



## MERCADOS Y POLÍTICAS DESPUÉS DE LA CRISIS: ¿QUÉ HEMOS APRENDIDO?

*Antón Costas*

Universidad de Barcelona

«La búsqueda ininterrumpida de políticas permanentemente óptimas... está a menudo mal encarrilada... [necesitamos] una búsqueda más abierta, ecléctica, escéptica...».

Albert Hirschman

En el número 18 de *Mediterráneo Económico*, dedicado a la «Crisis de 2008. De la economía a la política y más allá», que tuve el privilegio de coordinar, apuntaba que al calor de la crisis financiera irían surgiendo otras crisis que marcarían el debate académico y la acción de los gobiernos en las próximas décadas.

Una de esas crisis colaterales que eran previsibles es la que afecta a la concepción teórica y práctica de las relaciones entre políticas y mercados que estuvo vigente durante las tres décadas de esplendor de los mercados financieros que precedieron a la explosión de la crisis. Durante esa etapa de hiperglobalización financiera el modelo de formación de políticas macroeconómicas y financieras estaba muy condicionado por la fuerza de dos hechos. Por un lado, la dinámica extraordinariamente expansiva de los mercados, que, siguiendo una especie de ley de Gay-Lussac de los gases, actuaron imponiendo una camisa de fuerza a las políticas (*golden straitjacket*), comprimiendo al mínimo su espacio de actuación. Por otro, la orientación hacia las políticas regladas; es decir, la tendencia a la delegación por parte de los gobiernos de aspectos importantes de las políticas hacia agencias independientes, como es el caso de los bancos centrales.

La crisis ha puesto en cuestión esas dos coordenadas de las relaciones entre políticas y mercados. A lo largo de estos cuatro años se han venido desarrollando controversias intelectuales, actuaciones gubernamentales y presiones sociales favorables a una recuperación de la autonomía de las políticas frente a los mercados financieros. Son numerosos los signos que van apareciendo que apuntan hacia un nuevo equilibrio entre mercados y políticas. Un equilibrio, eso sí, cuyos semblantes precisos no son fáciles de concretar. Pero hay algo que se puede afirmar con bastante rotundidad. Esa nueva relación entre mercados y políticas se está fraguando sobre bases contingentes e impredecibles, socavadas por dudas, contradicciones y *trade offs*.

En cualquier caso, de lo que no cabe duda es que la gran crisis financiera actual está produciendo una alteración en el juego entre mercados financieros y políticas. De una manera provisional, cabe establecer la siguiente secuencia de efectos:

- 1) La relación entre política y mercados que caracterizó el triunfo de la globalización financiera, y en la cual los mercados determinaban la naturaleza y ámbitos de las políticas, ha sido radicalmente puesta en cuestión por la crisis.

- 2) La pretensión mantenida por la academia de haber alcanzado un *estado de la ciencia* que posibilitaba una gestión puramente técnica de la economía ha quedado desacreditada. Ese descrédito de los expertos favorece ahora una *repolitización* de las políticas.
- 3) La única solución eficaz que evitó que la crisis financiera se convirtiera en otra gran depresión fue la puesta en marcha de políticas macroeconómicas de una enorme heterodoxia. Las contrarias a lo que durante treinta años los manuales de economía postulaban como políticas sanas.
- 4) Sin embargo, los efectos secundarios de esas políticas no tardaron en mostrar sus semblantes más peligrosos. La reacción de los propios mercados, principalmente en lo relativo la negociación de deuda soberana, introdujo amenazas serias de agravar la propia crisis financiera. Es decir, la economía estaría ante una trampa o *trade off* extremadamente agudo.
- 5) Al intensificar todas las contradicciones, esa situación tan difícil refuerza la idea de reformar en profundidad los propios mercados. Se busca limitar un componente de riesgo sistémico que, sencillamente, se ha revelado como dañino e insoportable.

Al final de esa secuencia se dibuja un panorama en el que política y mercados más que rivales y excluyentes, como sucedió durante la hiperglobalización, aparecen como complementarios pero con fronteras cambiantes y conflictivas. Es decir, las respuestas y las anticipaciones de los mercados seguirán condicionando la formación de la agenda política, pero los *policymakers* ganarán algunos grados de libertad para hacer políticas y podrán influir mucho más de lo que ocurría en el pasado reciente sobre el funcionamiento de los mercados financieros y en la orientación de los flujos de capital. Desde un punto de vista intelectual, se trata de una situación sin duda más interesante que la

del pasado, pero también mucho más difícil para los gestores de esa relación desde los dos ámbitos. Al perfilarse mercados y políticas, a un tiempo, como complementarios y contradictorios, será difícil que los equilibrios que vayan alcanzando se mantengan estables en el tiempo.

En este ensayo discutiré algunas ideas acerca de como todas estas nuevas situaciones que alteran el equilibrio anterior entre mercados y políticas se pueden ir disponiendo a lo largo de los próximos años, tanto en sus aspectos generales como en otros mucho más concretos. Comenzaré analizando la controversia sobre la reconsideración de la estabilidad de precios como objetivo de primer orden de la política económica; como una especie de «metaobjetivo» al cual deben condicionarse todos los demás. A partir de este cuestionamiento, estaremos en condiciones de analizar las posibilidades de un cambio significativo en las relaciones entre mercados y políticas, tanto en lo que se refiere a la práctica de las políticas específicas, como a sus implicaciones institucionales<sup>1</sup>.

## Cuestionamiento del objetivo de inflación estable y próxima a cero

La estabilidad de precios fue la clave de bóveda de la mayoría de argumentos utilizados para reducir la discrecionalidad de las políticas, someterlas a reglas automáticas y a delegar alguna de esas políticas en agencias independientes. Recordemos sólo dos ejemplos que han sido columnas vertebrales del modelo de formación de políticas en la fase de globalización financiera. Por un lado, la regla de la consolidación fiscal a toda costa, para evitar los efectos inflacionarios derivados de fuertes crecimientos en el gasto y el déficit públicos. Por

<sup>1</sup> Este ensayo es en buena medida una reelaboración de algunas partes del libro *La Torre de la arrogancia. Políticas y mercados después de la tormenta*, escrito en colaboración con X. Carlos Arias (2011).

otro, la delegación de la política monetaria en los bancos centrales independientes.

El objetivo de una inflación estable y próxima a cero fue la herencia que dejaron los dañinos efectos generados a partir de los años setenta por procesos inflacionarios que vinieron acompañados por el temido fenómeno conocido como *estanflación*. El legado fue la idea de que la política macroeconómica virtuosa es aquella que consigue ajustar la tasa de inflación a niveles muy próximos a cero.

El logro de una estabilidad de precios continuada constituye la mejor aportación de la llamada «Gran Moderación», la etapa que va desde 1980 hasta 2007. Se trata de un valor en sí mismo importante y que encarna un aspecto fundamental de la estabilidad de la vida social. Es por ello que la definición de objetivos de inflación baja y estable tiene mucho de positivo y es una pieza central desde 1990 del funcionamiento de todo tipo de economías, ya sean las desarrolladas o las emergentes.

Sin embargo, como todo lo que se acaba convirtiendo en un *mantra*, también el objetivo de mantener a toda costa un objetivo de inflación de un 1 o un 2% puede acabar siendo un problema cuando las circunstancias cambian. Y más si, como ahora ha ocurrido, lo hacen dramáticamente y el riesgo pasa a ser la deflación.

Algo de esto le ha ocurrido al Banco Central Europeo (BCE). En julio de 2008 cometió un error de política que muy probablemente recogerán los manuales dentro de muchos años. Subió los tipos de interés con el fin de «mantener la credibilidad anti-inflacionista» cuanto lo que estaba apareciendo ya en el horizonte era justamente el demonio opuesto, la deflación. Aunque quizá sería mejor hablar de «presiones deflacionistas» que se habían introducido en la economía europea como consecuencia del desplome de la demanda de consumo e inversión. Un desplome provocado tanto por la fuerte recesión en la ac-

tividad económica y el aumento del desempleo, como por el fenómeno llamado de «deflación de deuda» que aparece cuando el valor de los activos que respaldan la deuda cae por debajo del nominal de ésta. Esto provoca un incremento del valor real de la deuda, deprimiendo el consumo y creando presiones deflacionistas.

Estos cambios en la naturaleza de los problemas básicos que encaramos están provocando también importantes controversias académicas y políticas. Por primera vez en mucho tiempo, son bastantes los autores que ahora defienden subir significativamente los objetivos de inflación, hasta el 4 ó el 6%, según los casos. Los argumentos manejados son diversos, pero todos ven en la generalización de una inflación moderada, pero sujeta a control, un mecanismo para resolver algunos de los graves problemas que la explosión de la crisis ha puesto de manifiesto.

Uno de los autores que más vienen insistiendo en esa necesidad de fijar un objetivo más alto de inflación, de alrededor de un 4%, es Olivier Blanchard. Lo ha hecho en algunas aportaciones individuales, pero sobre todo en su condición de economista jefe del FMI. Según su opinión, la experiencia de los últimos años de la *Gran Moderación* enseña que una inflación estable puede ser un elemento necesario para el buen funcionamiento de la economía, pero no es un elemento suficiente, pues:

«La inflación, incluso la subyacente, puede ser estable, mientras el *gap* del producto varía, dirigiendo a un obvio *trade off* entre ambas... antes de esta crisis las dos variables eran estables, pero el comportamiento de algunos precios de activos y agregados de crédito, o la composición del producto eran indeseables (por ejemplo un alto nivel de inversión inmobiliaria, un alto nivel de consumo, o un déficit por cuenta corriente demasiado alto) y hacían potencialmente necesarios grandes ajustes macroeconómicos posteriores»<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Blanchard *et al.* (2010).

¿Por qué un objetivo de inflación muy baja, próxima a cero, puede resultar un inconveniente en una crisis como ésta? Debido a la posibilidad de que sobrevengan recesiones con presiones deflacionistas de demanda. En tales condiciones, como han demostrado esta crisis y la ocurrida en Japón a partir de 1990, los tipos nominales de interés pueden llegar fácilmente a un valor cero. Esto supone una enorme restricción para el uso de la política monetaria. Si el objetivo de inflación hubiera sido superior antes de la crisis, y los tipos nominales mayores, ahora habría un mayor recorrido para las decisiones de política monetaria. Y por tanto una mayor eficacia de ese instrumento frente a esta crisis. Es decir, una muy baja inflación se puede convertir en un peligro si acechan problemas de «trampa de la liquidez»; esto es, situaciones en las que el abaratamiento del dinero o el aumento de su cantidad no lleva a los consumidores a consumir ni a los inversores a invertir más, sino que simplemente aumentan las posiciones de liquidez, el atesoramiento del dinero. Es una situación que había descrito Lord Keynes para explicar la inutilidad de la política monetaria en la Gran Depresión de los años treinta. Pero con posterioridad a esa etapa, la *trampa de la liquidez* apenas ha sido tratado en la literatura económica en las últimas décadas. Si tenemos en cuenta este olvido, apreciaremos en toda su extensión el impacto que las inesperadas novedades de esta crisis está teniendo en la aparición de nuevos razonamientos económicos.

Pero ése no es el único argumento favorable a una relajación de los objetivos de inflación. Otros economistas, como Bradford DeLong, Gregory Mankiw o Kenneth Rogoff, vienen defendiendo ese mismo cambio de criterio. Por ejemplo, Rogoff aboga por una inflación de en torno al 6% durante unos años, en razón que «ello aliviaría la bomba de la deuda y facilitaría el proceso de despalancamiento»<sup>3</sup>. Este argumento puede tener

una notable influencia fáctica. A ese mecanismo han acudido muchos gobiernos, en numerosos episodios históricos, para resolver sus problemas de exceso de endeudamiento. Pero ése es un camino desaconsejado de un modo radical desde criterios de ortodoxia hacendística. Esto da idea de hasta qué punto estos tiempos son extraordinarios.

Naturalmente, no todas las opiniones han virado en la misma dirección. El impacto causado en relación con el objetivo de inflación por el documento de Blanchard *et al.* ha sido tal, que el director ejecutivo del FMI se ha visto obligado a matizar a su propio *staff* de investigación en esta cuestión, dejando claro que aunque esas ideas merecen ser estudiadas y discutidas, la posición del Fondo continúa ligada a una idea de inflación baja y estable<sup>4</sup>. Pero esa matización no se ha extendido a otros posicionamientos que figuran en ese mismo documento, como es el caso de los argumentos a favor de los controles de capital o de las políticas macroeconómicas activas. Más firmes aún han sido los principales banqueros centrales, que no quieren ni oír hablar de la posibilidad de un cambio que, es evidente, va diametralmente en contra de todo lo que han predicado y hecho durante muchos años. Cosa muy distinta es, desde luego, la opinión que parece ir imponiéndose en muchos gobiernos, con la conocida y muy notable excepción del alemán.

Podría, por tanto, estar originándose en relación con este asunto una diferencia de visión relevante entre gobiernos y bancos centrales independientes. Esto puede ser fuente de tensiones institucionales en nuestras economías, cuestión sobre la que volveré más adelante. En todo caso, parece que el objetivo de una inflación estable y permanente baja, próxima a cero, está dejando de tener el valor totémico que se le ha atribuido durante los últimos treinta años.

<sup>3</sup> Tomado de «US Needs More Inflation to Speed Recovery», Say Mankiw, Rogoff», Bloomberg, mayo de 2009.

<sup>4</sup> Strauss-Kahn (2010).

## La independencia de la banca central, ¿un principio reversible?

Otra ámbito donde la crisis de 2008 ha abierto una grieta es en del principio de independencia de la banca central y la opción por las reglas frente a la decisión discrecional como régimen general de la política monetaria. Hoy la cuestión de si los bancos centrales deben ser o no independientes del poder político no es ya la cuestión zanjada que parecía ser hace muy poco tiempo. Este hecho, en si mismo, marca una diferencia notable con la situación anterior. Para hacerse una idea de las posibles tendencias de futuro es necesario hilar fino e introducir matices y argumentos en uno y otro sentido.

En todo caso, las importantes ventajas de ese modelo de independencia siguen estando ahí. Por un lado, el impulso de entornos menos inflacionarios. Por otro, el mantenimiento de la política monetaria lejos de los ciclos electorales. Y, en tercer lugar, la mayor credibilidad del conjunto de la política. Sin embargo, como acabamos de ver, la más importante de esas ventajas, la relativa a la inflación, es vista ahora por muchos con otros ojos.

Las urgencias que ha traído la Gran Recesión de 2009 han puesto de nuevo en circulación algunos argumentos que destacan el lado más problemático de la independencia de los bancos centrales, aspectos que fueron en buena medida ignorados durante las últimas décadas. Me referiré ahora a tres que consideramos más interesantes.

El primero se refiere a la coordinación con otras políticas, en particular la fiscal. La idea de un banco central independiente descansa sobre el principio de que debe tener pleno control sobre la agenda de la política monetaria para perseguir eficazmente el objetivo de la estabilidad de precios. Pero si en ese esquema introducimos una segunda política, por ejemplo, la fiscal, con otro *policy maker* autónomo, típicamente el Congreso o, en algunos ámbitos, el Tesoro, se llega fácilmente a una contradicción fundamental. Los organismos

se definen como independientes entre sí, pero ¿lo son las políticas y los objetivos respectivos, la estabilidad de precios, el crecimiento del PIB o el empleo? La respuesta es, evidentemente, no. Esta situación, que tiene que ver con la consistencia interna general del conjunto de la política, hace que surja una objeción muy profunda al propio principio de independencia<sup>5</sup>.

A partir del momento en que la crisis ha presentado todo su potencial destructivo, la necesidad de dar al conjunto de la política económica una única y coherente dirección condujo a una reducción en los grados de libertad de la política monetaria, al menos tal como se entendía con anterioridad a la crisis<sup>6</sup>. Esto demuestra que, si bien el principio de independencia puede representar un valor en sí mismo, no es igualmente válido para todas las circunstancias, tal y como defendía el discurso predominante antes de la crisis. En esa misma línea, el hecho de que, con las dificultades recientes, haya llegado una multiplicación de los elementos de interacción entre gobiernos y bancos centrales (en materia de nuevos impuestos bancarios, nuevas competencias de regulación y sanción, o nuevos procedimientos de gestión de deuda) incrementa los interrogantes sobre la pervivencia del principio de independencia<sup>7</sup>.

El segundo motivo de cuestionamiento de la independencia tiene que ver con la economía política. Dado que, por su origen, o por razones de competencia profesional, los altos responsables del banco emisor suelen tener relaciones de proximidad con la comunidad financiera —llámese City, Wall Street, Frankfurt o como se quiera—, cabe la

<sup>5</sup> Blinder (1999); Bibow (2004).

<sup>6</sup> Particularmente visible fue la sumisión de la Reserva Federal a los criterios de las Administraciones Bush y Obama en los meses que siguieron a la caída de Lehman Brothers.

<sup>7</sup> Véase Goodhardt (2010). Es interesante subrayar que este autor, un gran *guru* contemporáneo en materia de banca central, haya enfatizado la necesidad de evitar que esos nuevos problemas socaven el valor del principio de independencia, que él defiende con fuerza; sin embargo, se muestra pesimista, o al menos escéptico, sobre la posibilidad de conseguirlo.

posibilidad de que en sus decisiones aparezcan elementos de *captura* por parte de aquellos. Si así fuese, la apariencia de pura definición técnica de la política monetaria en realidad podría ocultar sesgos perversos en favor de intereses muy concretos.

En Estados Unidos, la revisión de la actuación de Greenspan y Bernanke durante los años anteriores a la crisis ha colocado el foco sobre la relación pecaminosa de la Reserva Federal con Wall Street. Algo parecido ocurre con el BCE o el Banco de Inglaterra. Quizá nadie lo ha expresado con más contundencia que Joseph Stiglitz:

«Algunos de los responsables de los bancos centrales independientes no hicieron su trabajo tan bien como aquellos que eran más directamente responsables políticamente, tal vez porque no cayeron tanto bajo la influencia de los mercados financieros. Brasil e India, ninguno de los cuales tiene bancos centrales plenamente independientes, están entre los buenos gestores; el Banco Central Europeo y la Reserva Federal están entre los malos gestores»<sup>8</sup>.

El tercer problema es el del déficit democrático de los bancos centrales. Se trata del vacío de legitimidad que rodea a la propia idea de que una parte de la política no venga determinada por las preferencias ciudadanas, sino por las preferencias de tecnócratas. Dado que las razones de eficacia pueden estar en abierta contradicción con una lógica estrictamente democrática, este asunto incorpora un dilema de imposible solución en términos abstractos. Es evidente que este tipo de problemas tiende a verse de modos muy diferentes en épocas de prosperidad o de tribulación. En las primeras apenas son tomadas en cuenta, pero en las segundas pueden alcanzar una dimensión sombría.

Algo de esto hemos visto desde el verano de 2008, momento a partir del cual las opiniones que cuestionan el carácter *ademocrático* de los bancos centrales se vienen repitiendo con mucha insisten-

cia. No sólo por parte de sindicalistas o portavoces de grupos políticos minoritarios, sino también por responsables políticos de primer nivel. Las repetidas declaraciones de Nicolás Sarkozy en esa dirección son bien conocidas. Pero se extienden también a otros países y a políticos de todas las ideologías. En ese sentido, la dura batalla librada en enero de 2010 en el Congreso norteamericano a propósito de la reelección de Ben Bernanke como gobernador de la Reserva Federal, ocasionó fuertes debates sobre la conveniencia de reducir por ley su grado de independencia. En concreto, su Comité de Finanzas se mostró muy partidario de avanzar por ese camino<sup>9</sup>. La creciente preocupación por los problemas de *déficit democrático* en la gestión de ese tipo organismos ha traído consigo una notable extensión a lo largo de los últimos meses de la literatura que trata acerca de ello<sup>10</sup>.

¿Se generalizarán en los próximos años reformas institucionales que lleven a desandar parte de los pasos dados hace dos décadas y reduzcan la independencia efectiva a los bancos centrales? Probablemente no. Pero es seguro que habrá presiones y movimientos en esa dirección. Los movimientos y debates políticos habidos ya en países como Francia o Estados Unidos no anuncian otra cosa, al igual que ocurre con el relevo por parte de la canciller alemana del presidente del Bundesbank, *sancta sanctorum* del principio de independencia, en febrero de 2011, que llevó aparejado el nombramiento de Jens Weidmann, un miembro del entorno político más próximo a Merkel (con la importante proyección de conflicto, descarnadamente político, que todo ello puede tener sobre el proceso de elección del próximo presidente del BCE)<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> *Financial Times*, 10 de enero de 2010.

<sup>10</sup> Así se refleja en Dorn (2009) y en las referencias bibliográficas que maneja.

<sup>11</sup> Véase W. Münchau en *Financial Times*, 20 de febrero de 2011 («A misguided German narrative of the crisis»). También Vidal-Folch (2011).

<sup>8</sup> Stiglitz (2010a).

Lo que sí parece enterearse con alguna claridad es que la presión política se intensificará en mayor medida sobre los bancos que más vinculados se muestran a la estricta ortodoxia monetaria del pasado. Por ejemplo, si permanecen absoluta y dogmáticamente anclados a los objetivos fetiche del 1 ó 2% de inflación. Las decisiones de política monetaria y la definición del propio organismo que las debe adoptar probablemente dejarán de estar, en todo caso, más allá del bien y del mal de la arena política.

## Reglas de políticas que no lo son tanto

La opción por las políticas sometidas a reglas de comportamiento, como las reglas de Maastrich en el caso de la UE, ha sido un pilar básico en el modelo de formación de políticas durante la etapa de hiperglobalización. Ahora, la crisis, más que abrir dudas, como acabamos de ver en el caso de la independencia de los bancos centrales, ha traído consigo un auténtico laberinto.

En primer lugar, durante la etapa de expansión económica, la versión moderada de este régimen de fijación de reglas para algunas políticas específicas, como la monetaria o la presupuestaria, dio buenos resultados. Pero las versiones más extremas y dogmáticas, dirigidas a someter a reglas estrictas el conjunto de la política -como en el caso de la convertibilidad argentina- fracasaron con estrépito.

En segundo lugar, con la crisis el incumplimiento de las reglas se ha convertido en la situación más común. Es más, hoy existe un amplio consenso en valorar que, en el caso de la eurozona, el cumplir de forma estricta las reglas de déficit y deuda acuñadas en el Pacto de Estabilidad hubiera sido, en las circunstancias de la primavera de 2009, equivalente a un suicidio económico.

Se hace imposible hoy defender la validez universal, permanente e irreversible de la opción por políticas sometidas a reglas. Pero además se

multiplican los interrogantes sobre algunos aspectos específicos de este régimen de política económica. Es indudable que las reglas, al establecer un escenario más predecible y confiable para los agentes económicos, proporcionan ganancias de credibilidad. Pero, ¿por qué esas reglas concretas y no otras? ¿Responden a razones *objetivables* o han sido impuestas desde determinadas preferencias ideológicas? ¿Qué explica, en el caso de la UE, que se haya hecho tanto énfasis en la regla de déficit público, y por el contrario se haya desestimado totalmente cualquier posibilidad de limitar los déficits comerciales?<sup>12</sup>, ¿No habría que haber limitado también, a través de alguna regla, el exceso de endeudamiento privado en los mercados de capital? ¿O la concentración de riesgo de las entidades financieras en sectores altamente apalancados como el inmobiliario?

Son desde luego muchas las contradicciones que envuelven esos interrogantes. Todo ello sugiere que también en este punto estamos muy lejos de las posiciones ampliamente compartidas entre *policymakers* y académicos antes de la crisis. La pura lógica nos lleva a decir, a la manera de Elinor Ostrom, que «las reglas que no se hacen cumplir son mera palabrería»<sup>13</sup>, pero con el añadido de que además traen consigo pérdidas netas en su ámbito más sensible, el de la credibilidad. En ese sentido, cabe consignar incumplimientos de la máxima importancia de las principales reglas formales que han estado operativas en los principales países como elementos estructurantes decisivos de sus políticas. El fracaso de las normas europeas ha sido espectacular, ya no sólo en relación con las consabidas de déficit y deuda, suspendidas para un largo período. También la prohibición explícita de

<sup>12</sup> En un interesante ensayo breve, el periodista económico alemán W. Proissi ha explicado que tales reglas, que tanto se corresponden con la cultura de estabilidad alemana, fueron una condición absoluta establecida por el gobierno del canciller Kohl (en último término, una imposición) ante sus socios, sobre todo Francia, para sumarse al proceso de la moneda común (Proissi, 2010).

<sup>13</sup> Ostrom (2009).

rescatar a un país concreto ha sido vulnerada –diríamos que benemérita– con la operación de *bail out* a Grecia en la agitada primavera de 2010. Sin embargo, es cierto que en los países de la UEM ese problema encarna de un modo muy singular, pues estando muy lejos de la definición de una única política fiscal, la ausencia de reglas en ese ámbito haría casi inviable la unión monetaria en el medio plazo. Es decir, cuando por todas partes la idea de política reglada se ve deteriorada, en la eurozona, al menos en algún aspecto, se convierte en un elemento de pura supervivencia<sup>14</sup>.

Por lo demás, parece evidente que un buen funcionamiento del régimen de reglas exige algunos consensos básicos en las esferas política y social. Pero estos consensos probablemente estén lejos de darse en los próximos años. En tales condiciones, es absurdo pensar que la preferencia por el régimen institucional de reglas frente a la discrecionalidad no se va a ver alterada. Es un debate teórico –uno más– que nadie podrá volver a ver con los mismos ojos después de esta crisis<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> A finales de septiembre de 2010, la Comisión Europea aprobó un paquete de medidas legislativas «dirigidas a reforzar la gobernanza económica», pero básicamente consistentes en hacer más creíbles las reglas de la eurozona. Para ello se proponen medidas y procedimientos muy detallados para hacer seguimientos más exhaustivos de las finanzas públicas nacionales y extender las sanciones a los incumplidores. Y a principios de 2011, el gobierno alemán redobló sus presiones a favor de reglas rígidas. Obviamente, es pronto para conocer los resultados que producirán esos cambios en las normas, que han sido recibidas con una notable carga de escepticismo (véase, por ejemplo, von Hagen, 2010). Una parte importante del BCE (incluido su presidente) se opuso a tales cambios (*Financial Times*, 20 de octubre de 2010: «Trichet opposes deal on EU budget rules»).

<sup>15</sup> Es interesante constatar que durante los años de crisis solamente ha surgido una propuesta para introducir una nueva regla de política económica. Nos referimos a la idea, lanzada por el secretario del Tesoro norteamericano ante la cumbre del G-20 en Seúl, de fijar un límite para los desequilibrios de las balanzas comerciales (un 4% del PIB). Esta propuesta dirigida a solucionar el *global imbalance*, que en todo caso presenta clara dificultades para ser llevada a la práctica, fue ninguneada por el resto de los gobiernos, lo que podría interpretarse como un sentimiento generalizado de que no están los tiempos para nuevas reglas.

## Mayores márgenes para las políticas macroeconómicas

Esos cambios previsibles en rasgos institucionales tan característicos del régimen político económico contemporáneo como son la independencia del banco central y la noción de políticas sometidas a reglas no dejarán de influir sobre la orientación de las políticas macroeconómicas específicas: la política fiscal, la monetaria y, en menor medida, el tipo de cambio. De hecho, podemos hacer ya un inventario, a modo de lecciones, de algunas de las innovaciones en este terreno.

## Lecciones que ofrece la política fiscal

Como consecuencia de la crisis, cabría esperar que en el futuro veamos políticas fiscales más activas, contingentes y cambiantes en el tiempo; un peso mucho menor de los fenómenos de competencia fiscal y reducción de impuestos; y, sobre todo en lo que tiene que ver con estímulos a la inversión financiera. El debate teórico y la práctica política apuntan en este sentido.

El documento teórico que a finales de 2008 marcó el punto de inflexión en el uso de la palanca fiscal fue *Fiscal Policy for the Crisis*, publicado por Spilimbergo y otros. En ese trabajo se hace una defensa firme de la necesidad de vencer a la inercia, obviar la rigidez de las reglas y utilizar con la máxima flexibilidad todos los recursos disponibles de la política fiscal para evitar el colapso<sup>16</sup>. Ese enfoque se plasmó poco más tarde en la actuación de los gobiernos de numerosos países. Los grandes paquetes de estímulo, superiores al 5% del PIB en muchos lugares, tuvieron el doble efecto ya conocido. Lograron su objetivo de contrarrestar la amenaza de depresión. Pero dejaron como legado grandes desequilibrios en las cuentas públicas y la deuda de los Estados.

<sup>16</sup> Spilimbergo *et al.* (2009).



De la experiencia de la crisis en relación con las políticas fiscales se pueden extraer, al menos, cuatro lecciones importantes.

La primera, es que constituye un absurdo renunciar de antemano, como se hizo durante mucho tiempo, a utilizar una herramienta potencialmente poderosa para la estabilización económica como es la palanca fiscal. Hasta la agudización de la crisis, la estrategia de intervención macroeconómica se basó casi en exclusiva en el uso de la política monetaria. Se daba por supuesto que la fiscal tenía escaso impacto en la estabilización y, en todo caso, sus efectos eran lentos. El retorno a la política fiscal llegó cuando la monetaria había agotado ya todas sus posibilidades de generar algún efecto expansivo para salir de la crisis. Ahora, lo lógico es buscar equilibrios en la definición de un *mix* más compensado del uso de esas dos palancas macroeconómicas.

La segunda lección, es que la política macroeconómica tiene que ser capaz de generar estrategias anti-cíclicas. Esto supone que los instrumentos fiscales tienen que ser utilizados en sentido diferente en distintos momentos o fases del ciclo. Este sería uno de los motivos fundamentales para que calificásemos de *crisis keynesiana* a la crisis de 2008. Pero este hecho había sido en gran medida olvidado durante demasiado tiempo. La lectura del libro reciente de Skidelsky<sup>17</sup> debiera contribuir a entender por qué las prioridades de la política fiscal pueden cambiar radicalmente, hasta hacerse abiertamente contradictorias, de una fase a otra del ciclo económico. La política fiscal debe, por tanto, ser contingente, no dogmática.

La tercera lección se relaciona con la posibilidad de conciliar las ideas de reglas y discrecionalidad fiscal. Desde un punto de vista teórico se han ofrecido algunas soluciones. Avinash Dixit, por ejemplo, ha construido un interesante modelo de alternancia entre las dos posibilidades,

con períodos de transición entre ambos<sup>18</sup>. Pero también en la práctica política se han ofrecido soluciones. Reglas que se apliquen con firmeza en los períodos de expansión pero que ofrezcan importantes cláusulas de escape en las recesiones. O la aún más interesante concepción dinámica de la regla en el largo plazo, de modo que los incumplimientos de la norma de déficit, por ejemplo, en algunos ejercicios presupuestarios se compensen con los resultados virtuosos de otros. El resultado es que al cabo del ciclo las cuentas puedan estar razonablemente equilibradas, pero mientras tanto, y eso es lo decisivo, la herramienta fiscal habrá sido usada, con toda fuerza y determinación, para combatir las tendencias al sobrecalentamiento o a la recesión que se puedan producir.

Una cuarta lección tiene que ver con el inevitable proceso de reducción general de los niveles de sobreendeudamiento. Esta reducción afectará también a la que emiten los Estados, si bien la deuda pública no pasa de ser una parte pequeña del total del endeudamiento en la mayoría de los países<sup>19</sup>. Pero el estrechamiento general de los mercados de deuda hace previsible que la de carácter público no podrá seguir moviéndose a la escala en la que lo hacía antes de la crisis. Esto marcará también la evolución de la política fiscal.

La reconstrucción de la política fiscal sobre estas lecciones del pasado reciente ha de tener en cuenta tanto la necesidad de dotarle de contenidos más activos y dinámicos, como de ajustarse a la restricción que impondrá esta reducción de los niveles de deuda pública. La búsqueda de equilibrios entre ambos aspectos está presente en el ya citado documento del equipo de análisis del FMI. Sin llegar a proponer un cambio radical de criterios, lo más interesante de su controvertido contenido

<sup>17</sup> Skidelsky (2009).

<sup>18</sup> Dixit (1996).

<sup>19</sup> Una cuarta parte del total de la deuda acumulada en Alemania y Francia, quinta parte en Estados Unidos, séptima parte en España; o novena parte en el Reino Unido. Todo ello a finales de 2008 (McKinsey Global, 2010).

es la decidida apuesta por buscar las condiciones para el uso anticíclico de esta política. Así, postula la necesidad de:

«Crear un mayor espacio fiscal en los buenos tiempos para desarrollar déficits cuando realmente se necesite [...]. la lección de la crisis es claramente que los objetivos de deuda pública debieran ser más reducidos que los observados en el periodo anterior a la crisis. La implicación política para la siguiente o las dos siguientes décadas es que, cuando las condiciones cíclicas lo permitan, un gran ajuste fiscal se hará necesario, y cuando se recupere el crecimiento económico, ello debiera ser usado para reducir sustancialmente los ratios de deuda a PIB, mejor que para financiar el gasto o para reducir impuestos»<sup>20</sup>.

En el terreno más concreto de la política impositiva, una de las consecuencias de la crisis puede ser el final de toda una época de competencia fiscal entre países. Una competencia que fue impulsada por la internacionalización financiera, pero también por el amplio y progresivo dominio en la arena política de la idea de que la mejor fórmula impositiva es la mínima. Eso llevó a la reducción de la imposición de sociedades y la desaparición de en un buen número de países de diversos impuestos, como el de sucesiones o el del patrimonio. Consideramos, sin embargo, que esa tendencia ha tocado fondo, tanto por lo dicho en el párrafo anterior como por el efecto inducido por una eventual menor libertad de los movimientos de capital.

## Lecciones de las políticas monetarias

En cuanto a las políticas monetarias, es probable que veamos políticas más flexibles y menos hipnotizadas por la búsqueda de objetivos fijos y muy bajos de inflación. Las que se pusieron en marcha a la desesperada en el otoño de 2008,

para hacer frente a una situación muy próxima a la trampa de la liquidez, apenas dejarán legado. La razón es que utilizaron hasta el final casi todos los mecanismos al alcance de los bancos centrales, tanto por la vía de tipos de interés como en lo que se refiere al incremento directo de la cantidad de dinero. Esa misma extremosidad las hace sólo aptas para situaciones absolutamente excepcionales e inaplicables en tiempos de normalidad. Por lo demás, a pesar de su contenido radical y heterodoxo, resultaron en gran medida estériles, pues no consiguieron dinamizar los mercados de crédito.

Echando la vista más atrás, la política monetaria fue acumulando algunos importantes errores durante la época de expansión. No me refiero solo al famoso *error Greenspan* de mantener los tipos muy bajos durante demasiado tiempo, una de las causas directas más obvias de la burbuja. La idea de que la aplicación de fórmulas tan simples como la de Taylor era suficiente para estabilizar al mismo tiempo la economía real y el sector financiero, se ha revelado como un gran fiasco<sup>21</sup>.

No es extraño, por tanto, que haya surgido un rápido consenso sobre la necesidad de que los bancos centrales cumplan con su función de prestamistas de último recurso con mayores dosis de flexibilidad<sup>22</sup>. Como antes se ha señalado, mucho más controvertida es la cuestión de la fijación del objetivo de inflación, cuestión en la que los banqueros centrales se muestran hostiles a las propuestas de muchos economistas de aumentar la cifra objetivo. Es curioso ver como uno de los principales argumentos de estos últimos hace referencia a la necesidad de dejar más amplias posibilidades de recorrido a los tipos de interés. Este argumento recuerda el antes mencionado de abrir mayores espacios fiscales para las estrategias anti-cíclicas.

<sup>20</sup> Blanchard *et al.* (2010).

<sup>21</sup> Walther (2009).

<sup>22</sup> Strauss-Kahn (2010).

es garantizar la eficacia de las políticas fiscales. Y no hay duda de que las dificultades de coordinación que se derivan de su eventual aplicación muy descentralizada tienden a constituir un problema objetivo y significativo para esas posibilidades de eficacia. A ello cabe añadir la necesidad de simplificar las estructuras de la administración, como consecuencia de la previsible búsqueda de ganancias de eficiencia por parte de un sector público de menor dimensión que en el pasado reciente. De todo esto se deduce que, en los casos de aquellos países en donde la lógica política sigue apuntando en una dirección descentralizadora –como Italia, o España–, podría aparecer una viva disparidad, que estuvo ausente o no visible en el período anterior, entre las razones económicas y políticas para el reparto territorial del poder.

### La virtud institucional importa

Otra de los destrozos dejados por el violento paso de la crisis financiera ha sido la quiebra de un mundo que se había imaginado absolutamente transparente. Se suponía que los flujos de información económica eran libres y suficientes para la adopción de decisiones racionales. Y que su registro era absolutamente veraz. Resultó no ser nada de eso. Algunas instituciones básicas para el funcionamiento de una economía de mercado, como son las instituciones financieras y, en particular, las agencias de *rating* han fallado en ese elemento básico de virtud institucional que es la transparencia. Ese fallo ha causado lógica decepción.

Sin embargo, lo que se ha revelado como un fraude es el hecho de que una parte de la investigación académica que destaca la importancia de las instituciones haya utilizado sus argumentos como simple espejo, con la pretensión de poner de manifiesto que las instituciones que funcionan en las economías occidentales son, sino perfectas,

un referente obligado para el resto de los países. El fraude en el funcionamiento de las agencias de *rating* es un buen ejemplo de ese error, pero no el único. Ahora bien, esta crítica no niega en absoluto el argumento fundamental: con instituciones ineficientes es impensable un crecimiento sólido en el largo plazo<sup>24</sup>.

Esta conclusión ha quedado confirmada por la experiencia de la crisis. Las batallas por venir entre mercados y políticas dejarán paisajes económicos en los que la confianza en las instituciones serán más importantes que nunca para el buen funcionamiento de las economías de mercado. Y en ese terreno tendrá enorme ventaja quien disponga de sistemas veraces de registro y revelación de información; quien mantenga modelos legales y judiciales confiables; quien goce de una burocracia eficaz y una red de procedimientos administrativos que agilicen y den consistencia a las transacciones económicas; quien en medio de las dificultades producidas por situaciones que serán frecuentemente cambiantes e inesperadas, sea capaz de dar al menos la seguridad de moverse por criterios que vayan más allá del puro oportunismo o cortoplacismo; y, quien demuestre que sus procesos de formación de políticas –y la relación de éstas con los mercados– están bajo estricto escrutinio y a la vista de todos. En suma, es razonable hacer la doble conjetura de que en aquellos países donde exista toda una red de instituciones eficientes, a) el conjunto de la economía presentará bases más sólidas para el crecimiento, en circunstancias en que ello puede ser capital, dadas las dificultades o simple imposibilidad de seguir sustentando la expansión en la gran burbuja del endeudamiento; y b) las políticas económicas multiplicarán sus posibilidades de dar resultados positivos en relación con los objetivos buscados.

<sup>24</sup> North (2005).

## Condenados a la economía del *trade-off*

El panorama que se va dibujando en relación con la definición de la agenda de las políticas económicas que acabamos de describir, apunta a escenarios complejos, en los que se harán muy visibles contradicciones de diverso tipo para la decisión pública. La necesidad de optar entre objetivos contrapuestos convierte la elección pública en un continuado dilema y, no pocas veces, a los *policymakers* en personajes un tanto trágicos que se ven obligados a renunciar de partida a la resolución de una parte de los problemas que se le presentan a la sociedad. La historia de la política económica de cualquier país democrático en los últimos cincuenta años está llena de este tipo de conflictos entre objetivos. La literatura económica los denomina usualmente *trade off*. Lo que quiero destacar es que ahora probablemente esa economía del *trade off* se ha hecho más tensa, y acaso será más dramática en los próximos años.

La explosión del modelo de relaciones entre políticas y mercados anterior a la crisis ha dejado un magma de problemas tan diversos y contradictorios, que el arsenal de políticas necesarias para hacerles frente y volver al crecimiento sostenido trae consigo todo un potencial de choques abiertos.

Hay dos encrucijadas a las que de pronto se han tenido que enfrentar las políticas económicas de un gran número de países. La primera, surge en el ámbito de las políticas financieras. Por un lado, han de orientarse a reducir el elevado endeudamiento que ha llevado a la crisis; por otro, han de mantener el crédito a sectores y familias para evitar el elevado coste de un estancamiento prolongado. La segunda emerge en el campo de la política fiscal: las cuentas públicas han de ser utilizadas para combatir las tendencias al estancamiento económico. Pero, por otra parte, también han de controlar el déficit y la deuda, si no se quiere entrar en terrenos de insolvencia financiera. No

son dilemas pasajeros, de corto plazo. Se trata de problemas que pueden devenir estructurales, en una perspectiva temporal dilatada, y que pueden convertir a los gobiernos en émulos de Hamlet.

De todos modos, es interesante constatar que aunque todos están enfrentados a una dificultad muy semejante, la reacción de los gobiernos no ha sido la misma. El gobierno de Estados Unidos seguía dando prioridad a la reactivación, aun registrándose allí algunos de los principales desequilibrios fiscales del mundo desarrollado y con algunos los estados importantes de la Unión, como California, en situación técnica de insolvencia. Por el contrario, la mayoría de los gobiernos de la UE han girado para dar prioridad a la austeridad fiscal, aún a costa de someter a sus economías a un estancamiento o débil crecimiento prolongado.

Es difícil sustraerse, por tanto, a la idea de que las decisiones de política económica en nuestros países se encontrarán de nuevo, y por un largo tiempo, en ese difícil espacio de nadie, entre Escila y Caribdis. Una situación muy lejana de la que vivimos durante los años del triunfo de los mercados financieros globales, en los que la idea del mundo idílico de la estabilidad macroeconómica dominó la mentalidad de agentes económicos, políticos y académicos. Naturalmente, también entonces existían conflictos entre objetivos, pero se consideraban como un problema secundario, menor. En el nuevo entorno, la decisión política será sin duda más intrincada y espinosa; pero, al menos, tendremos el consuelo de que su análisis, además de arduo, será también más realista e interesante.

## La política óptima, una arrogante pretensión intelectual

Si algo resume el concepto básico de la política macroeconómica durante la etapa de hiperglobalización era la creencia de que es posible definir e instrumentar una política óptima: aquella que

de forma permanente permite hacer máximas las ganancias de credibilidad ante los mercados financieros globales. Esa política óptima se asoció, como hemos visto ya, inequívocamente a un objetivo de inflación estable y bajo, próximo a cero. Una de las lecciones importantes en materia de política económica de esta gran crisis financiera es poner de manifiesto el error de creer que se puede definir una política permanentemente óptima, ya sea esa u otra cualquiera.

La idea de política óptima hizo su aparición en los años cincuenta, en pleno consenso keynesiano, de la mano de las aportaciones del conocido economista holandés Jan Tinbergen, al que se considera el padre de la teoría de la política económica moderna. Este planteamiento tuvo en su momento la ventaja de presentar un esquema lógico, claro y operativo para manejar la política económica. Por eso obtuvo un respaldo casi general durante dos décadas. Pero entre otras limitaciones, era heredero de una mentalidad propia de la ingeniería social, muy relacionada con el viejo positivismo compitiano que aspiraba a «predecir para controlar»<sup>25</sup>. Había una extraordinaria arrogancia intelectual que llevaba a eliminar la complejidad de la realidad mediante una construcción algorítmica.

En los años setenta el enfoque de Tinbergen fue sometido a un fuego graneado de críticas, debido sobre todo a que partía del supuesto implícito de que el único móvil del *policymaker* es maximizar la función de bienestar, el interés general. La escuela de la Public Choice, una de las corrientes del nuevo liberalismo de esa época, aportó una dosis de mayor realismo al introducir la idea de que los políticos no actúan sólo persiguiendo el interés general, sino que tienen también sus propios objetivos que hay que tener en cuenta si se quiere entender las políticas económicas.

Pero esa crítica no rompió con la idea de política óptima. Al contrario la agudizó, porque

si bien la ambición de Tinbergen era definir una política óptima contingente, distinta para cada momento y basada en el bienestar social, lo que ahora se buscará es una política permanentemente óptima de acuerdo con otros criterios. Para la corriente intelectual del mercado libre (*Public Choice*), política óptima sería aquella que garantiza el Estado mínimo permanente. Se trata, por tanto, de una política *de ordenación*, que debe establecer las reglas y criterios generales, y a ser posible sobre bases de consenso. Pero nunca debiera constituirse como una política *de proceso*, basada en actuaciones discrecionales de la política. Por su parte, para la corriente de la nueva macroeconomía clásica, lo determinante es que las políticas se dirijan a lograr ganancias de credibilidad por los mercados. El criterio básico que debe orientar esa búsqueda es el objetivo de inflación cero. Una y otra corriente del nuevo liberalismo no son contradictorias, sino que se complementan, acotando en su conjunto lo que ha sido durante décadas el desiderátum central de la definición de políticas.

En ese sentido, las décadas del triunfo de los mercados financieros globales tuvieron mucho de *rabia*. En uno de sus viejos trabajos en torno a los procesos de formación de políticas en los países en desarrollo, Albert Hirschman recogió un vieja expresión de Flaubert, *la rage de vouloir conclure* («la rabia de querer concluir»)<sup>26</sup> para referirse a la pasión que anima a muchas personas de querer arreglar los problemas de una vez y por todas<sup>27</sup>. Pocas nociones encajan mejor en esa línea de doctrinarismo extremo que denuncia Hirschman que la idea de una política capaz de ser considerada óptima por encima de las circunstancias cambiantes de la economía y la sociedad. Y de esa noción es, desde luego, un ejemplo destacado la «política de grado cero» que estuvo vigente entre 1980 y 2007.

<sup>25</sup> McCloskey (1996).

<sup>26</sup> «La rabia de querer concluir es una de las manías más funestas y más estériles que pertenecen a los humanos»; Gustave Flaubert, *Correspondence, Lettre a M. L. de Chantepie*.

<sup>27</sup> Hirschman (1963).

Algunos economistas de primer nivel vienen clamando desde hace tiempo contra esa concepción dogmática. Dani Rodrik, por ejemplo, ha dedicado un libro, con el significativo título de *One Economics, Many Recipes*, a explicar la necesidad de evitar la aplicación de supuestas fórmulas infalibles para abordar la tarea del crecimiento económico<sup>28</sup>. Pero fue de nuevo Hirschman quien, en otro de sus extraordinarios libros, desmontó la idea de la posibilidad y conveniencia de que los científicos sociales dedicasen sus esfuerzos a buscar una política óptima al señalar que:

«La búsqueda ininterrumpida de políticas e instituciones permanentemente óptimas que caracterizan buena parte de las ciencias sociales, está a menudo mal encarrilada. En diversas situaciones acaso se pueda definir la optimalidad con respecto a la amplitud y frecuencia de reversiones periódicamente necesarias de política y cambios en las instituciones»<sup>29</sup>.

Esta idea de la política económica alternante, adaptativa y pragmática, formulada hace casi cuatro décadas, se ajusta mejor a las realidades reveladas por la gran crisis financiera que centenares de investigaciones supuestamente «de frontera» publicadas en los últimos años en torno a si determinada intervención o política específica satisface el criterio de credibilidad de los mercados, o proporciona una tasa de inflación muy cercana a cero. Es por ese motivo que considero que la Gran Recesión, a la que en otro lugar he definido como una crisis keynesiana y schumpeteriana, puede también, desde el punto de vista de la política económica necesaria, definirse como una *crisis hirschmaniana*, en la medida en que ha dejado en evidencia lo vano de buscar políticas que sean óptimas de un modo permanente.

Lo anterior no constituye una llamada al nihilismo metodológico, o al «todo vale». Es,

sencillamente, la identificación de otro aspecto clave de la crisis teórica que está asociada a la crisis económica: el hundimiento de la idea de que hay una única teoría simple e inobjetable para sustentar una única posibilidad de política virtuosa. En realidad se trata de buscar un camino más modesto para las relaciones entre análisis económico y política. En nuestra opinión, posiblemente lo que veremos en el inmediato futuro no será tanto un cambio radical en las teorías económicas, cuanto una mayor humildad y un uso menos dogmático de las teorías a la hora de diseñar políticas. Acojámonos, por tanto, al consejo de Robert Skidelsky de asignar «un papel más modesto de la propia teoría económica como preceptora de los gobiernos»<sup>30</sup>.

## ¿Traerá esta crisis un nuevo *New Deal*?

A lo largo de las páginas anteriores hemos ido viendo como la crisis financiera y la Gran Recesión que la ha seguido han alumbrado nuevos razonamientos económicos que dejan más campo para la experimentación de políticas. ¿Podemos pensar que veremos un viraje político económico como el que tuvo lugar después de la crisis de los años treinta, un nuevo *New Deal* en el que el equilibrio entre mercados y gobiernos se incline hacia una mayor intervención pública y más intensa regulación de los mercados? No es fácil.

La dinámica de destrucción creativa asociada a la crisis juega a favor de ese cambio. El modelo basado en la autorregulación de los mercados y políticas macroeconómicas de grado cero es difícilmente defendible en las circunstancias actuales. Además, la propia crisis ha hecho aparecer con fuerza inusitada la posible condición de los Estados como «instituciones intermedias» entre los merca-

<sup>28</sup> Rodrik (2007).

<sup>29</sup> Hirschman (1971).

<sup>30</sup> Skidelsky (2009).

## Lecciones de la regulación financiera como instrumento macroeconómico

Respecto de la regulación financiera, una de las lecciones de la crisis ha sido poner de manifiesto el fuerte impacto macroeconómico que puede llegar a tener el comportamiento de las instituciones financieras. Pocos defenderán a estas alturas que la regulación de la conducta de estas instituciones debe dejarse exclusivamente a la «vigilancia de mercado».

La lección aquí es que una estricta supervisión financiera, en particular la crediticia, debe acompañar firmemente a las políticas monetarias, en una visión comprensiva de la intervención macroeconómica. Dejando ahora al margen la cuestión de la escala a la que se deben generar las regulaciones y el organismo encargado de ello, la buena supervisión es un instrumento imprescindible para mantener el control sobre el riesgo sistémico. Para lo cual, «la supervisión necesita ser intrusiva, adaptativa, escéptica pero proactiva, comprensiva y conclusiva»<sup>31</sup>.

## Lecciones sobre los tipos de cambio

Como elemento de contraste, sin embargo, interesa consignar que al lado de todas esas que podemos considerar novedades, la acción político económica contra la crisis de muchos gobiernos ha seguido y seguirá utilizando algunos instrumentos tradicionales. Por ejemplo, no se debe olvidar que el tipo de cambio continúa siendo un instrumento extraordinariamente poderoso de política económica, al igual que lo fue en el pasado.

Los episodios de guerras de divisas vividos a lo largo de 2010, en los que participaron, en mayor o menor medida, gobiernos de países tan importantes como Japón, Estados Unidos y el

Reino Unido, además de, por supuesto, China o Brasil, podrían ir a más en los próximos meses o años, convirtiéndose en un obstáculo para la recuperación general de la economía mundial. Pero algunos países concretos podrían sacar buen provecho de esas estrategias como palanca para dejar atrás las tendencias al estancamiento e incentivar la recuperación, tal y como ocurrió con Gran Bretaña en los primeros años treinta con su célebre decisión de abandonar el patrón oro.

Vemos pues, que las lecciones de la crisis respecto a las políticas macroeconómicas apuntan en la dirección de buscar mayores espacios y autonomía de acción para la política. Las tendencias van hacia políticas fiscales más activas y contingentes; estrechamiento de los fenómenos de competencia fiscal y reducción de impuestos, sobre todo en relación con la inversión financiera; políticas monetarias más flexibles y menos focalizadas en la inflación cero o muy baja; mayor papel de regulación financiera, y una presencia mucho más activa de la supervisión como instrumento de estabilidad macroeconómica.

## Recentralización de la política fiscal

Un mayor peso de las políticas macroeconómicas, y en particular la fiscal, puede inducir cambios en un elemento institucional muy diferente de los ya mencionados: en la estructura de gobierno multinivel. La teoría del federalismo económico apunta a que el nivel de gobierno adecuado para formular políticas macroeconómicas eficientes es el más centralizado. Es diferente el caso de las de carácter microeconómico, para las cuales la esfera de decisión de los gobiernos subcentrales parece más recomendable.

En los últimos treinta años fue consolidándose una tendencia al vaciamiento del nivel central de gobierno. A partir de la crisis, esa tendencia podría cambiar de un modo diametral. Ahora la prioridad

<sup>31</sup> Viñals *et al.* (2010).

dos internacionales —que como hemos mostrado, son hasta el extremo impersonales e ignotos- y la masa de ciudadanos inseguros e indefensos. El historiador Tony Judt lo ha analizado en esos términos en su libro testamentario, *Ill Fares the Land* («Algo va mal»):

«Con las tensiones derivadas de la globalización y las crisis que la acompañan, el Estado tendrá que actuar cada vez más para resolver conflictos. Al ser la única institución que se encuentra entre los individuos y los actores no estatales, como los bancos y las corporaciones internacionales, la única instancia reguladora que ocupa el espacio entre los órganos transnacionales y los intereses locales, es probable que el Estado territorial acreciente su importancia política»<sup>32</sup>.

Pero en la actual situación también existen elementos que juegan abiertamente en contra de cualquier cambio. Además, ahora no están presentes algunos elementos que sí lo estaban en los años treinta o en los setenta y que favorecieron el cambio de rumbo político económico en esas dos etapas. En particular, nos referiremos a cuatro relevantes asuntos que a nuestro juicio obstaculizarán esa posibilidad y limitarán la magnitud de ese viraje. Primero, la pervivencia de inercias asociadas a ideas, miedos e intereses ligados al pasado. Segundo, resistencias relacionadas con la percepción social del espacio de lo público y el grado de confianza en la democracia. Tercero, la ausencia de una nueva caracterización del Estado y de su papel. Y cuarto, las escasas novedades en materia de distribución de la renta<sup>33</sup>.

La consideración conjunta de estos cuatro grandes obstáculos para el cambio, hace surgir dudas sobre el modo en el que una posible transformación del equilibrio entre mercados y políticas, y de la propia idea de política económica, pudiera

trasladarse a la agenda política y al conjunto de la sociedad. Observado desde una perspectiva histórica, vemos como en las décadas de postguerra todo el espectro político central de los países desarrollados se adaptó a lo que solemos llamar consenso keynesiano. Esa adaptación le resultó fácil a la socialdemocracia, lo que en muchos países le proporcionó la ventaja de la iniciativa. Por el contrario, no hará falta decir que la transformación económica de los años setenta y siguientes les vino como anillo al dedo a los movimientos liberal-conservadores. Las izquierdas, en cambio, con frecuencia han vagado como verdaderos fantasmas en ese panorama.

¿Y ahora qué? Lo que en principio podría parecer como una oportunidad para la «venganza de la izquierda» está muy lejos de marcar una tendencia clara. Algunos lo vieron así al principio de la crisis. De ahí la retórica inicial que apuntaba a *reformular el capitalismo*. Pero la desconfianza social hacia la política, la ausencia de una renovada teoría del Estado y la escasa renovación doctrinal en materia de distribución, le resta a la izquierda política buena parte de su capacidad para afrontar con confianza la continuada batalla que se anuncia entre política y mercados<sup>34</sup>.

Pero también las derechas tradicionales se ven obligadas a renovar su discurso, apartándose con cierta rotundidad del simple recetario fraguado en los ochenta en torno a los principios de Estado mínimo o la reducción de impuestos a toda costa<sup>35</sup>. Es verdad que con la multiplicación de los desequilibrios fiscales, a partir de 2010 algunos de los

<sup>32</sup> Judt (2010).

<sup>33</sup> Un análisis detallado de que como están jugando esos cuatro factores se puede ver en Arias y Costas (2011).

<sup>34</sup> Muchas de las contradicciones políticas de gran calado que se observan en múltiples países desde el comienzo de la crisis tienen que ver con ello. Un ejemplo de esa indeterminación de fondo lo tenemos en la pregunta tantas veces formulada desde 2008 en medios de prensa de todo el mundo: ¿cómo es que con el trasfondo de una contracción que lleva a que dirigentes conservadores hablen de «crisis del capitalismo» sean las izquierdas las que tienden a perder las elecciones?

<sup>35</sup> Para el interesante caso del Reino Unido, por ejemplo, véase Blond (2010). Para EEUU, véase Richard Posner (2009).



principales partidos conservadores –con el alemán y el británico, a partir de 2010 destacaron por sus programas radicales de ajuste y adelgazamiento del sector público. Pero en líneas generales, el discurso que ahora prevalece en la derecha política es mucho más matizado que el del thatcherismo.

En consecuencia, si algo se adivina en relación con los efectos de la crisis sobre el panorama político es una tendencia a la confusión y a una mayor inestabilidad que en el pasado reciente, con cambios frecuentes en la orientación política de los gobiernos.

## Referencias bibliográficas

- ARIAS, X. C. y COSTAS, A. (2011): *La Torre de la arrogancia. Políticas y mercados después de la tormenta*, Barcelona, Colección Noema, Editorial Ariel.
- BIBOW, J. (2004): «Reflections on the current fashion for central banks independence», *Cambridge Journal of Economics*, 28: 549-576.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. y MAURO, P. (2010): «Rethinking Macroeconomic Policy», *IMF Staff Position Note*, February.
- BLINDER, A. (1999): *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- BLOND, P. (2009): «Rise of the red Tories», *Prospect*, 155.
- DIXIT, A. K. (1996): *The Making of Economic Policy*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- GOODHARDT, C. A. (2010): «The changing role of central banks», *BIS Working Paper*, 326.
- HIRSCHMAN, A. O. (1963): *Journeys Toward Progress: Studies in Economic Policy-Making in Latin America*, Twenty Century Fund, New York.
- HIRSCHMAN, A. O. (1971): *A Bias for Hope. Essays on Development and Latin America*, Yale University Press, New Haven.
- JUDT, T. (2010): *Ill Fares the Land*, Penguin, New York (v.e., *Algo va mal*, Taurus, 2010).
- MC CLOSKEY, D. N. (1996): *The Vices of Economists. The Virtues of the Bourgeoisie*, Amsterdam University Press. (A)
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010): *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, January, Washington D.C.
- NORTH, D. C. (2005): *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton University Press.
- OSTROM, E. (2009): «Las reglas que no se hacen cumplir son mera palabrería», *Revista de Economía Institucional*, 11, 21.
- POSNER, R. (2009a): *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge-Mass.
- PROISSI, W. (2010): «Why Germany fell out of love with Europe», *Bruegel Essays*, july.
- RODRIG, D. (2007): *One Economics, Many Recipes. Globalization, Institutions, and Economic Growth*, Princeton University Press.
- SKIDELSKY, R. (2009): *Keynes, the Return of the Master*, Penguin Books, Allan Lane (v. e., Crítica, 2009).
- SPIELBERGER, A. et al. (2008): «Fiscal Policy for the Crisis», *IMF Staff Position Note* 08/01.
- STIGLITZ, J. (2010a): *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Barnes and Noble, New York.
- STRAUSS-KAHN, D. (2010): «Economic Policy Challenges in the Post-Crisis Period», *Institute for New Economic Thinking*, april, Cambridge.
- VIDAL-FOLCH, X. (2011): «Esos falsos independientes», *El País*, 17-2.
- VON HAGEN, J. (2010): «The Sustainability of Public Finances and Fiscal Policy Coordination in the EMU», *Case Network* 412.
- WALTHER, H. (2009): «Economic Policy after the crash», *Intervention*, 6, 2.