interés como una señal de que los hogares están dispuestos a renunciar a consumo presente por consumo futuro. En consecuencia, se embarcan en proyectos de inversión para los que no existirá demanda cuando estén disponibles en el mercado. En otras palabras, la inversión financiada con el crédito artificial creado por la banca no tiene contrapartida en la disposición de la gente a ahorrar, es decir, a posponer su consumo. El tipo de interés ha descendido por decisión «política», no porque la gente desee elevar su tasa de ahorro. Esto implica que la demanda de bienes de consumo no ha caído y, por tanto, los empresarios del sector de bienes de equipo deberán ofrecer mayores remuneraciones para atraer recursos productivos procedentes del de bienes de consumo.

Si ese desplazamiento tiene éxito, la combinación de una demanda estable de bienes de consumo con una caída de su oferta provocará una elevación del precio de los primeros. Este movimiento se verá acentuado por dos factores adicionales. Por un lado, los trabajadores que se desplazaron del sector de bienes de consumo al de bienes de capital lo hicieron porque los salarios en este eran más altos, lo que les permitirá consumir más. Por otro, el alza de los precios se acelerará cuando los empleados de uno y otro sector exijan aumentos salariales para compensar los que se están produciendo en los precios de los bienes de consumo. Ante este panorama, los tipos de interés subirán, lo que unido a los mayores costes laborales derivados de la anterior espiral precios-salarios colocará a muchas empresas en una posición muy delicada. Los negocios en los que invirtieron porque los tipos de interés estaban en mínimos son inviables cuando el precio del dinero aumenta o se sitúa en los niveles necesarios para equilibrar el ahorro y la inversión. En este contexto, las quiebras empresariales se disparan, el paro se acelera, los ingresos de los hogares caen, etc.

La excursión teórica realizada hasta el momento parecería tener un fallo evidente para cualquier observador objetivo. «Es imposible considerar la Gran Recesión como el resultado de una expansión monetario-crediticia insostenible cuando no se ha producido un aumento sustancial de la inflación durante el dilatado período de crecimiento experimentado por la economía mundial y, sobre todo, por la de los países desarrollados.» Durante años, los agregados monetarios y el crédito han crecido por encima del PIB en la mayor parte de las economías avanzadas y, sin embargo, la hidra inflacionaria no ha aparecido por ningún lugar. En Estados Unidos, por ejemplo, la M2³ se incrementó un 8% entre 2001 y 2003 y el precio del dinero cayó del 6,25% en 2001 hasta llegar al 1% a mediados de 2004. El tipo de interés real fue negativo durante dos años y medio... A pesar de eso, el IPC no se disparó. ¿Cuál es el porqué de esa aparente contradicción? ¿No decía Friedman que la inflación era siempre y en todas partes un fenómeno monetario?

De entrada, los desequilibrios económico-financieros pueden nacer y desarrollarse, y así ha sucedido, en países con baja inflación. En 1986, 1987 y 1988, el IPC japonés apuntó un crecimiento cero. Solamente en 1990 se elevó hasta el 3,9%, un dato no calificable de peligroso, inquietante o desestabilizador. En contraste, el precio de las acciones se triplicó entre 1985 y 1990. En Estados Unidos, la inflación cayó un 10% entre 1925 y 1930 mientras el crédito y el precio de los activos mantuvo una trayectoria alcista imparable hasta su desplome en 1929. Los ejemplos son innumerables y, desde luego, son aplicables a los *booms* registrados por países como los Estados Unidos de la precrisis, a la Irlanda de los años noventa del siglo pasado y el primer quinquenio del XXI o a la España de ese mismo espacio temporal. En suma, la coexistencia de un crecimiento insostenible en los mercados de crédito y en los de activos con una tasa de inflación baja e incluso declinante es perfectamente posible. El precio de las acciones o de la vivienda es el termómetro que refleja que algo no va bien. ¿Cómo se entiende esta aparente paradoja?

La estabilidad de los precios de los bienes de consumo no supone la de la economía. En un escenario de crecimiento, una política monetaria cuyo objetivo sea estabilizar el IPC puede distorsionar la asignación correcta de los recursos en la línea descrita en los párrafos anteriores. Recuértese que eso es factible si el banco central hace que las tasas de interés caigan por debajo del nivel que establecería el mercado si el banco central emisor no las hubiese reducido de manera artificial. En este caso, el precio de los activos de larga vida, como los bienes de capital o las viviendas, se mueven inversamente a como lo hace el precio del dinero. Esto significa que cuanto menor sea este, mayor será el valor de aquellos y viceversa. En suma, la búsqueda de un nivel de precios estable, simbolizado por el IPC, no tiene por qué reflejar el verdadero tono expansivo, restrictivo o neutral de la actuación del banco emisor y, por tanto, originar burbujas de activos.

Por añadidura, la ausencia de tensiones inflacionistas visibles, esto es, las manifestadas a través de un aumento de los precios de consumo, no tiene por qué aflorar en presencia de un intenso incremento de la productividad inducido por el progreso tecnológico. Así sucedió en Estados Unidos durante los años veinte de la pasada centuria y ha vuelto a ocurrir a partir de la segunda mitad de la década de los noventa. Esto significa que, si la oferta monetaria se hubiese mantenido constante, el nivel general de precios hubiese descendido en lugar de aumentar en esos dos períodos. Como eso no pasó, es sencillo deducir que la política del banco central era demasiado laxa. Eso explica también por qué la expansión monetario-crediticia impulsada por la Reserva Federal se tradujo en un espectacular incremento del precio de los activos bursátiles e inmobiliarios en ambas épocas, en los felices veinte y en los alegres noventa.

En apoyo del planteamiento anterior es útil recurrir a la denominada regla de Taylor. Esta norma es una aproximación sensata para saber cuál es el tipo de interés compatible con unos precios estables y evitar que la producción y el empleo experimenten grandes fluctuaciones. De acuerdo con aquella, el tipo real de interés —tipo nominal menos la inflación— es igual a un 2% cuando la inflación es del 2% y el PIB se encuentra en su potencial. Por cada punto porcentual en que aumenta la inflación por encima del 2%, el tipo real de interés lo hace un 0,5%; por cada punto en que el PIB real disminuye por debajo de su tasa natural, el tipo real cae un 0,5%. De acuerdo con este sencillo parámetro, las tasas de interés deberían haber crecido en Estados Unidos del 2 al 5% en el período 2001-2005 en lugar de estabilizarse en los contornos del 2% hasta mediados de 2004. En este caso, las burbujas de activos quizá no hubiesen sido eliminadas en su totalidad pero, en cualquier caso, hubiesen tenido una dimensión muy inferior y, en consecuencia, el colapso financiero desencadenado por su pinchazo no se habría producido o su intensidad y dimensión hubiese sido menor.

Tres elementos adicionales contribuyeron a mantener a raya el IPC norteamericano en los tiempos de la precrisis. En primer lugar, la globalización; los consumidores estadounidenses accedieron a las importaciones baratas procedentes de los países emergentes con bajos costes laborales, en especial de China. Ello ayudó a disminuir la presión de la demanda interna sobre el sector de bienes de consumo norteamericano. En segundo lugar, la inversión exterior se centró en la adquisición de activos financieros e inmobiliarios, lo que ayudó a no elevar el IPC pero sí alimentó la burbuja en el mercado de activos. La mezcla de esos factores atenuó las presiones inflacionarias derivadas de la actuación de la FED de Greenspan. En tercer lugar, las políticas de oferta introducidas desde la era Reagan elevaron el potencial de crecimiento y de este modo debilitaron el impacto inflacionario de la actuación realizada por el instituto emisor.

Algunos autores han sostenido que el dinero barato de la etapa 2001 y 2004 fue el resultado de factores globales que escapaban al control de las autoridades monetarias. Esta tesis resulta atractiva y parece plausible si se tiene en cuenta que los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron en niveles muy reducidos aun después de que las tasas a corto comenzaron a incrementarse. ¿Cómo se explica esa dicotomía? Por la existencia de un exceso de ahorro global. Por desgracia, este enfoque no tiene sustrato empírico demasiado poderoso. Los datos del FMI muestran que la tasa de ahorro mundial fue muy baja en el período 2002-2004, sobre todo en comparación con la registrada en los años setenta y ochenta del siglo xx.⁴ Sin embargo, sí hubo durante esos años en Estados Unidos una brecha entre el ahorro y la inversión. Norteamérica ahorraba menos de lo que invertía, lo que se materializó en la aparición de un abultado déficit exterior. Ahora bien, algunos Estados, como los asiáticos y los exportadores de crudo del Golfo Pérsico, tenían exceso de ahorro. Este fue absorbido por Estados Unidos para financiar su desahorro interno. Por definición, eso no provocó ningún impacto bajista sobre los tipos de interés globales.

¿Qué sucede cuándo termina la alegría? La combinación de aumentos de la oferta monetaria y del crédito por encima de su tendencia genera incrementos en los precios de los activos reales y/o bursátiles por encima de la suya. Ello conduce a crisis financieras y a reducciones en la tasa de crecimiento del PIB cuando el entorno de liquidez que generó el *boom* desaparece. En este contexto, la intensidad y el coste socio-económico del ajuste dependen de cuánto se hayan desviado las variables monetario-crediticias de su valor tendencial durante el tiempo de auge y también de la presencia de altos niveles de endeudamiento, que suele ser el caso de los *booms* de los activos reales. La confluencia de este conjunto de elementos explicaría el 79% de los períodos de «auge-recesión» en treinta y cuatro países de la OCDE entre 1970 y 2003.⁵

Las recesiones «normales», como las registradas antes de la Gran Recesión, no habían estado precedidas por una exagerada acumulación de deuda y por aumentos insostenibles del crédito bancario. Por ello, los hogares, las empresas y las entidades crediticias no se enfrentaban a la necesidad de realizar un ajuste intenso de su posición financiera. Sus problemas básicos estaban ligados a una caída coyuntural de la renta y de los ingresos esperados. Eso se resolvía con un aumento del ahorro, con una reducción de costes y con un descenso coyuntural del consumo, de la inversión, de la producción y del empleo. En este entorno, la probabilidad de entrar en una pendiente recesiva profunda y duradera era reducida y la banca desempeñaba una importante tarea estabilizadora. Cuando la economía entraba en recesión, el precio del dinero disminuía. Así los individuos y las empresas tenían mayores posibilidades de obtener préstamos. Ello reducía el riesgo de una excesiva propensión al ahorro en el primer caso y frenaba la caída y/o permitía una reactivación relativamente rápida de la inversión.

El escenario es ahora muy diferente. Como en otras ocasiones, la presente crisis se desencadenó tras dos años consecutivos de alzas de los tipos de interés en Estados Unidos pero en un contexto de alto endeudamiento de los hogares, de las empresas y de las entidades financieras provocado por una relajación de los estándares crediticios y alimentado por un período anormalmente largo de dinero fácil y barato. La cuerda se rompió por el lugar donde se había acumulado una mayor tensión: el sector inmobiliario. Ante el endurecimiento monetario se desplomó una fracción significativa del mercado de las denominadas «hipotecas basura» y se contagió al sistema financiero norteamericano y al global al estar empaquetados esos activos en sofisticados productos que fueron adquiridos para sí y/o comercializados para otros por los *hedge funds*, por los bancos de inversión, por otras entidades y distribuidos por todo el mundo. La incertidumbre sobre el valor de los títulos cuya garantía eran esas hipotecas prendió la mecha de las dudas sobre la solidez del papel comercial colateral y sobre la de los préstamos garantizados por ellas. El mercado de crédito se volvió incapaz de determinar qué entidades eran solventes y cuáles no lo eran. Esto llevó al colapso del mercado para algunos activos financieros, al cierre del interbancario en agosto de 2007 y a una aguda contracción crediticia.

En ese contexto, los agentes comenzaron a tener serias dificultades para hacer frente a sus obligaciones. Ello condujo a ventas masivas de activos, a un declive de la riqueza neta de los deudores, a bancarrotas de las familias, de las compañías y de las instituciones financieras para terminar en una recesión. La banca desempeñó un papel fundamental en el drama porque su crédito financió en gran parte el auge y, por ello, era inexorable que el descenso de la actividad se viese acompañado por quiebras de bancos y de otras entidades financieras. Todo esto potenció las fuerzas recesivas en curso. Para comprender ese proceso de ajuste es vital tener en cuenta cómo la interacción entre los mercados

crediticios, la política monetaria y la economía real a lo largo del ciclo amplifica los procesos de contracción de la economía cuando el *boom* entona el canto del cisne.

Durante la bonanza, las rentas de las familias y los beneficios de las empresas crecen, y sus activos financieros e inmobiliarios se revalorizan. Esta tendencia se ve estimulada por unas condiciones de crédito generosas y por una presión sostenida de la demanda en la creencia de que la prosperidad perdurará y la trayectoria alcista del precio de los activos persistirá. De este modo se genera un *efecto riqueza*⁶ positivo que fomenta el consumo, la inversión y la producción, lo que a su vez contribuye a relajar todavía más los estándares crediticios y a extender los préstamos. Al mismo tiempo, cuando el valor de los activos aumenta, los consumidores y las compañías tienen más y mejor colateral (garantías) contra el que endeudarse. La oferta y la demanda de crédito vuelven a aumentar.

Este apunte permite visualizar cómo la combinación de ese conjunto de elementos se autorrefuerza en la fase alcista del ciclo pero también lo hace en la bajista. Al llegar esta, la retroalimentación de los factores que impulsaron la economía hacia arriba cambia de dirección y agudiza las tensiones desaceleradoras. El precio de los activos cae pero el endeudamiento se mantiene en los niveles previos a la crisis. Esto provoca la quiebra de los deudores y reduce el valor nominal de aquellos en el balance de los bancos. Las negras puertas de la insolvencia se abren de par en par. En respuesta, la banca raciona sus préstamos, se restringe la liquidez, el consumo y la inversión caen y esa cadena de desgracias contribuye a acelerar la pendiente deflacionaria. Entonces, la recesión se vuelve imparable y la reestructuración de la economía se convierte en un vía crucis largo y doloroso. Hay que depurar los excesos cometidos en los tiempos de la bonanza. Este es el resultado del deseo de los gobiernos de aumentar la capacidad productiva del país por encima de los recursos proporcionados por el ahorro voluntario de los individuos.

En conclusión, la Gran Recesión no fue el resultado de la inherente inestabilidad del capitalismo, sino de una política monetaria equivocada que sentó las bases de un crecimiento insostenible. Fue un persistente y considerable «fallo de Estado».

2. Las «hipotecas basura» como detonante de la bomba

La espectacular escalada de la deuda hipotecaria de las familias, cuyo estallido desató la convulsión que ha sacudido a la economía y a las finanzas norteamericanas y globales, fue una respuesta a unos tipos de interés mantenidos artificialmente bajos por la Reserva Federal y a una estrategia política orientada a extender el acceso de los ciudadanos a la propiedad de la vivienda con independencia de su capacidad económica y financiera. La película empieza con Clinton y alcanza su cenit en la idílica sociedad de propietarios imaginada por George W. Bush. En pos de esa loable meta, demócratas y republicanos, de manera consciente y directa, y la FED, por torpeza, fabricaron la gigantesca «burbuja» inmobiliaria que estalló en el tórrido agosto de 2007. De nuevo no fueron las voraces e irracionales fuerzas del capitalismo salvaje, los empresarios y los especuladores, hipnotizados por un desmedido afán de lucro, los causantes del auge y posterior declive del mercado inmobiliario, sino la actuación del banco central y de la entente burocrático-política estadounidense.

Algo parecido sucedió en otros lugares del mundo, léase España e Irlanda por citar dos casos. En ellos, la mezcla de unas condiciones crediticias exuberantes con un marco regulatorio y fiscal favorable a la adquisición de viviendas en propiedad y una legislación que restringía la oferta de suelo fueron los detonantes fundamentales de un *boom* inmobiliario sentenciado a morir de éxito. La conexión entre una actuación monetaria permisiva y la generación de burbujas de activos reales, ya se ha apuntado, es

indiscutible. No sólo se produjo en Estados Unidos sino también en otras economías cuyos bancos centrales se alejaron de la regla de Taylor. Por ejemplo, España fue el país de la Eurozona que registró una desviación mayor respecto a esa norma monetaria, apuntó el mayor *boom* inmobiliario de esa área. Austria fue el país de la UEM que se alejó menos de ella y no tuvo burbujas.

En Estados Unidos, el impacto negativo del pinchazo inmobiliario sobre el sistema financiero estaba cantado una vez que la caída del precio de la vivienda convirtió en insolventes a una parte sustancial de los deudores hipotecarios. El importe de su deuda era superior al valor de sus casas. Ahora bien, ese efecto depresivo se agudizó y se extendió como la pólvora por la presencia de dos elementos: el intenso crecimiento del volumen de «hipotecas basura» (las suscritas por hogares con un nivel de renta muy inferior a la media e incluso insolventes) y la propagación del uso de tipos de interés variables para la compra de casas.⁷ Todo ello condujo a una desmesurada asunción de riesgos por parte de las familias, de las constructoras, de las entidades de crédito y, por añadidura, a un incremento espectacular del endeudamiento del sector privado, convencidos de que la revalorización de la vivienda continuaría indefinidamente. Cuando el precio del dinero comenzó a elevarse a partir del segundo semestre de 2005, la coyuntura se invirtió.

Si esas condiciones eran suficientes para causar un severo quebranto a las instituciones financieras, el empaquetamiento de las «hipotecas basura» en productos de una extrema complejidad, las famosas Mortgage Backed Securities (MBS),⁸ añadió leña al fuego y propagó el incendio hasta los confines de una economía y de unas finanzas mundiales muy interconexionadas. El riesgo de esos instrumentos fue subestimado por los inversores y por las agencias de calificación que, en la mayoría de los casos, les concedieron una calificación de AAA, esto es, de máxima solvencia.⁹ Al estallar la crisis, el mercado de crédito se enfrentó a una situación dramática: la imposibilidad de calibrar el valor real de una parte sustancial de los títulos que las instituciones tenían en cartera. Además, algunos

de esos productos financieros incluían activos de calidad muy diferente. Esto convirtió en titánica la tarea de realizar una adecuada y rigurosa evaluación del riesgo y tener claro qué entidades eran solventes y cuáles no lo eran o podían dejar de serlo. Ante esa circunstancia, los bancos racionaron los préstamos a las compañías y al público en general, y dejaron de prestarse entre sí. El resultado fue una restricción del crédito que agravó los problemas de liquidez de los agentes económicos y financieros generando un círculo vicioso, una siniestra espiral de «restricción crediticia-quiebras-nueva restricción crediticia-nuevas quiebras...», que se retroalimentó a velocidad de vértigo y daño, en algunos supuestos de manera irreversible, a numerosas instituciones financieras.

La Administración norteamericana contribuyó también al desastre con otras iniciativas de carácter microeconómico. Dos compañías patrocinadas por esta, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y el Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), fueron cómplices y protagonistas activos de este drama. Ambas apoyaron con entusiasmo los planes gubernamentales destinados a hacer realidad una de las promesas del «sueño americano»: el acceso a una vivienda en propiedad. Avalaron y compraron ingentes volúmenes de *titulizaciones* de activos reales, entre estos los que soportaban las «hipotecas basura». A finales de 2007, la suma de obligaciones en manos de Fannie y Freddie igualaba el montante total de la deuda pública de Estados Unidos. Por cada 100 dólares de créditos hipotecarios que habían garantizado y/o realizado a través de las titulaciones, solo tenían 1,20 dólares de capital para respaldarlos. Ante el colapso del mercado, la cima de la quiebra se abrió ante sus pies y la Administración, esto es, los contribuyentes tuvieron que desembolsar miles de millones de dólares para salvarlas. Un caso evidente de *riesgo moral*.¹⁰ La red de cobertura pública fomenta la irresponsabilidad de los gestores.

En esa tragedia, las agencias de calificación, las «moody's» de turno, tuvieron un papel destacado. Fallaron en apreciar el riesgo que entrañaban las MBS y la pregunta es por qué. ¿Cómo es posible que calificaran con AAA los productos financieros basados en «hipotecas basura»? Los críticos del capitalismo levantan su dedo acusador contra este y contra los supuestos intereses espurios de las agencias calificadoras responsabilizándolas de haber montado un monumental fraude o, cuanto menos, de haber incurrido en un terrible e imperdonable error. Sin embargo, esto es falso o, al menos, precisa algún matiz. Por un lado, no existe nada parecido a la libre competencia en ese tipo de servicios profesionales. Las regulaciones introducidas por la Stock Exchange Commission (SEC) crearon un oligopolio al servicio de las empresas dominantes del sector que cerró la entrada en el negocio a los potenciales competidores y les blindó de cualquier sanción del mercado si lo hacían mal. Por otro, esa normativa impulsó una transformación en el modelo de negocio de las propias agencias. En los viejos tiempos no tenían una clientela cautiva. Comercializaban y vendían sus informes a los inversores en competencia con otras firmas. En los nuevos, amparadas por la regulación, comenzaron a hacer lo mismo para los emisores de deuda, eso sí, sin la molesta presencia de competidores. Eso acrecentó la posibilidad y los incentivos para realizar lucrativos intercambios de «favores» entre los jueces/calificadores y cautivos/calificados. El peligro de que se suministrasen al mercado informaciones erróneas o sesgadas en beneficio de parte estaba condenado a dispararse.

Si eso sucede, sucedió o no, es una cuestión espinosa, abriría un debate interminable y de incierto pronóstico, pero hay una cosa cierta: las agencias calificadoras, como cualquier otra compañía o cualquier persona, responden a incentivos; entre ellos, a los suministrados por la regulación y en el caso que nos ocupa no eran buenos. Pero eso no tiene nada que ver con el libre mercado. Correspondía a la SEC y solo a ella velar para que ese claro conflicto de intereses no se produjese. Era el regulador y supervisor

único del mercado de calificaciones de riesgo. De cualquier modo, su benéfico objetivo de blindarlo para asegurar su fiabilidad se ha saldado con un estrepitoso fracaso. Solamente ha servido para reducir la competencia que suele ser el mejor instrumento para elevar la transparencia y la eficiencia del mercado.

3. Las crisis bancarias, un problema estructural

Como se ha comentado, la literatura y la historia muestran que una política monetaria y de crédito permisiva genera incrementos en los precios de los activos reales y/o de los bursátiles insostenibles, lo que conduce a crisis financieras y a reducciones en la tasa de crecimiento del PIB cuando el entorno de liquidez que generó el *boom* se desvanece. Aunque las crisis inmobiliarias han sido menos frecuentes que las bursátiles, sus fases de expansión se han visto seguidas por recesiones de la economía en un 40% de los casos, mientras solo el 25% de los ciclos alcistas experimentados por las bolsas han finalizado en un período recesivo. En términos históricos, las pérdidas de producción derivadas de una típica caída de los precios inmobiliarios se sitúan entre un 5 y un 8% del PIB, el doble de las imputables a los cracs de la bolsa. Por añadidura, los grandes cataclismos bancarios de la posguerra coincidieron con batacazos del sector inmobiliario. El Armagedón iniciado en el verano de 2007, con la explosión incontrolada de las «hipotecas basura» no fue una excepción. ¿Cómo se propagó la crisis?

El rescate por parte del gobierno de las gemelas Fannie y Freddie y la operación de salvamento de Bear Stearns no sirvió para calmar la ansiedad e incertidumbre de los mercados monetarios. Paralizó su normal funcionamiento y amenazó la existencia de otras casas como Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bank of America, Citigroup... De un modo u otro, todas esas corporaciones participaban en los negocios e instrumentos que habían dado origen al desplome de esas entidades. Cuando a mediados de septiembre

de 2008, el cuarto mayor banco de inversión del mundo, el centenario Lehman Brothers quebró, se creó una situación de pánico que acentuó la contracción del binomio crédito-restricción de liquidez y se extendió a velocidad de vértigo a escala global.

En un mundo interconexionado a través del mercado interbancario, de los sistemas de compensación, de los préstamos y en donde todos los jugadores estaban implicados en las mismas o parecidas operaciones, nadie sabía hasta dónde ni a quiénes afectaba la epidemia. Si antes de la caída de Lehman era aventurado saber cuánto tardarían en volver a la normalidad los mercados crediticios, ahora resultaba imposible realizar pronóstico alguno. La interacción de ese hecho con una actividad económica en rápida desaceleración derivada de la contracción crediticia y del deterioro de las expectativas intensificó las fuerzas recesivas en curso y, estas, a su vez agravaron los problemas de las entidades creando un círculo vicioso de un alcance desconocido desde los años de la Gran Depresión. ¿Por qué sucede eso?

La inherente inestabilidad del sistema de *reserva fraccionaria*

¿Qué significa esa abstrusa terminología? La banca contemporánea es de *reserva fraccionaria*, esto es, un sistema que permite una casi ilimitada extensión del crédito con una base de capital muy pequeña. Los bancos prestan mucho más de lo que les permitirían sus reservas si los préstamos concedidos tuviesen que estar respaldados en su totalidad por estas. Ahí está la madre de todas las bancarrotas bancarias. Si los depositantes, correcta o incorrectamente, perciben que sus depósitos están amenazados, la demanda para retirar efectivo se dispara. Como la mayoría de los bancos tienen obligaciones a corto plazo redimibles más o menos inmediatamente, mientras sus activos son a largo plazo y, en muchas ocasiones, ilíquidos, su capacidad de hacer frente a esa

exigencia es limitada y van a la quiebra. En términos sencillos, esa es la esencia de todas las crisis bancarias registradas a la largo del tiempo. Para un economista de la escuela austriaca ese resultado no sería sorprendente. Sería el ineludible corolario del régimen de *reserva fraccionaria*, incapaz, a priori y a posteriori, de mantener su solvencia cuando se enfrenta a una perturbación inesperada.

Sin embargo, la diferencia entre el hundimiento de una entidad crediticia y el de cualquier otra sociedad mercantil es el llamado *riesgo sistémico*. Este es el caso cuando la caída de un banco se contagia a todo el mecanismo de pagos y conduce a su colapso y al de la economía. La operativa de esa dinámica es de sencilla comprensión. Como la información sobre las causas o la magnitud de un choque inicial no es discernible ni tampoco lo es la vulnerabilidad ante este de otros bancos, es complicado valorar su impacto real. Cuando los mercados monetarios se deterioran, la calidad de la información pública y privada también lo hace y la incertidumbre aumenta. En este contexto, la aversión al riesgo de los distintos participantes en el mercado se desata y la banca ajusta su cartera en términos de cantidades (desplazamiento de los depósitos hacia otros activos seguros) y no de precios (tipos de interés) para cubrirse y mejorar su solvencia. No se realizan préstamos, aunque quienes los demanden estén dispuestos a pagar cualquier precio/tasa de interés, porque no es posible distinguir entre buenos y malos bancos, entre buenos y malos clientes. La sospecha de la insolvencia se extiende a todos. Esa dinámica se puso en marcha con el hundimiento de las «hipotecas basura» y todavía no ha desaparecido por completo.

La solución a ese desagradable asunto fue planteada por Walter Bageot, fundador de *The Economist*, en su célebre libro *Lombard Street*. Su fórmula magistral consistía en transformar a los bancos centrales en monopolistas de la emisión de dinero y en prestamistas de última instancia. Con posterioridad, la invención de los fondos de garantía de los depósitos —diseñados para eliminar los incentivos a su retirada masiva—pretendió reforzar todavía más

los flancos de fragilidad del sistema de *reserva fraccionaria*. Sobre esos pilares se edificó el moderno modelo de regulación bancaria y financiera. Si el Estado opera como prestamista de última instancia y garante de los depósitos, tiene el derecho y la obligación de regular a quienes se benefician de su protección. Por desgracia, ese mecanismo garantista es inestable y crea situaciones de *riesgo moral*. En cristiano, estimula la irresponsabilidad de los gestores de los bancos, de sus accionistas y de sus clientes porque, si las cosas van mal, saben que el banco central los salvará del desastre.

Entre 1973 y 1997, antes del desastre se registraron 139 crisis bancarias sistémicas en el mundo; de ellas, noventa y cinco en los países emergentes, muchos de ellos con sistemas bancarios mal regulados, etc., pero cuarenta y cuatro en países de alta renta con sectores financieros teóricamente sólidos y con marcos regulatorios modernos y sofisticados. En otras palabras, las regulaciones malas o buenas, estrictas o laxas no han logrado eliminar ni, a la vista de los hechos, reducir el *riesgo sistémico* derivado del modelo bancario asentado sobre la *reserva fraccionaria*. Desde esta óptica, los cataclismos de la banca tienen poco o, mejor, nada que ver con la supuesta inestabilidad del capitalismo liberal, sino, por el contrario, con un marco institucional que debilita la disciplina que el mercado le impondría. Por cierto, esta afirmación está avalada por la experiencia.

Las debacles bancarias son ahora más numerosas de lo que lo fueron en el período de la primera globalización, entre 1874 y 1914. Entonces, en la mayoría de las economías desarrolladas no existían ni bancos centrales con monopolio de emisión ni toda la panoplia regulatoria que plaga la banca y las finanzas del siglo XXI. Desde 1870 hasta la creación de la Reserva Federal en 1914 y del fondo de garantía de depósitos durante el New Deal, las quiebras de bancos en Estados Unidos fueron escasas y ninguna tuvo efectos sistémicos. Las instituciones crediticias estaban sometidas al control del mercado. Como sus dueños y directivos sabían que una excesiva asunción de riesgos podía poner en entredicho su

solvencia, desencadenar una fuga masiva de depósitos y llevarles a la bancarrota, tendrían a ser prudentes. La confianza de la gente en la probidad de la gestión era tan alta que las ratios de capital exigidas a los bancos por el mercado eran inferiores a las reclamadas a las empresas. En la etapa de la *banca libre*, los colapsos bancarios fueron inferiores a los empresariales y las pérdidas ocasionadas a los depositantes por la caída de un banco fueron menores que las soportadas por los acreedores de las compañías quebradas.¹¹

Si restaurar un modelo de *banca libre* parece utópico y probablemente lo sea, cabría pensar una alternativa más humilde. Supongamos que no existe prestamista de última instancia, ni garantía estatal de los depósitos, ni rescates públicos de las entidades con problemas, ni otra regulación de los intermediarios financieros que la destinada a asegurar la transparencia, a prevenir y a castigar el fraude... ¿sería el mundo de las finanzas más o menos estable en un entorno de estas características? La respuesta es... probablemente sí. Sin expectativas de ser salvados por los institutos emisores y por los gobiernos, los bancos tendrían incentivos para estar mejor capitalizados, los depósitos estarían respaldados por activos más líquidos y seguros, los gestores serían más prudentes. En cualquier caso, la experiencia enseña que un mercado libre es capaz de crear un orden monetario-bancario estable y autorregulado sin necesidad de un instituto emisor y de un aparato regulatorio gubernamental costoso y poco eficaz. Desde esta óptica, la *banca libre* en el siglo XIX ofrece lecciones que conviene no olvidar.

Cuando el mecanismo de pagos está al borde del precipicio... ¿Qué hacer?

Los teóricos del capitalismo liberal, con excepciones,¹² nunca han sido partidarios de cruzarse de brazos ante una amenaza de esa naturaleza. La corriente central del liberalismo clásico sobre la materia, representada por Walter Bagehot y Henry Thornton en el siglo XIX, por monetaristas como Milton Friedman y Anna J. Schwartz en el XX, pasando por exponentes de la teoría austriaca del ciclo como Friedrich Hayek, siempre abogaron por la intervención del Estado cuando esta era imprescindible para evitar el hundimiento del sistema financiero y evitar una deflación/depresión. La principal discrepancia entre ellos estribaba y estriba en una cuestión previa: determinar cuál es el régimen monetario más adecuado —patrón oro, libertad de emisión de moneda entre bancos privados competitivos entre sí, coeficiente de reserva del 100%, establecimiento de reglas estrictas al poder emisor de la banca central, etc.— para suprimir y/o limitar el peligro de que se produzcan episodios de *riesgo sistémico*.

Sobre la forma de abordar la crisis financiera que se desencadenó en el verano de 2007 y llegó a su pináculo con la quiebra de Lehman Brothers se produjo un debate que aún pervive, pero es en buena medida bizantino. ¿Hubiese logrado el sector privado estabilizar los mercados monetarios sin la injerencia de los poderes públicos? Quizá sí o quizá no, pero eso ahora no importa y queda como un *contrafactual* académico, un apasionante debate intelectual pero de escasa incidencia práctica. En todos los países del mundo, con distinta rapidez e intensidad, las autoridades optaron por intervenciones masivas y mixtas (bancos centrales-gobiernos) para evitar el desplome del mecanismo de pagos de sus respectivas economías. Aunque lo peor de la crisis bancario-financiera parece haber quedado atrás, no es descartable una recaída. Por eso es importante recordar los graves errores cometidos por los poderes públicos al enfrentarse a esta; un improvisado y caótico método de ensayo-error, que retrasó la dinámica de ajuste e incrementó los costes de la misma para los contribuyentes y para el conjunto de la economía.

Si se opta por la intervención, esta ha de ser rápida, transparente y proporcionada. Solo así generará las expectativas adecuadas y, de este modo, será eficiente. Si además existe un procedimiento claro y reglado para acometer esa tarea aún mejor. Estados Unidos es el ejemplo paradigmático de cómo no se hacen las cosas. Desde el comienzo de la tormenta, la estrategia desplegada por la Reserva Federal y por el Tesoro norteamericano no cumplió ninguno de esos criterios. Sus acciones fueron erráticas y contradictorias. Lanzaron señales equívocas a los agentes económicos. Esto debilitó la capacidad autorreguladora del propio sistema financiero y forzó a la autoridad monetaria y al gobierno a subir cada vez más su apuesta intervencionista en sus desesperados y vanos intentos de restablecer la confianza. Si al comienzo de la crisis, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, por citar los dos epicentros del terremoto, se hubiesen constreñido a anunciar su disposición a ofrecer liquidez ilimitada a las instituciones que la solicitasen con una ligera prima sobre la tasa de interés de mercado y con la garantía de los activos no tóxicos, a asegurar los depósitos y a dejar a las entidades insolventes ir a la quiebra o facilitar su adquisición por otras, la tormenta no hubiese degenerado en un diluvio universal. En caso de ser necesario se podría haber recapitalizado, con dinero público, privado o con una mezcla de los dos, a las entidades viables hasta que los precios y los flujos de crédito se normalizasen. No se hizo nada de eso...

El fallo de base de la actuación de la Reserva Federal y de las Administraciones de Bush y de Obama fue su obsesión, desmentida por la realidad, en considerar que un número considerable de las instituciones financieras soportaban dificultades temporales de liquidez en lugar de un problema de solvencia. Desde esta óptica, muchas hipotecas y los productos ligados a ellas estarían siendo valorados por debajo de su valor a largo plazo. Esto hacía aparecer como insolventes a numerosas entidades que no lo eran. De acuerdo con esta visión, bastaba suministrar la suficiente liquidez a los mercados y entidades afectadas para devolver la cotización de

esos activos a sus valores *fundamentales*. De este modo se restauraría la solvencia de las instituciones, básicamente la de los bancos. Este fue el fundamento intelectual de los sucesivos proyectos de salvamento diseñados por Paulson para la Administración republicana y por Geithner para la demócrata, ambos Secretarios del Tesoro de Bush y de Obama respectivamente.

Sus iniciativas no afrontaron el punto esencial: la recapitalización de la banca norteamericana. Sin ella era imposible una reactivación de los canales crediticios y, por ende, la estabilización de la economía. La receta ideada para resolver ese espinoso asunto, la compra de los *activos tóxicos*, no fue una solución porque nadie sabía con precisión cuáles eran, porque su dimensión era una incógnita y aún lo es, porque su valor resultaba inestimable y porque la toxicidad se extendió mucho más allá de las «hipotecas basura». Por otra parte, la no discriminación entre entidades solventes e insolventes expandió las sospechas sobre el conjunto del sistema banca-finanzas; esto es, la acción de las autoridades fue una de las causas básicas del contagio. A partir de ese momento, la única solución fue la nacionalización de facto o de iure de las entidades de crédito con dificultades y comprometer recursos «ilimitados» para evitar el hundimiento de los mecanismos de pagos y de la economía. La gestión de la crisis ha sido un ejemplo de manual del teorema de Madison: «Las intervenciones causan problemas que desencadenan una nueva demanda de intervenciones para corregirlas».

La diabólica lógica del «desendeudamiento»

Cuando el *boom* se vino abajo, las entidades financieras, las compañías y las economías domésticas intentaron reducir sus altos niveles de endeudamiento. Las vías habituales para conseguir esa meta son tres: *primera*, atraer nuevo capital; *segunda*, vender activos; *tercera*, ahorrar. Si bien cualquiera de esos procedimientos

tiene lógica y racionalidad, los dos últimos tienen profundos efectos desestabilizadores cuando se ponen en marcha a la vez y a gran escala. Vayamos por partes. La obtención de fondos privados internos y/o externos para recapitalizar el sector bancario-financiero se volvió imposible o muy compleja por la resistencia de quienes operaban en este a aceptar cuál era su situación real. Por otro lado, esa alternativa, viable en los inicios de la crisis si las entidades con problemas se hubiesen sincerado, se volvió inviable a medida que la coyuntura se deterioraba, el previsible «agujero» alcanzaba dimensiones estratosféricas y los afectados miraban hacia otro lado. ¿Cómo operaron la segunda y la tercera vía?

Si un número significativo de bancos decide sacar a la venta el mismo tipo de activos para saldar sus obligaciones, el precio de estos caerá y los recursos obtenidos de su enajenación serían tan bajos que no solo no reducirían la deuda del vendedor, sino que la aumentarían. En este escenario, la banca no encuentra compradores capaces de ayudarle a recortar su endeudamiento y los mercados se paralizan. No hay transacciones porque no se aceptan los precios que los potenciales adquirentes estarían dispuestos a ofrecer. En consecuencia, las instituciones crediticias mantienen esos activos en sus balances para no computarlos de manera inmediata como pérdidas y ocultar el deterioro de su solvencia. A medida que la situación empeora, el valor de esos activos cae día a día y el peligro de insolvencia crece. El otro camino para desendeudarse consiste en gastar menos de lo que se ingresa. Para las instituciones crediticias, esto se traduce en no refinanciar los préstamos concedidos a terceros, en no suministrar crédito nuevo y en aplicar ese «excedente» a fortalecer sus ratios de capital. Cuando sucede esto, las empresas y las familias no tienen acceso a la financiación bancaria.

Ante ese panorama, el sector no financiero intenta gastar menos para pagar sus deudas, pero el resultado neto de ese movimiento es perverso. El consumo, la inversión, el crecimiento y el empleo se contraen con un resultado: los ingresos de los hogares

y de las empresas descienden, lo que reduce su capacidad de hacer frente a la carga de su deuda. Para conseguir esta meta gastan menos y venden más, lo que presiona a la baja sobre el nivel general de precios. En el peor de los casos, esto conduce a una espiral deuda/deflación; es decir, a un proceso en el que los intentos de disminuir los niveles de endeudamiento llevan a un descenso de la actividad económica y de los precios que incrementa el valor real de la deuda. Estados Unidos y Europa no han experimentado un escenario de estas características desde la Gran Depresión, pero en los momentos más dramáticos de la crisis existía una amenaza real de que esa probabilidad se materializase.

4. Los «villanos» de la crisis: las finanzas y sus armas de destrucción masiva

Desde numerosos sectores de la opinión pública se han arrojado las culpas de la crisis sobre las espaldas de la liberalización, la innovación y la integración financiera internacional. En este entorno institucional, los hogares y las compañías tienden a endeudarse más allá de lo considerado prudente y los inversores a asumir riesgos desproporcionados. De este modo, el riesgo sistémico, esto es, el peligro de que una perturbación aislada y/o sectorial se extienda a la totalidad de la economía y conduzca a un desplome del sistema de pagos, se incrementa. Así lo demostraría el cataclismo experimentado por los mercados financieros desde el verano triste de 2007. Ante este panorama, la demanda de regulaciones para poner orden en el «irracional juego de los casinos financieros» aumenta exponencialmente. Esta sería la respuesta adecuada a un supuesto «fallo del mercado» y además tiene una

excelente venta popular porque, detrás de la escena, unos maléficos, codiciosos y millonarios hombres sin escrúpulos mueven los hilos de una enloquecida trama.

¿Son los mercados racionales y eficientes?
Usted se ha vuelto loco...

El primer paso para asaltar las murallas del Jericó financiero es destruir sus fundamentos teóricos. La línea de pensamiento encargada de esa misión abarca desde los poskeynesianos hasta escuelas más recientes como la «behavioral economic» o la «neuroeconomía». Si bien sus planteamientos constituyen una descalificación global de los cimientos de la ciencia económica, basada en el supuesto de que los individuos actúan de manera racional, su principal foco de ataque se centra en el funcionamiento de los mercados financieros que estarían dominados por olas irracionales de pánico o de exceso de confianza. Este enfoque lanza un torpedo a la línea de flotación del paradigma de la hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), dominante en la teoría de las finanzas desde hace tres décadas e inspiración intelectual de las medidas liberalizadoras introducidas en este ámbito.

La eficiencia de los mercados financieros se sustenta en la conjetura según la cual estos reflejan e incorporan toda la información disponible que afecta al valor de los títulos cotizados, que solamente se modifica ante la irrupción de nuevos e imprevistos hechos que alteran los factores determinantes del precio de los activos: la rentabilidad y la tasa de retorno esperadas por los inversores. En este contexto es imposible o es un producto de la suerte predecir cómo evolucionarán las acciones en el horizonte del corto, del medio y del largo plazo. Los precios futuros nunca son extrapolaciones de los del pasado. Así pues, quienes aspiran a obtener rentabilidades superiores a la media ofrecida por el mercado deberán también aceptar riesgos superiores a la media.¹³

En ese marco es posible entender el fenómeno de las llamadas «burbujas», símbolo de la supuesta irracionalidad de los inversores, poseídos por unos incontrolables *animal spirits* como diría Keynes. Aunque suene raro, esos fenómenos representan anomalías de corto plazo, salvo que los gobiernos las alimenten. Ahora bien, los agentes individuales permanecen racionales a lo largo de aquellas aunque sean incapaces de saber cuándo explotarán. Esto es fácil de comprender si se distingue entre «riesgo» e «incertidumbre». De acuerdo con el ilustre economista de la Universidad de Chicago, Frank H. Knight, el primero es un tipo de riesgo asegurable, susceptible por tanto de ser calculado sobre la base de la experiencia pasada; la segunda no, por la ausencia de pasado relevante. Durante una «burbuja» bursátil, no es posible calcular en términos de riesgo cuándo se producirá el punto de inflexión. Por eso, muchos inversores siguen racionalmente la tendencia y continúan comprando durante el alza. Por numerosas razones, incluida la inercia, y por diferentes actitudes ante el riesgo, algunos accionistas venden o diversifican su cartera mientras otros concentran sus inversiones con la esperanza de obtener sustanciosos beneficios. Tanto un comportamiento como el otro son racionales y ambos son coherentes con la HME.

Ese razonamiento no es incompatible con la tesis conforme a la cual los mercados de capitales podrían sobrerreaccionar o infrarreaccionar ante la emergencia de nuevas noticias; esto es, si determinados títulos elevan sus cotizaciones por encima del valor «normal» o lo reducen por debajo de él. Para decirlo en términos claros, si consiguen retornos «anormales». Ahora bien, lo importante es si ese fenómeno ocurre de manera sistemática y si tiende a consolidarse. La respuesta es negativa. La evidencia empírica demuestra que el precio de las acciones ajustado por el factor riesgo tiende a corregirse a una considerable velocidad, salvo que la intervención estatal lo impida. Por otra parte, esas reacciones «brutales» al alza o a la baja son consecuentes con la eficiencia del mercado en tanto son el resultado de la emergencia de una

información de la que antes no se disponía. Es más, los rápidos movimientos alcistas o bajistas del valor de los títulos cotizados son una muestra de la rapidez con la que el mercado procesa nueva información.

En cualquier caso, la presencia de altos niveles de volatilidad en los mercados de capitales no refuta la HME. No hay nada en la «eficiencia» que garantice la estabilidad. Nadie es capaz de explicar plenamente el movimiento de los precios del mercado. Nadie sabe cuál es el valor «fundamental». Si alguien tuviese esa capacidad o esa tarea resultase posible, la planificación central hubiese triunfado. Por eso, para suplir la ausencia de una mente planificadora omnisciente existe el mercado, esto es, un mecanismo que permite procesar y transmitir la información dispersa entre millones de individuos y empresas y asignar los recursos hacia donde son más valiosos a través de un sistema de señales de circulación que son los precios. Así pues, el caso a favor de los mercados libres nunca se ha fundamentado en su inmaculada perfección, sino en el hecho contrastable y contrastado de que el gobierno lo hace peor cuando quiere controlarlos, sobre todo, los financieros.

Desde la óptica de la HME es posible comprender con una relativa facilidad la reciente evolución de las bolsas globales y su racionalidad. Estas han reaccionado con una similitud indudable a la expuesta por la teoría. En primer lugar, respondieron con una espectacular bajada al inicio de la presente crisis económico-financiera, comportamiento coherente con el hecho de que fue más dura y profunda de lo previsto. En segundo lugar, mantuvieron un comportamiento errático y volátil en los distintos períodos por los que ha transitado la economía mundial desde 2007 y, de momento, han recuperado una trayectoria alcista ante las expectativas de recuperación. Si estas no se hacen realidad, las bolsas volverán a caer en función de los nuevos datos, salvo que el banco central lo impida con acciones destinadas a impedir el ajuste.

Los críticos de la HME no han sido capaces de plantear ninguna alternativa, ninguna teoría capaz de sustituirla y de proporcionar una visión más coherente del funcionamiento de los mercados financieros. Si como sus partidarios sostienen, el enfoque de la racionalidad de los agentes es un supuesto poco realista, lo es menos considerar que la gente es irracional de manera sistemática. Si se acepta este criterio, que equivale a convertir a cada individuo en una especie de Dr. Jekyll/Mr. Hyde, lo razonable sería exigir la conversión del mundo en un gigantesco manicomio o en un consultorio psiquiátrico planetario gestionado por unos superhombres no contaminados por factor irracional alguno, extremo que resulta contradictorio absolutamente con la tesis central de los debeladores de la racionalidad de los mercados.

Por cierto, ese fue siempre el ideal de Keynes; la creencia en la superioridad de una élite escogida sobre las masas para tomar las decisiones adecuadas. ¿Por qué los burócratas y los políticos son más cuerdos que los ciudadanos de a pie que además se juegan su propio dinero? Ante este interrogante estructural de los modelos sustentados en la irracionalidad o en la esquizofrenia, quienes los defienden reconocen no tener respuesta.¹⁴ La teoría de la Elección Pública ha demostrado, como es de puro sentido común, que la naturaleza humana no se modifica por arte de magia dependiendo de si uno actúa en el sector público o en el privado. Los funcionarios y los políticos persiguen sus propios intereses y estos no coinciden siempre con los generales. Por el contrario, una «mano invisible» suele conducirlos a servir sus objetivos a costa de los de la mayoría.

Desde que los mercados existen, el juicio colectivo de los inversores no ha sido infalible. Algunas veces incurren en errores y de hecho así ha sucedido, sucede y sucederá. Indudablemente, algunos de los que participan en ellos son menos que racionales. Sin embargo, esa no es la regla sino la excepción y sobre la excepcionalidad no existe base para construir una causa general para destruir uno de los cimientos de la ciencia económica: la racionalidad del individuo. Sin duda, como diría Hayek, la razón no

es perfecta y sus poderes son limitados, pero junto a la imitación y el aprendizaje es el elemento que ha permitido sobrevivir y prosperar a la especie humana.

Por último, algunos autores con un considerable grado de ignorancia o con fines manipuladores han afirmado que la HME presupone la capacidad de los individuos de predecir el futuro. Esto es falso y radicalmente opuesto a los supuestos de esa teoría. Como escribe uno de los fundadores de la teoría de las Expectativas Racionales, prima hermana de la HME: «Los agentes racionales maximizan sus beneficios o, al menos, lo intentan pero, en muchas ocasiones, su información es imperfecta; esto es, el futuro es desconocido y ningún agente está perfectamente informado sobre el estado de la economía». ¹⁵

Los olvidados beneficios de la liberalización y de la innovación financiera

La desregulación de los mercados financieros ha producido y produce efectos globales muy positivos. Así, permite a las familias y a las empresas endeudarse para sortear, o amortiguar, el impacto sobre el consumo y sobre la inversión de choques negativos externos e internos, lo que contribuye a moderar las fluctuaciones cíclicas. En el plano financiero, el desarrollo de la *titulización* y el uso de los derivados han ayudado a diversificar el riesgo entre los inversores de acuerdo con su distinta tolerancia al mismo. Asimismo, los sistemas más liberalizados han mostrado una capacidad superior a sus alternativas para levantar recursos, para asignarlos en las actividades donde su productividad es mayor y, también, para atraer la inversión extranjera. En suma, el binomio liberalización/innovación ha elevado la accesibilidad al crédito de todos los agentes económicos al reducir los costes del

endeudamiento y ha creado los instrumentos para una más adecuada gestión del riesgo. Esto ha contribuido a mejorar la eficiencia.¹⁶

Es verdad que los hogares y las compañías están expuestos y son vulnerables a las alteraciones en los precios de los activos porque estos constituyen el principal colateral o garantía que respalda sus deudas. Ahora bien, esta situación, lejos de ser una debilidad, ha de contemplarse como una fortaleza para las economías con mercados de capitales avanzados. En efecto, una reducción del valor de las garantías requiere un rápido ajuste del consumo y/o de la inversión para mantener la liquidez o, llegado el caso, la solvencia. Este movimiento será más o menos agudo en función de la corrección bajista experimentada o por la ratio de endeudamiento alcanzada. En otras palabras, el sistema tiene poderosos mecanismos de autorregulación siempre y cuando no haya interferencias externas que distorsionen el precio de los activos y, por tanto, lancen señales equivocadas a los agentes económicos.

Ahí emerge de nuevo un «fallo de Estado», no un «fallo de mercado». ¿Quién tiene capacidad de crear dinero y reducir las tasas de interés a voluntad? La respuesta es una sola: los bancos centrales. Su actuación, en concreto la de la Reserva Federal en la era Greenspan, ha sido la responsable de la «exuberancia irracional» de la bolsa durante los años anteriores a la debacle económico-financiera del último trienio. De hecho, la política monetaria desplegada por la FED fue la causa determinante de la generación de «burbujas» de activos. Pero hizo algo más..., recurrió a la máquina de imprimir billetes para frenar «todas» las crisis registradas por la bolsa norteamericana desde 1987. Esto eliminó cualquier incentivo para que el mercado depurase los excesos cometidos en las sucesivas fases expansivas. Al contrario, el instituto emisor norteamericano los alimentó con su política de dinero barato, lo que solo ha servido para postergar su inevitable corrección. Es una situación de manual del llamado *riesgo moral*: los

inversores y las empresas cotizadas asumieron demasiados riesgos porque estaban convencidos y con razón de que, si las cosas iban mal, el gobierno o la banca central correrían en su socorro.

Un apunte sobre esas letales armas de destrucción masiva

Con esa feliz, demoledora, guerrera y manipuladora calificación, el sabio de Omaha, Warren Buffet, ha definido a los derivados, productos financieros cuyo valor se basa en el precio de otro activo, de ahí su nombre, y se modifica en respuesta a las alteraciones que se producen en el precio del activo subyacente. Ese es el contenido de esos sofisticados instrumentos que aparecen en forma de una endemoniada sopa de letras con acrónimos tan exóticos y misteriosos como CDS, CDOs, MBS, etc. Existen derivados sobre el oro, sobre el petróleo, sobre los productos agrícolas y ganaderos, sobre las divisas, sobre los tipos de interés, sobre los índices bursátiles... Requieren una inversión inicial neta muy pequeña o nula, se liquidan en una fecha futura y se cotizan en mercados organizados (bolsas) o no organizados (privados). Las empresas recurren a ellos para blindarse o protegerse del riesgo, lo que les permite obtener capital a mejores precios de lo que lo harían en otras condiciones. Por ejemplo, las compañías exportadoras e importadoras recurren a esos instrumentos para cubrirse de las imprevisibles oscilaciones en los tipos de cambio.

Si esos productos financieros son tan benéficos, ¿por qué se ha desencadenado un clima de opinión tan hostil hacia ellos? Aunque existen múltiples modalidades de derivados, la bestia negra que concentra todos los ataques son los Credit Default Swaps (CDS), a quienes se achaca una responsabilidad directa en la desestabilización del sistema financiero. Los CDS son contratos privados entre dos partes y su funcionamiento es parecido al de un seguro. Si un individuo posee bonos de una compañía y le preocupa

la probabilidad de que esta quiebre, adquiere un CDS para cubrir ese riesgo. A cambio realiza una serie de pagos regulares para mantener vivo ese contrato. Si la empresa emisora del bono va a la bancarrota, el CDS le da el derecho a recuperar la cantidad invertida. Ahí se acaba la complejidad del producto.

En principio se trata de un juego de suma cero, lo que el vendedor gana, el comprador lo pierde y a la inversa. Sin embargo, el riesgo de la contraparte rompe a veces esa simetría. En los buenos tiempos es tentador emitir un gran volumen de CDS porque la amenaza de hacer frente a las potenciales pérdidas del «asegurado» es reducida y la obtención de beneficio alta. Esto debilita los incentivos de los emisores para provisionar el capital necesario para cubrir la eventualidad de que esa desagradable situación se materialice. Cuando la crisis estalla, el rating crediticio se rebaja por definición y el mercado exige al emisor que aumente sus requerimientos de margen, esto es, el dinero necesario para cubrir el riesgo de bancarrota del asegurado. Si además, como consecuencia de la recesión, comienzan a producirse quiebras, ese problema se agrava. El emisor de CDS se encuentra sin recursos para hacer frente a sus obligaciones. Ahora bien, en descargo de esos derivados es vital señalar algo de puro sentido común: ningún mecanismo asegurador es capaz de eliminar y/o absorber el impacto de un colapso económico-financiero como el que se inició en el verano de 2007. Pero ahí no acaba el cuento.

Los grandes bancos comerciales suelen tener una significativa exposición a los CDS. Muchas de sus posiciones están aseguradas por ese producto. En consecuencia, si un emisor importante, como fue el caso de la aseguradora [AIG](#),¹⁷ se vuelve insolvente, todos los demás se quedan sin cobertura. Esto debilita la confianza en la robustez de la banca y desencadena una ola desestabilizadora generalizada. De nuevo, es necesario señalar que cualquier esquema asegurador por potente que sea no habría evitado el *shock* de la crisis sobre el sistema bancario, el «riesgo sistémico» no es asegurable. ¿Qué fórmula es posible arbitrar para reducirla?

No hace falta crear agencias o introducir regulaciones brutales. Bastaría con exigirles, como hace la Reserva Federal con la compra de acciones, un requerimiento de margen —una provisión mínima de capital— sobre las instituciones financieras o cualquier emisor de CDS para limitar el montante de endeudamiento que puede utilizarse en ese tipo de contratos y exigir que los inversores reciban la información necesaria y suficiente para que sean conscientes del tipo de producto que compran.

Parábola final o las paradojas de la regulación

La emergencia de algunos de los productos e instrumentos que están en el epicentro del terremoto, en especial los CDS, o entidades como los bancos de inversión han sido el resultado directo e indeseado de la regulación y de la estructura impositiva porque ambas alteran los diferenciales de rentabilidad de los activos y así crean oportunidades para el arbitraje; esto es, para explotar los beneficios proporcionados por la innovación. Esta singular paradoja de la dialéctica reguladora, como escribió Edward Kane, no se frena, al contrario, se estimula si los gobiernos pretenden bloquear la fuerza innovadora del mercado mediante la introducción de corsés regulatorios para corregir los efectos indeseados de sus propias intervenciones. Esta hipótesis está avalada por una abrumadora evidencia empírica, por una ingente literatura económica que muestra una vez más la presencia de un brutal «fallo de Estado».¹⁸

Los intervencionistas que pretender usar el poder del Estado para contener las olas de innovación financiera no tendrán éxito. Los vigilantes de los mercados de capitales de cualquier país que no se resignen a aceptar una función limitada y cuyas injerencias normativas eleven el coste de operar en ellos solo lograrán la ansiada estabilidad si los nacionalizan de iure o de facto, lo que conduciría a una asignación ineficiente de los recursos y tendría costes prohibitivos para su crecimiento económico.

5. Las respuestas a la crisis

Los bancos centrales y los gobiernos se encontraron con la amenaza de un proceso deuda/deflación de consecuencias letales. El fantasma de la Gran Depresión salió de su tumba. Si se comparaba el descenso registrado por la producción industrial, por el comercio y por los precios de las acciones en los nueve meses siguientes al momento en el que alcanzaron su punto álgido, abril de 2008 y junio de 1929, se veía con claridad que la caída en el primer período era superior a la de setenta años antes. Ante esta estremecedora panorámica, la respuesta de los poderes públicos, con distinta intensidad y coherencia, consistió en poner en marcha una estrategia fiscal y monetaria de una extraordinaria contundencia con un objetivo: evitar el hundimiento del mecanismo de pagos y, a la vez, de estimular la economía para salir de la recesión. La *policy mix* aplicada constituye un error de interpretación de las causas determinantes del colapso de la economía global en los años treinta del siglo xx.

Las lecciones de la Gran Depresión:
una historia olvidada

Durante muchos años, la Gran Depresión se explicó como el resultado de un fallo masivo del capitalismo liberal. El hilo narrativo era el siguiente. La Administración republicana, liderada por Herbert H. Hoover, habría respondido a ella con las armas tradicionales del *laissez faire*. Confió a las fuerzas del mercado y al equilibrio presupuestario la misión de superar la contracción de la economía y restaurar el crecimiento. Desde esta óptica, la pasividad del gobierno habría transformado un período recesivo en una profunda depresión. Sólo la renuncia a los principios del liberalismo clásico, abrazada por Franklin Delano Rossevelt a partir de 1933, hizo posible sacar a Estados Unidos del abismo en el que el

doctrinarismo de los republicanos lo había hundido. Esta fue la «verdad oficial» vigente a lo largo de muchos años y, a la vista de la respuesta de muchos gobiernos a la Gran Recesión, con la Administración Obama a la cabeza, ese cuento ha sobrevivido a todas las pruebas que muestran su falsedad.

A diferencia de lo que se cree y se ha afirmado, Hoover no fue un campeón del *laissez faire*. Bajo su égida, el gobierno norteamericano se embarcó en un programa antidepresión caracterizado por una planificación e intervención de un alcance sin precedentes. Entre el innumerable catálogo de medidas «hooveritas» cabe destacar la fijación de los salarios en niveles incompatibles con el mantenimiento del empleo, la aprobación de subsidios masivos para las compañías con dificultades, la expansión del crédito, el aumento del gasto público para subsidiar el paro y acometer faraónicas obras públicas, etc., etc., etc. Para completar su obra aprobó la mayor subida de impuestos realizada por una Administración norteamericana hasta ese momento y firmó la Smoot-Hawley Tariff Act que impuso los aranceles más altos conocidos nunca por Estados Unidos, deprimió el comercio global y contribuyó a exportar la depresión al resto del mundo. Por eso, Benjamin Anderson, economista jefe del Chase Manhattan Bank en esos turbulentos años, definió a H. H. Hoover como el fundador del *New Deal* en América. Desde el comienzo de la depresión violó todos los cánones del *laissez faire* y dejó a Estados Unidos en medio de una depresión y con una tasa de paro del 25%.

La presidencia de Roosevelt acentuó el sesgo intervencionista y estatista principiado por H. H. H. Por eso, su política prolongó la depresión de la que la economía norteamericana había comenzado a recuperarse después de la brutal contracción del bienio 1932-1933. En ese último año, la productividad había comenzado a elevarse con rapidez. El nivel de precios se había estabilizado. Los tipos de interés eran bajos y el mercado crediticio volvía a funcionar. Sin embargo, esa tendencia no se consolidó por el paquete de medidas lanzado por la Administración demócrata, en especial, la

National Recovery Act que inundó de regulaciones los mercados, redujo la competencia e impulsó un aumento artificial de los precios y de los salarios. Esto distorsionó el funcionamiento de la oferta y de la demanda, disparó el desempleo y condujo a una «depresión dentro de la depresión» entre 1937 y 1938. Harol L. Cole y Lee E. Ohanian han estimado que los programas industriales y laborales del New Deal prolongaron la Gran Depresión siete años.¹⁹ Hasta 1941, la tasa de paro en Estados Unidos no bajó del 14%.

En el plano macroeconómico, el aumento de los desembolsos del sector público no representó un papel relevante en la reactivación de la economía norteamericana.²⁰ Los proyectos de gasto federal impulsados por el New Deal no ejercieron efecto estimulante alguno y no proporcionaron a las empresas y a las familias expectativas de un rápido final de la crisis o de una mejora del panorama económico. Al mismo tiempo, una nueva subida de los impuestos sobre las rentas altas para financiar los planes gubernamentales deprimió aún más la inversión en una economía inmersa en la senda depresiva. En el resto de los grandes países, sucedió lo mismo pero con algunos matices. La generación de voluminosos déficits presupuestarios no sacó de la depresión ni al Reino Unido ni a Francia. Las excepciones fueron Alemania y Japón. Aunque ambos Estados emprendieron gigantescos programas de rearme y de obras públicas, los motores fundamentales de la reactivación fueron la disminución por decreto de los salarios reales, la aplicación de estrategias monetarias muy laxas y la fuerte depreciación del marco y del yen. Las dos potencias del Eje se convirtieron de facto en economías planificadas, volcando el grueso de sus recursos en la preparación de la guerra.

Si la gestión de los republicanos y de los demócratas solo contribuyó a agudizar y prolongar la Gran Depresión, ¿cuál fue la causa de ese cataclismo? La Reserva Federal emerge como el elemento explicativo clave. Entre agosto de 1929 y marzo de 1933, la cantidad de dinero en circulación cayó en un tercio. Desde mediados de 1928, la FED, preocupada por la especulación bursátil,

comenzó a imponer una política restrictiva, a pesar de sus ambiciones de fomentar la expansión de la economía. El origen de la inflación de activos en la América del *Gran Gatsby* fue el espectacular crecimiento de la oferta monetaria, un 62%, entre 1921 y 1926. Los intentos de la FED por corregir ese estado de cosas no hicieron remitir la fiebre especuladora pero sí fueron suficientes para dinamitar la expansión.

La cantidad de dinero en circulación disminuyó entre 1927 y 1929, un acontecimiento inédito. Como resultado de ello, la economía comenzó a desacelerarse a finales de 1929, antes del derrumbamiento de Wall Street. Esa trayectoria declinante se vio acentuada por el comportamiento de la oferta monetaria que siguió disminuyendo entre agosto de 1929 y octubre de 1930. Esta restricción de liquidez desató una ola de pánico y de quiebras bancarias mientras la Reserva Federal, impasible el ademán, mantenía su política deflacionaria. La cantidad de dinero cayó un 13% de marzo a agosto de 1931 y en los cinco meses siguientes un 31% en términos interanuales. La drástica reducción de la base monetaria fue forzada o tolerada por la FED y «convirtió una crisis en una catástrofe» como escribieron Milton Friedman y Anna J. Schwartz en su monumental *Historia Monetaria de los Estados Unidos*. La recaída en la depresión registrada en el bienio 1937-1938 estuvo acompañada de una nueva contracción de la oferta monetaria.

La hipótesis conforme a la cual el intervencionismo monetario, presupuestario y regulatorio alargó la Gran Depresión se ve respaldada por el comportamiento de la economía norteamericana en las anteriores recesiones. A ninguna de ellas respondieron los gobiernos con agendas activistas. Se limitaron a dejar operar a las fuerzas del mercado. Por regla general, las fases recesivas fueron de corta duración. La dinámica de ajuste respondía a un patrón similar. Los precios y el crédito se contraían con rapidez, las malas inversiones eran liquidadas, el paro aumentaba temporalmente, los salarios se ajustaban a la baja y la producción y el empleo

comenzaban a reactivarse. Esta fue la experiencia de las recesiones de 1819-1820, de 1899-1900, de 1907-1908, de 1910-1911 y de 1920-1921. En conclusión, la Gran Depresión duró once años no por un «fallo del mercado» sino por unas políticas económicas pésimas.

La política monetaria frente a la Gran Recesión

A medida que la crisis se agudizaba y se propagaba comenzó a plantearse desde muchos ámbitos de la opinión política la idea de que, si esa situación continuaba, tenía altas probabilidades de desembocar en una deflación mundial de consecuencias aterradoras. Desde su atalaya de la consultora RGE Monitor, un profesor de la Universidad de Nueva York con fama de gurú, Nouriel Roubini, alertaba sobre el peligro de entrar en una situación de *estandeflación*, antítesis de la *estanflación* de la década de los setenta del siglo pasado. Esta sería la principal amenaza que se cernía sobre la economía global. Desde esta perspectiva, el mundo estaba en la antesala de un escenario de estancamiento acompañado de una caída generalizada de los precios. En este contexto, si los tipos de interés se aproximan a cero, la política monetaria sería un instrumento inútil para cortar la dinámica deflacionaria. La asunción de este planteamiento constituyó el fundamento teórico que soportó la adopción de estrategias fiscales expansivas para evitar una nueva Gran Depresión o, en fa menor, un panorama a la japonesa.

Hay tres tipos de deflación: la buena, la mala y la horrible. Las diferencias entre ellas proceden de los *shocks* que las originan y del impacto de la caída de los precios sobre la actividad económica. Las buenas son causadas por choques de oferta positivos, por ejemplo un incremento de la productividad o un descenso del precio del petróleo. En este marco, si la inflación es baja y la oferta monetaria se mantiene constante, se produce una disminución del nivel general de precios acompañado por una elevación de los beneficios

empresariales, de los salarios reales y del valor de los activos. En gran medida, estas benéficas deflaciones se produjeron a lo largo del siglo XIX, en la época del patrón oro clásico y estuvieron acompañadas de un vigoroso crecimiento de la economía.

Las deflaciones malas y horribles están ligadas a procesos de recesión/depresión. Durante estos períodos, la demanda agregada colapsa y los productores inician una dinámica de recorte de precios para encontrar compradores. La pendiente bajista se agudiza y se retroalimenta por dos razones: primera, porque la imposibilidad de reducir las tasas de interés por debajo de cero eleva el coste del endeudamiento de los agentes económicos, dispara las bancarrotas empresariales y genera una restricción de liquidez-contracción del crédito que acentúa las fuerzas de la recesión deflacionaria; segunda, porque los consumidores paralizan sus decisiones de gasto en espera de mayores bajadas de precios. Estos episodios son raros y se materializaron solo y con extraordinaria virulencia durante la Gran Depresión.²¹

Algunos autores keynesianos, por ejemplo Samuelson, han afirmado que los economistas liberales de los años treinta fueron ardientes defensores de no hacer nada y dejar que las fuerzas deflacionarias se desplegasen en su plenitud hasta quitar a la economía la grasa acumulada a lo largo del *boom*. Este planteamiento es falso y constituye una manipulación consciente o inconsciente de los hechos. Desde luego, los viejos monetaristas, con Irving Fisher al frente, apoyaron la necesidad de una política monetaria activa para evitar la entrada de la economía en una siniestra espiral deuda/deflación. Pero también los «radicales» paladines de la escuela austriaca mantuvieron una postura parecida. En su teoría del ciclo, Hayek consideraba las recesiones/depresiones una consecuencia inevitable de un aumento del crédito no respaldado por ahorro voluntario. Pero nunca sostuvo que una *deflación secundaria* derivada de un desplome de la cantidad de dinero en circulación y del hundimiento de mecanismo de pagos fuese el camino adecuado para resolver los problemas creados por

la previa actuación permisiva de los institutos emisores. Ahora bien, era escéptico sobre la posibilidad de que una transfusión masiva de liquidez sirviese para impedir un ajuste brutal del mercado. La duda era razonable. ¿Cómo el gobierno o el banco central podrían evitar la depuración de las malas inversiones realizadas en la época del dinero barato con los mismos medios que la habían provocado? A pesar de todo, en su obra de finales de los años veinte y principios de los años treinta, Hayek consideraba que la banca central debía evitar una contracción de la renta nominal lo que, a sensu contrario, implicaba su intervención para sostenerla en caso necesario.²² Pero volvamos al asunto central.

En la teoría y en la práctica, la «deflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario», para aplicar por analogía el concepto de Milton Friedman. Esto es así porque el crecimiento o la reducción sostenida de la cantidad de dinero en circulación con relación a la del PIB real (ajustada por la tendencia de su velocidad) determinan los cambios en el nivel general de precios. En consecuencia, los institutos emisores tienen poder para eliminar cualquier tipo de deflación como también son capaces de acabar con cualquier tipo de inflación. La ciencia económica y los datos muestran la veracidad de este axioma elemental con una contundencia abrumadora, guste o no a los keynesianos de todos los partidos. Si esto es cierto, la pregunta envenenada es la siguiente: ¿cómo pueden los bancos centrales evitar o combatir una situación deflacionaria cuando los tipos de interés se aproximan a cero o caen por debajo de cero?

Los defensores del keynesianismo tradicional acuden a la experiencia japonesa como un ejemplo emblemático de *trampa de liquidez*. Su argumentación es muy elemental. Japón tuvo tipos de interés cero e incluso negativos durante mucho tiempo pero no logró escapar de las garras de la recesión deflacionaria. Esta aseveración oculta un hecho fundamental. El Banco Central permitió el desplome de la oferta monetaria porque consideraba que unas tasas de interés «mínimas» eran señales claras de una actuación monetaria

laxa. Las autoridades japonesas cometieron el mismo error que la Reserva Federal norteamericana en los años treinta del siglo pasado, dejar caer la cantidad de dinero en circulación. Así lo demostró Allan Meltzer en sus trabajos sobre la deflación japonesa.²³ La acción del instituto emisor nipón hacía inevitable una crisis dura y larga. Así fue.

En un entorno deflacionario, las tasas de interés son una guía inadecuada para juzgar la potencia estabilizadora de la política monetaria. Ahora bien, los bancos centrales tienen la capacidad de adoptar medidas excepcionales para lograr sus objetivos, como realizar intervenciones no esterilizadas en los mercados cambiarios, comprar bienes, activos y *commodities*, influir sobre los tipos de interés a largo plazo, etc. La historia sugiere que el medio más eficaz a disposición de la banca central para acabar con una deflación es aumentar la oferta de dinero a través de la expansión de los agregados monetarios. Al realizar operaciones de mercado abierto para incrementar las reservas de la banca comercial, es posible reactivar la demanda agregada y conseguir la tasa de inflación deseada. Incluso si esta estrategia fracasa, cabe siempre recurrir al «helicóptero de la liquidez» de Friedman. El instituto emisor podría suministrar directamente dinero a las empresas y a las familias si el circuito bancario-financiero tradicional colapsa. Esta acción estimularía la demanda de los consumidores aunque los tipos de interés a largo y a corto, presentes y futuros, hayan caído a cero o bajo cero.²⁴ De esa misma opinión es el presidente de la FED, Ben Bernanke, un reconocido y reputado experto en la Gran Depresión.

En conclusión, el peligro de una depresión/deflación de alcance mundial solo es posible si se cometen fallos garrafales de política monetaria; en otras palabras, si la banca central permite una drástica reducción de la cantidad de dinero en circulación que destruya la confianza de los hogares, de las empresas y de las propias entidades financieras en la supervivencia del mecanismo de pagos. Con sus aciertos y con sus errores, los institutos emisores de

casi todos los países, con la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra a la cabeza, afrontaron ese escenario crítico con distinta fortuna. Utilizaron todos los instrumentos a su disposición, convencionales y no convencionales, e impidieron esa deriva. Ahora bien, esa actuación ha creado otros problemas que se analizarán más adelante. Sin embargo, el relativo benigno juicio crítico de la actuación de la banca central no es extensible a los gobiernos que se embarcaron en una política fiscal y presupuestaria injustificable, tanto desde un punto de vista teórico como práctico y cuyas secuelas comprometen la vuelta de la economía mundial a un crecimiento sano, estable y sostenido.

Política fiscal: el retorno del viejo keynesianismo

El miedo al retorno de la Gran Depresión animó a casi todos los gobiernos del mundo a implementar estímulos fiscales, desconocidos desde la Segunda Guerra Mundial, para reanimar la demanda y limitar el impacto de la crisis financiera sobre la economía real. No se resignaron a dejar operar a los denominados *estabilizadores automáticos*, el mecanismo institucional en virtud del cual el gasto aumenta y los ingresos bajan sin necesidad de adoptar ninguna medida discrecional; por ejemplo, el aumento de las prestaciones por desempleo o el descenso de la recaudación por la caída de la actividad. La mayoría de los gabinetes y, sobre todo, Estados Unidos y España resucitaron la antigua religión keynesiana de «cebar la bomba» con un incremento del gasto y del déficit. Esta estrategia se sustenta en un error teórico y carece de soporte fáctico.

A pesar de lo sostenido por los paladines del *keynesianismo hidráulico*, no hay ningún ejemplo de que programas de esa naturaleza hayan logrado arrancar a ningún país de un estado de recesión o de depresión. Como se ha mostrado, esa terapia no consiguió en los años treinta de la pasada centuria que Estados

Unidos y el resto de las grandes economías de la época saliesen de la depresión. En la década de los setenta del siglo xx, esa misma receta fue incapaz de superar la *estanflación*,²⁵ en la de los noventa, la generación de un endeudamiento colosal no consiguió yugular la espiral deflacionista japonesa. En los últimos setenta años no existe caso alguno en el que el keynesianismo fiscal-presupuestario haya logrado impedir una recesión e iniciar un ciclo alcista equilibrado y sostenible.

¿Por qué ahora funcionaría cuando antes no lo ha hecho? La contestación a ese enigma está en el llamado *multiplicador del gasto público*, una anticuada reliquia keynesiana inhumada para justificar el deseo de los gobiernos de «hacer algo» para relanzar la economía. Ese esotérico concepto encierra una idea sencilla y de atractiva apariencia. Un aumento de las compras estatales de bienes y servicios, de las transferencias de renta a los ciudadanos, de los subsidios a las empresas, etc., etc., etc., equivalente al 1% del PIB incrementaría en un 1% el crecimiento económico, o en más si el multiplicador es superior a la unidad. Además, ese milagro se produciría sin necesidad de recortar el ahorro y la inversión privada. La explicación de ese mágico resultado es la presencia de recursos ociosos —trabajo y capital— que serían movilizados por la acción salvífica del Estado. Demasiado bonito para ser verdad. Por eso... no lo es.

En economía no hay comidas gratis. Los déficits se pagan antes o después. El dinero ha de salir de algún sitio. Si el endeudamiento se financia a través de emisiones de deuda, el gobierno compite con las familias y con las empresas por captar fondos. Esto eleva los tipos de interés para el consumo y para la inversión generando el famoso «efecto expulsión» del sector privado por el público. Si eso se hace mediante subidas de impuestos, se quita «dinero» a las familias y a las compañías. Gastarán e invertirán menos, lo que reducirá el crecimiento. Si además existe un entorno de contracción del crédito/restricción de liquidez, el impacto depresivo será todavía mayor. Cualquiera de esas dos

reacciones deprime en lugar de reactivar la economía, con un resultado paradójico: el Estado recauda menos y el déficit crece en lugar de reducirse.

Por otra parte, la gente no es tonta. Responde a incentivos y estos dependen en buena parte de las medidas fiscales y presupuestarias que adopte el gobierno. La escalada de la deuda hace pensar a los individuos y a las empresas que se verán obligados a pagar impuestos más altos para sufragar el «agujero fiscal», por lo que ahorran ahora para poder soportar una mayor carga tributaria mañana. Por tanto, disminuyen su gasto y no invierten. De nuevo, la tasa de crecimiento cae y los ingresos tributarios con ella. Este es el núcleo central del denominado teorema de la Equivalencia Ricardina.²⁶ En suma, el *multiplicador del gasto* se convierte en un *restador*. A estas alturas, ningún economista serio cree factible crecer y crear empleo sobre la base de gastar y de abrir un agujero presupuestario. Esta política no funciona ni en circunstancias excepcionales ni como un remedio de corto plazo. Así lo reconocen hasta los economistas keynesianos sensatos y el propio lord Keynes, poco antes de morir, se indignaba contra la inclinación errónea de sus seguidores de generalizar sus recomendaciones y convertirlas en fórmulas universales aplicables a cualquier fase recesiva.²⁷ Y los datos qué dicen...

En un trabajo reciente y contradictorio con su obra anterior, la presidenta del Consejo de Asesores Económicos del presidente de Estados Unidos, Cristina Romer, dice que el fracaso de los estímulos fiscales en los años treinta se debió a que el gobierno no gastó lo suficiente.²⁸ Esa tesis intenta justificar los planes de Obama y ha recibido una monumental y contundente refutación por parte de Robert J. Barro, que ha realizado un interesante ejercicio sobre el impacto del «multiplicador» en un escenario en el que el gasto público creció de manera desaforada: la Segunda Guerra Mundial. Desde la entrada de Estados Unidos en el conflicto hasta 1944, el gasto en defensa creció a un ritmo anual de 540.000 millones de dólares hasta situarse en el 44% del PIB en 1944. Durante ese

mismo período, el PIB norteamericano se incrementó en términos absolutos en 430.000 millones de dólares. Esto supone que el famoso *mutiplicador* fue del 0,8.²⁹

¿Por qué pasó eso? Porque el gasto de guerra redujo la inversión de las empresas y el consumo de los hogares. En un entorno depresivo como el de Estados Unidos de la preguerra, con teóricos recursos ociosos, el brutal aumento del gasto público para hacer frente al esfuerzo bélico provocó un «efecto expulsión» del privado. En suma, detrajo al crecimiento del PIB más de lo que aportó. Eso sí, el paro disminuyó porque una parte sustancial de la población activa estaba en el ejército y porque el gobierno impuso férreos controles salariales. Resulta complicado imaginar un test mejor para contrastar la potencia estimulante del «multiplicador».

Inmune a las objeciones del grueso de los economistas a la eficacia del *keynesianismo hidráulico*, la Administración de Barack Obama lanzó un gigantesco paquete de estímulos fiscales en febrero de 2009, el *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA). Según los expertos de la Casa Blanca, esa iniciativa aumentaría el crecimiento económico y crearía alrededor de tres millones y medio de puestos de trabajo. Por cada punto de incremento del gasto público, el PIB crecería 1,6 puntos. Esta proyección es muy superior a la realizada por analistas tan reputados como Robert J. Barro o John B. Taylor. A simple vista, la reanimación de la economía norteamericana parecería reivindicar el éxito de la «obanomics». Sin embargo, eso no es así. Un análisis pormenorizado de los datos del Ministerio de Comercio permite estimar las contribuciones al PIB del consumo, de la inversión, de las exportaciones netas y del gasto gubernamental desde la entrada en vigor del ARRA. Los resultados son contundentes. De los 5,7 puntos de mejora del crecimiento del PIB entre el primer y el segundo trimestre de 2009, la aportación de los «estímulos» fue solo del 0,3%. Aunque habrá que esperar a la evolución de la economía en los meses venideros, parece evidente que el «multiplicar del gasto» tiene un efecto insignificante.³⁰ La

momentánea reactivación de la economía norteamericana se ha debido básicamente a tres elementos: el brutal suministro de liquidez aportado por la FED, la temporal estabilización de los mercados monetarios y la recuperación de la inversión privada.

Las investigaciones y simulaciones sobre cuáles serían los efectos de una política similar a la norteamericana en la Eurozona arrojan resultados parecidos. Los estímulos fiscales apoyados en una expansión del gasto y del déficit tendrían consecuencias contractivas sobre la economía de esa área. Las expectativas de futuros aumentos de los impuestos para recortar los «agujeros» presupuestarios y la presión alcista de la deuda pública sobre los tipos de interés llevarían a una reducción del consumo y de la inversión privada. Si el Banco Central Europeo mantuviese el precio del dinero en sus actuales niveles de manera indefinida, hipótesis inviable porque llevaría a disparar la inflación y/o a generar una nueva burbuja de activos, el *keynesianismo hidráulico* sería algo más eficaz, pero no lo suficiente como para elevar la tasa de crecimiento de la economía de la UEM, situarla cerca de su potencial y consolidar un ciclo estable y equilibrado.³¹

6. ¿Y ahora qué?

Si uno se cree las previsiones de los organismos económicos internacionales, la Gran Recesión ha quedado atrás y el mundo a trancas y barrancas volverá a crecer. El debate se centra en si la recuperación será en V, es decir rápida e intensa; en U, lenta y débil o, como sugieren los pesimistas, en W, esto es, una frágil reactivación seguida de una recaída. Las previsiones de los economistas tienen más de arte que de ciencia, pero si bien es una cuestión de suerte acertar con precisión la evolución de la economía global, sí es posible intuir cuál será su posible comportamiento a la vista del tipo de crisis que se ha experimentado y de las medidas aplicadas para combatirla. La buena noticia es que el desplome de

los mecanismos de pagos ha sido contenido, de momento... La mala, que la ingente acumulación de deuda por parte de los gobiernos corre el serio peligro de desencadenar una ola de nuevas crisis financieras en un horizonte temporal no muy lejano.

Un examen del día después de las debacles bancario-financieras muestra la persistencia de efectos contractivos duraderos sobre el precio de los activos, sobre la producción y sobre el empleo. No solo la vuelta a las tasas de incremento del PIB anteriores a la precrisis tardará en producirse sino que el potencial de crecimiento puede haberse visto seriamente dañado.³² Por añadidura, una serie de factores pesan sobre la escena mundial como una espada de Damocles. A pesar de haber gastado alrededor de 4,1 billones de dólares de los contribuyentes para salvar del caos al sistema financiero mundial, sería aventurado afirmar que los riesgos han desaparecido. No han aflorado todos los activos malos y dudosos y las ratios de las instituciones financieras se deteriorarán de manera adicional si, como todo sugiere, la recuperación no es acompañada por una intensa creación de empleo y/o disminución del paro en el horizonte del corto y del medio plazo o, como no es improbable, la reactivación será de corta vida.

Así, las entidades de crédito seguirán registrando pérdidas. En consecuencia, los mercados monetarios serán prudentes y restrictivos en la concesión de préstamos para evitar cometer los errores del pasado y mejorar sus ratios de solvencia. No se ha restaurado la confianza que se quebró de manera dramática desde el verano de 2007. Los hogares seguirán ahorrando para disminuir sus elevados niveles de endeudamiento. Los países de la OCDE darán pocas alegrías. Es difícil pensar que el panorama se vea modificado por un aumento del gasto nacional en los Estados con exceso de ahorro. China no parece dispuesta ni a revaluar el yuan ni a estimular el consumo privado y los demás países asiáticos están

demasiado escaldados de su dramática experiencia en el bienio 1997-1998 para convertirse en los grandes consumidores e inversores de la economía global.

La Gran Recesión ha sido un banco de pruebas para mostrar la potencia de la política monetaria, su capacidad de impedir una reedición de la Gran Depresión. Con sus aciertos y con sus errores ha conjurado el derrumbe del mecanismo de pagos y, en la práctica, ha sido el factor esencial de la reactivación momentánea de la economía mundial. Sin embargo, esa actuación se ha visto acompañada por una estrategia fiscal y presupuestaria hiperexpansiva en la mayoría de los Estados, sobre todo en Estados Unidos. La mezcolanza de ambas políticas constituye una grave amenaza para la consolidación de los «brotes verdes» de la economía internacional, para su estabilización. En realidad, sienta las bases de un posible retroceso hacia la recesión si no produce una urgente vuelta a la ortodoxia macroeconómica. A diferencia de lo que se cree y se proclama, una pronta retirada de los estímulos monetarios y fiscales es una condición fundamental para dejar atrás el fantasma de la Gran Recesión.

La mayoría de los bancos centrales de los países de la OCDE no solo han aumentado de manera brutal sus balances para suministrar liquidez y/o capital al sistema financiero sino que, de manera directa, la Reserva Federal o, indirecta, el BCE han financiado con sus máquinas de imprimir billetes la deuda pública. La probable explicación de ese movimiento es doble: primero, los gobiernos encuentran obstáculos para cubrir en el depauperado mercado mundial de capitales sus desequilibrios presupuestarios; segundo, la monetización de la deuda interna pretende reducir el *efecto expulsión* sobre la demanda privada provocado por las necesidades de financiación del sector público. Por desgracia, los resultados de esa actuación son inquietantes porque generan expectativas de una elevación de la inflación y, en consecuencia, se anticipa una subida de los tipos de interés que restará vigor a la reanimación de la economía si esa situación no se corrige pronto.

El aumento de la cantidad de dinero en circulación es justificable o, mejor, tiene justificación si el motivo es evitar el hundimiento del sistema bancario, pero no lo es si esa medida se transforma en un instrumento para soportar los derroches presupuestarios del gobierno. Ese tipo de *cooperación* es lo que la petición y concesión de autonomía a la banca central ha intentado siempre evitar. El recurso a expansiones monetarias para convalidar las presupuestarias, esto es, a cubrir los déficits con la emisión de billetes ha sido la fuente de la mayoría de los procesos inflacionarios registrados a lo largo de los tiempos. En la OCDE, ese fue el origen de la *estanflación* de mediados y finales de los años setenta, de las hiperinflaciones suramericanas, etc. Un régimen monetario no inflacionario tiene serias dificultades para sobrevivir en presencia de un déficit público elevado y permanente. Es improbable, por no decir imposible, que el primero sobreviva si el segundo no se corrige, aunque la monetización de la deuda esté prohibida por los estatutos del banco emisor. La presión sobre este para que financie el endeudamiento puede ser irresistible, sobre todo, en períodos de crisis.

Por otra parte, si las expectativas de que eso es probable se consolidan, también lo harán las perspectivas de que la inflación mantendrá su carrera alcista. Esta situación conduce a un dilema explosivo. O bien la financiación monetaria del agujero presupuestario lleva a disparar el nivel general de precios, lo que conducirá a unos tipos de interés más altos, o bien el mantenimiento de un endeudamiento estratosférico exigirá unos niveles de impuestos incompatible con el crecimiento de la economía. En la actual fase de interregno, en la transición hacia el paraje dibujado en estas líneas, la acomodadiza política de los bancos centrales y la abrumadora emisión de deuda realizada por los gobiernos están sembrando el terreno para que se produzca una nueva burbuja de activos. Los precios de las acciones, del petróleo, de la energía y de las *commodities* registran desde marzo de 2009 un crecimiento vertiginoso y desproporcionado no justificado por un análisis realista

de los datos económicos fundamentales.³³ Esta realidad, sepultada por la Gran Recesión, emerge con una extraordinaria virulencia cuando la recuperación empieza a cobrar virtualidad.

La puesta en marcha de programas de estabilización destinados a recortar los abultados niveles de deuda/déficit creados durante la Gran Recesión no solamente no supondrían un freno a la recuperación de las economías, sino que tendría efectos expansivos en el corto plazo siempre y cuando se centrasen en el recorte del gasto estructural: empleo y salarios públicos, las transferencias y las partidas del Estado del bienestar. Por añadidura, el impacto estimulante sobre la actividad de las restricciones presupuestarias es mayor cuando se acomete en los «malos tiempos», es decir, en períodos de un rápido ascenso de la ratio deuda/PIB. Esta tesis se ve apoyada por una amplia evidencia.³⁴ Su fundamentación teórica es que consolidaciones fiscales, como las apuntadas, tienen un potente efecto riqueza si los recortes de gasto se perciben como duraderos. En este caso, los consumidores y las empresas anticipan un aumento de su *renta permanente*, de sus flujos de ingresos futuros ya que no se verán forzados a soportar una carga tributaria mayor para financiar el agujero de las cuentas públicas. En este contexto, *ceteris paribus*, el gasto privado tenderá a reactivarse con mayor vigor.

Al mismo tiempo, las contracciones fiscales tienen un impacto bajista sobre los tipos de interés. Si el volumen de deuda pública presenta una trayectoria alcista, los inversores nacionales e internacionales demandan una prima de riesgo (precio) más alta y pueden llegar a cortar el crédito a la economía demandante de este si no perciben que esa deriva se invierta. Un déficit/deuda crecientes plantean incertidumbre sobre su sostenibilidad, sobre la solvencia del país que los genera, lo que encarece su financiación e incluso puede conducir a un severo recorte de la misma. Del mismo modo, la disminución del gasto y del déficit reduce las necesidades de recursos por parte del Estado y los libera para que las familias y las compañías los gasten y los inviertan. En un entorno de restricción

crediticia derivado de una crisis financiera y de una recesión, el impacto estimulante de las políticas presupuestarias restrictivas es muy poderoso.

Por otra parte, es imprescindible replantearse el diseño y ejecución de la política monetaria. La consideración del IPC como la mejor forma de medir la inflación y, de este modo, estabilizar la economía y el mecanismo bancario-financiero no ha funcionado. Ha sido una guía errónea o, mejor, insuficiente para calibrar las tensiones inflacionistas acumuladas en el sistema económico. Desde esta perspectiva, los bancos centrales deberán contemplar la evolución del crédito, del valor de los activos y, por supuesto, de los agregados monetarios como variables básicas a la hora de diseñar su actuación. Todas esas variables influyen de manera directa e indirecta sobre los precios del consumo futuro y, por tanto, han de ser vigilados por el instituto emisor. Sin duda, esa tarea no es sencilla, presenta problemas técnicos pero ha de ser uno de los puntos centrales de la agenda del siglo XXI.

En conclusión, la superación definitiva de la Gran Recesión exige restaurar la disciplina fiscal y monetaria, mantener los mercados abiertos a la competencia interna y externa y no sucumbir a la tentación intervencionista que no lograría eliminar la emergencia de *riesgos sistémicos* y, sin embargo, establecería una pesada losa sobre el crecimiento de la economía. No hace falta inundar las economías y los sistemas financieros de miles de trabas sino diseñar un aparato regulatorio-supervisor pequeño y eficiente, sometido a reglas y procedimientos claros y previsibles, cuya misión básica ha de ser la creación de incentivos que incrementen la responsabilidad de los agentes económicos, en lugar de fomentar la irresponsabilidad, y el establecimiento de un entorno legal e institucional que promueva la transparencia y prevenga, y en su caso castigue, los abusos y el fraude. La crisis iniciada en 2007 no fue un «fallo del mercado» sino un «fallo del Estado» y prácticamente todas las responsabilidades asignadas al mercado

fueron consecuencias directas de los estímulos y distorsiones proporcionadas por malas políticas económicas y por pésimas, que no insuficientes, regulaciones.

Segunda parte

Crisis en España

España: del auge a la «depresión»

Lorenzo Bernaldo de Quirós

1. El despertar de un sueño

En el tercer trimestre de 2008, la economía española entró en recesión. Se pasó sin transición y a velocidad de vértigo de vivir la etapa de expansión más dilatada desde la década de los sesenta a sufrir la mayor crisis económica registrada por España desde la guerra civil. Durante casi quince años, el país había experimentado un aumento sin precedentes de la prosperidad que, además, había llegado a todas las capas de la sociedad. En un tiempo récord, los avances de bienestar y de riqueza alcanzados desde la segunda mitad de la década de los noventa se han volatilizado y hoy aparecen ante los españoles como la nostalgia de una edad dorada. La imagen de aquellos «viejos-buenos» tiempos lleva trazas de convertirse para el imaginario colectivo en una especie de época irrepetible, de un accidente histórico, de un producto del azar, de un paréntesis en el devenir de un país mediocre, de expectativas limitadas y condenado a ser el socio pobre del club de los ricos. Sin embargo, hasta hace muy poco, apenas tres años, España parecía inmersa en la senda de un imparable e irreversible progreso.

A diferencia de lo pronosticado por el consenso de los analistas y por el gobierno desde el verano de 2007, la economía registró un aterrizaje duro y ahí se ha quedado sin perspectivas de reanimación a la vista. La tesis de una recuperación en V, una caída de la

actividad seguida de una fuerte reactivación, es inviable y todo apunta hacia un ciclo en L, una intensa contracción de la economía seguida por una dilatada fase de estancamiento. En contraste con lo sucedido en la mayoría de los países de la OCDE, la economía nacional no saldrá a flote en 2010. Este año, el PIB y el empleo volverán a registrar un incremento negativo cuya pendiente descendente se verá atemperada por un simple efecto estadístico: la menor contracción de los indicadores de actividad respecto a la anotada en 2009. Pero eso no es lo peor... No se sabe cuándo España volverá a crecer a tasas cercanas a las de la precrisis y a generar puestos de trabajo. Si no se produce un giro radical de la política económica, existe la probabilidad de afianzar un ecosistema de encefalograma plano semejante al padecido por Portugal desde hace diez años o por Japón desde casi veinte. Se cierne sobre el país el espectro de una década perdida. Por la intensidad y por la duración del ajuste, esta etapa de *estagnación* carece de antecedentes. España se ha transformado en el enfermo de Europa.

El brutal deterioro de la coyuntura ha proporcionado un golpe inesperado y demoledor a unas familias y a unas empresas que habían considerado la riqueza generada durante la bonanza algo inevitable, un regalo providencial condenado a perdurar de manera indefinida. En buena medida, la sociedad no ha sido consciente de cuáles eran las condiciones y las políticas que habían hecho posible ese aparente milagro. Y es que el *boom* operó como un potente narcótico que oscureció la percepción de cuáles eran las razones de su origen. En estos momentos, el unamuniano sentimiento trágico de la vida hispánico corre el serio riesgo de convertirse en un estado de ánimo arraigado si se tiene en cuenta la presente marcha de los acontecimientos económicos y su previsible evolución en los próximos años. Los españoles han perdido fe en el futuro y el fatalismo comienza a apoderarse de la gente. Muchos empiezan a pensar que sus hijos y sus nietos vivirán peor que sus padres y sus abuelos. Esa quiebra de la confianza en una trayectoria de progreso indefinido, de mejora de los niveles de vida de generación en

generación, supone una ruptura radical con el clima de optimismo previo a la crisis, lo que es natural, pero también con el existente en otros períodos de la historia contemporánea en los que el malestar económico no había dañado tanto las expectativas.

En este drama, el gobierno socialista ha tenido un considerable protagonismo. En su primera legislatura no hizo nada o muy poco para corregir el recorrido alcista de los desequilibrios acumulados después de ocho años de ciclo expansivo, ni tampoco para facilitar la adaptación de la economía a un eventual empeoramiento de la coyuntura. En la segunda, su rechazo a aceptar la realidad, su equivocado diagnóstico de la crisis y la errática y errada actuación desplegada para combatirla tanto en su preámbulo como en su desarrollo han contribuido de una manera decisiva a agudizar y prolongar la recesión. La estrategia del socialismo gobernante ha sido y es un coctel molotov de improvisación, de inconsistencia, de incoherencia y, en algunos casos, de incompetencia. En ningún instante ha atacado los problemas de fondo, sino sus síntomas. Se ha limitado a aplicar un tratamiento paliativo con la esperanza de que algún episodio interno o externo, de índole milagrosa o atmosférica, sacase a la economía de su postración. De la resistencia pasiva de Solbes se transitó al activismo militante del dúo Zapatero-Salgado. Ambas estrategias se han saldado con un rotundo descalabro. El resultado es el desmoronamiento de la economía, el desbocamiento del paro y la generación de un descomunal endeudamiento de las finanzas públicas cuya trayectoria alcista tiene posibilidades de desembocar en una crisis de deuda.

Aunque ahora existe una cierta propensión a idealizar la gestión económica de la era González ante el desastre de la realizada por Rodríguez Zapatero, ambas se asemejan en un aspecto: la existencia de un crónico conflicto entre los presupuestos ideológicos del PSOE y las exigencias de la economía. El mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, el crecimiento, la creación de empleo, el descenso del paro, etc., eran y son metas irrealizables con una

continua extensión del gasto gubernamental, con aumentos de los impuestos, con la presencia de unos mercados de bienes, de servicios y de factores muy rígidos... Las renunciadas de los socialistas hispanos a utilizar esos medios para conseguir sus fines programáticos y cumplir sus promesas electorales han sido siempre temporales y han estado forzadas por las circunstancias. Ahora bien, en todas las ocasiones han terminado por volver a ellos y es lógico; están en su código genético. Desde la restauración de la democracia en 1977, los diferentes gabinetes del PSOE no han sabido administrar las fases de auge ni gestionar las de declive, con la excepción de Miguel Boyer en el trienio 1983-1985. El socialismo español no se ha librado jamás del intervencionismo micro y del keynesianismo macro que han sido y son los brazos armados de su filosofía económica. Renunció al marxismo pero no al social-estatismo. Sin embargo, el PSOE de la era González acometió una serie de iniciativas que resultan inimaginables si se contempla la *gobernanza* de la economía en época de Zapatero, como la reconversión industrial, la privatización de la banca estatal y su «keynesianismo» presupuestario fueron mucho más el producto de la inacción que del propósito de utilizarlos como instrumentos para estimular la actividad.

A pesar del pesimismo reinante en estos momentos, la decadencia de las naciones no es inevitable. Esa es una de las principales aportaciones del capitalismo al mundo civilizado: la posibilidad de mantener y extender el bienestar de manera secular. Sin embargo, el desarrollo no es un producto de la casualidad o de la suerte. Es indudable que la economía española no se hubiese librado de los efectos de la hecatombe económico-financiera internacional que se desencadenó a partir de 2007, pero también lo es que la hubiese golpeado con menor fuerza y la habría superado antes si en el cuatrienio 2004-2008 se hubiese profundizado en los programas de disciplina presupuestaria, rebajas impositivas y liberalización de los mercados emprendidos en 1996. Por desgracia, eso no fue así. El gabinete socialista no avanzó por el camino de las

reformas estructurales¹ y aplicó una política fiscal poco responsable durante el ciclo alcista que no se convirtió en un déficit por el boyante comportamiento de los ingresos tributarios. El socialismo actuó como si la bonanza fuese perenne, como si el ciclo económico se hubiese convertido en una curiosidad intelectual mientras sus acciones y omisiones abocaban de manera inevitable a una crisis que la debacle de la economía y de las finanzas mundiales solo aceleró y agudizó.

A menudo, las grandes perturbaciones sacan a la luz la existencia de fallas estructurales en la economía. Esas deficiencias están ocultas durante las épocas de prosperidad y solo se les presta atención desde el mundo académico. Cuando la marea desciende, emergen éstas hacia la superficie con una fuerza extraordinaria. La recesión española no es una excepción. Ha puesto de relieve la existencia de carencias importantes en las políticas públicas implantadas con anterioridad y posterioridad a la Gran Recesión, pero también la falta de funcionalidad; la obsolescencia de segmentos importantes del vigente modelo socioeconómico, por ejemplo la legislación laboral, así como de parcelas muy significativas del denominado gasto social tal como las conocemos, léase las pensiones y las graves restricciones a la política económica derivadas de la organización territorial del Estado. En España no hay un Estado fuerte pero limitado, sino muchos estados con amplios poderes de intervención social y económica. Por todo ello, la vuelta a un crecimiento estable y sostenido, la restauración del potencial de crecimiento de la economía, reducido sin duda por la destrucción de capital experimentada durante la crisis,² no se conseguirán con simples retoques parciales, sino con un proyecto de revisión y reestructuración de partes sustanciales del marco institucional y normativo en el que opera la economía española.

2. Las semillas de la expansión... y de la crisis

Aunque numerosos factores tuvieron una influencia directa e indirecta sobre la Gran Recesión española, la secuencia «expansión monetario/crediticia, endeudamiento de los hogares y de las empresas, aumento del precio de los activos» ha sido el elemento determinante de la entrada de la economía española en una fase de recesión-estancamiento. Por añadidura, su combinación con un *boom* de los precios de la vivienda está en el origen de los ciclos bajistas de alto coste, es decir, aquellos caracterizados por fuertes caídas del PIB acompañadas de un lento y doloroso proceso de saneamiento y reestructuración de la economía. Desde esta perspectiva, la tormenta financiera que se abatió sobre Estados Unidos y la restricción del crédito derivada de ella tuvieron un impacto demoledor sobre la economía real a escala global pero no fueron la causa sino el detonador que activó y recrudeció el ajuste de la economía española que era inevitable y se había dilatado en exceso.

En 1997, España se incorporó al grupo de estados fundadores de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM). Este objetivo parecía inalcanzable a la vista del panorama existente a finales de 1995: un déficit público del 7,3% del PIB, una ratio deuda/PIB del 65,5%, una inflación del 4,7% y unos tipos de interés a largo plazo del 11,3%. La nación no cumplía ninguno de los requisitos exigidos en el Tratado de Maastricht para acceder al euro y basta releer los informes y comentarios de la época para darse cuenta de que el grueso de los analistas y de los organismos, públicos y privados, nacionales e internacionales, consideraban improbable que la economía española llegase a tiempo a la puesta en marcha de una UEM. Este es un hecho que se omite con demasiada frecuencia cuando desde la atalaya de 2010 se contempla el ingreso en el euro como algo irremediable. No fue así.

La mezcla de un enérgico esfuerzo de consolidación presupuestaria en el bienio 1996-1997 y las medidas liberalizadoras introducidas en ese espacio temporal por el nuevo gobierno del Partido Popular permitieron cumplir los criterios de convergencia y

entrar en la UEM. Se produjo un cambio de régimen económico en la línea descrita por Robert Lucas Jr.³ El sometimiento de las políticas monetarias y presupuestarias europeas a reglas y su asunción por España al incorporarse a la Eurozona contribuyeron a proporcionar una credibilidad adicional al programa de ajuste fiscal diseñado por el gabinete popular, que se vio reforzada por la introducción de una serie de iniciativas legislativas, sobre todo la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, que obligaban al Estado, a las autonomías y a los municipios a cerrar sus cuentas anuales en equilibrio. De este modo se pretendía aminorar el peligro y la tentación de que el gobierno y el resto de las administraciones incurriesen en posiciones de *inconsistencia temporal*, es decir, que las autoridades intentasen manipular las expectativas generadas por sus compromisos e incumplirlos.⁴ Esto produjo un efecto positivo sobre la confianza de los agentes económicos que explica el acusado descenso de las tasas de interés a largo, esto es, el coste del endeudamiento del Estado. De este modo, el mercado convalidaba la disminución de los tipos a corto producida por la entrada en el euro porque se creyó los planes de austeridad del gobierno. Por otra parte, la cadena de devaluaciones de la peseta que se produjeron en 1993 permitieron entrar en la UEM con un tipo de cambio muy competitivo que facilitó la expansión de la economía.

La rebaja del precio del dinero impulsó el paulatino repunte del consumo y de la inversión privadas en un entorno de cortes progresivos del gasto, del déficit público y de los impuestos que, de acuerdo con los modelos keynesianos de libro de texto, debería haberse traducido en una severa contracción de la demanda interna. Sucedió todo lo contrario. Se cumplía la predicción de los modernos modelos de política fiscal: la disminución de los desembolsos y de los desequilibrios del sector público ejerce efectos estimulantes sobre la actividad económica y hace posible bajar los impuestos, lo que potencia aún más su impacto expansivo. La reducción del peso

del Estado en la economía desató la energía creadora de los individuos y de las empresas. Esta fue una lección magistral dejada de lado por los gobiernos posteriores.

Al mismo tiempo, el gabinete del PP puso en marcha un paquete de políticas de oferta destinado a eliminar o recortar la batería de regulaciones que impedían el buen funcionamiento los mercados de bienes, de servicios y de factores de producción.⁵ Por un lado se pensaba que la introducción de la competencia en los distintos sectores contribuiría a aumentar la eficiencia y la productividad de las empresas y, por añadidura, a extender la Frontera de las Posibilidades de Producción.⁶ Por otro, las rebajas de precios provocadas por las liberalizaciones tenían como meta aumentar la renta disponible de los consumidores y hacer disminuir los costes de producción de las compañías, lo que mejoró su capacidad competitiva y también sus incentivos para crear puestos de trabajo. España generó, entre 1996 y 2003, un tercio del empleo total de la Unión Europea y su PIB per cápita con relación al de esa área económica pasó del 78,2% en 1995 al 86% en 2003 para estancarse a partir de ese año.⁷

¿Por qué el fuerte descenso de los tipos de interés no causó durante ese tiempo una dinámica inflacionaria ni una «burbuja de activos»? La contestación es mixta. El programa del gobierno popular se tradujo en un aumento del potencial de crecimiento de la economía, aquella tasa a la que el PIB puede incrementarse sin generar desequilibrios. Por otro, la NAIRU,⁸ esto es, el nivel de paro por debajo del cual la inflación comienza a acelerarse, cayó de manera significativa a causa de la flexibilización parcial del mercado de trabajo, que atenuó uno de los principales obstáculos a la contratación indefinida, la carestía del despido, abaratada para las nuevas modalidades de contratación aprobadas en mayo de 1997. Por añadidura, el ascendente flujo de inmigrantes ayudó a moderar las rigideces del mercado laboral y realizó una aportación relevante al crecimiento de la economía que proseguiría en los años siguientes. Finalmente, el IPC se «cuadró» mediante la rebaja

artificial de los precios administrados, las famosas tarifas, lo que con posterioridad iba a generar numerosas ineficiencias y graves problemas, como el famoso «déficit tarifario» en el mercado eléctrico. En cualquier caso, todo ello hizo posible que las expansiones monetaria y crediticia desencadenadas por la incorporación a la UEM no tuviesen efectos alcistas significativos sobre la inflación y sobre el valor de los activos en la primera fase del auge. Hasta 2003-2004, el endeudamiento de las familias y de las empresas no despuntó de manera preocupante.

Otra de las referencias claves de esa época, que con posterioridad se convertiría en un problema, es el déficit exterior. En 2003 se situaba en el 3,5% del PIB. Si se tiene en cuenta que ese «agujero» refleja el desfase entre lo que una economía gasta y lo que produce, eso significa que la apelación al ahorro exterior para financiar el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente, esto es, el consumo y la inversión de los hogares y de las empresas, no alcanzaba niveles inquietantes. La irrelevancia del déficit exterior estaba reforzada por la positiva respuesta de la economía española a su integración en el mundo. En 1995, la cuota de mercado de las exportaciones españolas en la Unión Europea era del 3,4%, frente al 4% en 2003. Crecieron a un promedio anual superior tanto al de la UE-15 como al de la Eurozona. Eso refleja que la competitividad mejoró a pesar del vigor de la demanda interna y de la paulatina ampliación de los diferenciales de inflación y de costes laborales respecto a los existentes en la UEM, que poco a poco iban a eliminar la ventaja competitiva de haber ingresado en el euro con una tasa de cambio muy competitiva después de cinco devaluaciones consecutivas de la peseta.

A pesar de sus éxitos, el patrón de crecimiento del período 1996-2003 mostraba claros signos de agotamiento al finalizar el segundo mandato del Partido Popular. Empezaba a percibirse que la emergencia de los incipientes desequilibrios macro —déficit exterior e inflación— y micro —endeudamiento del sector privado— amenazaba con estrangular el crecimiento si se permitía que

continuasen aumentando. Al mismo tiempo, era evidente que las medidas liberalizadoras en las *industrias de red* necesitaban un nuevo empuje.⁹ Además existían mercados fundamentales en los cuales no se había progresado en su liberalización —por ejemplo, el comercio minorista—, otros en los que era insuficiente —el mercado laboral— y algunos en los que su ausencia —suelo—¹⁰ iban a estar en la génesis de graves desajustes en los años siguientes, léase la «burbuja inmobiliaria». Por otra parte, no se realizó prácticamente cambio alguno en el modelo de protección social¹¹ y si bien la privatización de las empresas públicas fue una iniciativa positiva y su enfoque correcto, recreó un esquema banca-industria, protagonizado esta vez por las cajas de ahorro, que favoreció un exceso de concentración empresarial. En el medio plazo, este modelo planteaba dos amenazas: primero, un aumento del *riesgo sistémico*, es decir, la posibilidad de que una crisis industrial se transformase en una financiera y a la inversa a través de un proceso de realimentación; segundo, la configuración de un capitalismo corporativista de corte alemán o japonés, muy dependiente del gobierno, en vez de un capitalismo competitivo, que era el propósito perseguido por las privatizaciones. Esta situación se vio intensificada por la presencia de las cajas de ahorros en el capital de las compañías privatizadas y por la inestabilidad que iba a producir su falta de capital y su control por el poder político. En suma, en la segunda legislatura el PP no realizó ninguna reforma estructural significativa en los mercados de productos, de servicios y de factores.

Las consecuencias no deseadas de la Unión Monetaria

Para entender el porqué de la Gran Recesión y sus consecuencias, es básico tener en cuenta una cuestión previa: la participación de España en la UEM. La meta política de formar parte del club de la moneda única sirvió de ancla o de pretexto para desplegar una

modesta agenda liberalizadora y una actuación presupuestaria restrictiva, entre 1997 y 2003 el gasto público nominal creció por debajo de lo que lo hizo el PIB nominal, que junto a la drástica caída de las tasas de interés desencadenó el ciclo alcista protagonizado por la economía española desde 1996. El euro permitió y obligó a adoptar medidas que eran imprescindibles para crecer y generar empleo, pero que fuera de la Eurozona hubiese sido muy complicado implantar. Este paraguas hizo políticamente posible lo que era económicamente necesario. Sin embargo, una vez dentro de la UEM existía la amenaza de que una relajación de la ortodoxia presupuestaria y una parálisis de las reformas estructurales condujesen a un crecimiento desequilibrado que antes o después llevaría a una profunda recesión.

El principal coste del acceso a la UEM fue la desaparición del tipo de cambio como mecanismo amortiguador de los *shocks* de oferta o de demanda a los que podría enfrentarse la economía nacional, por ejemplo a un aumento de los precios del petróleo o una crisis financiera internacional. En la Eurozona, todos sus miembros están sujetos a una política común diseñada y ejecutada por el Banco Central Europeo (BCE). Esto supone asumir que cualquier perturbación les afecta con una intensidad parecida. Sin embargo eso no es así porque las economías del área del euro son muy diferentes. Tienen patrones de especialización productiva, tamaños del sector público, regulaciones distintas, etc. Esto significa que los *shocks* son asimétricos, es decir, les perturban de manera desigual. En este caso, la modificación de la tasa de cambio es un mecanismo más ágil y eficaz para estabilizar una economía abierta que los ajustes en los precios y los salarios domésticos, salvo que estos sean de una flexibilidad extrema. La teoría de las Áreas Monetarias Óptimas¹² ilustra este punto con una extraordinaria claridad.

Si no es hacedero depreciar la divisa, las pérdidas de competitividad originadas por un aumento persistente de la inflación, de los costes laborales o de ambos, en un país de la eurozona

superior al registrado por sus socios y competidores, o la respuesta a los choques externos se realizan vía cantidades, es decir, con caídas de la producción y del empleo. Estas son mayores, cuanto mayor es la rigidez de la estructura económica. En esa tesitura se encontró España a partir de 2007, lo que explica el porqué del agudo y rápido deterioro de la economía nacional y del empleo. Para restaurar la competitividad y crecer de nuevo, los costes internos han de crecer menos de lo que lo hagan los demás miembros de la Eurozona. Ese es un proceso largo y doloroso si los mercados son rígidos. Después de la reunificación, Alemania tardó una década en realizar ese ajuste y lo hizo mediante un crecimiento de los salarios reales un 10% inferior al apuntado por la media de la zona del euro desde 1995. Portugal no hizo eso y todavía no ha logrado hacerlo después de diez años de estancamiento.

La segunda consecuencia de la UEM, ligada a la anterior, es la crítica Walters, denominada así en honor a su creador, sir Alan Walters, asesor de Margaret Thatcher entre 1981 y 1989.

Su tesis es la siguiente. Cuando los ciclos económicos de los países integrados en una moneda única no están sincronizados, la existencia de una política monetaria igual para todos produce expansiones y contracciones artificiales de una enorme potencia desestabilizadora. Así, España debería haber tenido una política monetaria restrictiva cuando comenzó a soportar presiones inflacionarias. En la UEM, eso es imposible por definición. Por ello, la economía nacional «disfrutó» de un entorno de liquidez inadecuado para su posición cíclica, con dos resultados: la acumulación de un diferencial de inflación respecto al núcleo duro de la Eurozona y la generación de una enorme «burbuja» de los activos inmobiliarios.

Otro «beneficio» de la UEM fue la posibilidad de acumular un déficit exterior muy elevado. El dinamismo del consumo y de la inversión interna no respaldado por ahorro nacional originó un desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente que terminó por adquirir un tamaño fabuloso. Durante toda la etapa

expansiva, España necesitó cada vez más de los flujos de capital procedentes del exterior para financiar su crecimiento. Sin embargo, la dependencia de la financiación externa se disparó a partir de 2004,¹³ a pesar de que la tasa de incremento del PIB fue ligeramente superior en el período 1996-2003, 3,6%, que en la etapa 2004-2008, 3,1%. En ese último año, el déficit exterior alcanzó el 10,1% del PIB. La confluencia de tres hechos básicos hizo posible cubrir ese desequilibrio: la existencia de una abundante liquidez en los mercados financieros internacionales, la atonía de la demanda interna en otras áreas económicas, sobre todo, en la Eurozona, y la desaparición del riesgo cambiario, esto es, de devaluación de la moneda.

Ahora bien, la participación en la UEM cambió la naturaleza de la *restricción externa*,¹⁴ desapareció la amenaza de una crisis de balanza de pagos seguida de una pérdida de valor de la divisa, pero no la eliminó. La acumulación de deuda externa no puede continuar indefinidamente. La contraparte del déficit exterior fue un alto y creciente endeudamiento de los hogares y de las empresas que solamente podía soportarse en el contexto de una continua ampliación del crédito. La secuela fue un aumento de la vulnerabilidad de la economía española a cualquier perturbación que modificase su posibilidad o el coste de acceder a la financiación foránea; en otras palabras, un encarecimiento del precio del dinero o una restricción de la liquidez. Esa fragilidad se agudizaba a causa de la merma de competitividad —medida por los diferenciales de inflación y de costes laborales— de los bienes y servicios españoles, lo que unido a las rigideces del mercado laboral impedía realizar una rápida reasignación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores.

Ese segundo elemento contribuía a empeorar las cosas. El déficit exterior era insostenible desde una perspectiva intertemporal. ¿Qué quiere decir ese enrevesado concepto? El país anotó un crecimiento virtualmente cero de la productividad a lo largo de toda la etapa expansiva. Esto indicaba que el capital importado no se

había destinado a costear proyectos de inversión con una alta tasa de retorno. Es verdad que el principal destino de los flujos inversores fue la construcción residencial que se contemplaba como un sector que ofrecía grandes rentabilidades. Pero eso era una ilusión, alimentada por la existencia de una burbuja inmobiliaria fabricada por unas tasas de interés muy bajas y por una disponibilidad de crédito muy abundante. En la práctica, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente fue una enorme pirámide de Ponzi en términos técnicos. La mayor parte de la inversión doméstica no se encauzó hacia el sector de bienes comercializables o a actividades impulsoras de la productividad, que crearían capacidad exportadora para pagar el servicio de la deuda externa, sino al de bienes y servicios no comercializables. Esto significa que no se generaban ni se iban a generar los recursos precisos para disminuir o, al menos, estabilizar la ratio deuda exterior/PIB.

Desde esta perspectiva, la UEM actuó como un anestésico. Permitió y estimuló la aglomeración de una serie de desajustes macro y microeconómicos y prolongó en el tiempo una bonanza económica que se volvió insostenible porque se asentaba sobre una fenomenal burbuja crediticia. Esta situación no pasó factura negativa entre 2004 y 2007 porque se vio compensada por la presencia de unos tipos reales de interés bajos a lo largo de toda esa etapa y por los efectos estimulantes de la burbuja inmobiliaria. Cuando esos dos elementos dinamizadores cambiaron de signo, el espejismo de una prosperidad indefinida se esfumó. La economía se asentaba sobre arenas movedizas. Pero esto no fue un producto de la fatalidad ni culpa del BCE, su misión es velar por la estabilidad de la Eurozona y no por la de España, sino de la aplicación desde 2004 de una agenda gubernamental que no fue consecuente con las exigencias que imponía la unión monetaria: la necesidad de flexibilizar los mercados de bienes, de servicios y el laboral, así como el desarrollo de un programa de contención del gasto público. Solo así se hubiese evitado un aterrizaje duro de la economía española con o

sin la irrupción de la crisis financiera internacional en el verano de 2007. Por eso, la capacidad de reacción a ese *shock* ha sido tan deficiente.

La «burbuja» inmobiliaria como punta del iceberg

Como se ha señalado, la entrada en la UEM alentó el desarrollo de una época de dinero barato y fácil en un contexto de expansión económica y de creación de puestos de trabajo. Muchos *baby boomers* empezaron a formar hogares en los noventa. Una avalancha de inmigrantes se incorporó al mercado laboral. El paro juvenil y femenino descendió. La afluencia de extranjeros en busca de segunda residencia aumentó y el PIB per cápita se incrementó de manera significativa entre 1997 y 2007. Todas esas circunstancias junto a las generosas desgravaciones fiscales existentes para la adquisición de la vivienda en propiedad¹⁵ potenciaron una explosión de su demanda y, con esta, un aumento de la actividad constructora para satisfacerla. En una década, la construcción de casas duplicó su peso en el PIB y alcanzó el 9,5% del Producto Interior Bruto en el bienio 2006-2007. Si se suma la obra civil y la edificación no residencial, el sector llegó a suponer el 18% del PIB y el 13% del empleo en esos años. En 2006 se construyeron en España más viviendas que en Alemania, Francia, Italia y Reino Unido juntos.¹⁶

La oferta de suelo no respondió con la agilidad precisa y en la dimensión indispensable para absorber la escalada de la demanda. En esa tesitura, el coste de la vivienda comenzó a dispararse. En un país con una densidad de población por kilómetro cuadrado de las menores de la OCDE, esa situación resulta incomprensible y lo es, pero tiene una fuente evidente: la legislación española restringe la disponibilidad de suelo. Y es que el encarecimiento de la tierra edificable fue y es el corolario directo de una intervención de los poderes públicos que reduce la entrada de ese factor de producción

en el mercado. No hay otra razón. Todo el mundo lo sabe y parece aceptarlo con una mezcla de cinismo y resignación incomprensible. En la práctica, la especulación sobre la tierra se convirtió en la principal fuente de ingresos, en un lucrativo negocio para los municipios y también en un ingrediente esencial del cáncer y la metástasis de la corrupción. Son los ayuntamientos quienes deciden de manera arbitraria cuánto suelo se pone a la venta para poder construir y, por tanto, a qué precio. De este modo han sido cooperadores necesarios en la manufacturación de la «burbuja inmobiliaria».

Ese problema se vio agravado por la vigente Ley de Arrendamientos Urbanos (LAU). En un escenario de encarecimiento acelerado de la vivienda en propiedad sería razonable esperar que una parte sustancial de la demanda se hubiese desplazado a la de alquiler. Así sucede en otros países de la OCDE. En estos, un tercio de los ciudadanos vive en casas arrendadas frente a solo el 12% en España. Además, ese movimiento parecería racional en presencia de alrededor de tres millones de pisos vacíos en la Vieja Piel de Toro. ¿Por qué sucede eso? ¿Son los propietarios tan irracionales que están dispuestos a renunciar a los ingresos que les proporcionaría arrendar sus inmuebles? La respuesta es negativa. La LAU desincentiva el desarrollo de un mercado de alquileres competitivo en España. En 1993 se suprimió la libertad de contratación entre arrendadores y arrendatarios introducida por el Decreto Boyer en 1985. Los dueños de las casas fueron condenados a «casarse» con el inquilino cinco años y desahuciarle en caso de impago se transformó en un trámite largo y costoso. Por eso prefieren no alquilar y asumir el lucro cesante de adoptar esa decisión.

En cualquier caso y pese a las distorsiones causadas por la intervención pública, el propio mercado hubiese logrado evitar o aminorar la «burbuja» si los bajos costes de financiación no hubiesen contrarrestado el incremento del precio de la vivienda. Sin embargo, en los años del *boom*, el precio real del dinero se situó

alrededor del cero e incluso fue negativo durante algunos años. La inmensa mayoría de las familias se endeudó a tipos de interés variables creyendo en la permanencia e irreversibilidad de las ganancias de renta adquiridas desde el inicio de la expansión y convencidas de que el grifo del dinero barato no se cerraría nunca. Por añadidura, los bancos y las cajas alargaron la vida de los préstamos hipotecarios que pasaron de tener una duración media de entre 10 y 15 años en la década de los ochenta a entre 25 y 30 en los primeros compases del siglo XXI para facilitar la compra de casas. El endeudamiento de los hogares pasó del 70% de su renta disponible al inicio del ciclo expansivo al 130% en 2007. En este ejercicio, más del 40% de las familias tenía alguna deuda comparado con el 10% en 1990. Su ahorro descendió del 8% de la renta disponible en ese ejercicio a ser negativo.

En plena euforia eso no parecía «importante» porque esa posición deudora estaba compensada por una revalorización constante de los activos inmobiliarios,¹⁷ lo que a su vez incentivaba la oferta y la demanda de crédito generando un círculo vicioso. Las familias se sentían más ricas, gastaban y se endeudaban más. Las constructoras obtenían altas rentabilidades de su actividad y pedían más créditos para abastecer una insaciable demanda de pisos. Los bancos y las cajas proporcionaban a ambos el efectivo necesario. Ese es el desarrollo típico de una burbuja. Todas las partes que participan de ella están convencidas de que los precios del activo que la protagoniza seguirán creciendo y esa profecía autocumplida la retroalimenta hasta su explosión final.

Aunque variables reales como el aumento del empleo, de la renta y de la riqueza o la afluencia de inmigrantes, por recordar alguna, justifican una parte de la carestía de la vivienda, fueron el marco normativo (deducciones fiscales, Ley del Suelo y LAU) y, sobre todo, la expansión monetario-crediticia las causas determinantes de la «burbuja inmobiliaria». De 1997 a 2007, el crédito al sector privado creció dos veces y media lo que lo hizo el PIB. Esto explica el 86% del espectacular incremento

experimentado por el precio de los activos reales desde el inicio de la larga fase de crecimiento anotada por la economía española en ese decenio.¹⁸ A *sensu contrario*, esto significaba que un empeoramiento de ese escenario crearía graves aprietos de solvencia a muchas familias y pondría de relieve la insostenibilidad de las inversiones realizadas por numerosas empresas ligadas de modo directo o indirecto al mundo de la construcción. La precariedad de esta posición era manifiesta en tanto la liquidez disponible tenía un origen exógeno: el sostenimiento por parte del BCE de los bajos tipos de interés y la importación de ahorro externo captado por las entidades españolas en el mercado interbancario y transformado en crédito para el sector privado nacional. Pero esto ya había sucedido antes.

Entre el primer trimestre de 1986 y el segundo de 1991, la cantidad de dinero en circulación y el crédito al sector privado se dispararon y, con ellos, los precios de los inmuebles, de las acciones y el PIB. La deuda de los hogares y de las empresas también lo hizo estimulada por todos esos elementos. Cuando el Banco de España endureció su política para frenar las tensiones inflacionistas, el *boom* edificado en los años anteriores se desplomó. En términos muy esquemáticos y puramente empíricos, la desaparición de la laxitud monetaria fue uno de los determinantes básicos, por no decir el elemento decisivo, de la recesión de 1993; un clásico *postboom* de alto coste.¹⁹

Quince años después se repetía esa historia pero con matices relevantes. El comportamiento de las variables monetario-crediticias entre 1997 y la 2007 había sido mucho más vigoroso de lo que lo fue durante el ciclo alcista de los años ochenta. La revalorización de los activos inmobiliarios también. El endeudamiento de las empresas y, sobre todo, el de las familias carecía de precedentes. Aunque esta situación no resultaba aún peligrosa, la financiación a la compra de pisos y el crédito promotor eran los préstamos que presentaban un mayor aumento de la morosidad. Por eso, los bancos y las cajas habían comenzado a reducir su oferta de

financiación al ámbito inmobiliario antes del estallido de la tormenta norteamericana. Pero ya era tarde. La burbuja se había hinchado en exceso e iba a ser inviable desinflarla de un modo ordenado. Ninguna burbuja ha estallado de forma controlada porque su supervivencia depende de una carrera alcista permanente del valor del activo que la soporta. Por eso, cuando se pinchan, el desplome es absoluto. ¿Qué provocaría esa catarsis? La contestación es obvia.

Si el precio del dinero subía o la disposición de capital exterior descendía, el mercado inmobiliario tenía altas probabilidades de derrumbarse y arrastrar con él al resto de la economía. Asimismo, los bancos, las cajas de ahorros y otras instituciones crediticias tendrían problemas para recuperar los créditos otorgados durante la bonanza. Para contrarrestar esa situación tendrían tres alternativas o una combinación de ellas: reducir préstamos, dejar de prestar o no refinanciar a sus deudores. Recurrir a cualquiera de estas sería proporcional al grado de racionamiento de la liquidez, a la evolución de la economía y de la posición financiera de sus prestatarios. Por añadidura, los principales actores implicados —familias, constructoras, promotoras, inmobiliarias— necesitarían recursos adicionales para pagar sus obligaciones. Irrumpe así un panorama perverso, en el cual coinciden una disminución de la oferta de fondos prestables y un incremento de su demanda. Este es el famoso caso de «credit crunch» que, cuando se materializa, tiene un influjo depresivo adicional sobre los mercados bursátiles y de bonos, lo que implica tanto una reducción de la capacidad de las empresas para obtener financiación como del valor de los activos disponibles para cubrir sus deudas y ejecutar los proyectos de inversión en curso.

A la vista de lo narrado es palpable la ausencia de un «fallo de mercado» como la fuerza desencadenante de la burbuja. Ni unos individuos enloquecidos ni unas compañías cegadas por la búsqueda de beneficio ni unos bancos irresponsables fueron los causantes del problema si bien, como se verá a continuación, no es

posible calificar de prudente la actuación de la mayoría de las cajas de ahorros. En cualquier caso, aunque la conducta de los agentes privados se hubiese visto guiada por esas intenciones, no las podrían haber llevado a cabo sin la inestimable asistencia de los poderes públicos. En la práctica aquellos se limitaron a responder al esquema de incentivos establecido por las regulaciones, por los beneficios tributarios concedidos a la compra de vivienda y por el entorno de tasas de interés y de abundancia crediticia existente durante la bonanza. Ninguna de esas circunstancias fue originada por la operativa de las fuerzas de la oferta y de la demanda en un entorno de libertad económica.

3. Hacia la Gran Recesión

La epidemia de las «hipotecas basura», su impacto sobre la economía y sobre las finanzas norteamericanas, y su contaminación al resto del mundo, puso sobre el tapete muchas apasionantes preguntas pero una de singular relevancia doméstica: ¿podría suceder algo parecido en España? Por razones diferentes, casi todo el mundo parecía estar interesado en negar esa posibilidad y se formularon todo tipo de teorías para descartar su posible materialización. Uno de los pretextos para rechazar ese planteamiento era no crear el pánico. Esta ilusión no tardaría en desvanecerse. Era inviable que la economía española lograra desligarse de un escenario de declive global de la actividad y de una restricción generalizada de la liquidez mundial. La hipótesis de la Fragilidad Preexistente²⁰ brinda una versión muy sugestiva para ilustrar la explosión de la crisis y su extensión. Lo que detona la primera es la presencia de una debilidad o de una serie de debilidades en la economía de un país. Cuando el acontecimiento crítico se produce, ese punto o puntos débiles se magnifican y explican expost la profundidad y la duración del declive. Lo que antes resultaba tolerable se volvió súbitamente inaceptable. El contagio se

desencadena cuando los mercados y los agentes económicos perciben en otros países la presencia de anomalías semejantes. Sin una fragilidad previa, una perturbación financiera no se autoalimenta ni se contagia.

En el solsticio de 2007, España presentaba el cuadro clínico que siempre ha precedido a las debacles económico-financieras y que era prácticamente idéntico al de Estados Unidos. Tolstoi comienza su famosa novela *Anna Karenina* con el célebre e inquietante párrafo: «Todas las familias felices se parecen. Cada familia infeliz, lo es a su propia manera». Algo parecido podría decirse de las crisis como la iniciada en 2007. Tiene rasgos distintivos pero, como en episodios anteriores, se ha visto precedida por la misma cadena de acontecimientos: inflación de activos, altos niveles de deuda privada, un voluminoso y creciente déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente y el inicio de una trayectoria declinante del crecimiento económico.²¹ En España y en Estados Unidos no existía una sola fragilidad sino un amplio abanico de importantes desajustes amontonados a lo largo de muchos años de euforia.

Como se ha comentado al analizar la vertiente global de la crisis, la quiebra de Lehman Brothers introdujo una severa disrupción en el funcionamiento de los mercados financieros. Esta era una reacción comprensible en una escena cuajada de incertidumbre sobre el alcance de la perturbación soportada por la economía, sobre el nivel de daño causado por aquella a las entidades crediticias, sobre la capacidad de pago de los deudores, sobre la calidad de los *colaterales*...²² En este entorno, la aversión al riesgo se disparó y tuvo un reflejo inmediato en la escena española. Los bancos y las cajas dejaron de prestarse entre ellos, su acceso al mercado interbancario europeo se restringió y las instituciones financieras racionaron sus préstamos a las empresas y a las familias, lo que provocó un rápido descenso de su consumo y

de su inversión. El final de la edad de oro de la liquidez extendía el certificado de defunción del ciclo expansivo iniciado casi década y media antes.

Desde ese instante, el ritmo de crecimiento de la economía nacional, apuntalado sobre la deuda creciente del sector privado, se desaceleraría con mayor intensidad de la prevista por la mayoría de los analistas, del gobierno y de la opinión pública. Su mantenimiento era imposible y la prolongación inercial del *boom* desde 2004 acabaría de un modo brusco. Se había prestado demasiado dinero, a demasiada gente y durante demasiado tiempo. Esto abría las puertas a una dolorosa depuración de los excesos cometidos durante los años de prosperidad, cuya expresión eran los abultados desequilibrios macro y microeconómicos. Ninguna economía puede vivir a perpetuidad por encima de sus posibilidades. España no iba a ser la excepción. El país había violado su restricción *presupuestaria intertemporal*, esto es, la relación entre lo que se quiere y lo que se puede gastar.

El proceso de ajuste

La tormenta financiera y sus secuelas sobre la economía real se precipitaron sobre una economía desequilibrada y con unos mercados, sobre todo el laboral, poco flexibles y con una gran dependencia del crédito exterior. En este contexto, la dinámica de ajuste iba a operar con una extraordinaria contundencia que liquidaría todas o la mayoría de las ganancias de bienestar cosechadas en década y media de crecimiento. A partir de 2007, el principal asunto no era impedir el deslizamiento de España hacia la recesión, sino evitar que esta fuese larga y se viese seguida por un período de bajo crecimiento o de estancamiento del PIB. Por desgracia, ambos objetivos se mostraron inalcanzables a medida que las fuerzas recesivas se desarrollaron. Para empeorar las cosas, el corsé institucional que suponía la participación en la UEM

forzaba a realizar un tipo de ajuste para el que la economía nacional no estaba preparada. En su historia contemporánea, España no había salido de ninguna crisis sin devaluar el tipo de cambio.

De entrada, había que restaurar la competitividad perdida por la acumulación de un diferencial de inflación y de costes laborales respecto a los países con los que comerciaba. Los bienes y servicios nacionales eran «caros» en términos relativos y, por tanto, su capacidad de penetración en los mercados globales se había reducido de manera sustancial. Para evitar esa situación era imprescindible que el nivel general de precios y los salarios creciesen menos que los de sus competidores. Este movimiento podría calificarse como una «devaluación interna» cuya magnitud debería ser del 25 o del 30% para corregir la fuerte apreciación del tipo de cambio real experimentada en estos años.²³ Si bien el desmoronamiento de la demanda nacional y la paulatina desaceleración del IPC hicieron viable la primera exigencia, no sucedió lo mismo con la segunda. La remuneración de los asalariados mostró una fuerte resistencia a la baja debido a las rigideces laborales. Esto produjo un brutal aumento del paro. El punto de inflexión se manifestó en el segundo trimestre de 2007. Desde entonces, la tasa de desempleo se ha incrementado en casi 11 puntos: del 7,95 en dicho trimestre de 2007 al 18,83 según datos del tercer trimestre de 2009. En los últimos dos años y medio el paro ha aumentado en 2.566.500 personas.²⁴

Ese panorama, lejos de corregirse, empeorará si los salarios reales siguen creciendo en un entorno de descenso del IPC y de desplome acelerado de la economía. De este modo, la evolución salarial fortalece las tensiones recesivas, potencia el impacto destructor de empleo y neutraliza las ganancias de competitividad de las exportaciones españolas ocasionada por el descenso de la inflación. La rigidez de los salarios en un entorno deflacionario y recesivo es letal. Esta fue una de las causas fundamentales de la prolongación en el tiempo de la Gran Depresión en los años treinta y de la consolidación de altas tasas de paro durante ese período. En

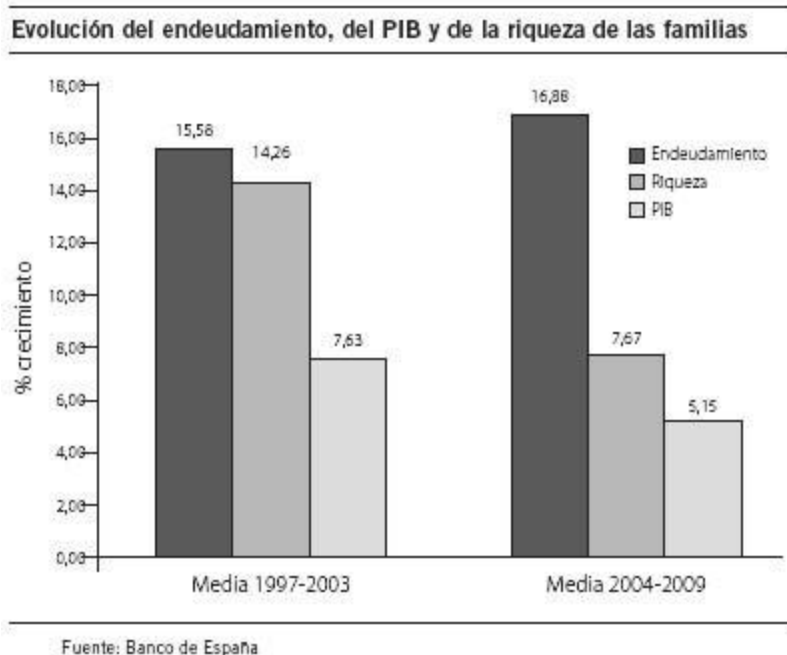
España, el precio del factor trabajo se ha mostrado insensible a la evolución de la economía y a la situación de las empresas. Solamente parece tener un recorrido alcista cuando en una economía indiciada, en la que están ligados al IPC, el descenso de este indicador debería verse acompañado por el de los salarios. Todo augura que el paro seguirá creciendo y se estabilizará en tasas muy elevadas durante mucho tiempo.

Destrucción de empleo	Empleos destruidos por trimestre ⁽¹⁾	Nº de empleos destruidos por trimestre ⁽²⁾
Entre 1976 III Tr. y 1985 II Tr.	4,63	67.075
Entre 1991 II Tr. y 1994 I Tr.	3,96	122.175
Entre 2007 II Tr. y 2009 III Tr.	8,52	233.318

Fuente: EPA, INE

(1) En Tasa Media Trimestral Acumulativa. (2) Valor absoluto del número de empleos destruidos por trimestre como media de todo el proceso de destrucción de puestos de trabajo de cada etapa.

El endeudamiento de las familias se volvió insostenible ante el deterioro de las expectativas económicas, el despegue del desempleo, la erosión de su riqueza financiera e inmobiliaria y la contracción del crédito. Entre 2007 y 2009, la deuda de los hogares creció casi un 5,24% mientras su riqueza descendió en un 6,88%. Esto condujo a una caída muy potente del consumo de los hogares, a un aumento de su ahorro y, a pesar de ello, a crecientes dificultades para afrontar el pago de sus préstamos. El panorama de empobrecimiento no presenta síntomas de mejoría a causa del deterioro de la economía real y de la continuidad de la sequía de fondos prestables. Esta situación es improbable que se suavice e incluso tiene muchas probabilidades de endurecerse cuando la ventanilla de liquidez abierta por el BCE empieza a cerrarse, las tasas de interés suban y los balances de los bancos y las cajas afloren importantes quebrantos en los trimestres venideros.



En el gráfico anterior se refleja el crecimiento medio anual del endeudamiento, la riqueza y el PIB en dos períodos del tiempo bien diferenciados.

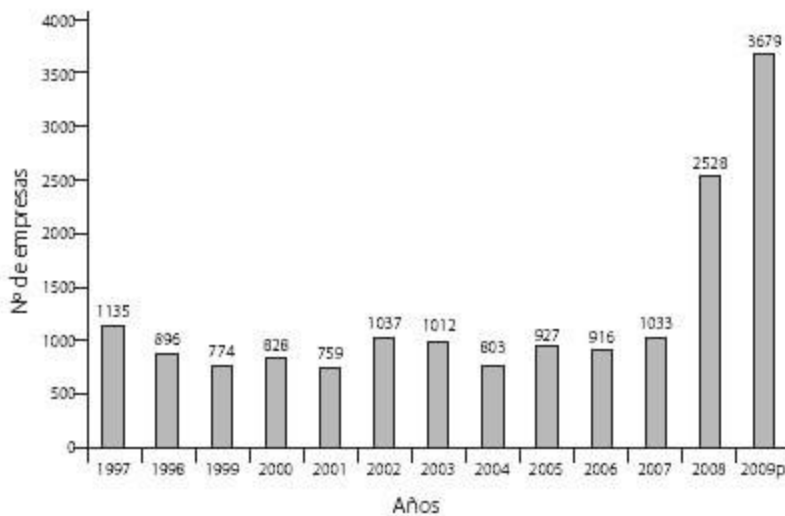
- El primero comprende desde 1997 hasta 2003, se ve claramente un incremento medio anual acompasado entre el endeudamiento de las familias (15,6%) y la riqueza de las mismas (14,3%), en este caso por cada punto de crecimiento de la riqueza el endeudamiento aumenta en 1,09 puntos.
- El segundo corresponde al período que va de 2004 a 2009, en este caso por cada punto de crecimiento de la riqueza el endeudamiento se incrementa en más del doble, en un 220%.

Además se aprecia que el crecimiento medio anual del PIB nominal en dichos períodos fue de 7,63 puntos/año en la etapa 1997-2003 y de 5,15 puntos/año en la que va de 2004 a 2009. Es decir, hay una diferencia de 2,5 puntos anuales. Si se agregasen se

podría decir que la economía española ha dejado de crecer en el segundo período 12,4 puntos con respecto al ritmo de crecimiento que anotó en el primero. Se ha producido un frenazo extraordinario.

La deuda de las empresas en un entorno como el descrito para los hogares conducía de manera inapelable bien a una liquidación masiva de activos al valor fijado por el mercado, bien a la quiebra o a la suspensión de pagos de muchas compañías pequeñas, medianas y grandes. Un auge empresarial sostenido sobre el *apancalamiento*²⁵ llegó a su término y las entidades crediticias no podían soportarlo sin poner en riesgo su solvencia. En este sentido, un volumen significativo de las inversiones acometidas durante el ciclo expansivo y buena parte de las empresas creadas en esa etapa eran solo viables con unos tipos de interés y con una disponibilidad de crédito como la vigente entre 1997 y 2007. En consecuencia, estaban sentenciadas a muerte aun cuando se restaurasen los flujos crediticios y el precio del dinero se situase en niveles «normales». En otras palabras, las sociedades sin circulante no lo obtendrían y tendrían que quebrar. Las condiciones monetario-crediticias imperantes en la precrisis no eran un referente adecuado para determinar qué compañías eran solventes y cuáles no lo eran porque habían desaparecido y era impensable su retorno.

Procedimientos concursales en España



Fuente: INE

Nota I: El dato de 2009 representa el número de procedimientos concursales acumulados hasta el tercer trimestre que es el último dato disponible.

Nota II: Con la entrada en vigor el 1 de septiembre de 2004 de la Ley Orgánica 8/2003, para la Reforma Concursal, y de la Ley 22/2003, Concursal, se hace necesario sustituir la *Estadística de Suspensiones de Pago y Declaraciones de Quiebra* del INE por esta nueva estadística. Los conceptos jurídicos de suspensión de pagos y declaración de quiebra se sustituyen por el de concurso de acreedores. Por tanto, en los datos recogidos en el gráfico hasta 2004 se recoge el agregado de Quiebras y Suspensiones de Pagos y a partir de esa fecha los datos de los Concursos de Acreedores.

Un déficit exterior del 10,1% del PIB en 2007 no podía mantenerse con una economía en caída libre. Sin la alternativa de la devaluación y sin un descenso radical de los precios y salarios domésticos, el único camino para recortarlo era una drástica disminución del consumo y, sobre todo, de la inversión privada cuya participación en el PIB se colocaba en los contornos del 30% en 2007 frente al 21% en los noventa y el 26% en el punto álgido del ciclo de los ochenta. Así pues, el desplome de la demanda interna era inevitable ante la incapacidad de las exportaciones y del sector turístico de tomar el relevo como motores del crecimiento o, al menos, como amortiguadores de la caída de la actividad, a causa del deterioro de su posición competitiva en los mercados mundiales, deprimidos en todo caso por la recesión y con perspectivas de crecimiento débiles en el corto plazo. Por eso, la disminución del

desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente ha descansado sobre un solo pilar: el hundimiento de las importaciones.

Con alrededor de un millón de viviendas sin vender y con el colapso de la oferta de préstamos, el ajuste del sector del «ladrillo» ha sido dramático pero no ha finalizado. Aunque la construcción y la inversión residencial han experimentado una retracción extraordinaria, los precios de las casas apenas han bajado, un 5,5% según el Ministerio de la Vivienda y un 10% de acuerdo con los datos de TINSA. Este escenario no es realista si se tiene en cuenta que la caída media de valor de los pisos en los anteriores ciclos inmobiliarios fue del 29% y el tamaño de la «burbuja», evaluado en una horquilla entre el 28 y el 52%.²⁶ En consecuencia es ineluctable que en un horizonte cercano se produzca un severo descenso de los precios de los inmuebles. Esto producirá un efecto riqueza negativo que deprimirá adicionalmente el consumo privado, empeorará la posición deudora de los hogares y dañará los balances de la banca y de las cajas de ahorros.

Ciclos Inmobiliarios			
Fase alcista	Incremento de precios ⁽¹⁾	Fase bajista	Caída
1973-1978	33,5	1978-1982	33,3
1985-1991	130,2	1991-1996	19,8
1997-2007	170	2008-	-

(1) En porcentaje.

Fuente: BIS (2008).

4. El «tsunami» llega al sistema financiero español

Durante el primer año de la crisis financiera internacional, los bancos y las cajas de ahorros no soportaron perturbaciones relevantes. A diferencia de lo acaecido en otros países, su

exposición a las pérdidas ocasionadas por el colapso de las «hipotecas basura» norteamericanas era inexistente o, como mucho, marginal. El esquema de regulación y de supervisión bancaria, la *provisión genérica*,²⁷ y la superior eficiencia comparada de la banca minorista nacional concedieron un margen de maniobra para absorber la primera oleada de la crisis y prepararse ante su hipotética agudización. Sin embargo, el Gobierno y el Banco de España desperdiciaron un tiempo precioso. Ni existía ni se diseñó un plan coherente de reordenación y saneamiento del sistema banca/cajas, imprescindible para mitigar el impacto de la entrada de España en la recesión, el pinchazo de la «burbuja inmobiliaria» y la persistencia de serias disfunciones en los mercados de capitales.

Las complicaciones comenzaron con el desmoronamiento o, cuanto menos, con la hibernación de los mercados mayoristas, principal fuente de aportación de fondos a la banca y a las cajas y se acentuaron con el inicio de la tendencia declinante del sector inmobiliario, con el progresivo, aunque lento, deterioro de la calidad de los activos y con el endurecimiento de la concesión de préstamos. El principio del fin del ciclo inmobiliario tuvo una trágica expresión, simbolizada en las quiebras de Habitat y de Martinsa-Fadesa. A lo largo de 2008, las fuerzas recesivas se extendieron al resto de la economía. Los hogares tuvieron incentivos crecientes para dejar de pagar sus deudas y sus préstamos al consumo. Las bancarrotas empresariales se dispararon. La morosidad despegó con un ímpetu desconocido desde la recesión de 1993-1994. La escasez de liquidez y el incremento de los créditos dudosos recrudecieron las tensiones sobre los balances de la banca y, sobre todo, de las cajas.

En este escenario, el derrumbamiento de la Caja de Castilla la Mancha fue el termómetro que dio la verdadera temperatura de los problemas incubados en el modelo bancario nacional y mostró la ineficacia de las medidas adoptadas por el gobierno hasta ese momento para revitalizar el funcionamiento de los canales crediticios y restaurar la confianza. Pero también hizo palpable la falta de

previsión del antiguo instituto emisor, cuya importancia era capital ante la imposibilidad de inyectar dinero en el mecanismo de pagos si se generaba una situación de *riesgo sistémico*.²⁸ El Banco de España tenía la información y el conocimiento preciso sobre el potencial desestabilizador de cuatro tendencias en curso: el exagerado aumento del crédito, el desarrollo de la burbuja inmobiliaria, la desaforada expansión orgánica emprendida por muchas entidades financieras y su participación directa e indirecta en operaciones corporativas arriesgadas. Por añadidura disponía de los medios para haber frenado o ralentizado ese proceso. Optó por mirar hacia otro lado. La creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en junio de 2009 tampoco iba a ser la solución.

En este marco, las instituciones crediticias emprendieron una estrategia de fuga hacia adelante. La desagradable experiencia de las «martinsas», transformadas de inmediato en pérdidas para sus cuentas de resultados, las llevó a adoptar dos medidas: primera, refinanciar las deudas de las grandes promotoras-constructoras como Realia, Aisa, Afinsa, Rey al Urbis o Renta Corporación para evitar su quiebra y racionar el crédito al resto de los agentes económicos. Esta estrategia solo es sostenible en tanto y en cuanto esos préstamos sean devueltos, lo que se compadece mal con la evolución de la economía española y sus perspectivas en el horizonte del corto y del medio plazo.²⁹ Al finalizar 2008, el crédito promotor «dudoso» superaba los trescientos mil millones de euros, aproximadamente un 30% del PIB. Desde esta perspectiva, la actuación de las entidades crediticias, respaldada por los poderes públicos, recuerda mucho a la aplicada por Japón en la década de los noventa del siglo xx: mantener vivos a los muertos, los famosos «zombies», con la esperanza de que resuciten. Esta expectativa fue refutada por los hechos y ha sido una de las causas básicas de la prolongación de la recesión/deflacionaria japonesa desde hace casi veinte años.

La segunda decisión fue la de absorber, mediante daciones en pago, una parte sustancial del parque de viviendas en manos de las constructoras-promotoras. Los bancos y, en especial, las cajas se han convertido en los mayores propietarios de ese activo en España. De este modo se pretendía evitar que los efectos del desplome del sector inmobiliario golpeasen sus cuentas de resultados. Para conjurar ese riesgo adquirieron activos inmobiliarios antes de que los préstamos que respaldaban su compra resultasen fallidos. En estos momentos, las entidades financieras poseen aproximadamente el 50% de los pisos, apartamentos y casas invendidas, un volumen similar al existente en Estados Unidos en los meses siguientes al derrumbamiento de las «hipotecas basura».³⁰

¿Cómo ha sido posible sostener esa política? La contestación es doble. Por un lado, el Banco de España modificó sus normas de provisión del riesgo hipotecario en julio de 2009. Con anterioridad, los bancos y las cajas estaban obligados a dotar un 80% del valor total de los préstamos si se habían producido moras en su pago durante dos años. Con las nuevas disposiciones normativas solo han de cubrir la diferencia entre el importe del crédito y el 70% del valor de la propiedad en el mercado. Por otro, desde la intensificación de la crisis financiera el BCE adoptó una serie de iniciativas, entre ellas recortar las tasas de interés al 1% desde el 4,25% en septiembre de 2008; extender su oferta de liquidez sin límite y a un tipo fijo; ampliar la lista de activos elegibles como garantía o extender la refinanciación de operaciones a largo plazo de seis a doce meses.

En términos estáticos, es decir, si la escena no sufriese modificaciones sustanciales, el agujero total del sistema financiero español se elevaría a unos 300.000 millones de euros.³¹ Este sería el dinero a desembolsar para recapitalizarlo, y más de dos tercios de esa cantidad sería absorbida por las cajas de ahorros por dos razones fundamentales: primera, porque su fase más agresiva de crecimiento se realizó en los últimos años de la «burbuja

inmobiliaria» y, por tanto, tienen una mayor proporción de activos de peor calidad en su balance; segunda, porque tienen en su cartera un volumen de créditos (construcción, servicios inmobiliarios y adquisición/ rehabilitación de viviendas) cuyo riesgo de impago es más alto.

Las cajas de ahorros: una digresión necesaria

Las cajas de ahorro se han convertido en protagonistas del *tsunami* que planea el sistema financiero español. Si bien durante la expansión todas o casi todas las entidades crediticias se subieron al carrusel de una imprudente exuberancia crediticia, los excesos cometidos por las cajas de ahorro han resultado ser mucho mayores. Por eso, la crisis les va a pasar una enorme factura que será pagada por los contribuyentes. Si se acusa a la banca de opacidad, una oscuridad sobresaliente se cierne sobre una buena parte de las instituciones agrupadas en la Confederación Española de Cajas de Ahorro. Esta es una consecuencia inevitable de su propia naturaleza, un caso paradigmático del denominado «problema de agencia»: ³² la tendencia de los gestores a poner los activos de una corporación al servicio de sus propios intereses definidos en términos de maximización de poder y/o de dinero.

La inexistencia de propietarios concede a la alianza entre los ejecutivos y los políticos que las dominan una autoridad casi omnipotente y bastante discrecional. El funcionamiento de estas instituciones responde a los criterios clásicos de un acuerdo colusorio burocrático-político a través del cual ambas partes intercambian entre sí derechos de gestión y de apropiación de los recursos corporativos sin ninguna vigilancia externa efectiva. Esa realidad de poder se disfraza bajo los oropeles de la «obra social», del apoyo a los inmigrantes, de la asistencia a los desfavorecidos y de toda una retahíla de argumentos cosméticos y de palabrería hueca al servicio de los intereses de quienes mandan en ellas. El

entorno normativo-institucional en el que desarrollan su actividad produce incentivos perversos porque elimina las reglas impuestas a cualquier compañía en una economía de mercado.

De acuerdo con la ley, los órganos de gobierno de las cajas representan la pluralidad de la sociedad civil y política. En la práctica, todos los puestos de las asambleas generales y de los consejos de administración se reparten entre las clientelas de los partidos y de los sindicatos. Por eso, la «clase dirigente» no tiene interés alguno en cambiar ese lucrativo statu quo. El gobierno y las «oposiciones» solamente coinciden en una cosa: repartirse las cajas. Los controladores y los controlados se funden en un productivo abrazo para disfrutar del poder. Ni el PP en sus años de gobierno ni el PSOE en los suyos mostraron interés alguno en reformar las cajas. Para más abundamiento, el reparto de las competencias supervisoras entre el Banco de España y las autonomías solo ha servido para debilitar o neutralizar la vigilancia efectiva de la gestión. En esa confusión institucional, era inevitable que se cometieran excesos, que se incurriese en graves irresponsabilidades.

Durante los años del *boom*, las cajas de ahorro alimentaron la burbuja inmobiliaria con una expansión crediticia desaforada. Participaron de manera directa o indirecta en numerosas operaciones corporativas de las que no sabían nada o estaban ligadas a criterios de favoritismo o de conveniencia política. Cuando ha llegado la recesión y se atisban los gérmenes de una crisis financiera, su deterioro se ha hecho palpable y plantea un escenario de *riesgo sistémico* de incalculables dimensiones. En un régimen capitalista, los inversores deben tener libertad para tomar las decisiones que estimen oportunas de acuerdo con su personal evaluación del binomio riesgo-rentabilidad y asumir los costes o los beneficios de ellas. Pero las cajas son distintas. No son compañías privadas, carecen de dueño, no están sometidas a la disciplina del

mercado y, por tanto, sus gestores carecen de los incentivos necesarios para realizar una valoración realista y prudente de sus actuaciones.

Desde esta óptica, la crisis debería haber servido para abordar una profunda reforma de las cajas de ahorro, para hacer su gestión transparente y sometida al control del mercado. Cualquier aportación de dinero público para salvarlas de la quiebra debería estar condicionada a un cambio en su naturaleza jurídica, en su estructura de propiedad que reúne los peores ingredientes de la gestión privada y de la pública. Por desgracia, nada de eso se ha hecho ni parece que se hará. La mitad del sistema financiero español no tiene dueño o, peor aún, está en manos de los políticos. Las cajas han reproducido todos los errores de la fenecida banca estatal y ahora toca soportar las consecuencias.

Al final de la escapada...

El escenario que se plantea para la banca y las cajas españolas en los próximos trimestres resulta estremecedor. La escapada de la realidad de muchas entidades crediticias, empeñadas en la vana tarea de impedir que la recesión y su excesiva asunción de riesgos durante la expansión les salvase de la insolvencia, no tiene recorrido. El detonante de la crisis del sistema financiero español aparece ligado a dos elementos fundamentales: la desaparición o, cuanto menos, una drástica reducción del suministro de liquidez por parte del BCE y la persistencia de un período de recesión/estancamiento que no presenta perspectivas cercanas de ser superado. La interacción de esos dos factores es un torpedo a la línea de flotación de un buen número de instituciones que no podrán sobrevivir o, para hacerlo, necesitarán una masiva aportación de fondos públicos.

En el caso de España, los bancos y las cajas han recurrido de manera constante y gradual a esa fuente para contrapesar su incapacidad de obtener recursos en los mercados mayoristas, sobre todo en el interbancario. Se ha sustituido la financiación exterior privada por la pública. El presidente del BCE, Sr. Trichet, ya ha anunciado la retirada paulatina de esas medidas extraordinarias. Esto sucederá en los primeros meses de 2010 y tendrá dos implicaciones para la economía y para las instituciones financieras españolas: en primer lugar, una subida de los tipos de interés de mercado aunque la autoridad monetaria europea no modifique sus tasas oficiales. Habrá menos dinero disponible y, en consecuencia, será más caro; en segundo lugar, los bancos y las cajas verán cerrarse su principal surtidor de fondos, lo que les impedirá seguir refinanciando a sus grandes deudores y mantener en su cartera un volumen de viviendas de las dimensiones del actual. La escena empeora si la recuperación de los grandes Estados de la Eurozona se consolida y el BCE sube el precio del dinero para evitar que la inflación se dispare. Esta probabilidad no es descartable.

Al mismo tiempo, la continuidad de la recesión y el estancamiento de la economía española en tasas de crecimiento bajas durante los próximos años deteriorarán el entorno en el cual operan las entidades crediticias de dos maneras. Por un lado, la morosidad mantendrá una tendencia al alza en el corto y en el medio plazo. Su correlación con el comportamiento del PIB es milimétrica.³³ Por otro, la caída de la actividad deprimirá la capacidad de la banca y de las cajas de ahorro para generar ingresos. En este marco, la mayoría de las instituciones financieras devorarán la provisión genérica, incurrirán en pérdidas y muchas de ellas dejarán de ser solventes. El profundo y rápido deterioro de la capacidad de asunción de riesgos por parte del sistema financiero obligará a dotarle de más capital y también a racionar con mayor intensidad la concesión de préstamos.

El FROB: una mala solución

Para combatir el *riesgo sistémico* que provocaría el desplome de una parte sustancial del sistema financiero, el gobierno creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, conocido con el acrónimo FROB. La exposición de motivos del Real Decreto Ley que alumbra ese instrumento proclama al mismo tiempo la berroqueña solidez del modelo español de bancacajas y la necesidad de estar preparados para la emergencia de una potencial situación de *riesgo sistémico*. Esa indeseada traición del subconsciente refleja la clásica esquizofrenia gubernamental de intentar negar la realidad de manera permanente para después verse obligado a reconocerla e improvisar soluciones para afrontarla. El FROB no constituye un plan global de saneamiento del sistema banca-cajas sino un instrumento destinado a preservar un modelo, básicamente el de las cajas, al servicio de intereses políticos y financiado con el dinero de los contribuyentes. Responde además a una constante de la política desplegada por el gobierno socialista desde el inicio de la crisis y que se resume en los siguientes términos: «Si el mercado fuerza el ajuste, es necesario utilizar el dinero de los contribuyentes para no ajustar». Por eso se ha creado el FROB, una fórmula ad hoc que permite hacer cualquier cosa siempre y cuando el gobierno lo estime oportuno. ¿Por qué esto es así?

De entrada, el Ejecutivo tiene el control de los recursos. A diferencia de lo acaecido en otros procesos de saneamiento bancario, léase la crisis de la banca sueca de los años noventa, el FROB carece de los fondos suficientes para programar de manera independiente y ordenada las medidas necesarias o convenientes para limpiar el sistema. La llave de los recursos está en manos del Ministerio de Economía y Hacienda, lo que abre los portillos para que las actuaciones del Banco de España se vean sometidas de facto a autorización gubernamental. Así pues, el gobierno puede teledirigir la dinámica de ajuste y condicionarla a criterios políticos o

de partido. Si su intención hubiese sido otra, el FROB contaría desde su constitución con una dotación financiera adecuada para cumplir sin interferencias las tareas que le asigna la legislación.

El Real Decreto permite aportar recursos públicos a las entidades financieras sin «problemas» y que decidan de manera voluntaria fusionarse o emprender procesos de reestructuración. Esto supone «nacionalizar» los costes privados de ajustar las ineficiencias creadas por los gestores de las entidades. La filosofía del FROB premia con el dinero de los contribuyentes a quienes han realizado una gestión ineficiente y penaliza a quienes han sido gestores prudentes. Esto es aberrante en términos económico-financieros y de equidad, y constituye, además, una injustificable distorsión de la competencia. Por añadidura, esa opción requiere el beneplácito gubernamental, lo que abre enormes portillos a la discrecionalidad y a la arbitrariedad.

En teoría, el Banco de España tiene facultades para intervenir cualquier institución, forzar fusiones, etc., si incurren en una situación de insolvencia. Pero esto también significa que no podrá obligar a que una caja o un banco solvente absorban a una entidad insolvente ni tampoco a realizar integraciones interregionales. De este modo, las fusiones solo podrán realizarse o bien entre instituciones quebradas, lo que solo haría el «agujero» mayor, o bien con una inyección brutal de dinero público para que los sanos adquieran a los enfermos sin poner en riesgo su salud, eso sí, siempre y cuando así lo deseen el gobierno nacional y los autonómicos afectados. La razón última de este asunto es evidente: el gabinete socialista pretende impulsar las integraciones de las cajas dentro de sus autonomías, lo que de hecho se traduce en la consolidación y potenciación de una banca pública autonómica controlada por el poder político. Desde esta óptica, el FROB refuerza el modelo que ha sido la causa del problema. Esto constituye una «bomba de relojería» instalada en el corazón del sistema financiero español que explotará antes o después.

El Banco de España, a través del FROB, podrá inyectar capital en las entidades que lo «necesiten» a cambio de acciones preferentes y/o cuotas participativas, lo que le daría derechos políticos, incluso de control. Sin embargo, no está facultado para transmitirlos a terceros, aunque las instituciones beneficiadas por las ayudas sean incapaces de recomprarlas al final del período pactado para la recompra o al impuesto por la ley. El resultado es una potencial nacionalización de una parte sustancial del sistema financiero sin crear los mecanismos precisos para salir de esa situación. Si el tándem Gobierno-Banco de España no ha dejado caer a pequeñas entidades insolventes, sin impacto sistémico, es indudable que no permitirán su liquidación si su tamaño es mayor. El resultado es el mantenimiento durante un tiempo indefinido de entidades *zombies* que necesitarán transfusiones constantes de dinero público para sobrevivir. ¿Por qué no se permite enajenar los derechos políticos a los bancos u a otras instituciones? Porque eso rompería el politizado modelo de cajas que se desea preservar a cualquier precio.

El FROB es una mala solución y su «éxito» contribuiría a agravar las debilidades estructurales del sistema financiero español. Está pensado solo y exclusivamente para preservar el statu quo, en concreto, el actual modelo de cajas, y para fortalecer su control por los políticos. Su mecánica institucional no conduce a solventar la crisis del mecanismo de pagos de la economía nacional, sino a incubarla y retrasarla. Es una nueva fuga hacia adelante.

5. La política económica frente a la crisis

Antes de entrar en materia es interesante contemplar la duración de los períodos de recesión/estancamiento registrados por la economía nacional en las últimas tres décadas.

Recesiones en España			
Años	Duración	Principio	Final
1978	Tres trimestres	III tr. 1978	I tr. 1979
1980	Dos trimestres	II tr. 1980	I tr. 1981
1993	Cuatro trimestres	III tr. 1992	II tr. 1993
2008	-	III tr. 2008	?

Fuente: Elaboración propia de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional del INE.

En ninguna de esas etapas se produjo una caída intertrimestral del PIB tan fuerte como la experimentada entre el último trimestre de 2007 y el tercero de 2008, ni una contracción tan brutal de la economía como la que se ha registrado hasta el momento. El dilatado estancamiento de los setenta fue la confluencia de las políticas económicas acomodaticias del tardofranquismo al *shock* petrolífero de 1973 y de su continuidad y subordinación durante los primeros gobiernos democráticos a las exigencias derivadas de la transición de la dictadura a la democracia. El resultado fue que España registró más de diez años de estancamiento. Este es el ejemplo de lo que producen actuaciones que, en lugar de impulsar/facilitar el ajuste, intentan sortearlo con estrategias destinadas a evitar que la economía real se adapte a las nuevas condiciones. Este es también, por desgracia, el planteamiento actual del gabinete socialista y sus efectos serán similares a los de tiempos pretéritos.

Aunque el momento es otro y el cambio de régimen económico provocado por la entrada en la UEM impide establecer una correlación robusta entre las series económicas de las pasadas tres décadas, sí cabe afirmar que la coyuntura presente se parece mucho más a la de finales de los setenta y principios de los años ochenta del siglo xx que a otras anteriores o posteriores. Coinciden el desplome inmobiliario, la crisis financiera, el aumento del paro, los desequilibrios macro..., y este panorama se ve agravado por la presencia del abultado endeudamiento de los hogares y de las

empresas, por la crisis económico-financiera internacional y por la pérdida de la política monetario/cambiaria como instrumento de ajuste. La diferencia capital es la intensidad del actual ciclo recesivo.

España no ha logrado salir de ninguna fase de recesión/estancamiento sin la combinación de tres políticas: la devaluación del tipo de cambio, la liberalización de los mercados, la contención del gasto público. Esa tríada de medidas constituyó la esencia del Plan de Estabilización de 1959 que desencadenó el dilatado período expansivo de la década de los sesenta; la del Plan Boyer del período 1983-1985 que impulsó el *boom* de los ochenta y también la filosofía detonante de la fase expansiva que terminó en 2007, la más prolongada de la historia económica contemporánea de España. Desde la entrada en la UEM, la tasa de cambio ya no es una variable de ajuste. En consecuencia, solo quedan como armas disponibles para combatir la crisis la disciplina presupuestaria y la liberalización de los mercados. El gobierno ha renunciado a las dos y, por tanto, el ajuste es duro, y el proceso de saneamiento para restaurar las bases del crecimiento, largo.

La pasividad ante el paro

En un poco más de dos años, la economía española ha destruido 2.566.500 puestos de trabajo. 4.326.500 personas carecen de empleo y el paro afecta al 18,83% de la población activa. Jamás se había producido un aumento del desempleo tan rápido y tan brutal en España y, desde luego, en ninguno de los países desarrollados desde los años de la Gran Depresión. Sin duda, el proceso recesivo es una causa determinante de la espectacular pérdida de empleo. Ahora bien, otras economías han padecido una recesión de una intensidad similar o superior a la española y, sin embargo, no están expulsando empleo en las magnitudes y a la velocidad en la que lo está haciendo España. Por otra parte, es preciso recordar que, con un crecimiento muy elevado, como el experimentado en el período

expansivo 1996-2007, el nivel de desempleo español siempre ha estado por encima del de la media de la OCDE y de la Unión Europea. ¿Por qué sucede esto? Porque el mercado de trabajo es demasiado rígido. El grueso del desempleo español es de carácter estructural en lugar de keynesiano; es decir, obedece a factores institucionales y no a la falta de demanda.

Regulación del empleo en la OCDE ⁽¹⁾					
País	Protección contra los despidos individuales	Regulación contratación temporal	Regulación despidos colectivos	Índice protección empleo	Tasa Paro (p)
Canadá	1,17	0,22	2,63	1,62	9,3
Francia	2,60	3,50	2,13	2,9	10,9
Alemania	2,85	1,96	3,75	2,63	10,3
Italia	1,69	2,54	4,88	2,58	9,4
España	2,38	3,83	3,13	3,11	19,1
Reino Unido	1,17	0,29	2,88	1,09	9,1
Estados Unidos	0,56	0,33	2,88	0,85	10,0

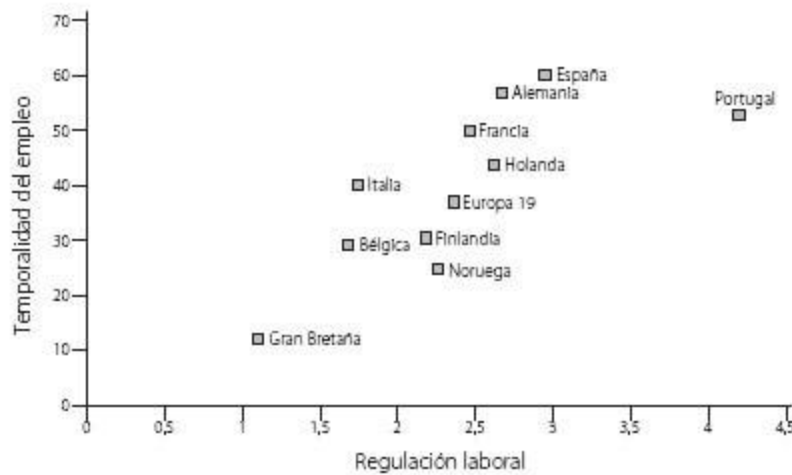
Fuente: OCDE, 2009.
 Nota: Escala de 0 (menor restricción) a 6 (mayor restricción). La Tasa de Paro (p) son las previsiones de la OCDE para 2009.

Para comprender este tema es necesario poner de relieve algunas cuestiones previas elementales. Un bajo nivel de desempleo indica que hay un exceso de demanda de mano de obra y los empresarios compiten entre sí por los trabajadores disponibles, lo que, *ceteris paribus*, produce una presión al alza sobre los salarios reales. *A sensu contrario*, una elevada tasa de paro refleja la existencia de un exceso de oferta de trabajo dado el nivel de costes laborales (salariales y no salariales) vigentes. Guste o no, irrite o no a determinadas sensibilidades, los salarios son el precio del factor trabajo al que se equilibra el mercado laboral bien con pleno empleo bien con paro. Esto no tiene ninguna connotación peyorativa. Es tan solo un hecho cuyo olvido constituye un monumental error con consecuencias dramáticas, porque si la

rigidez salarial reduce el potencial de generar empleo de la economía en un entorno de expansión económica, resulta mortal de necesidad en una fase recesiva.

La presencia de un desempleo alto y persistente en la economía española es el resultado de una serie de instituciones y normativas que frenan la creación de empleo y la reducción del paro en las etapas de auge y destruyen puestos de trabajo con una virulencia extrema en las de recesión. El vigente sistema de protección al desempleo y otros subsidios desincentivan la búsqueda de empleo y fomenta el paro de larga duración. Las elevadas cotizaciones empresariales a la Seguridad Social encarecen la contratación y, por tanto, la demanda de mano de obra. La carestía del despido y los trámites necesarios para su materialización aíslan a los ocupados de la evolución de la economía, de la presión competitiva de los desocupados y desaniman la contratación fija. La estructura de la negociación colectiva impide que los salarios reflejen los diferenciales de productividad y la situación de las empresas... Toda esa panoplia de intervenciones, creadas con la benéfica intención de proteger a los trabajadores, se ha convertido en una mortal trampa para ellos. El «test de estrés» para evaluar la eficiencia de un mercado laboral es cómo se comporta en las recesiones, y parece claro que el español suspende.

Regulación laboral vs. Temporalidad del empleo



Fuente: OCDE, Eurostat.

Nota: Las variables son: Temporalidad del empleo: es el porcentaje sobre el total de empleados en el grupo en el primer trimestre de 2008. Regulación laboral: es la protección que ofrece la legislación para los trabajadores no temporales: se ha indicado en una escala de 0 a 6, que corresponde con una mayor o menor restricción.

Además, esas rigideces institucionales y legales se refuerzan unas a otras. Así, los subsidios de paro disuaden a los trabajadores de buscar empleo y las cotizaciones a la seguridad social restan incentivos a los empresarios para demandar mano de obra. Esos dos efectos se potencian entre sí desde el instante en el que los desincentivos de los trabajadores alimentan los de los empresarios y viceversa. Al mismo tiempo, la fuerte protección de los ocupados fijos refuerza su poder de negociación cuando existe una extensa contratación temporal con costes de despido más baratos y ágiles. Los incrementos salariales de los fijos los pagan con el paro los temporales y la carestía del despido de los fijos se solventa con un aumento de la temporalidad. Los ejemplos podrían multiplicarse. Por ello, los numerosos intentos de reforma parcial dirigidos a insertar válvulas de flexibilidad en un marco laboral rígido se han saldado en un rotundo fracaso. La experiencia española de los años ochenta y noventa del siglo pasado es un caso paradigmático de esa afirmación.

Desde esta perspectiva, la negativa frontal del gobierno socialista a flexibilizar las rígidas instituciones laborales españolas y el traslado de esa responsabilidad a un diálogo social dominado por unos sindicatos cuya fuerza política depende de la preservación del statu quo, es incomprensible porque impide amortiguar la sangría de empleo y hace inimaginable pensar en recortar el paro en tanto la economía española no retorne a tasas de crecimiento del PIB superiores al 2%. A estas alturas, esta hipótesis es economía-ficción. La recesión se extenderá a 2010 y todo apunta hacia la consolidación de un escenario de bajo crecimiento, alrededor del 1%, al menos durante el resto de la legislatura. Esto supone la continuación de la dinámica destructora de empleo en el horizonte del corto plazo y a la persistencia de un elevado volumen de paro en el medio.

La estrategia diseñada por el gobierno español para paliar el itinerario alcista del desempleo ha tenido un coste presupuestario exorbitante, pero no ha resuelto nada porque no ha atacado la raíz del problema. Cuando el dinero público destinado a la «productiva» tarea de «abrir y cerrar zanjas», el famoso Plan E, se ha acabado, el empleo artificial creado a su amparo ha desaparecido. Por añadidura, la constitución de una especie de gigantesco PER a escala nacional solo contribuirá a agravarlas. Medidas similares explican por qué Andalucía y Extremadura han mantenido y mantienen desde hace décadas niveles de desempleo superiores a los ya elevados, en términos comparados, del resto de España y por qué su PIB per cápita es también menor. Los parados españoles no necesitan caridad ni limosnas vestidas de una falsa solidaridad ni tampoco declaraciones de amor del gobierno, sino un programa ambicioso y coherente capaz de crear las condiciones necesarias para que, de una vez por todas, la economía nacional sea capaz de maximizar la generación de puestos de trabajo en las expansiones y minimizar su pérdida en las recesiones. Para conseguir ese objetivo

no hace falta buscar soluciones nuevas e imaginativas. Solo hay un camino de éxito probado: flexibilizar el hiperrígido mercado laboral español.

El desastre de la política fiscal o la vuelta al keynesianismo vulgar...

El superávit de las cuentas públicas alcanzado en 2007, el 2,2% del PIB, ocultó el verdadero tono de la actuación presupuestaria desplegada por el gobierno desde 2004. Durante toda esa etapa, la floreciente generación de ingresos originada por la bonanza económica alimentó y permitió un desmesurado aumento del gasto. En todos esos años, este creció por encima de lo que lo hizo el PIB. En lugar de moderar la demanda y acumular superávits en previsión de una eventual inflexión del ciclo, el gabinete cebó el recalentamiento de la economía y los desequilibrios macroeconómicos. Por otra parte, el aumento de los desembolsos públicos era estructural; es decir, el Estado estaría obligado a soportar el mismo nivel de gasto con una menor recaudación. Por eso, el edificio presupuestario construido entre 2004 y 2007 conducía a un abultado déficit cuando la coyuntura empeorase. Así sucedió. En 2008, España anotaba un desequilibrio de las finanzas públicas del 3,8% y este no se situará por debajo del 10% del PIB en lo que resta de legislatura.

Pero si la actuación presupuestaria del gobierno en la etapa de ciclo alcista fue deficiente, su respuesta a la crisis ha sido pésima. De hecho, se ha transformado en el principal obstáculo para superarla. Además ha tenido rasgos esquizofrénicos. Pretendió, por un lado, estimular la demanda agregada mediante la expansión del gasto público y, por otro, incrementar los impuestos para reducir el déficit presupuestario. Las investigaciones más recientes realizadas sobre las consecuencias económicas de esa combinación de acciones arroja una conclusión desoladora para sus promotores: el

«teórico» efecto estimulante de la elevación del gasto se ve neutralizado por el impacto depresivo del incremento de los impuestos, lo que se traduce en una caída adicional del consumo y de la inversión. En otras palabras, la incidencia contractiva del alza impositiva sobre los componentes de la demanda interna predomina sobre la hipotética influencia expansiva del crecimiento del gasto público; desagradable silogismo económico-presupuestario.³⁴ Pero vayamos por partes.

La vertiginosa ascensión del binomio gasto/déficit y su corolario, la explosiva trayectoria iniciada por la deuda pública, se han vuelto insostenibles. Este panorama no es solo un subproducto del hundimiento de los ingresos provocado por la recesión sino también de las acciones discrecionales «expansivas» adoptadas por el gabinete socialista. De acuerdo con los datos del FMI, estas explican más de la mitad del incremento del gasto que se ha producido en España desde el inicio de la crisis, superior al registrado por cualquier otro país de la OCDE con la excepción de Estados Unidos.³⁵ Se han derrochado miles de millones de euros en programas que no han tenido ningún impacto positivo sobre el consumo y sobre la inversión, no han creado un solo puesto de trabajo estable, no han añadido una décima de incremento al PIB y, eso sí, han originado un endeudamiento descomunal. España es un caso de manual del fracaso del *multiplicador del gasto*. Ningún país desarrollado ha seguido con una determinación parecida las prescripciones fiscales del keynesianismo cañí o, mejor, vulgar.

El impacto contractivo del activismo fiscal del gobierno es de manual. Por una parte, los consumidores anticipan una reducción de su *renta permanente*³⁶ y las empresas de sus beneficios, es decir, de sus flujos de ingresos futuros porque saben que deberán soportar una mayor carga fiscal para financiar el desequilibrio de las cuentas estatales. En este contexto, el consumo privado y la inversión caen. Ese efecto depresivo se acentúa en un entorno de racionamiento del crédito. Por otra, el gobierno recurre a los mercados crediticios en busca de fondos para cubrir sus crecientes

necesidades de financiación. Esto reduce y encarece los escasos recursos disponibles para el sector privado con un resultado: las tasas de interés crecen y, por tanto, el gasto de los hogares y la inversión de las compañías se reducen. Es el famoso *efecto expulsión* que se potencia en un entorno de restricción de liquidez y de alto endeudamiento de los hogares. La mezcla de esas dos reacciones de los agentes privados rebaja el crecimiento de la economía y de este modo la recaudación fiscal.

En términos técnicos, España no cumple su *restricción presupuestaria intertemporal*.³⁷ Esta situación se ve agravada más allá de los factores cíclicos asociados a la crisis y a la actuación del gabinete socialista por otros de índole estructural, como los costes presupuestarios ligados al envejecimiento de la población, que ejercerán una considerable presión alcista sobre los desembolsos del sector público en los años venideros y se traducirá en un descenso del potencial de crecimiento de la economía por la disminución de la oferta de trabajo derivada de este. La confluencia de ambas tendencias conduce a una posición fiscal inmanejable sin acometer una contracción sustancial del gasto de las Administraciones Públicas y una profunda reforma de los programas del denominado Estado del bienestar.

Ante este panorama, el gobierno socialista ha intentado recortar la reducción del binomio déficit/deuda con la mayor subida de impuestos de la democracia. Este enfoque deprecia e ignora todo lo enseñado por la teoría económica y por una amplia evidencia empírica y, desde luego, no servirá para reactivar la economía ni para solventar los problemas estructurales a los que se enfrentan las finanzas públicas españolas en el corto, en el medio y en el largo plazo. A diferencia de lo sostenido por la vulgata keynesiana, no existe una relación automática entre las subidas impositivas y el incremento de la recaudación. Por añadidura, iniciativas de esa índole tienen grandes posibilidades de agudizar las fuerzas recesivas en curso, retrasar la recuperación y, por tanto, de elevar en vez de recortar los desequilibrios de las finanzas públicas.

En el terreno práctico, el aumento de los impuestos con la intención de estabilizar las cuentas del sector público se ha saldado históricamente con sonados fracasos. Bien ha sido una de las causas determinantes de la entrada de una economía en recesión —paquete fiscal de George H. Bush en 1990—, bien ha contribuido de manera sustancial a transformar un período recesivo en una depresión —las alzas impositivas de H. Hoover y de F.D. Roosevelt en los años treinta del siglo pasado—. Esas mismas conclusiones se ven respaldadas por el grueso de los trabajos realizados sobre los resultados de los distintos programas de consolidación presupuestaria abordados en los principales países de la OCDE durante los últimos veinte años.³⁸ ¿Por qué sucede esto? Porque los cambios en los tributos inciden en los incentivos de los agentes económicos a trabajar, ahorrar, gastar e invertir.

Como enseña la moderna teoría del consumidor, basada en una larga y acreditada tradición que va de Irving Fisher a Robert H. Hall pasando por Franco Modigliani y Milton Friedman, las decisiones de consumo de las familias dependen del valor descontado presente de los flujos de ingresos que esperan percibir en el futuro, esto es, de lo que se denomina su *renta permanente*. Así, un alza de la fiscalidad destinada a perdurar recorta aquella y también el gasto de los consumidores. En el caso español, la persistencia de una mayor carga tributaria es además inevitable porque el gobierno no solamente se ha opuesto a recortar el gasto público sino que ha adoptado medidas destinadas a elevarlo. Esto lleva a la consolidación de una presión fiscal superior a la existente en la precrisis si se desea que el endeudamiento de las administraciones públicas no se dispare o, al menos, se establezca alrededor de parámetros manejables. En esta tesitura, la respuesta de las familias a la elevación de su factura tributaria y a la caída de su *renta permanente* será disminuir su gasto.

Si esa es la reacción de los hogares en un escenario «normal», el choque contractivo de las alzas impositivas tiene mucha mayor intensidad en uno «anormal» como el protagonizado en estos

momentos por la economía española. Aquí y ahora, el descenso de la *renta permanente* originado por la elevación de la fiscalidad se superpone a una situación en la que las familias experimentan un alto endeudamiento y su riqueza financiera e inmobiliaria está sometida a un proceso de ajuste a la baja de una dureza sin precedentes y sin probabilidades cercanas de finalizar. Eso sin contar la erosión de la renta disponible que se ha producido y se producirá en las capas de la población desempleadas o que vayan a encontrarse en esa situación. En un entorno de estas características, el incremento de los impuestos hace impensable no ya una reactivación del consumo, sino sugiere un aumento adicional del ahorro privado y un descenso del gasto de los hogares, mayor que el que se produciría sin una decisión de esa naturaleza.

Incluso si se acepta la hipótesis keynesiana según la cual el consumo privado responde sola y/o principalmente a la evolución de la renta disponible, el caso a favor de subir los impuestos es rechazable en las circunstancias presentes de la economía española. En un escenario de restricción crediticia, el efecto depresivo sobre la demanda agregada de un aumento de la tributación es muy potente porque las familias no pueden o tienen severas dificultades para obtener préstamos y, de este modo, mantener o elevar sus niveles de gasto. Por tanto, su consumo depende solo de la renta actual que se ve reducida por la subida impositiva y esto las lleva a consumir menos.³⁹

El sesgo contractivo del aumento de los impuestos con la benéfica pretensión de disminuir el déficit presupuestario guarda también una estrecha correlación con la regulación del mercado de trabajo. En una economía como la española, con un alto grado de rigidez laboral, el *shock* derivado de un alza de los tributos reduce los ingresos de los trabajadores después de impuestos e induce a los sindicatos a demandar salarios mayores para mantener su poder adquisitivo. Este movimiento agudiza la dinámica de destrucción de

puestos de trabajo en un escenario recesivo y la aceleraría todavía más en un entorno deflacionario como en el que está inmersa la economía española.⁴⁰

Lo mismo puede decirse del aumento de la fiscalidad sobre los dividendos o sobre las ganancias del capital. Alrededor de diez millones de españoles obtienen rentas por esa vía. La decisión gubernamental de subir este tributo afectará de manera negativa a uno de los determinantes del consumo privado, la riqueza financiera de los hogares, lo que contribuiría a deprimir su gasto. Para rematar la faena, la disminución de la rentabilidad del capital reducirá todavía más los fondos disponibles para la inversión privada. De nuevo, esto agudiza las presiones recesivas soportadas por la economía española y frena la salida de la crisis. Pero ahí no terminan las cosas...

Cuando la tasa de crecimiento del PIB es inferior a la del tipo de interés real, la escalada del endeudamiento se vuelve incontrolable. En este punto se encuentra ya instalada la economía española y no existe motivo alguno ni expectativas para esperar que esa tendencia se invierta. Por añadidura, ya se ha señalado, los tipos de interés tenderán a subir en un horizonte cercano mientras el ajuste a la baja del precio de los activos inmobiliarios y la crisis del sistema financiero están congelados y en espera de un pronto deshielo. Cuando se cierre la ventanilla del BCE, los bancos y cajas españolas carecerán de los fondos necesarios para comprar deuda pública. En estos momentos absorben más de dos tercios del total de las emisiones de bonos realizadas por el Reino de España. Cuando eso suceda..., ¿quién va a financiar el endeudamiento de una economía que no genera los recursos para pagarlo? ¿Cuánto puede perdurar esa situación? ¿Estarán dispuestos los mercados financieros internacionales a prestar dinero a una economía con encefalograma plano? La respuesta es negativa.

Las pequeñas economías abiertas, como la española, con grandes déficits público y exterior, con un alto endeudamiento privado, inmersas en una recesión y con un sistema financiero frágil

están obligadas a realizar fuertes ajustes fiscales para evitar una crisis de deuda. Para ello han de generar superávits presupuestarios primarios⁴¹ tanto mayores cuanto más tiempo tarde el gobierno en actuar en esa dirección. En consecuencia, la posibilidad de que se produzca una crisis de deuda es muy alta a causa de la política desplegada por el gobierno. Ha liquidado cualquier perspectiva de una pronta recuperación de la economía, no tiene un plan creíble de consolidación presupuestaria y aún no ha tenido que afrontar los desembolsos necesarios para rescatar el sistema financiero. Por eso, nadie dentro y fuera de España cree posible el retorno de las cuentas públicas a una posición sostenible.

En estas circunstancias, España es muy vulnerable a una crisis de deuda que es el eufemismo técnico que se utiliza para evitar un desagradable concepto: la suspensión de pagos. Esto ni es una exageración ni constituye una novedad. Los países desarrollados no son inmunes a esos episodios. En 1976, el Fondo Monetario Internacional tuvo que acudir en socorro del Reino Unido para evitar su bancarrota. Entonces, la situación británica era muy parecida a la española y también gobernaban los socialistas. A quienes consideren estos augurios una exageración conviene recordarles el lamento del «resucitado» Keynes, antes de su pronta vuelta a la tumba, en sus *Ensayos de Persuasión*: «Aquí se recogen los graznidos... de una Casandra que nunca pudo influir a tiempo en el curso de los acontecimientos».

Por otra parte, el envejecimiento de la población se traducirá en un rápido crecimiento de, al menos, dos de los grandes programas del Estado del bienestar español: las pensiones y la sanidad. Esto conduce de manera inexorable y en un futuro no lejano a un desbordamiento del déficit público cuya corrección exigirá bien un recorte de esas partidas presupuestarias, bien un fuerte aumento de los impuestos, bien una mezcla de esas dos últimas opciones o bien la quiebra del Estado. Cualquiera de esas alternativas plantea un panorama de una extraordinaria gravedad, porque conduce a una drástica reducción del nivel de vida de los jubilados, de los activos o

de ambos. En otras palabras, el modelo socioeconómico construido desde el inicio de la democracia, un sistema de capitalismo dirigido con un elevado peso del Estado, se ha vuelto incompatible con el crecimiento y la generación de riqueza, que son los dos pilares sobre los que se ha sostenido hasta el momento. Ante este dilema, la clase política española con la aquiescencia de la sociedad elude esa situación y hace suyo el lema keynesiano «a largo plazo, todos muertos...». El problema es que ese largo plazo no lo es tanto.

De nuevo, la responsabilidad es del gobierno. Sí existía margen para una política fiscal expansiva en España pero de una índole radicalmente distinta a la aplicada por el gabinete socialista. El recorte simultáneo del gasto y de los impuestos hubiese sido mucho más eficaz para estabilizar el endeudamiento del sector público y estimular la economía.⁴² Pero eso, obviamente, estaba fuera de los planteamientos doctrinales del gobierno.

Productividad y nuevo modelo de crecimiento:
un enfoque equivocado

La productividad es la variable que determina el aumento de los niveles de vida de un país en el horizonte del medio y del largo plazo. Cuando se estanca o desciende, el PIB per cápita termina por moverse en la misma dirección. De acuerdo con el diagnóstico del socialismo, España se encontraba en una tesitura de esa naturaleza en los albores de la era Rodríguez Zapatero y era cierto. Entre 1995 y 2005, la productividad del factor trabajo anotó un mediocre incremento del 0,3% y la Productividad Total de los Factores⁴³ (PTF) disminuyó en un 0,8%. En términos comparados y si se considera como referencia la identidad UE=100, la productividad disminuyó del 93 en 1995 al 84 en 2005; si la comparación se realiza con Estados Unidos, la caída es del 78 al 63 en ese mismo espacio temporal. Este sería el resultado perverso de un modelo de crecimiento basado en una acumulación de capital y trabajo

concentrada en sectores poco innovadores, generadores de escaso valor añadido, etc. Este análisis resulta atractivo, no es incorrecto pero es demasiado simple.

De entrada, la baja productividad de la economía española a lo largo de la fase expansiva no se concentró solo en el ámbito de la construcción y en el de los servicios, sino también en los propios sectores especializados en Tecnologías de la Información y de la Comunicación (TIC) y en otros con un componente tecnológico nada despreciable como la industria o la energía. *A sensu contrario* y aunque resulte sorprendente, la agricultura fue el único componente del PIB que realizó una aportación relevante al incremento de la productividad en el período 1995-2005. Esto significa que es un fallo de análisis el considerar que basta desplazar recursos del «ladrillo» hacia otras ramas de la actividad económica para que se produzca el milagro y la productividad se dispare. Para corregir esa deficiencia, el programa del gobierno ha consistido en gastar más en I+D+i, en educación, etc., y en ofrecer incentivos al sector privado para que este hiciese lo mismo. Este planteamiento constituye un error de diagnóstico y, en consecuencia, conlleva a diseñar una política económica equivocada. Las razones son claras.

La innovación es el maridaje del nuevo conocimiento encarnado en una invención con la introducción de esta en el mercado. Incluso los mejores descubrimientos científicos o los más brillantes avances tecnológicos son inútiles desde una óptica económica si las compañías no los hacen suyos y los transforman en productos y servicios comercialmente atractivos y, por tanto, rentables. Esto no se consigue con un mayor gasto público en I+D+i, con deducciones fiscales o con subvenciones a las empresas productoras de «innovaciones». Tampoco mediante una inversión masiva del sector público en educación o, como los economistas dicen, en capital humano. Antes de la caída del Muro de Berlín, los países del Telón de Acero, incluida la URSS, tenían uno de los mejores sistemas educativos del mundo, pero su incidencia sobre la productividad de las economías de planificación central era inexistente o irrelevante.

Por otra parte, es aventurado pensar que un sistema educativo burocratizado e impermeabilizado a la competencia sea capaz de producir capital humano de una calidad elevada por mucho dinero público que se invierta en él, como lo demuestra la propia experiencia española de acuerdo con los informes disponibles sobre la materia.⁴⁴

Sin necesidad de recurrir a la referencia extrema del comunismo, la experiencia de las distintas modalidades de capitalismo arroja una luz interesante para resolver el dilema de la productividad. ¿Por qué Estados Unidos ha incorporado de manera intensiva las nuevas tecnologías a su estructura económica y ha usado con mayor eficiencia las ya existentes que países como Alemania, Francia o Japón? ¿Por qué se han logrado en Norteamérica ganancias espectaculares de productividad en los servicios? La respuesta es evidente. Porque la existencia de un capitalismo competitivo incentiva ese tipo de actuaciones y las hace imprescindibles para que las compañías norteamericanas prosperen y sobrevivan. Esto los obliga a estar en la frontera tecnológica y esto es posible porque el marco institucional se asienta en un permanente proceso de destrucción creativa y no en un esquema que blind a las empresas de las presiones competitivas. La OCDE ha construido indicadores destinados a evaluar la relación entre la productividad y la regulación de los mercados y la conclusión es patente: a mayor competencia, mayor productividad.⁴⁵

Por eso, Europa no ha registrado un *boom* de productividad como el norteamericano. Las restricciones a la competencia levantadas por la regulación no hacen necesario o vuelven muy oneroso para las empresas innovar y explotar las oportunidades proporcionadas por los avances tecnológicos. Las rigideces de los mercados frenan esos dos movimientos porque reducen los estímulos para invertir en nuevas tecnologías, para incorporarlas al aparato productivo y para realizar innovaciones. A su vez, las regulaciones aumentan los costes de entrada en los mercados, disminuyen la competencia e impiden reasignar con eficiencia los

recursos. Además, la limitación de la competencia entre los oferentes incrementa los costes de los *inputs* o *insumos*⁴⁶ y eso genera productos menos innovadores y de peor calidad. En la misma línea, la escasa flexibilidad laboral desincentiva a los empresarios para que se ajusten a los cambios en la producción demandados por la adopción de innovaciones porque recolocar el factor trabajo o recortar las plantillas es una tarea casi imposible o muy cara. Los ejemplos podrían multiplicarse. Desde esta óptica, los intentos de hacer más productiva la economía nacional a golpe de gasto público y de concesión de subvenciones o de beneficios fiscales están sentenciados al fracaso. Como diría Keynes y, en esta ocasión, con razón «es posible llevar un caballo a la orilla del río pero no lo es obligarle a beber».

La estrategia correcta para que la productividad crezca en España pasa por una agresiva agenda liberalizadora que aumente la competencia tanto en los mercados de bienes y de servicios finales como en aquellos otros que aportan *inputs* intermedios a las empresas. En ámbitos como los servicios profesionales, los postales, el comercio minorista, el transporte ferroviario, los puertos y los aeropuertos, etc., la economía española tiene un entorno regulatorio que impide o restringe la competencia hasta hacerla inexistente o, al menos, irrelevante; en otros, como la energía o las telecomunicaciones, es necesario avanzar en el proceso liberalizador y eliminar una serie de trabas, por ejemplo las tarifas. Sin libertad de precios un mercado no puede funcionar bien. En el ámbito de la energía, el gobierno no ha hecho nada en esa dirección. Por el contrario, ha adoptado medidas que contribuyen a distorsionar el funcionamiento del mercado energético, a reducir la eficiencia del sector, a imponerle costes injustificables para financiar caprichos políticos. Le ha encerrado en un dirigismo asfixiante al servicio de utopías con el color verde de la esperanza.

Por último, el gobierno cerró el círculo estado-dirigista, esta vez en el plano microeconómico, con el lanzamiento de su «nuevo modelo de crecimiento». En la práctica, su objetivo es planificar

desde el poder el mapa económico-empresarial de España. Como es habitual en el socialismo reinante, sus añejas recetas se venden bajo los oropeles de la novedad, con una estética y fraseología postmoderna. En realidad, el modelo de crecimiento dibujado por el gabinete implica un retorno al pasado. Es una mezcla *sui generis* de las estrategias mercantilistas y desarrollistas del franquismo con las industriales del social-estatismo en sus versiones duras y blandas. Habrá quien las considere solo un ejercicio propagandístico, una colección de ideas inconexas y quizá tengan razón, pero su fundamentación teórica refleja un evidente espíritu dirigista y contrario en gran medida al del PSOE de la era González.

Ahora, los socialistas han sucumbido una vez más a la «fatal arrogancia» denunciada por Hayek, esto es, la presunción de que el gobierno es capaz de saber cuáles son los sectores con futuro. Ni la teoría económica ni los hechos avalan la tesis según la cual los políticos y los burócratas tienen ventaja competitiva sobre el mercado para realizar esa tarea. Por el contrario, una abrumadora experiencia muestra que los programas estatales dirigidos a «elegir ganadores» suelen tener costes muy superiores a los beneficios que reportan y terminan por traducirse en la elección de «perdedores». La única diferencia entre la planificación anunciada por el PSOE y la de tiempos pretéritos es cosmética y se reduce a un hecho: los modernos dinosaurios empresariales se concentrarán en la denominada economía verde, sostenible, etc., en vez de en la siderurgia, la automoción y los antiguos «campeones nacionales» cuya reconversión supuso una sangría de recursos para las arcas del Estado; es decir, para los contribuyentes.

Por otra parte, los socialistas utilizan una aproximación anticuada y colectivista a la visión de la economía. No hay sectores más o menos productivos o competitivos *per se*. Esta falacia se escucha y se repite de modo permanente como si de una verdad indiscutible se tratase. Lo que hay en realidad son empresas que son modernas, tecnológicamente avanzadas y generadoras de alto valor añadido en mercados maduros, por ejemplo Zara en el textil,

mientras hay otras en sectores considerados «de futuro» que son incapaces de sobrevivir sin el paraguas protector del Estado. Desde esta perspectiva, el apoyo gubernamental a los sectores de la llamada «economía sostenible» penaliza a todas las corporaciones que innovan, generan riqueza y puestos de trabajo en ramas productivas que el gobierno no incluye en aquella calificación. Esta realidad muestra el error conceptual de pensar en términos agregados a la hora de configurar una política industrial de apoyo a sectores concretos cuando estos se componen de múltiples compañías con muy diferentes enfoques de gestión, de negocio, de aprovechamiento de las ventajas comparativas, etc.

La razón de la imposibilidad del gobierno para planificar y diseñar el tejido económico y empresarial de cualquier país obedece a una poderosa razón de fondo: no existe un ente o un cerebro capaz de centralizar y procesar toda la información disponible, de coordinar los millones de planes y proyectos individuales existentes en una economía moderna y compleja. En consecuencia es ilusorio creer factible realizar por decreto, desde una autoridad centralizada una asignación eficiente de los escasos recursos disponibles. Esto es cierto para cualquier tipo de planificación, sea forzosa o indicativa. Esa fue la intuición central, la línea medular de la hipótesis de la «mano invisible» formulada por Adam Smith y su ignorancia constituye la causa directa del desastre de las experiencias planificadoras e intervencionistas que arrojan a una élite esclarecida la capacidad de acumular el conocimiento necesario para controlar y dirigir los procesos sociales. Esa es también la base de la superioridad del mercado y del sistema de precios frente al dirigismo de todos los colores.

La ley de Say enseña cómo la oferta genera su propia demanda. Una política destinada a «elegir ganadores» con cargo a las arcas públicas va a generar una riada de buscadores de rentas dirigidos a captar las ayudas estatales para cualquier proyecto que los audaces cazadores de fondos públicos sean capaces de ajustar a la venidera «Ley de la Economía Sostenible». Esto abre los

portillos no solo a una gigantesca discrecionalidad por parte de los poderes públicos a la hora de decidir a quién y a qué proyectos se premiará con el maná gubernamental, sino también al favoritismo y, por qué no decirlo, a la corrupción.

Tareas pendientes de la economía española

Jordi Sevilla

Estalló la burbuja y con ella regresaron todos nuestros fantasmas familiares. Nos aprestamos a vivir nuestro segundo año consecutivo de recesión después de haber pasado la mayor crisis económica de los últimos muchos, muchos años. Estuvimos rozando las puertas del paraíso con el pleno empleo a la vuelta de la esquina, superávit presupuestario por primera vez en nuestra democracia y superando a Italia en renta per cápita. Éramos la octava economía del mundo y el G-20 nos abrió las puertas, por primera vez, del poder internacional.

Y en apenas dos años, como si retrocediéramos en el túnel del tiempo con Sísifo, volvimos a duplicar la tasa de paro de los países del euro, el déficit público superó a los máximos de antaño y nuestra riqueza colectiva sufrió un severo retroceso, el mayor en tiempos de paz desde que tenemos registros.

Lo peor ha pasado, pero ahora nos queda lo malo. Tiempos de lánguida recuperación, insuficiente para absorber el desempleo y devolvernos al lugar alcanzado antes de la caída. Puede que tardemos una década en recuperar lo perdido y, casi seguro, lo haremos a un ritmo más lento que el de otros países de nuestro entorno. Nada será igual que antes y no podemos aspirar a regresar al punto de partida y retomar las cosas donde las dejamos y como fueron. Afortunadamente. Porque no todo fueron mieles en los tiempos de vino y rosas del crecimiento pasado.

La crisis internacional nos ha afectado. Pero no solo ella. Tenemos elementos propios que explican el mayor impacto que la misma ha tenido en España respecto a otros países. Se trata de lo que conocemos como los elementos diferenciales de la crisis española.

España es un país de récords. Sobre todo, en el ámbito económico. Somos capaces de crear más empleo que nadie en Europa alcanzando la cifra, histórica para nosotros, de más de veinte millones de ocupados y, también, de crear más paro que nadie hasta alcanzar cifras impensables, incluso en España, hace bien poco tiempo. El problema es que entre uno y otro récord, apenas si han pasado dos años. El mismo tiempo transcurrido entre que éramos la envidia del mundo como consecuencia de nuestro milagro económico que nos convertía en la octava potencia económica mundial y cuando volvemos a generar desconfianza entre los países inestables de Europa. O el mismo entre que empresas españolas cotizaban con éxito en las bolsas internacionales para, poco después, caer en suspensión de pagos.

País de récords y de contrastes que nada tienen que ver con la llamada España plural. Más bien deberíamos hablar de la España perpleja o de la perplejidad española. Parecemos capaces de las mayores proezas, sin acabar de deshacernos de nuestros pies de barro. Aunque los espacios de modernidad, solidez y creatividad han avanzado mucho hasta el punto de convertirse en centrales, en amplios espectros de nuestra actividad económica, cultural y científica, seguimos arrastrando un tufillo castizo que resurge, de manera especial, en los momentos de dificultad. En aquellas circunstancias en las que más necesitaríamos confiar en nosotros mismos es cuando, con más frecuencia, nos sale la vena catastrofista, derrotista, como si todavía no hubiéramos superado el síndrome de la pérdida de Cuba. Pasamos, sin apenas solución de continuidad, de comernos el mundo a flagelarnos por nuestras incompetencias, al parecer, en esos momentos de depresión colectiva, insuperables. En el fondo, es como si nos dijéramos, pero

¿qué te habías creído, que somos como los demás? No. Seguimos siendo diferentes, en una diferencia que solo recoge y expresa lo negativo. Lo distinto para peor. Lo castizo.

Es verdad que las jóvenes generaciones cada vez se sienten menos identificadas con esta dualidad nacional que nos visualiza como país bifronte en lo que lo bueno y lo malo se alternan de manera inevitable. Pero no es menos cierto que seguimos viviendo una realidad diferencial negativa en el mercado de trabajo que puede entenderse como síntoma importante de otras enfermedades sociales todavía no superadas. Ni en los mejores momentos de crecimiento económico y de creación de empleo, somos capaces de dar ocupación a todas aquellas personas que, en nuestro país, pueden y quieren trabajar. Y cuando vienen mal dadas como ahora, lo primero que hace nuestro sistema económico es despedir gente muy por encima de lo que hacen otros países. Hemos construido un aparato productivo bastante eficaz, con empresas competitivas a escala mundial y un sistema financiero altamente eficiente, pero que no anima a trabajar a la misma proporción de personas sobre el total de la población que en otros países y, además, que no es capaz de colocar de manera digna y adecuada a todos aquellos ciudadanos que quieren trabajar. Con crisis o sin crisis.

Si la economía, sus leyes y sus instituciones son un medio para mejorar la riqueza colectiva, siendo el trabajo, para una inmensa mayoría de ciudadanos, el principal instrumento de creación de la misma, pero también, de acceso a su reparto, podemos decir que España tiene posibilidades de crear más riqueza, de repartirla mejor y de aumentar, por tanto, su bienestar social. Para ello, deberemos reformar algunas cosas, restricciones sociales, culturales e institucionales, que limitan nuestras capacidades como sociedad pero, también, como personas. Con crisis, o sin crisis.

En toda sociedad, el Estado tiene una pluralidad de tareas y funciones. Pero una de ellas, en sociedades avanzadas, es contribuir de manera activa a que funcione mejor lo colectivo, lo de todos y, con esto, lo individual, lo de cada uno. Si a lo largo de los

años, por ejemplo, se ha implantado la educación obligatoria como derecho garantizado por el Estado, no es solo para mejorar las expectativas individuales de los niños, especialmente de aquellos nacidos en familias más desfavorecidas. También es porque tenemos el convencimiento, contrastado con la experiencia, de que sociedades mejor formadas son más libres, creativas y ricas. Por tanto, la acción estatal, en este como en otros muchos casos, responde tanto a la idea de practicar un cierto reequilibrio social que incrementa los márgenes materiales de libertad individual, como al hecho del beneficio colectivo que de esto se obtiene en asuntos que no puede resolver el mercado por estar basado en una lógica de actuación diferente, como es el precio, es decir, solo accede quien puede pagar, no quien lo necesita. Pues bien, en España:

1. ¿De dónde venimos? El milagro español

Tras superar la crisis de 1993, con una intensa caída del PIB y una rápida recuperación iniciada ya al año siguiente, España ha vivido catorce años de crecimiento elevado, entre 1994 y 2008, con algunos altibajos como los vinculados a la crisis internacional de las empresas de nueva tecnología, llamadas *puntocom*, o a la brusca subida del precio del petróleo.

Como cada etapa de los ciclos económicos se explica, en parte, por la etapa anterior, conviene hacer una breve referencia a las características de aquella crisis, la mayor, hasta ahora, de las vividas por la economía española en las últimas décadas. Todo estuvo vinculado al proceso de unificación alemana iniciado poco después de la caída del Muro de Berlín que puso fin a los regímenes comunistas del Este de Europa. Las condiciones políticas impuestas a dicho proceso de unificación motivaron una fuerte tensión inflacionista y unas necesidades de financiación de las inversiones en Alemania del Este que llevaron al Banco Central alemán (Bundesbank) a subidas continuas de los tipos de interés. Dada la

existencia, entonces, de un sistema monetario europeo que vinculaba los tipos de cambio entre las divisas miembro, todos los países participantes, España incluida, se vieron obligados a subir también sus tipos de interés para mantener la paridad de sus monedas en los márgenes permitidos por el sistema.

Esta exigencia, derivada de compromisos externos, entró en conflicto con las necesidades internas de un país que, acabada la Expo Universal de Sevilla y los Juegos Olímpicos de Barcelona, necesitaba más bien de políticas expansivas para tomar el relevo de ambos acontecimientos que subidas de tipos que precipitaron la crisis en medio de la incertidumbre, el paro, el creciente déficit público y las tensiones adicionales derivadas de los movimientos especulativos que se lanzaron contra el sistema monetario europeo convertido, cada vez más, en un lastre.

Dos compromisos políticos de los países de la Unión Europea ayudaron a poner fin a la situación: la decisión de ampliar los márgenes de fluctuación de las divisas dentro del sistema y la voluntad de mantener el objetivo de crear una Unión Económica y Monetaria con una moneda única tal y como establecía el Tratado de Maastricht. Se rompió con ello el incentivo a la especulación contra el sistema monetario, permitiendo a los Bancos Centrales coordinar bajadas de tipos de interés, más compatibles con las necesidades de hacer frente a la crisis interna. En España, además, se aprobó un importante plan de reducción del déficit público y una trascendental reforma del mercado laboral para ayudar a crear empleo a partir de tasas de crecimiento menores que las requeridas hasta entonces.

Situados en la línea de salida del euro, cuya entrada en vigor se aplazó dos años debido a las inesperadas dificultades de la economía alemana, nuestro crecimiento recibió un impulso adicional que resultó decisivo. Valorada globalmente, esa etapa de crecimiento larga y fructífera que cogió los últimos años del gobierno de Felipe González, los ocho de José María Aznar y los cuatro

primeros de José Luis Rodríguez Zapatero, representó el mejor período de nuestra historia reciente, llegando a denominarse por la prensa extranjera «la época del milagro español».

Sin embargo, fue un patrón de crecimiento basado en la cantidad y en el precio. Millones de trabajadores encontraron ocupación en nuestro mercado laboral permitiendo absorber a los parados nacionales más a los inmigrantes que en gran medida hacen su aparición en esa etapa. Una gran cantidad de trabajadores nuevos representa más consumo familiar, más compras de coches, de casas, de todo tipo de productos. Y esa demanda adicional y pujante se pudo satisfacer por una oferta creciente desde unas empresas que veían bajar mucho el precio del dinero prestado por las entidades financieras para sus inversiones (los tipos de interés) y contenerse, como quizá nunca antes, el precio del trabajo (moderación salarial).

2. La cara oculta del milagro

Mientras el humo de la autocomplacencia nublaba parcialmente nuestro entendimiento, la economía española iba acumulando signos claros que permitían entrever la existencia de serios problemas de fondo.

El mejor indicador sintético de todos ellos, la pérdida de competitividad, evidencia que en relación con el resto de países del mundo, aquello que producimos y ofrecemos nosotros pierde atractivo, sea por precio, diseño, innovación o lo que sea. Poco a poco nuestras exportaciones de bienes y servicios pierden posiciones relativas en los mercados mundiales siendo sustituidas por otros abastecedores. Si, junto a ello, seguimos importando en mayor cuantía aquellos productos que no tenemos (petróleo) o que preferimos a los nuestros, entonces aparece un déficit en la balanza exterior. De hecho, de las 21 secciones en que se dividen las

estadísticas de comercio exterior, solo en cinco de ellas exportamos más de lo que importamos (tasa de cobertura inferior a cien) y no son, precisamente, productos sofisticados.

La pérdida de competitividad de nuestra economía a lo largo de todo el período fue un proceso lento, desigual respecto a mercados y productos, compatible con tener las primeras empresas multinacionales de nuestra historia, pero continuado de manera acumulativa. Y dado que nuestros intercambios se concentran mucho con otros países europeos de la zona euro, es frente a ellos donde debe centrarse la mejora de competitividad.

Tres son las razones fundamentales que explican ese descenso en la competitividad, reflejando cada una de ellas un grave problema no resuelto de la economía española.

La primera tiene que ver con la productividad. De hecho, es la otra cara del modelo de crecimiento basado en la cantidad. La productividad se mide como la cantidad de producto producido por hora trabajada, y sirve para medir si lo vamos haciendo cada vez mejor o no gracias a nuevas máquinas, innovación tecnológica, formación de los trabajadores, organización de los recursos de la producción, etc. El hecho de que nuestro crecimiento del PIB se debiera sobre todo a la cantidad (hacer más) y no a la calidad (hacerlo mejor) se refleja en esos problemas de productividad que han planeado sobre todo el período.

Si analizamos la evolución comparada de la productividad en un grupo amplio de países durante el período comprendido entre 1995 y 2006, España es el único país que tiene un crecimiento medio negativo de la misma. Repito, el único. Si la medimos como tasa media anual de variación, en el período 2000-2007 solo Italia estuvo por detrás de nosotros entre los principales países de la OCDE. Ese diferencial negativo de productividad de España respecto al resto de países deteriora nuestra posición relativa de manera gradual pero profunda, limitando las posibilidades de equipararnos en renta y bienestar de manera sostenible, es decir, sin burbujas inmobiliarias.

La evolución de los costes de producción es otro factor determinante para evaluar la competitividad de una economía. Destacaremos tres de los principales: fiscalidad, costes laborales unitarios y costes de transacción del conjunto de la economía. En los años del milagro español, todos los ellos evolucionaron de manera negativa en relación con otros países competidores. Aunque es cierto que nuestra presión fiscal global está por debajo de la media de los países del euro, nuestro sistema tributario está mucho más concentrado en figuras que penalizan al factor trabajo (IRPF sobre nóminas y cotizaciones a la seguridad social) que en otros países, además, como efecto de la globalización, han entrado a competir en los mercados mundiales países con sistemas fiscales y de protección muy bajos.

A pesar de la moderación salarial promedio mantenida, los costes laborales por hora trabajada han estado subiendo en España más que en la zona euro. Junto a ello, las caídas en productividad han provocado unos crecimientos en los costes laborales unitarios superiores al de nuestros competidores, deteriorando la posición competitiva de la economía española.

Por último, y a falta de estudios detallados, existe una opinión muy extendida a favor de considerar los costes generales de las transacciones económicas (contratación, despido, sistema judicial, tasas, distribución comercial, cargas administrativas, etc.) bastante superiores en España que en la media de los países de nuestro entorno.

Todo ello acaba repercutiendo en el otro factor clave que explica la pérdida de competitividad experimentada por la economía española en los años esplendorosos del milagro: la inflación, o mejor, el diferencial de inflación, que ha sido positivo, es decir, que la inflación en España se ha mantenido casi siempre por encima de la media de los países del euro. Este ha acabado siendo un elemento decisivo de pérdida de competitividad cuando, año tras año, nuestros precios subían más que los de los otros países, de manera acumulativa.

No es la primera vez que la economía española acumula a lo largo de la historia una acusada pérdida de competitividad. Pero es la primera vez que no podemos compensarla mediante la devaluación de la peseta porque ya no tenemos peseta que devaluar. Cuando se forma parte de una zona monetaria única como el euro y se tienen problemas de competitividad como nosotros, hay que buscar otros mecanismos de ajuste que permitan recuperar la competitividad perdida. Mecanismos internos que tienen que ver con un descenso de costes y con mejoras en la productividad a través de planes coordinados que hagan las veces de la devaluación perdida. Su ausencia, durante todos esos años, ha sido una gran irresponsabilidad por parte de quienes no han querido poner fin a la fiesta del ladrillo, a cargo de la cual se han apuntado tantos éxitos escritos en la barra de hielo.

La pérdida de competitividad, asociada a problemas de productividad, costes de producción e inflación, no es el único problema existente en esa cara oculta del crecimiento económico español durante los años del *boom*. Hay que mencionar, al menos, otros dos más: hemos vivido, más que nunca, a crédito y hemos puestos demasiados huevos en la misma cesta, la construcción de viviendas residenciales.

La entrada de España en la moneda única significó unos importantes descensos en los tipos de interés. Estamos hablando, por ejemplo, para la deuda soberana española de representar un 6 o 7% en 1995 a situarse en torno del 1,5% diez años después. Y algo similar ocurrió con los tipos aplicables a los créditos al sector privado, que llegaron a ser incluso negativos en términos reales en el caso de los préstamos hipotecarios.

Con una economía dinámica creando empleo y un sector financiero en pleno proceso de intensificación de la competencia e innovación en cuanto a la oferta de productos, el descenso de la inflación y de los tipos de interés se convirtió en un desencadenante

del endeudamiento creciente como método habitual de financiar no solo las inversiones productivas y la compra de vivienda sino casi todo tipo de consumo (coche, vacaciones, muebles etc.).

Las entidades financieras tenían necesidad de incrementar su volumen de actividades ya que los márgenes tendían a estrecharse empujándolas a una agresiva política comercial de colocación de préstamos en un clima de optimismo en el que los particulares encontraban razonable endeudarse para adelantar consumos futuros o acceder a otros que, con sus sueldos del momento, quedarían fuera de sus posibilidades. Así, como porcentaje del PIB, el total del crédito al sector privado en España, pasó de ser un 88,76% en el año 2000 a más del doble, el 167,20%, siete años más tarde, en 2007.

Tan determinante ha sido el crédito en la trastienda de nuestra década y media de crecimiento que no ha sido suficiente con el generado dentro de las fronteras del país y hemos tenido que recurrir a préstamos del exterior en proporciones muy importantes que han llegado a aproximarse al equivalente del 10% del PIB. Para darnos una idea de lo que significaba esto, en el mundo, solamente Estados Unidos tenía unas necesidades relativas de financiación externa superiores a las nuestras.

A diferencia de otros momentos de la historia española, en que ha sido el sector público quien se ha endeudado de manera destacada para hacer frente a las necesidades colectivas del país tanto en capital físico (infraestructuras) como en bienes sociales (sanidad, educación, pensiones), esta vez se ha tratado de un fuerte proceso de endeudamiento privado destinado, por tanto, a reforzar la situación particular de familias y empresas. Así, a la vez que hogares y empresas se endeudaban de manera creciente, el sector público iba reduciendo su déficit y su deuda hasta el punto de que tuvimos tres años de superávit en las cuentas del Estado central, por primera vez en democracia. Quien ha vivido por encima de sus posibilidades, en este ciclo, han sido los particulares y no el Estado.

Mientras los mercados financieros internacionales funcionaban bien, con exceso de liquidez y necesidad de colocar productos cada vez más sofisticados, no nos ha faltado ese ahorro externo para financiar un ritmo de vida e inversión que estaba claramente por encima de nuestras posibilidades. Pero cuando han empezado los problemas y se han cerrado las fuentes exteriores de crédito para todo el mundo, incluidas las entidades financieras españolas, lo que podía ser un punto débil, la excesiva dependencia del ahorro internacional, se ha convertido en un punto de ruptura que ha agravado el impacto de la crisis en España. De repente, como en el juego de la silla, la música del crédito paró, dejando de fluir, y con ella miles y miles de familias y empresas quedaron literalmente colgadas de una deuda que ahora no podían pagar ni, a menudo, refinanciar.

La última de las peculiaridades del modelo español de éxito económico que se ha transformado en problema adicional ante la crisis financiera mundial ha sido la excesiva concentración del riesgo financiero en el sector de la construcción en sentido amplio: promoción, edificación y venta de viviendas residenciales. A finales del segundo trimestre de 2009, el saldo vivo de crédito hipotecario representaba el 60% del PIB, a lo que hay que sumar el crédito promotor y el destinado a otras actividades inmobiliarias y de construcción para darse cuenta del elevado nivel de concentración de crédito que tienen nuestras entidades financieras en el conjunto del sector.

La historia nos suena ya familiar: financiar, con tipos de interés bajos, la compra de activos como la vivienda, que gozaba además de un fuerte atractivo fiscal por la deducción y cuyo ritmo de revalorización superaba los tipos por devolver del préstamo con que se compraba, así como a la tasa de beneficio de otras muchas inversiones alternativas, era un magnífico negocio.

Sobre todo si se tenía una demanda potencial muy importante compuesta de nuevas familias creadas anualmente (jóvenes que se emancipan, pero también separaciones y divorcios), una corriente

de inmigración creciente que se instala en el país y un importante atractivo turístico que nos convierte en punto de destino de un número creciente de extranjeros que compran su segunda (o primera) residencia en nuestra costa.

Una demanda potencial creciente que se transforma de manera rápida en demanda efectiva gracias a las mejoras en el empleo y en las condiciones crediticias eleva de forma brusca los precios de la vivienda, y con esto los del suelo necesario para construirla, y ello estimula a pasos agigantados la oferta, llenando el país de nuevas construcciones.

Aunque creciendo desde mucho antes, la inversión en vivienda alcanzó en España el 8,5% del PIB cuando en la zona euro era casi tres puntos porcentuales menos. Por su parte, ese juego combinado, reforzado pero desajustado en el tiempo entre oferta y demanda, hizo que los precios de la vivienda nueva crecieran un 290%, en términos nominales, entre 1996 y 2007.

Esta subida de precios reforzaba y alimentaba el proceso crediticio. Por una parte, garantizaba el valor del activo a financiar haciendo más seguro, aparentemente, el crédito. Por otra, requería una cantidad creciente de préstamo dedicada, cada vez más, a financiar la propia subida de precios tanto de lo construido como del suelo, es decir, a financiar la especulación y con un impacto cada vez menor sobre la creación de empleo.

La subida de precios de la vivienda en España durante esos años hay que ponerla, también, en relación con la subida del PIB y con la evolución del precio de otros activos en el mismo período para determinar hasta qué punto podemos hablar, con propiedad, de si hubo o no una burbuja especulativa. Es cierto que los precios subieron, pero impulsados inicialmente por una fuerte subida de la demanda efectiva que no pudo ser satisfecha a corto plazo por la oferta, dados los largos plazos empleados desde que se declara un suelo urbanizable hasta que se habita la vivienda construida. Por tanto, se puede defender que no hubo ningún intento deliberado de frenar o limitar la oferta para conseguir una subida «artificial» de los

precios. Si asistimos a un período de recalificaciones masivas de suelo y de construcción desenfrenada de viviendas, es difícil defender que hubo un control de la oferta con la intención de provocar alzas adicionales en los precios.

Dicho de otra manera, si la evolución alcista de los precios respondió a fenómenos perfectamente explicables con los instrumentos básicos de la teoría económica, es decir, una subida rápida e intensa de la demanda efectiva de viviendas que tardó un tiempo en ser respondida con un no menor vigor desde la oferta, ¿dónde está la burbuja especulativa? En todo caso, y tras constatar el hecho de que la repercusión del valor del suelo en el precio final de la vivienda durante el período pasó de representar el 20% promedio hasta el 60%, mientras el resto de costes se mantenían bastante estables, solo se podría hablar, en todo caso, de una «burbuja» de suelo y no de la vivienda. Y a efectos de estudiar sus causas, beneficiarios y soluciones, la diferencia es más que necesaria.

Además, todo ello ocurrió en una época en la que también el PIB nominal creció un 220% entre 1996 y 2007, mientras que el IBEX 35, en el mismo período, subía su índice hasta un 407%, con acciones de empresas como Telefónica, Repsol o Iberdrola experimentando revalorizaciones superiores a la de la vivienda. Es decir, un amplio conjunto de activos experimentaron alzas importantes en sus valoraciones debido a la magnitud e intensidad con que se desató la demanda por los mismos en un contexto general de crecimiento económico continuado, es decir, de incremento general de la riqueza del país.

Cosa distinta es que aunque se pueda explicar lo ocurrido en nuestro mercado de la construcción residencial sin necesidad de recurrir a oscuras figuras de malignos especuladores, ello no haya dejado de afectar de forma negativa a la capacidad de acceso a la vivienda en propiedad por parte, sobre todo, de los jóvenes. A pesar del descenso en los tipos de interés y del alargamiento de plazos en los créditos, es cierto que la proporción del sueldo requerida para

financiar la compra de la vivienda propia ha subido en esos años. Comprar la vivienda se ha encarecido mucho, con relación a sus sueldos, para los jóvenes.

Pero ello admite una explicación distinta: a lo mejor, es que sus sueldos han subido muy poco y, en todo caso, menos que la subida de otros activos económicos y que los beneficios en plena expansión de la actividad. Además, durante estos años ha habido muy poca o nula construcción de viviendas sociales en el contexto de una política pública, característica de España, en la que las ayudas se dirigen más al ladrillo y a la construcción que a las personas y su necesidad de acceso a una vivienda digna como proclama la Constitución.

Este enfoque alternativo de lo ocurrido en España alrededor de la construcción en los años del crecimiento situaría el foco de atención en un elemento que se ha mantenido en un segundo plano y sobre el que todavía faltan datos definitivos. Lo avanzo como hipótesis: la distribución de la renta se ha hecho más desigual durante esos años. Es decir, no todos se han beneficiado de manera equitativa de los frutos del crecimiento económico y ello ha perjudicado, de manera directa, a los trabajadores y, sobre todo, a quienes todavía no tenían vivienda en propiedad. Al menos en esa misma dirección apuntan algunos estudios sindicales a partir de un dato: en España, entre 1997 y 2007, los salarios redujeron siete puntos porcentuales su participación en la renta nacional, mientras que en los países de la zona euro ésta se mantenía prácticamente constante.

Y también aquí, como ocurrió en Estado Unidos, las facilidades de acceso al crédito permitieron enmascarar esos problemas al facilitar, en todo caso, la capacidad de compra a costa de un endeudamiento familiar elevado y un riesgo creciente por parte de las entidades financieras. En ese sentido, nuestra crisis también fue por sobreendeudamiento privado.

3. Incidencia de la crisis y política económica

A partir de septiembre de 2008 lo evidente ya no podía negarse: la economía española estaba en crisis. En la mayor crisis de la democracia reciente y en una de las mayores de nuestra historia en tiempos de paz. Me limitaré a señalar tres datos: el PIB pasó de crecer un 3,6% en 2007 a caer un -4% apenas dos años más tarde; ello se tradujo en un aumento de casi dos millones de parados en el mismo período y la repercusión de todo ello sobre las cuentas públicas hizo que estas pasaran de lucir el primer superávit de la democracia por un valor superior al 2% del PIB, a mostrar el peor déficit de la democracia con cifras próximas al 10% a finales de 2009.

Una breve comparación con la anterior gran crisis de comienzos de los años noventa del siglo pasado servirá para entender dos cosas fundamentales: la presente recesión es mucho más intensa pero, a la vez, como país, estamos en mejores condiciones para hacerle frente. Entre el punto álgido del ciclo y el más bajo, en cada período y para las principales variables macroeconómicas la caída ha sido mayor ahora: el PIB ha caído en torno a siete puntos porcentuales por tres entonces; las cuentas públicas se han deteriorado casi trece puntos porcentuales frente a cuatro; la destrucción de empleo ha sido más del doble ahora de lo que fue entonces y solo el descenso en la inflación puede considerarse similar en ambos casos. Por tanto, la intensidad de la crisis actual supera con mucho a la anterior.

También se puede comparar la rapidez con la que se presenta la crisis, analizando la pendiente de la curva que une el mejor y el peor trimestre en cuanto a crecimiento económico. También ahora ha sido más rápida la caída y sus efectos han sido mayores. Sin embargo, en términos absolutos, los cambios producidos en nuestro país asociados a la larga etapa de crecimiento nos han dejado mejor preparados para hacer frente a las negativas consecuencias de una crisis tan rápida como intensa. La riqueza del país es mucho mayor

ahora que hace quince años; a pesar de la mayor destrucción de empleo en la actualidad, tenemos seis millones y medio de ocupados más ahora que entonces porque la población activa se ha incrementado mucho; la inflación hace tiempo que ha dejado de ser un problema hasta el punto de que durante muchos meses ha tenido resultados negativos, lo que ha hecho hablar a algunos de un riesgo de deflación y, sobre todo, las cuentas públicas, incluido los niveles de deuda, son mucho más sostenibles ahora que lo que eran entonces porque cuando estalla la crisis tenemos superávit presupuestario por tercer año consecutivo y unos niveles de endeudamiento público muy bajos en comparación con otros países y con otros momentos de nuestra historia reciente, incluyendo la anterior crisis objeto de comparación. Sin embargo, hemos vuelto a vivir ahora dos crisis superpuestas: la misma que todos los demás como consecuencia de los graves problemas en el sistema financiero internacional y la nuestra propia, que se traduce en que todos nuestros indicadores traducen en España los problemas con mayor intensidad que en el resto de países. Así, tanto la caída de la actividad, como el crecimiento del paro o el deterioro de las cuentas públicas es mucho mayor en España que en la media de países de nuestro entorno y circunstancias. Se trata, otra vez, de la tradicional crisis diferencial española.

Quedará para el debate qué hubiera ocurrido con nuestro ciclo económico propio, muy concentrado en la construcción y con síntomas evidentes de agotamiento, de no haberse producido la crisis de las hipotecas subprimes estadounidenses. Pero lo cierto es que la superposición de ambas evidenció las debilidades del modelo de crecimiento seguido y una cierta irresponsabilidad colectiva por no haber sido capaces de atajarlas a tiempo.

Si utilizamos el mercado laboral como indicador de la crisis, tres cosas destacan: todo empezó por una caída intensa en la construcción de viviendas (la mitad de la destrucción de empleo) pero se extendió a todos los sectores de actividad de manera generalizada. El proceso fue muy rápido, en apenas seis meses se

concentró la inmensa mayoría de la destrucción de empleo y los primeros en caer fueron aquellos trabajadores con contrato temporal, hasta representar un 70% del total.

Dicho de otra manera, hemos vivido una crisis general de la economía que ha afectado a todos los sectores aunque no a todos por igual. Con indiferencia de que tardara más o menos meses en llegar y ser reconocida, la respuesta ha sido inmediata y de gran contundencia por parte de las empresas (cerrando y/o despidiendo) utilizando la gran flexibilidad que representa tener a un tercio de la plantilla con contratos precarios. Si a esto unimos el dato de que entre los despidos con contratos indefinidos casi el 80% han sido considerados por los jueces como improcedentes o pactados como tales por las partes, la conclusión es clara: en España existe ya el despido libre, sin causa justificada, que además es muy barato para un tercio de la plantilla y solo muy caro para el resto.

Por el lado de la demanda, los problemas secuenciales fueron así: las entidades financieras pusieron sus barbas a remojar en cuanto vieron las de sus vecinos cortar en forma de quiebras y nacionalizaciones. Además, como hemos visto, el recurso a los mercados financieros internacionales era absolutamente necesario para conseguir satisfacer toda la demanda de crédito proveniente de la economía nacional.

Aunque también este punto fue objeto de una absurda polémica entre representantes empresariales y la organización que agrupa los intereses corporativos de la banca española, es evidente que hubo un brusco frenazo en las concesiones de crédito por parte de las entidades. Y que fue motivado por su elevada exposición al riesgo crediticio internacional, que se cortaba bruscamente, unido a sus propios temores sobre cómo pudiera repercutir todo ello en sus posiciones de liquidez y solvencia conforme los efectos de la crisis, como piezas del dominó, fueran produciéndose en España.

La sequía crediticia fue un hecho. El crédito al sector privado de la economía pasó de estar creciendo a tasas anuales del 27% en 2005 y del 25,5% en 2006, a caer diez puntos porcentuales en un

año, solo un 16,7% en 2007, y acabar con un escaso 6,23% de incremento en 2008. Dicha restricción del crédito no solo afectó de manera directa e inmediata al sector donde más riesgos se concentraban, el promotor-constructor-comprador de viviendas residenciales, sino que alteró todo el andamiaje del crecimiento económico basado, como hemos visto, en una inmensa pirámide de endeudamiento privado.

A partir de ahí, con los primeros anuncios de quiebras empresariales, despidos en la construcción, caída de la bolsa y corte brusco a las refinanciaciones de pólizas crediticias, incluso en empresas buenas y bien gestionadas, el fantasma del crac económico empezó a tomar cuerpo en nuestra sociedad.

Así, la crisis en España fue el reverso del crecimiento anterior, cuando todo lo que jugó a favor en la fase alcista del ciclo, se volvió ahora en contra estimulado por una pasividad excesiva a la hora de hacer frente y corregir de forma paulatina los problemas asociados a un crecimiento con los pies de barro. Dicho de otra manera, de haber hecho los deberes durante la época de bonanza, la crisis nos hubiera golpeado con mucha menor intensidad y dureza.

Aunque con un arranque tardío y contradictorio, el Gobierno empezó a ponerse las pilas en la adopción de medidas que sirvieran para hacer frente a la situación. Y lo hizo con dos ideas claras: no separarse de las acciones acordadas a escala internacional en las reuniones del G-20 a las que, por primera vez, asistíamos y adoptar medidas que reforzaran el discurso político interno de que iba a ser la primera crisis económica que se afrontaba sin recortes en los derechos sociales.

En la práctica esto significó, en la primera etapa: trasladar a España las medidas internacionales urgentes dirigidas a evitar el colapso del sector financiero suministrando liquidez, garantizando los depósitos y avalando las emisiones de deuda bancaria a la vez que se dejaba actuar libremente a los estabilizadores automáticos

del presupuesto (caída de ingresos públicos e incremento del gasto como consecuencia de la menor actividad y el mayor paro) sin importar las consecuencias sobre el déficit público.

En la segunda etapa, las medidas se complementaron con la habilitación de líneas especiales de crédito a través del ICO, intentando reanimar un mercado paralizado como el de préstamos a empresas y familias; la prórroga del cobro del subsidio de desempleo en determinadas condiciones y el llamado Plan E que articulaba medidas de reactivación de la demanda agregada a través del Fondo Estatal de Inversión Local y el Fondo para el estímulo de la economía y el empleo.

Todo ello junto nos ha colocado a la cabeza de la zona euro como país que más dinero público ha destinado en 2009 a hacer frente a la crisis, con una cantidad equivalente al 2,3% del PIB. También nuestra crisis ha sido de las más graves. Aunque resulta difícil estimar el impacto real de todo este conjunto de medidas sobre la actividad económica, parece obvio que sin ellas las cosas hubieran ido a peor, sobre todo en términos de confianza y de empleo. Pero, igual que ha ocurrido en otros países, también en España la discusión se ha centrado en si las medidas adoptadas iban en la dirección adecuada o no. Dicho de otra manera, se ha vuelto a cuestionar si tirar de la chequera presupuestaria era o no la mejor forma de hacer frente a esta crisis.

Mi posición es muy clara: aunque cada crisis es distinta de la anterior, todas cursan con los mismos o parecidos efectos (pérdida de riqueza, de empleo y de confianza) y deben abordarse por etapas, empezando por afrontar el problema principal de la incertidumbre paralizante. Lo hemos visto ya. En crisis tan profundas como esta, el desconcierto ante el porvenir lleva a paralizar las decisiones de consumo e inversión de los particulares. Rebajar impuestos de forma masiva como instrumento para reactivar la economía es, a corto plazo, tirar el dinero por ineficaz en esas circunstancias. De ahí solo se empieza a salir mediante el

recurso al gasto público, que sobre la base de su diferente lógica de funcionamiento puede seguir incrementándose siendo, de hecho, el único elemento activo de la economía.

Frenar la caída del sistema financiero y apuntalar la actividad económica desde el gasto y la inversión pública, cayendo en déficit de manera inevitable, son la línea correcta de actuación a corto plazo para hacer frente a este tipo de crisis. Así lo han hecho todos los gobiernos y así lo han avalado todos los organismos internacionales que, incluso, señalan que no debemos tener prisas en retirar esos estímulos hasta que la recuperación económica esté claramente consolidada. Eso no es contradictorio con algunas acciones impositivas concretas dirigidas a mejorar la liquidez de las empresas (devoluciones del IVA) o la capacidad de compra de las rentas más bajas (mantener la deducción de los 400 euros en el IRPF).

De hecho, la principal crítica que se puede hacer a la actuación de la política económica durante la crisis tiene más que ver con las proporciones y las cantidades que con la orientación de las mismas. Cada vez más los problemas de políticas públicas tienen que ver no tanto con el sentido de las medidas aprobadas, sino con las cantidades en que se aplican y el tiempo de duración de las mismas.

Podríamos poner ejemplos de tratamientos médicos (los antibióticos solo tienen efectos positivos plenos si se toman en las dosis indicadas) u otros extraídos de la lucha contra el cambio climático (reducciones mínimas de emisiones son imprescindibles para obtener el resultado, en grados centígrados, deseado). Pero la idea es muy simple: entre el hacer y el hacer que se hace puede que no haya mucha diferencia en términos políticos. Pero en la realidad la diferencia es crucial. Tanta como la que hay entre que algo funcione y sea útil, o no. Y algunas de las medidas más decisivas, como las líneas de créditos del ICO, no han tenido el impacto necesario aunque se pueda decir, cifras en mano, el esfuerzo realizado. Será mucho, pero no ha sido suficiente en un asunto que no admite soluciones a medias.

Esta nueva forma que adquieren las políticas públicas en los sistemas económicos actuales está muy relacionada con el hecho de que llevamos ya muchas décadas de presencia activa del sector público en el devenir de la economía de los países desarrollados como el nuestro. Ello significa que se ha generado una especie de resistencias, en forma de escepticismo e ineficacias, que hacen que cada vez más para obtener el mismo efecto se necesiten dosis proporcionalmente mayores, como, de nuevo, los antibióticos ante la resistencia de las bacterias. O cambiar de medidas y avanzar en aquellas reformas estructurales que todo el mundo considera necesario hacer y que llevan demasiado tiempo paradas en España. Volveré sobre ello.

Toda esta reflexión queda reflejada en las encuestas del CIS, cuando muestran que la crisis, y su gestión, ha agravado la desconfianza de los ciudadanos españoles respecto al Gobierno y, también, respecto a la oposición, aquejada de otros asuntos propios. Y adquiere gran relevancia de cara a la recuperación de la economía, en la medida en que el factor expectativas es fundamental en la misma. Por eso, lo importante no es que desde las instancias oficiales se intente transmitir optimismo sobre la situación sino confianza respecto al futuro. Y ahí también andamos con déficits elevados.

4. Los cinco errores cometidos

Podemos decir, visto desde la perspectiva actual, que se han cometido cinco errores relacionados con la crisis. El primer error que cometimos como país fue no cambiar a tiempo el modelo de desarrollo anterior basado en fundamentos insostenibles. Casi todo el mundo sabía y muchos decían que no podíamos seguir creciendo sobre la base de un sector, la construcción, y de un instrumento, el endeudamiento. El PSOE ganó las elecciones de 2004 con un programa electoral que anunciaba la necesidad de emprender

acciones y políticas que ayudaran a cambiar el modelo de crecimiento. Algunas cosas se hicieron, fomentando la Investigación y el Desarrollo desde los Presupuestos del Estado y... poco más que declaraciones genéricas en contra del «ladrillo» y su cultura especulativa, que sirvieron más para perjudicar la imagen de uno de los sectores claves de nuestra economía que para adoptar medidas y políticas eficaces para revertir la situación.

Tampoco desde la iniciativa privada ni desde las entidades financieras se hizo nada para evitar crecimientos desmesurados basados en créditos que financiaban una construcción residencial empujada por ambiciosos planes de recalificación impulsados desde municipios y comunidades autónomas con el convencimiento de quien ha descubierto el secreto del crecimiento perpetuo. La experiencia ha demostrado que no se puede desinflar una burbuja, hasta que se pincha de forma abrupta. La autocomplacencia sustituyó al rigor en el análisis y nos hizo ser poco previsores.

El segundo error cometido fue pensar que nuestro sistema financiero estaba inmunizado frente a la crisis internacional desencadenada por las hipotecas subprime estadounidenses. Es verdad que el sistema de provisiones extraordinarias frente a imprevistos puesto en marcha por el Banco de España unos años antes, con gran protesta de los bancos, así como las características rigurosas de nuestra supervisión financiera alejaban la situación de bancos y cajas de ahorros españoles de las cosas que estábamos viendo en otros países. Sin embargo, teníamos tres características que incrementaban nuestra vulnerabilidad a lo que ocurría fuera:

- Primera, la necesidad de tomar prestado del exterior por un valor cercano al 10% del PIB que era el tamaño de nuestro déficit de balanza de pagos. Hemos visto que nuestros problemas de competitividad, unidos a un crecimiento por encima de nuestras posibilidades, nos obligaban a pedir dinero prestado en esos mercados financieros mundiales que acababan de colapsarse. La ruptura brusca de los canales de crédito internacional

trasladó la crisis financiera a nuestro territorio en forma de problemas serios de liquidez por parte del sistema financiero que tenía que hacer frente a vencimientos a corto plazo utilizados para financiar préstamos a largo, sin posibilidades de renegociarlos ante los problemas generalizados de liquidez en todo el mundo. Nuestro sistema financiero cortó en seco los créditos concedidos en el interior a empresas y familias, exigiendo la devolución de aquellos que vencían para así hacer frente a sus obligaciones internacionales. Sin nuevo crédito exterior y con problemas de liquidez en el interior, la crisis financiera internacional penetró con toda su fuerza en nuestro país.

- Segunda, nosotros también teníamos nuestros propios activos tóxicos en forma de una concentración excesiva del riesgo en la vivienda, cuyo valor se vio también afectado a la baja por el cambio de expectativas derivado de lo que estaba aconteciendo en el mundo. Si bien no teníamos hipotecas subprime en sentido técnico, si que teníamos muchas hipotecas concedidas a promotores y otras muchas a familias cuyos compromisos de devolución estaban muy vinculados a dos condiciones: que los tipos de interés no subieran y, sobre todo, no perder los ingresos derivados del trabajo de todos sus miembros. Bastó una subida del paro y un cambio en las expectativas de ventas de viviendas, como efectos derivados de la crisis, para que los bancos y cajas españoles se encontraran con problemas serios de morosidad y riesgo.
- Tercera, todo nuestro crecimiento anterior dependía mucho del endeudamiento, haciéndonos muy vulnerables a cualquier problema que surgiera en ese ámbito de la economía. La quiebra de bancos, su nacionalización y la interrupción del circuito de crédito internacional no podía dejar de afectarnos de manera directa.

En suma, nuestro sistema financiero ha resistido mejor que el de otros países, pero a costa de un ajuste suave en cuanto a reconocimiento de pérdidas y reestructuración que estamos pagando todos y lastra las posibilidades de recuperación.

El tercer error es imputable al Gobierno en exclusiva: negarse a reconocer a tiempo la crisis económica. Los meses en que estuvimos debatiendo si había crisis o desaceleración y si esta sería profunda o pasajera fueron tiempo perdido en armarnos frente a la misma. Lo absurdo de una actitud que tachaba de antipatriotas a quienes pensaran y dijeran que se avecinaba una crisis y hacía actuar a algunos responsables públicos como si negarse a decir la palabra «crisis» fuera a ser suficiente para alejar el peligro de que viniera, nos hizo perder un tiempo precioso para articular una respuesta adecuada a los problemas que venían. Y, sobre todo, deterioraron el vínculo de confianza entre los ciudadanos y sus autoridades políticas.

No creo que se tratara ni de un intento de engañar a nadie, ya que la evidencia se acabaría imponiendo de manera irrevocable, ni tampoco de una equivocación por parte de los expertos gubernamentales. Fue una operación consciente para evitar convertir la crisis en el eje central y exclusivo del escenario político español, con los temores sobre la repercusión electoral de tal situación. Empujado, sin duda, por la idea de que estábamos ante un fenómeno transitorio, el Gobierno se obsesionó en transmitir optimismo ante unos datos negativos, sin darse cuenta de que con ello corría el riesgo de perder la credibilidad y la confianza que se espera de todo Gobierno en épocas difíciles como esta.

Abona esta interpretación el hecho de que ante la mayor crisis económica de nuestra democracia, es la primera vez que en el lenguaje político de gestión de la misma no se ha hecho referencia ni a ser más pobres, ni a apretarse el cinturón, ni a la necesidad de hacer sacrificios y repartir esfuerzos. Casi todo el lenguaje simbólico que solía acompañar a toda situación anterior similar, ha

desaparecido en esta ocasión intentado transmitir una aparente despreocupación que aspiraba a quitar gravedad y trascendencia al momento.

De lo paradójico de la situación da cuenta el hecho de que el Gobierno aprobara mientras tanto y presentara al Parlamento hasta cuarenta medidas de lucha contra una crisis que, de manera oficial, no reconocía. Algunas, la verdad, tenían poco o nada que ver con la coyuntura, ya que se trataba de medidas intemporales cuyo seguimiento nadie ha hecho. Otras, en cambio, eran medidas de gran impacto en la lucha contra la crisis, como el Plan de Inversión Municipal que, más allá de las comunidades autónomas, impulsó obras públicas por todo el territorio español en la mejor tradición keynesiana.

Aunque a corto plazo, como hemos visto, el Gobierno acabó adoptando las mismas medidas de política económica que el resto de países del G-20, el cuarto error fue no aplicar, además, medidas adicionales que nos ayudaran a recuperar la competitividad perdida. Tradicionalmente, ante cada una de las crisis sufridas por nuestro país hemos reaccionado con una devaluación de la moneda como instrumento fundamental para ajustar nuestra realidad económica a la pérdida de riqueza experimentada. Ahora era la primera vez que no podíamos recurrir a tal medida, siendo necesario buscar un conjunto de medidas alternativas con efectos de ajuste similares. Hasta el momento, no se ha hecho, complicándose con ello la salida de la crisis en condiciones ventajosas para el país.

Entrados en la crisis, perderemos posiciones en la clasificación mundial de riqueza y competitividad si no adoptamos medidas que sustituyan los efectos de la devaluación perdida.

El intento de quitarle gravedad a la situación ha justificado el quinto error: no convocar un gran acuerdo nacional entre partidos parlamentarios, administraciones públicas e interlocutores sociales para diseñar un paquete coherente y articulado de medidas que permitieran hacer frente a la crisis y recuperar competitividad de manera eficaz y equitativa. Todavía me sorprende que se haya

convocado a las comunidades autónomas para hacer frente de manera coordinada a la gripe A o para aprobar el nuevo modelo de financiación, mientras que se tardó año y medio en convocar la Conferencia de Presidentes para intentar poner en común una estrategia coordinada de lucha contra la crisis. Quizá ello explique el fracaso relativo de la misma además del hecho de que en ese tipo de reuniones sigue predominando la posición de partido político frente a la institucional, mostrando con ello la falta de madurez que todavía arrastra el funcionamiento de nuestro Estado autonómico.

5. Perfil de la recuperación: ¿en L o en W?

Cualquiera que se aproxime a la prensa internacional comprobará que la posibilidad de que vivamos una recuperación en forma de W, es decir, con una recaída tras un breve período al alza, es omnipresente, junto al temor a una larga L o período de crecimiento lánguido, insuficiente para absorber las elevadas tasas de paro que ha dejado el vendaval financiero. Nadie dice que tenga que pasar, pero tampoco nadie se atreve a descartarlo con rotundidad.

Como ya ocurrió con el absurdo debate sobre si estábamos o no en crisis, hay quien parece apuntarse a una versión del atomismo lógico del primer Wittgenstein, reconociendo no solo que las palabras son la imagen reflejada de las cosas, sino que, también a la inversa, una cosa solo existe si hay una palabra que la designe. Por tanto, si prohibimos el uso de los nombres «crisis» o «recaída», estas cosas dejarán de existir en el mundo real o, al menos, en el mundo de la política oficial.

Eppure, si muove. Algunas cosas existen con independencia de que queramos nombrarlas e incluso de que conozcamos su existencia. Miles de personas morían por infecciones bacterianas, aun antes de saber que había bacterias. De igual manera, el riesgo de recaída no se puede descartar, solo con no mencionarlo.

De hecho, conforme se van conociendo elementos de nuestro puzle económico nacional, se acrecientan los temores sobre el «cuándo» de nuestra recuperación económica, el «cómo» y, sobre todo, su «consistencia». Todo el mundo acepta ya que lo peor ha pasado. Que los próximos trimestres, aun siendo todavía pésimos, serán menos malos que los ya transcurridos, porque parten de niveles muy bajos de actividad y empleo. Casi todo el mundo reconoce que la recuperación en España, entendida como volver a tasas de crecimiento superiores a cero, llegará más tarde que a los países centrales del sistema. Y el debate hoy es si nos quedaremos varados en tasas bajas de actividad durante mucho tiempo o si viviremos una corta recuperación más significativa, seguida de una recaída. Y no estoy hablando de optimismo o pesimismo, ni de posicionarse a favor o en contra del gobierno, ni mucho menos de una apuesta azarosa como la lotería. Existen elementos que avalan esas posibilidades poco atractivas, más allá de nuestros problemas con la precariedad laboral (paro+temporalidad) y su impacto negativo en el consumo, sobre todo, sin crédito financiero abundante.

La alerta de las agencias de rating sobre el deterioro adicional en las cuentas de nuestro sistema financiero como consecuencia del excesivo peso de ciertos activos en sus balances, es uno de ellos. Podemos hablar del «complejo inmobiliario financiero» como aquel que representa el entramado de intereses cruzados entre nuestros bancos y cajas de ahorros y el mercado inmobiliario al que tanto dinero han prestado en todas sus fórmulas. Ello explica el lastre que las minusvalías inmobiliarias latentes todavía van a tener sobre nuestro mercado crediticio durante el año 2010. Porque de eso se trata.

Mientras el resto del mundo ha procedido a un ajuste tan rápido como traumático de precios en los activos tóxicos, con el consiguiente impacto sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras con sus planes de salvamento público y recapitalización, como España era diferente, no hemos hecho ni lo

uno, ni lo otro. Aquí se ha optado por una absorción lenta del problema y esta estrategia tendrá como consecuencia previsible que cuando los demás hayan superado sus problemas de solvencia y retomen una actividad crediticia plena en sus economías, nuestro sistema financiero estará inmerso, todavía, en un momento delicado del ajuste que le obligará a mantener restringido el crédito a familias y empresas.

Otro elemento está en la comunicación de la Comisión Europea que juzga la sostenibilidad futura de nuestras cuentas públicas como de alto riesgo y aconseja una rápida reforma en el sistema de pensiones (Pacto de Toledo), en el gasto sanitario (Pacto sanitario) y en los ingresos (reforma fiscal y lucha contra el fraude).

Más ejemplos de nuestras debilidades tienen que ver con múltiples pronunciamientos nacionales e internacionales a favor de abordar una reforma del mercado laboral (sin pérdida de derechos), una revisión profunda de nuestras cargas administrativas o una apuesta decidida por la economía sostenible y la lucha contra el cambio climático.

Con todas estas tareas pendientes y peligros flotando en el ambiente, no se puede asegurar una lenta recuperación de nuestra economía, ni una recaída. Pero, siendo serios, tampoco se puede descartar, por lo que el gobierno debería incorporarla a su discurso.

El futuro no está escrito y dependerá de lo que hagamos, o no hagamos, ahora. Ahí radica el mensaje positivo sobre la situación: podemos mejorar nuestras expectativas. Para ello, hay que partir de un diagnóstico correcto de la situación, incluyendo las dudas sobre la calidad de nuestra recuperación si no hacemos algo más que lo conocido hasta ahora. Algo que deberemos ver en el debate económico para que este ayude a mejorar nuestras posibilidades futuras a partir de la puesta en marcha de un programa de reformas. De lo contrario, sería la primera vez en nuestra historia democrática que acumularemos una década sin cambios profundos en nuestras

estructuras socioeconómicas, más allá de las burbujas especulativas con las que, al igual que si fueran bayonetas, se puede hacer muchas cosas, menos sentarse sobre ellas.

Parece que nuestras autoridades están abordando el asunto de los brotes verdes que, como el ángel renacentista, anuncian la deseada recuperación económica con mayor prudencia que cuando hace dos años se debatía la existencia o no de la crisis. Y no es para menos. Con independencia de lo que haga la bolsa, que parece ir cada vez más a su bola demostrando que sigue habiendo mucha gente con liquidez, y de la evolución de algunos indicadores parcialmente representativos, somos herederos de varios trimestres en la mayor y más larga recesión de nuestra historia. Mientras tanto, el desempeño de los otros países del euro e incluso de la OCDE está siendo mucho mejor que el nuestro ante problemas similares.

Y es que la superación de las dificultades económicas de un país, así como la creación de empleo, no depende tanto del estado anímico de sus responsables públicos, sea este pesimista u optimista, como de las expectativas de los agentes económicos, que tienen siempre un fundamento racional. Es sobre la base de ello, de hechos y de datos, como ha empezado a asentarse la idea, promovida desde el FMI y la Reserva Federal, de que la crisis internacional ha tocado fondo. De la mano de China y de los cuantiosos programas de gasto público aprobados por los gobiernos de todos los signos políticos, empieza a ser creíble que la salida de la recesión está ya aquí en la mayoría de países centrales y los principales debates empiezan a girar ya entorno a la idea de si dicha salida será rápida (en V), lenta (en L) u oscilante (en W).

La crisis no ha dejado a ningún país inmune y ha destruido mucha riqueza que tardará tiempo en recuperarse. Pero, además, la salida de la misma se producirá con grandes desigualdades entre unos países que saldrán antes y otros que lo harán más tarde. Entre estos últimos, según todas las expectativas racionales, se encuentra España, donde es sensato pensar que lo peor ha pasado, que la

recesión aminora su ritmo como si tuviera paracaídas, pero que seguimos teniendo problemas básicos que frenan una salida más rápida de la crisis que la que estamos teniendo.

¿Por dónde puede venir la recuperación de nuestra economía? En primer lugar, por el arrastre de los otros vía exportaciones y turismo, aunque para ello será fundamental no empeorar nuestra posición competitiva exterior.

El consumo de las familias, por su parte, que representa más de la mitad del PIB, se ha desplomado y no es previsible una pronta recuperación con fuerza suficiente como para despertar la producción. Tres son los principales elementos que influyen sobre el mismo: el desempleo, que al alcanzar en breve tasas récord se consolida el elemento precaución entre las familias en forma de más ahorro y menos consumo; el crédito, que ha estado detrás de la generación de demanda en la pasada burbuja y cuyo grifo sigue bastante cerrado sin previsión de grandes cambios a corto plazo; y la renta disponible, que depende de los salarios y de las políticas públicas. Pase lo que pase en la negociación colectiva, dada la evolución del mercado laboral y de los precios, no estamos viendo alegrías salariales ni es previsible que las veamos a corto plazo. Por la información disponible, las políticas públicas incidirán de manera contradictoria: la ayuda a los parados que han agotado el subsidio (más allá de la polémica absurda sobre la fecha de entrada en vigor) mejorará la renta de unas familias, pero la supresión de los 400 euros, o la subida de impuestos, empeorará la de otras. Permítanme dos divagaciones sobre esto. Primera, quienes hemos criticado la medida de los 400 euros no podemos criticar su supresión, si se produce, aunque sí constatar su efecto sobre el consumo. Segunda, ya que el Gobierno parece estar haciendo una reflexión sobre el sistema fiscal en busca de fórmulas que permitan gravar más a las rentas altas no procedentes del trabajo, me permito señalar que de eso precisamente iba el suprimido impuesto sobre el patrimonio, aunque necesitase alguna reforma.

Tampoco de la inversión privada podemos esperar grandes alegrías en el corto plazo. El batacazo de la construcción se ha extendido ya al conjunto de la industria y dadas las expectativas del consumo y, de nuevo, el cierre de los mercados de crédito, seguirá bajo mínimos durante varios meses. Luego, hay que empezar a trabajar con la idea de que el crecimiento de la demanda de vivienda no se producirá con la misma intensidad que durante la burbuja, por lo que el sector deberá redimensionarse en tamaño y reestructurarse en funciones, orientando éstas más hacia la rehabilitación sostenible, el alquiler y un desarrollo de la construcción nueva que sea compatible con nuevas exigencias de respeto con el medio ambiente y mejora en la eficiencia energética.

Nos queda, pues, la demanda y la inversión pública, lastradas por un volumen creciente de déficit y deuda pública derivados, en parte, del fuerte impulso presupuestario anticrisis. En todo caso, aunque sería un error suspender las ayudas públicas a la actividad económica mediante una drástica reducción del gasto, sí que veremos una necesaria contención del déficit discrecional, para que el previsible incremento del coyuntural, no vinculado a la mejora de la situación económica, no empuje el total más allá del casi 10% del PIB con que acabamos el año. Por tanto, en el mejor de los casos, el impulso presupuestario a la actividad no podrá ir más allá, con un efecto limitado sobre la reactivación adicional de la economía.

La situación española se podría resumir, por tanto, de la siguiente manera: hemos tocado fondo, pero nos hemos quedado con pocas herramientas de política económica para empujar hacia arriba con fuerza, en un momento en que la mejora experimentada por otros países de nuestro entorno colocará, de nuevo, la diferencia española en el frontispicio del debate político nacional, junto a la necesidad urgente de abordar reformas en profundidad que no tengan por qué pasar por el Presupuesto. Frente a eso, el discurso de cambio de modelo de crecimiento es un bien necesario, por más que su entrada en vigor efectiva se retrase tanto que puede ocurrir que venga a resolver un problema cuando ya no lo haya.

Estamos, de alguna forma, repitiendo con la salida de la crisis el mismo debate que tuvimos a la entrada, pero al revés. El Gobierno, ahora, interpretando los primeros datos positivos como el inicio triunfal de la recuperación, y la oposición, aunque el PIB empiece a crecer, echándole en cara las cifras del paro como prueba de nuestro retraso en la salida.

El ministro de Trabajo dijo en su momento que de esta crisis habremos salido no cuando los bancos que nos metieron en ella vuelvan a ganar dinero, sino cuando los trabajadores en paro hayan recuperado su empleo. Bien. Es un criterio que también ha mantenido el Presidente del Gobierno en varias intervenciones públicas, y que es sensato.

Una de las tareas importantes de los gobiernos, sobre todo en momentos de crisis, es generar confianza sobre la base de la certidumbre de sus actuaciones y declaraciones. Cambiar de posición según sopla el viento contribuye a generar perplejidad, desconfianza y a perjudicar el desempeño económico. Por eso conviene aclarar desde ya cuándo consideraremos superada esta crisis para evitar, como digo, el debate absurdo con que la iniciamos.

En términos técnicos, la recuperación empieza al tener dos trimestres consecutivos de crecimiento, respecto a los trimestres anteriores, por encima de cero. Puede haber, por tanto, crecimientos positivos de un trimestre respecto al anterior aunque puedan seguir siendo negativos en relación con el mismo trimestre del año anterior. Como la comparación es con períodos que tuvieron ya un resultado muy negativo, podemos encontrarnos ante una recuperación estadística. Es decir, comparado con lo peor, lo malo sale positivo, pero sigue siendo malo.

También podemos tener tasas de crecimiento entre cero y uno por ejemplo, por lo se podrá decir que hemos salido de la crisis, pero que sean insuficientes para absorber el desempleo acumulado. Con el criterio expresado por el ministro, no podremos considerar que estaremos saliendo hasta que veamos tasas de crecimiento

creadoras de empleo neto, es decir, en ausencia de reformas estructurales, tasas superiores al 2,5% anual. En el pasado, absorber tasas elevadas de paro como la actual, nos ha llevado una década.

Quiero recordar que en las previsiones gubernamentales que acompañaron a los Presupuestos, se preveía un 2010 todavía en recesión (crecimiento anual negativo), aunque, a lo mejor, con tasas ya positivas de crecimiento en el último semestre. Y aportando la experiencia personal de mucho contacto con muchos empresarios de muchos sectores y comunidades, se detecta un pulso empresarial débil. Aquellos que han conseguido llegar hasta aquí con serias dificultades, han agotado todos sus márgenes de maniobra y de resistencia. Y si nos enfrentamos a un tiempo adicional de sequía crediticia y de contención de la demanda, aunque se recuperen algo las exportaciones, muchas empresas tendrán serias dificultades para acabar el año sin ajustes de plantilla.

Eso es lo que me hace pensar, precios del petróleo y tipos de interés al margen, que no podemos descartar una recaída y me hace defender, por tanto, que debemos acelerar la reconversión bancaria para volver a centrar al sector en su función crediticia y, por el contrario, no tener prisas en retirar las ayudas públicas a la economía acompañándolas de las reformas estructurales que todo el mundo coincide en que son necesarias y que cada vez cuesta más entender por qué se están dilatando tanto en el tiempo. En todo caso, y con las luces largas que nos permiten ver a medio plazo, es oportuno reflexionar, también, sobre con qué economía nos encontraremos cuando salgamos de la crisis. Que no volveremos al punto de partida, como si despertáramos de un mal sueño, parece razonable y conveniente. Pero ¿dónde estaremos? ¿Quién creará el empleo necesario para ocupar a los parados, más las nuevas incorporaciones que se produzcan en el mercado laboral? ¿Qué tipo de empleos serán necesarios y con qué formación? ¿Los tendremos? ¿Cómo lo conseguiremos?

Espero que la apuesta del Gobierno por un cambio de modelo de crecimiento, impulsando aquellos vectores transversales de competitividad que permitan generalizar los principios de una economía sostenible, vaya tan en serio como sus declaraciones al respecto y que no se obsesione tanto con sectores, sino con técnicas productivas. Lo veremos con la evolución y desarrollo posterior de la Ley de Economía Sostenible. Pero esa norma deberá ir acompañada de otros instrumentos, porque no es lo mismo intentar cambiar el patrón de crecimiento cuando se está creciendo, que intentar modificarlo con casi cuatro millones de parados.

En esta circunstancia, sin talismanes mágicos, es más necesaria que nunca la complicidad social y empresarial, de las otras administraciones implicadas, financiación adicional efectiva (no solo sobre el papel) y reformas en el mercado laboral, así como en los servicios públicos de empleo.

Entramos en la crisis siendo la octava potencia económica del mundo. Nos hemos empobrecido durante la misma. ¿En qué lugar estaremos cuando salgamos? ¿Con qué nivel de cohesión social? ¿Cómo se está repartiendo la pérdida de riqueza? Esas son las preguntas fundamentales. El cómo salimos, al mismo nivel que el cuándo.

El futuro será lo que queramos que sea, pero dentro de los márgenes abiertos por las decisiones, o su ausencia, que hayamos ido tomando. Para que no choquemos, de repente, con una salida de la crisis que no nos guste, tenemos que adoptar medidas que, en muchos casos, deberían haber sido tomadas hace tiempo.

6. A vueltas con la deuda, ahora pública

Resulta curioso que tras una recesión en la que nos hemos visto abocados por un exceso de endeudamiento privado ahora empecemos a obsesionarnos por la deuda pública en la que hemos incurrido, en gran parte, por culpa de esa crisis. Podríamos decir

que como consecuencia de la política económica puesta en marcha para frenar primero y revertir después los efectos negativos de la recesión, una parte del endeudamiento privado se ha transmutado en deuda pública. Pero lo que parecía tolerable en el comportamiento voluntario privado parece altamente reprochable en la actitud del sector público.

Es verdad que en poco tiempo hemos dado un vuelco espectacular al estado de nuestras cuentas públicas pasando de un superávit a un intenso déficit que crea preocupación, sobre todo, porque nos retrotrae a momentos anteriores de la historia en los que un exceso de endeudamiento público acabó repercutiendo de forma negativa en la actividad privada a través de subida de tipos de interés acompañada de subidas, no menores, en los impuestos. Pero la situación hoy es radicalmente distinta.

En primer lugar porque, en gran medida, el actual déficit de las cuentas públicas no se debe a decisiones discrecionales adoptadas por nuestras autoridades. Algunas ha habido, como los polémicos 400 euros rebajados de manera lineal en la declaración de renta. Pero el grueso procede de los efectos cíclicos de la recesión y de las medidas adoptadas para combatirla. Se estima que dos tercios de la pérdida de ingresos experimentada por los Presupuestos Generales del Estado se ha debido a los estabilizadores automáticos que recogen en forma de menor recaudación los efectos de la crisis sobre la actividad económica: menores empresas y más bajos beneficios empresariales (impuesto de sociedades), despidos (impuesto sobre la renta) y caída en las ventas (IVA, Especiales). Está por estudiarse el impacto de la caída del sector de la construcción en los Presupuestos del Estado. Pero ha debido de ser, también como en los municipios, muy importante en esta etapa. La evolución de los gastos, por su parte, ha estado determinada por la evolución de partidas sociales como el desempleo o los planes de reactivación.

En segundo lugar, porque la situación relativa de nuestra deuda pública es razonablemente tranquilizadora. Porque partíamos de un nivel muy bajo después de años de bonanza en los que todos los gobiernos se han dedicado a amortizar y reducir los títulos de deuda pública. Así, en las previsiones europeas a corto y medio plazo, nos situamos por debajo de la media de los países del euro en porcentaje de deuda pública sobre el PIB con una previsión del 74% frente al 118% de Italia, el 80% de Alemania o el 88% de Francia. Por tanto, mereciendo atención el asunto, es exagerado dedicarle preocupación excesiva.

En tercer lugar, por el contexto en que se produce, muy diferente al de la anterior etapa de crecimiento del endeudamiento público a principios de los años noventa del siglo pasado. Ahora formamos parte del euro, los tipos de interés, aunque puedan experimentar alguna subida, se mantienen lejos de los niveles de entonces y, sobre todo, las causas del endeudamiento tienen ahora una raíz distinta más vinculada al ciclo económico.

Las agencias de rating, la oposición y los organismos internacionales tienen la obligación de seguir la evolución del déficit y de la deuda haciendo llamamientos a su control y reducción paulatina hasta situarlos dentro de los márgenes previstos en el Tratado de Maastricht. Pero debemos darle prioridad absoluta a la recuperación de la economía porque, además de todo, nada llena las arcas del Estado tanto como el crecimiento estable y continuado que revierte los estabilizadores automáticos en forma de mayores ingresos y menores gastos.

Aunque nada de esto es incompatible con la profunda reforma que nuestro sistema presupuestario necesita desde hace años para pasar de una presupuestación cuantitativa e incrementalista a otra por objetivos, evaluable en términos de eficiencia y de base cero. No hacerlo así, es arriesgarnos a acabar, si aprieta la necesidad de reducir la deuda pública, donde siempre: recortes lineales e

indiscriminados del gasto junto a subidas desesperadas de impuestos y tasas. Y eso, además de menos equitativo, es más ineficiente.

7. Más reformas estructurales

Muchas personas preguntan qué más se puede hacer para superar la crisis y reforzar una recuperación vigorosa. Piden que se cuente qué son esas famosas reformas estructurales de las que tanto se habla y tan poco se explica. Intentaré hacerlo ahora, citando, a título de ejemplo, siete de las más urgentes.

A. Reforma sanitaria

Tenemos un sistema nacional de salud pensado para hacer frente a enfermedades agudas y somáticas cuando hoy la mayoría de las necesidades se concentran en enfermos crónicos y mentales en los que se concentra en torno al 70% del gasto sanitario. Y, en muchos casos, se trata de enfermos pluripatológicos, afectados por varias enfermedades crónicas que se deberían tratar mejor en un sistema intermedio entre el sanitario y el social.

Este cambio no es ajeno al envejecimiento de la población, ni a las mejoras en el estado general de salud como consecuencia del incremento en el nivel de vida. Pero pasar del modelo de cuidados sanitarios que tenemos, al que necesitamos, requiere cambiar: los espacios físicos, donde el gran hospital pierde protagonismo en beneficio del tratamiento en casa o en centros sociosanitarios especializados; el papel de una atención primaria más volcada en la detección precoz y en la prevención de las enfermedades; las actuales jerarquías médicas hacia equipos interdisciplinares con más protagonismo de la enfermería y las tareas vinculadas a la ley de la dependencia; un sistema de retribuciones ligado más al

desempeño que a la atención cuantitativa; una nueva relación con la industria farmacéutica dando más protagonismo a la investigación, etc.

Dado que el total del gasto sanitario en España alcanza en torno al 8% del PIB y creciendo, de no hacer nada nos encontraríamos ante la paradójica situación de ver cómo cada vez hace falta más dinero, para prestar un servicio cada vez más insatisfactorio. Y de hacerlo, no solo mejoraríamos el bienestar social general, sino que se abrirían nuevos yacimientos de empleo en un sector intensivo en mano de obra cualificada.

B. Reforma del régimen de pensiones

Todo apunta a que con una perspectiva de veinte años, necesitamos hacer retoques importantes en nuestro sistema de seguridad social para seguir garantizando unas pensiones públicas que se aproximen a las europeas. Nada distinto de lo que ya hicimos en el Pacto de Toledo en los años noventa del pasado siglo, pero actualizado a las nuevas exigencias de nuestra pirámide poblacional y de los deseos crecientes de entrar en una senda de jubilación flexible.

Estamos hablando de una política que significa el 10% del PIB y cuyos ingresos reposan, de manera excesiva, en un impuesto regresivo sobre el empleo. Reforzar la contributividad del sistema, ampliar los espacios de oportunidad para los planes colectivos de empleo y alargar la edad real de jubilación, son piezas de esta revisión. Sin perder de vista la distancia que todavía tenemos entre lo que percibe un pensionista español en euros y lo recibido por la media de la Unión Europea todavía superior.

Pero lo esencial es abrir la financiación del sistema de pensiones a fuentes distintas de las cotizaciones como se hace en Francia o en Dinamarca. Se podría financiar, para todos, hasta el equivalente a la pensión mínima con cargo a un impuesto finalista y definir luego una pensión complementaria que recoja la lógica del

actual sistema contributivo en base a las cotizaciones. Esta reestructuración de las fuentes de financiación, al rebajar de manera sustancial las cotizaciones sociales, permitiría fortalecer la competitividad empresarial además de financiar las pensiones con un esquema más moderno y progresivo que el actual.

C. Reforma del sistema educativo

Entre las cien mejores universidades del mundo no hay ninguna española, nuestra tasa de fracaso escolar supera la media europea por lo que, año tras año, colocamos en el mercado laboral a miles de jóvenes con insuficiente cualificación y todavía estamos lejos de tener un sistema eficiente de formación profesional. Estos son los problemas reales que convierten al sistema educativo español en un problema para el conjunto de la sociedad ya que difícilmente habrá cambio de modelo productivo, avances en investigación y desarrollo o mejoras en la productividad, sin una profunda revisión del contenido y estructuras del sistema educativo, para adecuarlo a las necesidades y posibilidades de una sociedad del siglo XXI.

Frente a estos asuntos, los problemas respecto a la asignatura de religión versus educación para la ciudadanía, el debate sobre la autoridad del profesor en el aula o las horas de clase de un idioma u otros de los oficiales en España me parecen importantes pero un poco menos. Sobre todo, porque poner en marcha una política eficaz de lucha contra el fracaso escolar es algo más amplio en la medida en que detrás de un fracaso escolar suele haber un fracaso familiar que debe atenderse con medidas que vayan más allá de lo académico.

D. Reforma de las Administraciones Públicas

En conjunto, las Administraciones controlan en España en torno al 50% del PIB. Y su eficacia está lejos de ser la óptima incluso en su estructura que sigue conservando una impronta vertical y especializada disfuncional para atender a los problemas actuales con fuerte componente horizontal y pluridisciplinario.

La reforma debe abordarse desde un enfoque global que incluya cuatro vectores simultáneos: primero, reducción de las cargas burocráticas mediante un desarrollo profundo de la Ley de Acceso electrónico a la administración y el programa europeo de supresión de trámites; segundo, mejora en la regulación y en la coordinación entre administraciones para evitar duplicidades; tercero, aplicar de forma masiva planes de evaluación de la eficiencia del gasto público suprimiendo todo aquello que resulte escasamente útil, cuando no directamente inútil; y cuarto, cambios drásticos en el servicio público de justicia para que sea tal. Conseguirlo, exige involucrar a los empleados públicos, mediante un adecuado desarrollo del Estatuto, incluyendo los planes de prejubilaciones asociados a simplificaciones de estructuras administrativas.

E. Impuestos equitativos, gastos eficientes

Los impuestos cristalizan las diferentes ideas sobre la sociedad y la justicia social que existen en nuestra sociedad. Menos mal que también aquí tenemos la Constitución que dice que todos los españoles tienen el derecho y el deber de contribuir a las cargas generales del Estado en función de su capacidad de pago. Es decir, existe la obligación de pagar impuestos, porque son una pieza esencial de la cohesión nacional, y los que más tienen más deben pagar. Es claro que dentro de la Constitución existe amplio margen para practicar distintas políticas tributarias, pero teniendo claro dos

cosas: exigir impuestos obligatorios es esencial en democracia y hacerlo de manera progresiva, además, es acorde con nuestros principios máximos de convivencia.

El impacto de los impuestos sobre la actividad económica, la conducta y las decisiones de los ciudadanos y empresas es objeto de amplia discusión entre los expertos, sin que un consenso basado en evidencias empíricas concluyentes haya sido posible hasta la fecha. Mi impresión, no obstante, es que para que una medida tributaria tenga impacto modificando alguna conducta o decisión tomada, debe ser de gran magnitud y persistencia. Resulta difícil defender que alguien se haya comprado una vivienda, o haya efectuado determinada inversión o contratación, gracias a una deducción o ayuda fiscal. Antes bien, se toma la decisión, y luego intentamos optimizarla aprovechando el catálogo disponible de beneficios tributarios. Así, se abarata el coste de ciertas decisiones, pero difícilmente podremos inducirla. Si esto es así, buena parte del debate fiscal son piruetas académicas (como la curva de Laffer) y la mayor parte de los gastos fiscales que en forma de deducciones y desgravaciones se aplican, no resisten el menor análisis de eficiencia en relación con los principios para los que supuestamente se aprobaron. Ahí hay mucho margen para el ahorro.

Con todo, el debate menos frecuente y más interesante es, sin duda, el de la legitimidad. El Estado extrae recursos a los ciudadanos de manera obligatoria para atender necesidades sociales. En democracia, para poder hacerlo de manera legítima, tiene que atender a tres principios: que todos paguen, que lo hagan en función de sus posibilidades y que se demuestre que esos recursos se gastan con eficiencia en políticas conocidas y eficaces para conseguir los fines previstos y anunciados. Y aquí es donde venimos fallando como país desde hace mucho tiempo.

En primer lugar porque no todos pagan. No me atrevo a cuantificar el volumen actual de fraude fiscal en España, pero no es una cifra menor que, en todo caso, genera una gran injusticia entre unos ciudadanos y otros. En segundo lugar, no todos pagan lo que

debieran. Y, en la mayoría de los casos, de forma legal. Cuando se dice que en España, los ricos no pagan IRPF, no se habla de fraude. Se está refiriendo a una optimización o elusión fiscal permitida por la normativa pero que tiene como efecto que los impuestos directos se hayan convertido cada vez más en impuestos sobre las nóminas, más que sobre la renta. Si a ello unimos que los ingresos ganados con el esfuerzo, con el trabajo, están peor tratados que los provenientes del capital o el patrimonio, se genera una segunda gran injusticia contra aquellos cuya parte principal de la renta anual proviene del trabajo personal.

Por último, el hecho de que no exista en nuestro país una cultura de evaluación del gasto público desde el punto de vista de la eficacia del mismo (a pesar de que se creó la Agencia de Evaluación), permite incrementar, presupuesto tras presupuesto, partidas de gasto público cuantiosas cuya utilidad social es discutida y cuya pertinencia a la hora de resolver los problemas que dicen atender es discutible. Aún hoy resulta imposible saber cuántas personas están cobrando las ayudas de la Ley de la Dependencia y cuántas más tienen derecho a hacerlo, y el próximo debate presupuestario versará sobre «cuánto» se gasta el Estado, pero no si lo gasta bien, cumpliendo objetivos, de manera eficaz. Reducir el fraude, equilibrar la tributación de todas las rentas sea cual sea su origen e incrementar la transparencia y evaluación del gasto público deberán formar parte de la reflexión y las decisiones del Gobierno, si quiere reforzar la legitimidad de nuestro sistema tributario más allá del asunto de subir o bajar impuestos, o todo lo contrario.

F. Reforma del mercado de trabajo

Nuestra economía crea mucho empleo temporal cuando crece y mucho paro cuando decrece, sin apenas otras fórmulas de adaptación flexible al ciclo. Ello depende, en parte, de una estructura económica en la que sectores de temporada como

construcción o turismo tienen un peso superior al de otros países. Pero depende, también, de cuáles sean las reglas de funcionamiento del mercado laboral.

La introducción, en 1984, de los contratos temporales como única fórmula para encontrar algo de flexibilidad laboral en una economía abierta, introdujo una injusta dualización entre los trabajadores que, en gran medida, continúa hoy: una mayoría de trabajadores hiperprotegidos, incluso por reglamentos laborales todavía en vigor desde la época de Franco, a costa de una minoría que alcanza un 30% del total, en precario. Este modelo es ineficaz, injusto e inadecuado para las nuevas necesidades de nuestra economía.

Hace falta una profunda reforma laboral que busque un nuevo equilibrio de fuerzas en torno, al menos, a los cuatro puntos siguientes: reforzamiento de la causalidad en la contratación temporal con planes de lucha contra el fraude; universalización de los nuevos contratos indefinidos acordados en 1997; extensión de las posibilidades del contrato indefinido a tiempo parcial; y compromisos a favor de la conciliación de la vida personal y profesional, incluyendo restricciones a las horas extraordinarias.

No estoy proponiendo una rebaja en el nivel absoluto de protección a los trabajadores, sino un reparto más equitativo de este nivel para evitar que haya un segmento mayoritario hiperprotegido, a costa de un 30% de contratos precarios. Ha llegado la hora de cerrar la brecha abierta en 1984 entre contratos temporales e indefinidos, buscando fórmulas de flexibilidad y adaptación de nuestro mercado laboral a las cambiantes necesidades de la economía más justas, equitativas y eficientes que las existentes hasta la fecha. La economía que viene necesita un mercado laboral integrado y flexible, antes que otro dualizado, rígido e injusto.

Flexibilizar los mecanismos de la negociación colectiva parece el compañero imprescindible de esta reforma encaminada a que los ajustes ante el ciclo no se realicen de manera casi exclusiva vía contrataciones precarias, que se convierten luego en despidos.

G. Estructura federal del Estado

La Constitución, y su desarrollo, establece que el Estado español es único pero está organizado en comunidades autónomas más el gobierno central. Durante estos años, hemos desarrollado los aspectos competenciales y de financiación acordes con esta tarea compartida de organizar el Estado entre varios sujetos políticos y administrativos. Las últimas reformas estatutarias han significado una actualización importante que ayuda a saber mejor qué corresponde hacer a cada uno, qué es lo tuyo y lo mío, así como la manera de financiarlo.

Pero la tarea no finaliza ahí. Si queremos que lo que hemos construido funcione mejor, tenemos que definir ahora, con rigor, qué es lo nuestro y cómo colaboramos para hacer frente a lo de todos o a aquellas cosas que ninguna administración por sí sola es capaz de hacer. Tenemos que definir, ensanchar y fortalecer los espacios de cooperación para asegurar una mejor *gobernanza* conjunta de los asuntos.

Para muchos, eso significa dar el salto a una práctica que en otros países se llama federal, creando o perfeccionando los espacios e instrumentos de cooperación, como la Conferencia de Presidentes o el senado, con su correspondiente cultura política de lealtad constitucional, tanto desde el Gobierno Central hacia las otras partes del Estado como desde las comunidades autónomas hacia el Gobierno Central, que también necesita definir su propio estatuto de autonomía en forma de competencias propias y financiación suficiente para poder llevar a cabo las competencias que la Constitución le encarga.

Cambiar el actual clima de confrontación, por otro de cooperación institucional es la única forma de avanzar mucho y bien en la mayoría de reformas estructurales mencionadas (sanidad, servicios sociosanitarios, educación, justicia, etc.) en las que resulta imprescindible el trabajo conjunto de todas las administraciones.

Estas siete reformas no son las únicas aunque, seguramente, están entre las primeras. Todas tienen tres elementos comunes: hace falta un amplio consenso con las comunidades autónomas porque solo se pueden hacer desde un federalismo cooperativo; necesitan una amplia complicidad con la sociedad civil y el mundo empresarial para que pasen del Boletín Oficial a la realidad; y todas aconsejan un gran consenso entre las fuerzas parlamentarias para dotarlas de estabilidad en el tiempo. Nada distinto de lo que, como país, ya hemos hecho otras veces en el pasado reciente y ahora se está intentando en, al menos, la mitad de ellas.

Pero la diferencia entre hacerlas ya o retrasarlas es fundamental en los tiempos que corren. Para acelerar la salida de la crisis, para lanzar un mensaje potente de credibilidad como país a esos mercados financieros internacionales que necesitamos como financiadores de la deuda, para reforzar nuestra confianza en nosotros mismos y en nuestras capacidades, para mejorar el bienestar colectivo.

8. Cambio de modelo hacia una economía sostenible

En los últimos tiempos, hemos aprendido muchas cosas sobre nuestra economía, por ejemplo, que no podemos seguir basando nuestro crecimiento en pautas de funcionamiento que sabemos que se agotan tarde o temprano, provocando crisis recurrentes.

Un modelo de crecimiento no se define por los sectores económicos predominantes, sino por los modos de crecer, por la manera en que combinamos los factores productivos, aunque algunas pautas se adaptan mejor a unos sectores que a otros. Como hemos visto, la última fase alcista de nuestro ciclo, el período que se inicia en 1994 y acaba con la crisis actual, se basa en la cantidad y en el precio. Crecimos porque incorporamos más trabajadores (absorbemos el paro anterior y a los inmigrantes) que

incrementaron el consumo privado y más inversión, gracias a la caída del precio del dinero (tipos de interés vinculados al euro) y del precio de la mano de obra (moderación salarial).

Cantidad y precio determinaron el auge, a costa de la productividad y de la competitividad que empeoraron durante todo el período. Crecer así, se agota en sí mismo y por eso debemos transitar hacia otro modelo basado en la calidad, la eficiencia, el valor añadido y el talento como nuevas pautas hegemónicas más duraderas, que deben implantarse en todos los sectores. No hacer las cosas más baratas, sino mejor.

El Gobierno ha dicho que quiere promover este cambio mediante la Ley de Economía Sostenible y todo el mundo se pregunta: ¿qué es una economía sostenible? Como los expertos no se ponen de acuerdo en una respuesta, propongo definir economía sostenible como aquella que se sostiene por sí misma sin caerse, a lo largo del tiempo; es decir, aquella capaz de reproducirse, garantizando a las generaciones futuras las condiciones de su crecimiento.

Para que ello sea posible, debe mantener, también a lo largo del tiempo, una relación equilibrada entre:

- producción y recursos naturales;
- producción y consumo.

Todo acto de producción utiliza recursos naturales finitos y al hacerlo, modifica su situación. El consumo, por su parte, es lo que estimula la producción en una relación dinámica. Mantener los equilibrios no significa, necesariamente, un estado estacionario de crecimiento cero y, menos, de decrecimiento, como se está proponiendo desde algunos sectores. De hecho, una economía sostenible sin paro, debe ser compatible con un crecimiento positivo, es decir, con la obtención de un excedente a partir de un *output* superior al *input*.

La condición de sostenibilidad la dará, en esas circunstancias, una alteración controlada de las condiciones iniciales, entendiendo por tal aquella que no empeore el estado de ambos equilibrios hasta el punto de romper la capacidad del sistema para reproducirse a largo plazo.

Podríamos decir que una economía sostenible se situará entre un mínimo de modificación de las condiciones iniciales de recursos naturales y un máximo tal de alteración que haga ciertamente inviable, en algún momento, el seguir produciendo. En esas condiciones, existirán varios puntos de equilibrio entre ambos extremos donde podamos situar una economía sostenible. Hacerlo en un punto o en otro del intervalo de posibilidades es una decisión social a partir de la consideración de varios elementos.

El equilibrio entre producción y recursos naturales finitos estará determinado, sobre todo, por el estado de la técnica en cada momento. Solamente ella será capaz de encontrar nuevos yacimientos, mejoras en la utilización eficiente de los mismos, sustitución por recursos artificiales, etc. El concepto moderno de recursos naturales debe incluir todo lo relacionado con el medio ambiente (contaminación, tratamiento de residuos...), siendo el cambio climático un punto de desequilibrio que se situaría más allá del máximo de alteración compatible con una economía sostenible. Dicho de otra manera, buscar una economía sostenible nos obliga, hoy, a desplazarnos hacia una sociedad con menor consumo de carbono (incluido el carbón nacional), con una prioridad y urgencia tal que además de efectuar esfuerzos en las negociaciones internacionales de Copenhague en busca de un Kyoto II, hay que replantearse a escala nacional algunas cuestiones como la energía nuclear.

Por su parte, el equilibrio entre producción y consumo está determinado por la distribución social de la renta (dado que las propensiones al consumo varían según el nivel de renta y según sea

mayoritario el consumo público o el privado) y por el conjunto de reglas y hábitos de consumo hegemónicas en un momento dado (nivel y tipo de consumismo).

Para una tecnología dada, la cantidad de producción puede ser excesiva en un momento, en el sentido de romper el equilibrio con los recursos naturales. De igual forma, para una distribución de la renta y unas pautas de consumo dadas, el consumo puede forzar una producción desequilibrante e insostenible. Pero una modificación en la tecnología, en la distribución de la renta o en las pautas de consumo generales, incrementará el campo de posibilidades de tener una economía sostenible, en la medida en que ampliarán la distancia entre el máximo y el mínimo deterioro tolerable.

Actuar en la dirección de conseguir una economía sostenible exige, por tanto, hacerlo sobre tres vectores transversales claves: el tecnológico (ecoinnovación), la composición y calidad del consumo (eficiencia energética, productos reciclables, distribución de la renta) y la cantidad del consumo (consumo responsable).

Con esos objetivos, la magnitud de la tarea es tal que, hacerlo, excede las capacidades de todos los Estados. Si no se involucra a la sociedad civil y al mundo empresarial en un rediseño de responsabilidades entre una nueva administración y un nuevo sector privado, como está impulsando la ONU con su iniciativa Pacto Mundial, será imposible llevar al terreno de lo real las decisiones legales y normativas que se puedan alcanzar en la esfera política. Abordar en serio estos problemas, como la lucha contra el cambio climático, exige una nueva *cogobernanza* que supere las tradicionales formas de relación entre el ámbito público y el privado.

Esa es la ambición transformadora con la que debe plantearse, para las próximas generaciones, un modelo de crecimiento basado en una economía sostenible.

Como nadie puede declararse a favor de una economía «insostenible», hay que compartir los objetivos declarados por el Gobierno en su Ley de Economía Sostenible, aunque parezca

insuficiente el articulado inicial. Aunque pueda rechinar que se traslade aquí todo lo que se debió hacer en la estrategia de lucha contra la crisis económica y no se hizo. Aunque tengamos derecho a pedirle al Gobierno que no caiga en el adanismo de intentar hacernos creer que su gestión empieza ahora, como si no hubiera estado cuatro años colgándose las medallas derivadas del modelo de crecimiento insostenible anterior —reducción de la tasa de paro, *surpasso* en PIB per cápita a Italia y superávit presupuestario, son deudores del ladrillo— o como si no hubiésemos visto sus dificultades para gestionar otra ley emblemática, la de dependencia, que tres años más tarde sigue manteniendo sin evaluar a más de un 40% de dependientes potenciales. *Malgré tout*, apoyo una iniciativa que debe ir más allá de la pelea partidista que, en estos asuntos, tanto aleja a los ciudadanos de la política.

La búsqueda de una economía sostenible viene impuesta por las dos leyes de la termodinámica. Así lo han entendido, al menos, todos aquellos que han desarrollado la llamada *bioeconomía*. La primera ley establece la conservación de la energía, que ni se crea, ni se destruye. Si no se crea, es un recurso escaso. Por tanto, hay que tratarlo como tal mediante mejoras tecnológicas que reduzcan la cantidad de energía incorporada en cada producto o servicio.

La segunda ley habla de la degradación de la energía, la entropía, que, en este contexto quiere decir dos cosas: los procesos que utilizan energía son irreversibles y dos, la transformación de la energía es imperfecta, no toda ella se convierte en trabajo, porque una parte creciente se disipa en forma de calor haciendo que cada vez haya menos en forma utilizable, incrementando el desorden en el sistema.

Sobre estas dos leyes físicas, se construyó en los años setenta la teoría de los límites al crecimiento fundamentada en la limitación de recursos naturales no reproducibles. Y, de acuerdo con ellas, se fundamenta ahora el cambio climático como consecuencia del calor desprendido por la transformación de las energías fósiles con elevado carbono.

La conjunción de ambos asuntos obliga a un cambio de perspectiva en los problemas económicos, pasando de lo que Boulding llamó la «economía del *cowboy*», basada en la apariencia de recursos naturales ilimitados y siempre con otros nuevos por descubrir tras la «frontera», a una «economía de nave espacial tierra», en la que tenemos que ser muy cuidadoso tanto con la utilización eficiente de recursos escasos, como con el tratamiento de desperdicios crecientes que no se pueden volatilizar.

Pasar de vivir solo del patrimonio acumulado (energías fósiles) y empezar a hacerlo más de las rentas (energías renovables), es un proceso largo, complejo y parcial —la energía procedente del carbono seguirá siendo mayoritaria dentro de tres décadas—, que no encuentra respuesta adecuada mediante el mecanismo de los precios. Este «fallo del mercado» justifica la intervención pública.

Hasta aquí, los vagones. Pero si queremos que esta Ley sea mucho más que una de las antiguas leyes de acompañamiento a los presupuestos, su texto debe señalar bien la ruta que nos conduce a ese modelo alternativo (la vía), y necesitamos una potente locomotora que convierta la simple acumulación de vagones, en un tren, a ser posible, de alta velocidad.

Esa locomotora solo puede ser la credibilidad que sea capaz de conseguir el Gobierno en la seriedad de una apuesta de país, que debe mirar antes a las próximas generaciones, que a las próximas elecciones. Y la credibilidad se gana mediante dos cuestiones destacadas: primera, empezando por aplicarse el Gobierno las medidas a sí mismo y al conjunto de la Administración: rehabilitación de todos sus edificios con planes de reducción de emisiones de carbono, compra por el parque móvil de coches híbridos o eléctricos, plena aplicación de la ley de administración electrónica con teletrabajo, incluir en su contratación el requisito de sostenibilidad de proyectos y empresas, etc.

La segunda manera tiene que ver con el método. Hablamos de un proceso de transformación que no es posible llevar adelante solamente con las únicas fuerzas del propio Gobierno. Necesitamos

al conjunto de las administraciones y a toda la sociedad empresarial y ciudadana, que deben llevar a sus ámbitos de vida y trabajo decisiones complementarias en la misma dirección. La norma podrá incentivar y/o sancionar, pero quien debe hacerlo, para que sea un éxito, será la iniciativa privada. Observar la cantidad de bombillas de bajo consumo regaladas por el Gobierno, y que se han quedado sin recoger en las estafetas de correo, es una muestra patente de que estamos ante un reto que exige, de todos, algo más que una foto, aunque sea la del Presidente sin corbata en verano.

El desafío no es fácil. Sobre todo, porque partimos de una realidad: una economía con cuatro millones de parados ya no es sostenible de por sí. Y será crucial entender que la economía que buscamos tiene que ser compatible con darles oportunidades de empleo a los parados que hay, la mayoría de los cuales tendrían muy difícil reconvertirse en trabajadores con bata en un laboratorio de investigación. El objetivo será conseguir que los sectores tradicionales absorban mano de obra, incorporando la filosofía de competir por hacerlo mejor y no por hacerlo más barato, ya que la economía es sostenible por una cuestión de vectores y no de sectores de producción.

9. A modo de reflexión final con algunos consejos

Toda crisis representa una inflexión que altera el rumbo, sin volver nunca al punto de partida. Interrumpe bruscamente un itinerario concreto, cancelando algunos de los futuros posibles y abriendo la puerta a otros antes nunca previstos. En nuestro caso, podemos asegurar que aquel futuro perdido, basado en más de lo mismo respecto a las características del modelo de crecimiento anterior a la recesión, no era posible por insostenible. La crisis cierra, por tanto, un camino, en realidad, sin salida. Y junto al sufrimiento de muchos, abre posibilidades para reanudar la marcha en otras direcciones.

Tenemos que estar alerta ante la posibilidad real de que la recesión nos deje un país con mayor desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza, que no seamos capaces de superarla sobre la base de la recuperación lánguida y, que posiblemente, tendremos más que después de varias décadas. Creo que un país cohesionado socialmente, es más fuerte en lo político y más eficiente en lo económico.

Este asunto cobra especial relevancia si, como creo, el sector financiero no vuelve a recuperar el papel activo que tuvo en la generación de la burbuja ayudando a superar, sobre la base de créditos, el bache siempre existente entre demanda potencial y efectiva. Lo que pone sobre la mesa la necesidad de revisar de manera profunda la situación de la mitad de nuestro sistema financiero representado por las cajas de ahorro necesitadas de tres modificaciones importantes: reducción del intervencionismo político en sus decisiones tanto estratégicas como de negocio; códigos de conducta que incorporen mecanismos reales de control interno de la gestión; y reforzar las posibilidades de captar recursos propios mediante la concesión a las cuotas participativas de los mismos derechos políticos que tienen, por ejemplo, los impositores.

Con esos límites, reforzar el capital público resulta fundamental. La función del Estado es, cada vez más, no solo estar donde debe estar para suplir las carencias de los mercados sino, más allá del debate sobre el tamaño, hacerlo con eficacia. Y abriéndose a nuevas fórmulas de cooperación y de colaboración con el sector privado.

En todo caso, el reto de país es conseguir todo esto mejorando nuestra productividad, lo que exige invertir mucho tiempo y dinero en mejorar nuestros mecanismos de fomento del talento, la innovación y los incentivos para que adquieran masa crítica suficiente aquellas empresas y sectores de la economía que ya funcionan con estos criterios.

Quienes primero vislumbren por dónde transcurrirá el nuevo futuro serán los ganadores, mientras aquellos empeñados en seguir hacia aquel futuro que pudo ser, pero ha quedado cercenado, serán los perdedores.

Aunque no haya reglas seguras para predecir quiénes serán los unos o los otros, porque el futuro puede surgir de sitios insospechados hoy, algunos vectores de cambio en empresas y negocios parecen destacarse como apuestas triunfadoras con elevadas probabilidades de éxito. Entre ellos:

- Apostar por la calidad, antes que por la cantidad, y por el valor añadido, antes que por el precio. Competir no por hacerlo más barato, sino por hacerlo mejor.
- Mejorar, de manera continua, la eficiencia tecnológica y en procedimientos, haciendo de la innovación en toda la cadena, un hábito.
- Incorporar a los trabajadores como protagonistas del proceso de cambio, con estabilidad, flexibilidad y formación adecuadas. El talento será la clave de bóveda de una salida provechosa de la situación.
- Convertirse en aliados activos de la lucha contra el cambio climático, incorporando y desarrollando tecnologías que nos permitan reducir, paulatinamente, la cantidad de carbono empleado o emitido en nuestros procesos, a todos los niveles.
- Asumir compromisos públicos de responsabilidad social, para que las empresas no sean solo un lugar de creación de beneficio privado, sino de valor colectivo.

Sin embargo, la experiencia, incluida de manera destacada la actual, nos enseña que hacerlo bien desde las empresas, siendo necesario, no es suficiente. Hemos visto cerrar, o entrar en serias dificultades, a muchas bien gestionadas, con buenos productos competitivos, a las que les ha fallado la financiación externa, el sector financiero, del que cada vez depende más el conjunto de la economía. De igual modo, en economías tan globalizadas e interrelacionadas como las actuales, tampoco basta con que nosotros lo hagamos bien si otros países de los que dependemos como proveedores o como clientes, tienen problemas serios que acaban repercutiendo, como fichas de dominó, sobre nosotros.

Todo ello da especial relieve al papel de los gobiernos como actores capaces de incidir sobre una acción colectiva que escapa al control individual de cada uno de nosotros. Por eso, para definir líneas seguras de un futuro que merezca la pena, también hay que señalar tareas a los poderes públicos. Por ejemplo:

- Que transmitan certeza y estabilidad al conjunto mediante la promulgación de pocas normas pero claras, que se hagan cumplir, así como mediante el diálogo institucional y la cooperación entre los distintos niveles administrativos.
- Que garanticen su respaldo y apoyo ante fallos graves de elementos sistémicos. La superación de la actual crisis financiera está viniendo de la intervención pública que ha devuelto la confianza perdida en las instituciones privadas y en el mercado.
- Que apoyen con instrumentos públicos las líneas por las que deben buscar su futuro las empresas privadas y que hemos apuntado arriba: fomentar la I+D+i, mejorar la educación e infraestructuras de todo tipo (incluyendo las tecnológicas), apostando por una economía sostenible.

- Que trabajen para mejorar los elementos de la *gobernanza* mundial de la globalización, la crisis y el cambio climático. Si los actuales Estados nacionales no son eficientes a la hora de configurar una solución de los problemas actuales con que se enfrenta la humanidad, pasarán a formar parte del problema.

De esta crisis saldremos en algún momento. Lo importante es saber cómo y quiénes. Sin hacer predicciones desde la bola de cristal, aquellos que bien desde el sector privado, bien desde el público, promuevan las líneas de actuación señaladas estarán entre los vencedores, además de haber prestado un servicio a la sociedad. Del resto, pronto nos olvidaremos.

Epílogos

Epílogo

Breve epílogo para optimistas

Lorenzo Bernaldo de Quirós

«En marzo de 2012, la economía española estaba al borde del colapso. La recesión del bienio 2009-2010 se vio seguida por un período de débil crecimiento, inferior al 1,5%, e insuficiente para crear puestos de trabajo. En esos momentos, el paro afectaba a más de cinco millones de españoles. El déficit público se había estancado en el 11% del PIB y la ratio deuda/PIB se acercaba al cien por cien. Las dudas sobre la solvencia del Reino de España se habían disparado y el crédito al país se había recortado de modo sustancial. Casi la mitad de las cajas de ahorro habían sido intervenidas con un coste exorbitante para las depauperadas arcas del Estado. Desde el inicio de la recesión, las familias habían perdido la mitad de su riqueza financiera e inmobiliaria. En el denominado Invierno del Descontento (2011-2012), a pesar del volumen de fondos recibidos del gobierno durante el segundo mandato socialista, los sindicatos no pudieron parar una huelga general convocada de manera espontánea a través de internet y una masa ingente de miembros de las clases medias protagonizaron una “cacerolada” histórica por el madrileño Paseo de la Castellana. Era la expresión de la desesperanza y también una moción de censura al socialismo reinante.»

Y después de esa foto de economía-ficción... qué hacer...

Ninguna ley inexorable, ninguna enfermedad crónica, ninguna maldición condena a España a la decadencia económica. El país ha mostrado en otras ocasiones una extraordinaria capacidad de reacción si se le dota de un marco de condiciones adecuado para crecer, crear riqueza y empleo. Sin duda, la situación es delicada y la crisis profunda y duradera pero quizá sirva para extraer de ella una importante y, tal vez, perdurable lección: los gobiernos han de ser humildes. Su capacidad de controlar la economía es limitada y, en la mayoría de las ocasiones, el intento de hacerlo resulta dañino. El país necesita una política menos «ambiciosa» que redefina con mayor modestia la misión de los poderes públicos en una economía moderna: prevenir y eliminar la emergencia de circunstancias lesivas para el crecimiento de la economía, de las cuales una de las peores es la existencia de un abultado endeudamiento del sector público.

Si se acepta este a priori, el equilibrio presupuestario ha de ser restaurado como el principio regulador básico de las finanzas públicas para establecer un entorno de estabilidad macroeconómica dentro del cual las familias y las empresas planifiquen su futuro, tomen sus decisiones de trabajo, de ahorro y de inversión sin que estas se vean alteradas por decisiones discrecionales del gobierno. Por su parte, corresponde a las políticas de oferta o microeconómicas como la reforma impositiva, la laboral o la apertura de los mercados a la competencia proporcionar los incentivos adecuados para estimular la asunción de riesgos, la innovación, la creatividad, la generación de crecimiento, riqueza y empleo. Se trata de aplicar el mayor grado de libertad económica posible dentro de un marco de firme disciplina financiera, y si bien este no es el lugar para formular un detallado programa económico, sí conviene señalar que la economía española necesita una profunda terapia liberalizadora y un fortalecimiento institucional. Precisa un Estado fuerte pero con funciones limitadas.

La agenda política de la izquierda española refleja un pesimismo radical sobre las posibilidades de España, sobre la capacidad de los individuos, de las familias y de las empresas de ser los motores del desarrollo y de la modernización de su economía cuando la experiencia muestra todo lo contrario: la vigorosa reacción de las fuerzas productivas cuando se les concede libertad. El dirigismo e intervencionismo del socialismo celtíbero son una expresión clásica de paternalismo y extienden un certificado de minoría de edad a los ciudadanos de este país que sin la tutela del Estado no serían capaces de conseguir sus objetivos ni responsabilizarse de su propia vida. Para protegernos de nosotros mismos necesitamos, de la cuna a la tumba, la asistencia y los cuidados de unos déspotas benevolentes. Eso no es así.

Desde amplios sectores de la opinión, incluidos muchos de quienes campan en los terrenos del centro-derecha, se considera que la española es una sociedad de izquierda o de centro-izquierda sin posibilidades de redención. Esto convierte en políticamente inviable cualquier alternativa que desafíe de manera frontal sus graníticos principios ideológicos o se atreva a cuestionarlos. En este sentido, si la derecha, el centro-derecha, el centro-reformista o cualquiera de las terminologías utilizadas para designar al partido de los no colectivistas, aspira a gobernar, sus aspiraciones han de limitarse a ser un gestor competente del vigente modelo socialdemócrata. Con independencia de la veracidad de esta tesis, cuya discusión sería interminable y poco fructífera, es importante realizar un comentario.

Aunque disguste a muchos intelectuales y académicos, los cambios de opinión suelen ser producto de la experiencia más que de la teoría o de la filosofía. Casi siempre han sido las crisis las que los han provocado, unas veces para bien y otras para mal. En estas circunstancias, por resignación o por convicción, la mayoría de los ciudadanos están dispuestos a aceptar o apoyar programas inimaginables y los partidos se ven forzados a poner en marcha medidas que ni soñaban sus más ardientes defensores ni

consideraban con posibilidades de aplicación sus detractores. El hundimiento registrado por la economía española desde 2008 y el fracaso del social-keynesianismo en reactivarla abren una oportunidad de oro para aplicar un programa consistente de reformismo liberal. Esta es la consecuencia de una crisis agudizada y prolongada por una continua sucesión de estrepitosos «fallos de Estado».

Epílogo

España, puesta a punto

Jordi Sevilla

Nadie pasa por la crisis económica más importante de los últimos setenta años, sin que le afecte de manera radical. Y no sólo por el profundo impacto coyuntural que significa, en términos de desempleo, quiebras empresariales, deuda pública y pérdida de riqueza, sino porque luego, nada vuelve a ser como antes. Aunque todos los expertos dicen, haciendo de la necesidad virtud, que las crisis son oportunidades, a la mayoría de seres humanos nos gusta más tener otro tipo de oportunidades, que no vengan acompañadas de tanto sufrimiento. Pero las cosas, como se suele decir, son como son.

Pero, ¿cómo son las cosas? Hay dos principios organizativos de la vida social que debemos mantener siempre presente: todo lo que ocurre tiene una explicación racional (es decir, discutible, pero también compartible) y, en segundo lugar, podemos ser los dueños de nuestro destino, en mayor medida de lo que solemos creer. Dicho de otra manera, aunque el azar desempeña un papel fundamental en nuestras vidas, no todo lo que ocurre es fruto de un destino incomprensible o extraño a nosotros mismos, ni nuestras vidas discurren por cauces que no hayamos horadado previamente.

Los cisnes negros existen, pero explican muy poco en comparación con otras teorías de la organización social y del juego de intereses, incentivos e instituciones que ponemos en marcha a lo largo de la historia. Desde ese punto de vista, construimos nuestras crisis al igual que trabajamos en su solución dentro de los márgenes que nos delimita el mundo globalizado en el que hemos decidido vivir. Esa es nuestra grandeza y nuestra responsabilidad.

Soy más partidario de buscar soluciones que culpables. Pero de nada valen algunas soluciones si no modificamos, a la vez, aquellas actitudes y comportamientos que nos han conducido a una situación, no deseada, de crisis. Y, con mucha frecuencia, estos cambios que alteran posiciones de privilegio para algunos, solo se pueden llevar a la práctica desde el carácter imperativo de la ley y las normas. Es decir, desde la acción del Estado que, en la medida en que sea democrático, tiene un alma más humana que la del mercado cuya finalidad es, solo y exclusivamente, ganar dinero persiguiendo, con egoísmo, el interés propio.

La socialdemocracia moderna persigue tres objetivos alcanzables mediante una acción pública racional: libertad real para poder llevar adelante el proyecto de vida que cada uno decida; igualdad efectiva de oportunidades para que los resultados obtenidos dependan del esfuerzo y no del nacimiento, exigiendo a quien puede, mientras se ayuda a quien no puede y fraternidad entre quienes compartimos un proyecto constitucional con normas y procedimientos compatibles con distintas visiones sobre la vida, la religión o la moral. Remover los obstáculos sociales que impiden desarrollar ese proyecto y promover todas aquellas reformas institucionales que lo hagan posible, convencidos que la felicidad tiene mucho que ver con la posibilidad de conseguir nuestros propios logros y, también, con vivir en una sociedad que tiene como divisa hacer eso posible para todos es un programa político, pero también moral. Un programa que sabe adaptar los medios, los instrumentos, las herramientas necesarias para conseguir esos fines, a la realidad de cada momento.

Estamos muy lejos de vivir en una sociedad perfecta. Ni tan siquiera, de hacerlo en una sociedad justa o, incluso, la menos mala de las posibles. Por eso el impulso reformista debe desplazar al conformismo de aquellos que defienden que todo está bien, que no hay que hacer o, en todo caso, que cualquier intento de cambio solo puede ser a peor.

Las crisis demuestran con evidente contundencia que las cosas no están fijadas para siempre. Que es posible el cambio. La cuestión es decidir quien dirige ese cambio y hacia adonde.

¿Se podía imaginar alguien, hace muy pocos años, que en USA o en Gran Bretaña se iban a nacionalizar los grandes bancos?, ¿estaba el destino de China como potencia mundial escrito en los libros? ¿conocemos todos los cambios económicos y sociales derivados del envejecimiento de la población en los países europeos? Las decisiones humanas configuran el mundo en que vivimos más de lo que, a menudo, nos gusta reconocer. Y ello, nos lleva de manera inmediata a otra pregunta: ¿Quién y cómo se decide?

Es obvio que, fruto de algunas de las decisiones ya adoptadas, hemos construido un mundo con profundas relaciones económicas de ámbito mundial. Relaciones desequilibradas en las que la libertad de movimientos de capitales es casi total, la de mercancías y servicios bastante elevada, mientras que la libertad de circulación de trabajadores está fuertemente limitada. En esas condiciones, con ausencia de mecanismos eficaces de gobernanza internacional de los mercados, se ha producido la actual crisis financiera internacional que ha golpeado también a España, disparando sus propios factores diferenciales que han agudizado los efectos y ralentizado la salida.

España llevaba varios años de bonanza económica asociada al ingreso en el euro que significó fortaleza monetaria externa y tipos de interés bajos. Analizado con perspectiva y sabiendo lo que sabemos ahora, se puede defender que en esos años los sucesivos gobiernos – y los ha habido del PP y del PSOE – han ido ignorando

los síntomas que reflejaban problemas de fondo en nuestra estructura económica y en las reglas de juego institucionales: pérdida paulatina de competitividad y excesiva dependencia del ladrillo como motor de la creación de empleo y de los superávits presupuestarios. Han sido años de satisfacción por los datos, pero de ausencia de las reformas estructurales que deberían asegurar la sostenibilidad de los mismos. Pero han sido, también, los años de consolidación de las primeras empresas multinacionales españolas.

Ahora estamos a punto. Después de dos años con caídas del PIB, siete trimestres de crecimiento negativo, más de dos millones de parados adicionales y un déficit público que supera el 10% del PIB, es inaplazable hacer algo que nos permita salir de la recesión con un modelo de crecimiento suficiente y sostenible. Y para ello, el método del pacto institucional es imprescindible porque hablamos de reformas que obligan a todas las administraciones del Estado y cuya continuidad obliga a acordarlo entre aquellos que pueden gobernar.

No es la hora de abundar en lo que nos separa, sino de confluir en lo que nos une. Necesitamos acuerdos que están más allá de la izquierda y de la derecha para entrar en el terreno de lo mucho que tenemos, unos y otros, en común. Y acuerdos que deben incluir complicidades explícitas con la sociedad civil, los empresarios y los trabajadores para los que debemos articular mecanismos de participación novedosos que ayuden a modernizar, también, nuestras anquilosadas estructuras democráticas.

Este espíritu es el que nos hizo grandes en la transición política y económica que experimentó España a partir de 1975. Pasados treinta años, debemos volver a él porque de nuevo confluye una profunda crisis económica, con algunos síntomas evidentes de agotamiento parcial en el modelo político puesto en pie entonces. Hacen falta reformas económicas (innovación, ley presupuestaria, administración, mercado laboral etc.) y reformas políticas (educación, justicia, federalización del estado autonómico, ley electoral etc.) Estamos a punto para dar un nuevo salto cualitativo

como país, si somos capaces de recuperar la lógica del interés general situándola, temporalmente, por encima de la legítima lógica electoral de partido.

De que lo hagamos, o no, dependerá en buena parte por donde transcurra nuestro futuro inmediato post crisis. Por ello, está en nuestras manos. También en la suya. Y es mejor que así sea y así lo asumamos, porque lo contrario es que lo depositemos en manos impersonales que persiguen otros objetivos y a las que llamamos, mercado o, todavía peor, mercados en plural. La verdad, puestos a elegir, prefiero que sean los ciudadanos que se expresan mediante la política democrática y el Estado, quienes decidan nuestro futuro ahora que estamos a punto.

Notas

¹ Friedman, Milton. «The Plucking Model of Business Fluctuations Revisited», *Working Papers in Economics* E-88-48, Hoover Institution, Stanford University, 1988.

2 La teoría austriaca del ciclo económico fue elaborada por Ludwig von Mises y Friedrich A. Hayek en los años veinte y treinta del siglo xx.

3 Ese agregado monetario incluye el efectivo en circulación, los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y los depósitos disponibles con tres meses de preaviso.

4 World Economic Outlook. IMF, septiembre de 2005, capítulo 2, p. 92.

5 Trichet, J. C. «Asset price Bubbles and Monetary Policy», *Mas Lecture*, Singapur, 2005.

6 El *efecto riqueza* es una expresión empleada para referirse a un fenómeno económico que consiste en el incremento del gasto que acompaña al incremento de la riqueza, sea en términos absolutos o simplemente en términos relativos. Es decir, el consumidor gasta más cuanto más riqueza posee, o cree que posee.

7 El porcentaje de nuevas hipotecas a tipos de interés variables pasó de ser de un quinto del total en 2001 a más de la mitad en 2004.

8 Los bancos venden sus hipotecas a terceros. Estos las empaquetan en un producto financiero (MBS) y se lo venden a otros y/o se quedan con él en su totalidad o en parte. De este modo, la banca saca de su balance el riesgo hipotecario que es asumido por quienes adquieren las MBS. Este mismo proceso puede realizarse con cualquier otro activo o con una combinación de ellos y a eso se llama «titulización».

9 Había cientos de MBS y otras exóticas «titulizaciones» calificadas de AAA mientras solo un puñado de «blue chips» cotizadas tenían ese mismo rating.

10 El riesgo moral describe una situación en la que un individuo, una empresa, un inversor, etc., aislado de las consecuencias de sus acciones, podría cambiar su comportamiento del que habría tenido si hubiera estado expuesto completamente a las consecuencias de las mismas.

¹¹ Kaufman, G. *Banking Crises and Systemic Risk: A Taxonomy and Review*, Federal Reserve Bank of Chicago, 2008.

[12](#) Murray N. Rothbard es un sólido exponente de la posición abstencionista. Su libro *America's Great Depression*, publicado por el Mises Institute, refleja su posición sobre el tema.

13 Fama, E. «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance*, 1970.

14 Fox, J. *The Myth of The Rational Market*, Harper Business, 2009.

15 Lucas, R. «An Equilibrium Model of the Business Cycle», *Journal of Political Economy*, diciembre de 1975.

16 Miller, M. H. «Leverage», Nobel Lecture, 1990.

17 El regulador ignoró el riesgo que asumía la aseguradora con su nuevo negocio.

18 Miller, M. *Financial Innovations and Market Volatility*, Wiley, 1992.

[19](#) *New Deal and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis*, UCLA, febrero de 2003.

[20](#) Romer, C. D. «Great Depression», *Encyclopaedia Britannica*, diciembre de 2003.

[21](#) Bordo, M. D. y Filardo, A. *Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or being Condemned to Repeat It?*, NBER, octubre de 2004.

22 Hayek, F. *Monetary Theory and the Business Cycle*, Jonathan Cape, 1933.

23 Meltzer, A. H. «Monetary Transmission at Low Inflation: Some Clues from Japan in the 1990's» en *Monetary and Economic Studies. Special Edition*, Bank of Japan, febrero de 2001, pp. 13-34.

24 Buiter, W. H. «New Developments in Monetary Economics: Two Ghost, Two Eccentricities, a Fallacy, A Mirage and a Myht», *The Economic Journal*, 2005.

25 Situación en la que coexisten altas tasas de inflación y de paro con bajo crecimiento.

[26](#) Barro, R. J. «The Ricardian Approach to Budget Deficits», *Journal of Economic Perspectives*, 3, 1989.

[27](#) Hayek, F. A. «Hayek sobre Hayek. Un diálogo autobiográfico», *Obras Completas*, Volumen I, Unión Editorial, pg. 91, 1994.

[28](#) Romer, C. *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*, Brookings Institution, marzo de 2009.

[29](#) Barro, R. J. «Government Spending Is No Free Lunch», *The Wall Street Journal*, 29 de febrero de 2009.

30 Cogan, J. F., Taylor, J. B. y Wielan, V. «The Stimulus Didn't work», *The Wall Street Journal*, 17 de septiembre de 2009.

31 Cwik, T. y Wieland, V. «Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Eurozone», CEPR, Discussion Paper 7389, agosto de 2009.

[32](#) Reinhart, C. y Rogoff, K. S. «The Aftermath of Financial Crises», American Economic Association meetings in San Francisco, 3 de enero de 2009.

33 Los inversores están apostando por una continua devaluación del dólar y endeudándose en esa divisa para comprar activos. Si los factores que han impulsando la depreciación de la moneda norteamericana, básicamente la laxa actuación de la FED, cambian de sentido y el dólar se aprecia, la «neoburbuja» estallará. Véase Nouriel Roubini, «Mother of all Carry Trades Faces and Inevitable Bust», *Financial Times*, 1 de noviembre de 2009.

34 Alesina, A. y Ardagna, S. *Tales of Fiscal Adjustments*, NBER, 1998.

1 Por «reformas estructurales» se entiende un conjunto de iniciativas que van desde la liberalización de los mercados de productos y de factores, incluido el laboral, hasta la introducción de cambios profundos en el suministro y financiación de los programas del Estado del bienestar, hasta modificaciones en el aparato institucional, la justicia o la organización territorial del Estado, dirigidos a reducir los costes de transacción para facilitar las transacciones económicas.

2 De acuerdo con los datos de la OCDE, el potencial de crecimiento de la economía española ha descendido del 3,4% del período 1997-2006 al 2,8% en 2009 y al 2,4% en 2010.

3 Hipótesis por la cual las economías domésticas y las empresas incorporan expectativas sobre la política económica aplicada por los gobiernos y actúan conforme a ellas. Véase Lucas, R. Jr., 1976, «Econometric Policy Evaluation: A Critique», en Brunner, K. y Meltzer, A. (eds.), *The Phillips Curve an Labour Market*, vol. 1, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, Ámsterdam pp. 19-46.

4 Si una política es temporalmente incoherente no es creíble, ya que el sector privado considera poco probable que se lleve a cabo y no responde a ella en la dirección buscada por sus gestores.

5 Así, por ejemplo, se liberalizaron las telecomunicaciones, el mercado eléctrico, el gas y se crearon organismos reguladores como la Comisión de la Energía, encargados de velar por la competencia de esos sectores.

6 El máximo de producción alcanzable con los recursos disponibles.

7 Entre 2003 y 2007, el PIB per cápita sólo creció 2 puntos.

8 La NAIRU se situaba en 1995 entre el 18% y el 20% de la tasa de paro según la OCDE y el FMI respectivamente.

9 Incrementar la competencia en los puertos, el ferrocarril o la electricidad que son suministradores de *inputs* a todos los sectores productivos bajaría estos de manera sustancial y mejoraría la competitividad de la economía española.

10 El Tribunal Constitucional bloqueó la reforma de la Ley del Suelo elaborada por el gobierno porque «invadía» las competencias de la administración local y autonómica.

11 El intento de reforma del sistema de protección al desempleo se retiró ante la amenaza de huelga general de las organizaciones sindicales.

12 Mundell, R. A. «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 51, 1961.

13 A finales de 2003, la ratio déficit corriente/PIB era del 3,5%.

14 Esa situación se produce cuando el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente adquiere un nivel que los mercados financieros consideran insostenible porque se duda de la capacidad de pago del país que incurre en este, se producen salidas de capital que fuerzan una devaluación de la moneda y una contracción del gasto interno.

15 Debido a estas, los compradores podían pagar entre un 15 y un 20% más de lo que sería factible si no existiesen.

16 El peso de la inversión de la construcción en el PIB llegó a ser mayor que en Estados Unidos y similar al de Irlanda y Japón. Daniel Gross, «Bubbles in real State? A long-Term Comparative Analysis of Housing Prices in Europe and US», octubre de 2007.

17 Durante el punto álgido del ciclo inmobiliario, el 90% de los compradores creía que las casas estaban sobrevaloradas pero creían que su valor seguiría aumentando. José García Montalvo, «De-construyendo la burbuja inmobiliaria», *Papeles de Economía Española*, vol.110, 2006.

18 «La Tormenta Financiera y sus Implicaciones para España», Freemarket International Consulting, septiembre de 2008, pp. 14-21.

19 Adalid, R. y Detken, C. «Liquidity Shocks and Asset Price *Boom/Bust*», WP 732, Banco Central Europeo, 2007.

20 Wyplosz, Ch. «Currency Crises, Contagion and Containment: A Framework», CEPR, Conference Report N°6, 39-43, 1998.

[21](#) Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. «This Times is Different: A panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis», mimeo, abril de 2008.

22 Garantía que respalda los préstamos. Pueden ser acciones, inmuebles, etc.

23 Mide los precios relativos de los bienes domésticos y de los extranjeros.

24 Se ha pasado de tener 1.760.000 trabajadores en el paro en el II trimestre de 2007 a 4.326.500 en el IV trimestre de 2009.

25 Acumulación de deuda.

26 García Montalvo, J. *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*, Antoni Bosch Editor, 2008.

27 En el caso de los riesgos normales, las Entidades deben ser conscientes de que estadísticamente, un determinado porcentaje de sus clientes (que aún no han dado pie a pensar que dejarán de cumplir con sus obligaciones) acabarán entrando en mora («insolvencia latente»). Para la cobertura de esta pérdida esperada, el Banco de España exige la constitución de una «provisión genérica», calculada según lo dispuesto por el Anexo IX de la Circular 04/2004 del Banco de España.

28 Desde la entrada en el euro, el Banco de España no puede utilizar la «máquina de imprimir billetes».

29 Los ciclos inmobiliarios bajistas tienen una duración media de seis años.

30 Varian Perception, 16 de agosto de 2009.

31 «La Gran Recesión», Freemarket International Consulting, abril de 2008.

32 Cuando el agente burla las directrices que le marca el principal.

33 «Spain», Moody's Global Banking, octubre de 2009.

34 Mounford, A. y Uhlig, H. «What are the Effects of Fiscal Policy Shocks», SFB Discussion Paper 2005-039, CEPR, 2005, pp.14.

35 «Group of Twenty, Meetings of the Deputies», IMF, febrero de 2009.

36 La renta permanente es el nivel de renta que percibiría una economía doméstica cuando se eliminan las influencias temporales o transitorias. Los consumidores no responden de la misma manera a todas las perturbaciones de la renta. Si una variación de la renta parece permanente (por ejemplo, en el caso de un ascenso a un puesto de trabajo seguro y bien remunerado), tienden a consumir una gran parte del aumento de la renta. En cambio, si la variación es claramente transitoria (por ejemplo, si se debe a una prima salarial percibida una sola vez o a una buena cosecha), es posible que se ahorre una parte significativa de dicha variación.

37 Para restaurar la solvencia intertemporal de una economía, el valor neto presente (VNP) de todos los futuros saldos presupuestarios primarios ha de ser igual al valor neto presente de la deuda neta. Si el VNP de los futuros saldos primarios no es suficiente para cubrir aquella, la política fiscal ha de ser más restrictiva o el país afectado por esta situación se vuelve insolvente. Según el FMI, España necesita para evitar ese riesgo generar un superávit primario equivalente a 4,9% a partir de 2009. Véase «Spain: Selected Issues», IMF Country Report No. 09/129, abril de 2009.

38 Alesina, A. y Perotti, R. «Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects», NBER, Working Paper N° 5730, 1996.

39 Campbell, J. Y. y Mankiw, N. G. «Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the Time-Series Evidence», NBER, 1989.

40 Ardagna, S. «Fiscal Stabilizations: When Do They Work and Why Not», *European Economic Review*, 2003.

41 Ingresos-gastos excluidos los destinados a sufragar el pago de la deuda.

⁴² Alesina, A. y Ardagna, S. «Large changes in fiscal policy: taxes versus spending», mimeo, agosto de 2009.

43 Medida de la aportación de la tecnología a la productividad total, esto es, descontada la realizada por otros factores de producción como el trabajo o el capital.

44 El más conocido y reputado es el Informe PISA (Programme for International Student Assessment) elaborado por la OCDE.

45 Crafts, N. «Regulation and Productivity Performance», *Oxford Review of Economic Policy*, 22, 2006.

46 Elemento o bien necesario para la producción de otros bienes.

¿Mercado o Estado?

Jordi Sevilla y Lorenzo Bernaldo de Quirós

ISBN edición en papel: 978-84-234-2772-7

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

© Jordi Sevilla y Lorenzo Bernaldo de Quirós, 2010

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2010

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): abril de 2011

ISBN: 978-84-234-2836-6 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.

www.newcomlab.com