



MEDITERRANEO ECONOMICO

# El Sistema Bancario tras la Gran Recesión

- I. Una crisis histórica y global
- II. El futuro de la financiación bancaria
- III. La regulación que viene
- IV. Retos futuros del negocio bancario





# MERCADOS FINANCIEROS, FALSOS DIOSES

Antón Costas y Xosé Carlos Arias \*

## Resumen

La crisis de 2008 ha puesto en cuestión las virtudes que se le atribuían a los mercados financieros desregulados en el logro de la eficiencia en la asignación de recursos y en la reducción del riesgo y la volatilidad de la economía. La idea de la superior capacidad de los mercados sobre la regulación pública está ahora en cuestión, no sólo en ambientes académicos y de los *policy-maker*, sino especialmente entre la opinión pública. Surgen entonces cuestiones como: ¿Cuáles son las enseñanzas que nos ofrece la crisis acerca del rol de los mercados? ¿Se sabrá utilizar ese conocimiento para llevar a cabo un viraje en el pensamiento y en la política financiera y macroeconómica dominante durante el largo período previo a la crisis, o veremos un uso cínico de ese conocimiento para, al estilo de *Il Gatopardo*, impulsar pequeñas reformas cuyo objetivo sea lograr que nada cambie? En todo caso, ¿cuál será el nuevo equilibrio entre política y mercados que veremos después de la crisis? Este artículo busca respuesta a este tipo de cuestiones.

## Abstract

*The crisis of 2008 called into question the virtues attributed to deregulated financial markets in terms of the efficient allocation of resources and the reduction of risk and volatility in the economy. The supposed superior capacity of markets over public regulation is now in doubt, not only in academic spheres and among policy-makers, but also and particularly in public opinion. Hence, questions arise such as: What can the crisis teach us about the role of markets? Will we be able to use this knowledge to turn around the thinking and political and macroeconomic policy that dominated throughout the long period leading up to the crisis, or will we see a cynical use of this knowledge to, in the style of *Il Gatopardo*, promote minor reforms aimed at ensuring that nothing changes? In any case, what will the new equilibrium be between politics and the markets after the crisis? This article seeks to find an answer to these kinds of questions.*

## 1. Introducción

La crisis de 2008 ha puesto en cuestión las virtudes que se le atribuían a los mercados financieros desregulados en el logro de la eficiencia en la asignación de recursos y en la reducción del riesgo y la volatilidad de la economía. La idea de la superior capacidad de los mercados sobre la regulación pública está ahora en cuestión, no sólo en ambientes académicos y de los *policy-maker*, sino especialmente entre la opinión pública. Surgen entonces cuestiones como: ¿Cuáles son las enseñanzas que nos ofrece la crisis acerca del rol de los mercados? ¿Se sabrá utilizar ese conocimiento para llevar a cabo un viraje en el pensamiento y en la política financiera y macroeconómica dominante durante el largo período previo a la crisis, o veremos un uso cínico de ese conocimiento para, al estilo de *Il Gatopardo*, impulsar pequeñas reformas cuyo objetivo sea lograr que nada cambie? En todo caso, ¿cuál será el nuevo equilibrio entre política y mercados que veremos después de la crisis? Este artículo busca respuesta a este tipo de cuestiones<sup>1</sup>.

\* Universidades de Barcelona y Vigo, respectivamente.

<sup>1</sup> El contenido de este artículo sintetiza algunos argumentos desarrollados más ampliamente en dos libros previos de los dos autores. Por un lado, el número 18 (2010) de esta misma Colección de Estudios *Mediterráneo Económico*: «La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá». Por otro, el libro *La torre de la arrogancia*. Barcelona, Noema-Ariel, 2011.

## 2. La pregunta de la Reina de Inglaterra

Por su intensidad y amplitud, pero especialmente por el hecho de no haber sido prevista, la crisis de 2008 ha sido un golpe de gracia para la reputación pública de la economía financiera y de la macroeconomía que se enseñó en las universidades y escuelas de negocios, y que se practicó por los reguladores y responsables de la política macroeconómica, durante los dos décadas anteriores a la explosión de la burbuja financiera e inmobiliaria.

Este impacto ha sido reconocido rápidamente por economistas de primer nivel. Comenzó a inicios de 2009 con un ensayo de Daron Acemoglu (2009), seguido por la publicación del influyente libro *Animal Spirits* del premio Nobel George Akerlof y Robert Shiller y por otros muchas aportaciones críticas, entre las que cabe destacar los ensayos de Willen Buitter, David Colander, Philip De Grauwe, Alan Firman, Paul Krugman, Ziliak y McCloskey, Amartya Sen, Robert Skidelsky, Robert Solow, Joseph Stiglitz o Richard Posner. El sentir general quedó reflejado en el título de la ya famosa columna de Paul Krugman en el *New York Times* de principios del mes de septiembre de 2009: «Cómo llegaron los economistas a estar tan equivocados». El efecto sobre la teoría financiera y la macroeconomía podría sintetizarse en la afortunada expresión del experto en metodología económica David Colander: la teoría estaría ante su propio *fallo sistémico*<sup>3</sup>.

Pero el cuestionamiento de la economía y de los economistas ha desbordado en esta ocasión las fronteras de la academia, y es ahora compartido por amplios sectores de la opinión pública no especializada. Quizá el hecho público que acaso acabe teniendo notas legendarias tuvo lugar con ocasión de una visita de la Reina Isabel II de Inglaterra a la London School of Economics. En esa visita, la Reina hizo la pregunta aparentemente ingenua de porqué los economistas no fueron capaces de advertir del desastre que se avecinaba.

18

Esa pregunta encontró pronta respuesta. En julio de 2009 un grupo de miembros de la Academia británica (Besley *et al.*) envió una «Letter to Her Majesty the Queen». En síntesis, la conclusión era que el fallo de la Economía en relación con los mercados financieros había sido la mezcla de *wistful thinling and hubris* que había dominado la teoría financiera y macroeconómica en el período anterior a la crisis<sup>3</sup>.

Esta acusación es en realidad una crítica muy profunda a la teoría económica dominante. Nada más duro contra un enfoque que pretendió hacer de la teoría financiera y macroeconómica una ciencia del comportamiento económico que ser acusada de ser, en realidad, una mezcla creencias ilusorias interesadas y de desmesura.

Eso fue realmente lo que fue en muchos aspectos la teoría financiera previa a la crisis: una economía arrogante, mezcla de idealismo y desmesura. Conviene pararse en esta cuestión.

<sup>3</sup> Aún así, esa crítica pareció inadecuada e insuficiente a otro buen número de conocidos economistas que dirigidos por G. Hodgson replicaron con otra carta a la Reina. En ella se señalaba como causa principal de los errores el “haber confundido la belleza matemática con la verdad económica”, proponiendo una reforma radical de los métodos de formación de los economistas. Todo ello se tradujo en un manifiesto que firmaron varios miles de economistas académicos en todo el mundo.



### 3. Economía arrogante

Ese idealismo y desmesura de la teoría de las finanzas y de la macroeconomía predominantes en las décadas anteriores a la crisis tuvieron su causa en dos hipótesis fundamentales sobre el comportamiento económico de los agentes: la hipótesis de expectativas racionales (REH, en sus siglas en inglés) y la de eficiencia de los mercados desregulados (EMH). Esas dos hipótesis son las que están ahora en el centro del huracán de la crisis teórica.

La EMH está asociada a la obra temprana del profesor de Finanzas Eugene Fama. Sostiene que el precio de los activos financieros refleja en cada momento toda la información relevante y todas las expectativas de los operadores en el mercado, ofreciendo así las señales necesarias y suficientes para una asignación de recursos eficiente. A partir de tal supuesto, cualquier conclusión acerca de la eficiencia natural de los mercados financieros parecerá al alcance de la mano. No es extrañar que durante las últimas décadas su gran influencia y difusión proporcionara una falsa sensación de seguridad a inversores y reguladores financieros, pese a que en realidad había sido ya desmentida por la cadena de crisis financieras sistémicas que tuvieron lugar durante los años setenta, ochenta y noventa del siglo pasado.

La llamada *revolución de las expectativas racionales*, por su parte, pretendió proporcionar fundamentos microeconómicos rigurosos a la macroeconomía, por entonces –años setenta– dominada por el llamado *keynesianismo hidráulico*. Lo hizo utilizando una idea de *ultrarracionalidad* de los sujetos económicos.

Esta idea fue desde el primer momento juzgada como disparatada por algunos de los más respetados y prestigiosos científicos sociales del momento, desde Albert Hirschman a Charles Kindleberger; y, junto a ellos, por economistas tan destacados como Franco Modigliani o Robert Solow. La principal razón para el escepticismo sobre este enfoque es que los axiomas que se utilizan para definir qué es exactamente lo «racional» no se basan en el comportamiento efectivo y observado de los individuos, sino en un puro proceso de introspección.

Sin embargo, no se puede negar que esta línea de razonamiento ha producido frutos interesantes. Es el caso de la *teoría de la consistencia temporal de políticas*, por la que se concedió el premio Nobel a Kydland y Prescott. Esta teoría constituye un argumento robusto a favor de la estabilidad macroeconómica y la necesidad de políticas previsibles que proporcionen confianza al sector privado; por tanto, un soporte intelectual para la opción de política reglada.

El problema está, como siempre, en el extremismo de la generalización. Para sus partidarios el supuesto tan restrictivo de expectativas absolutamente racionales es de aplicación universal. Sin embargo, George A. Akerlof y Robert J. Shiller, en el libro mencionado, han señalado acertadamente que la macroeconomía moderna basada en la REH sólo considera uno de los cuatro tipos de comportamiento posibles que surgen al combinar, por un lado, los dos tipos de comportamientos posibles (racional *versus* irracional) y, por otro, las dos clases

de motivaciones (económicas *versus* meta-económicas) que mueven a los individuos. La macroeconomía de la REH sólo considera el comportamiento que combina plena racionalidad y motivos económicos. Al hacer esa elección excluye de raíz cualquier posibilidad de análisis relevante de las otras tres combinaciones posibles para explicar la conducta económica<sup>4</sup>. De hecho, un importante economista próximo a la corriente de la REH, Alex Cukierman, ha reconocido recientemente que, si bien puede resultar útil trabajar con esa hipótesis en fases de estabilidad económica, no lo es en absoluto cuando la economía experimenta tensiones o crisis.

El problema de las expectativas racionales no es, por tanto, que desarrollen modelos en un horizonte teórico extremo basados en el supuesto de «como si». Este tipo de modelos pueden llegar a resultar ejercicios de especulación teórica interesantes. ¡El problema es haber llegado a creer que el mundo real es efectivamente como esos modelos teóricos extremos! Estamos, como brillantemente ha explicado Stephen Marglin (2008), ante uno de los casos más claros de representación de la naturaleza como espejo de la filosofía.

De un modelo de interpretación del funcionamiento de la economía construido sobre una base tan estrecha no podía salir nada bueno. Lo constatan algunos de los ensayos económicos recientes de mayor trascendencia. Es el caso de economistas como Akerlof y Shiller, Skidelsky y también Edmund Phelps, cuya moderado uso de la noción de expectativas adaptativas frente la inflación constituyó en su momento un paso decisivo para constitución de la propia REH. El problema básico de la REH sería el *vicio de idealismo* con que utiliza el supuesto de expectativas racionales, y su radical alejamiento de la realidad.

Pero, además, frente a su pretendida lógica, en la REH cabe detectar algunos elementos importantes de inconsistencia. Por ejemplo, tal y como inteligentemente ha planteado Robert Skidelsky, en un mundo en el que el futuro fuese perfectamente conocido —es decir, el mundo de las expectativas racionales— es cierto que no habría riesgos; pero, entonces, ¿por qué tendría que haber mercados financieros?

Además del propio Skidelsky, algunos de los mejores análisis sobre el problema de fondo de la REH, como los de Paul de Grauwe o Willem Buiter, remiten a un viejo artículo publicado en 1945 por Friedrich Hayek («The Use of Knowledge of Society»). Aunque pueda parecer sorprendente, la argumentación que manejaba Hayek para demostrar la imposibilidad de la planificación socialista puede ser aplicada casi punto por punto a la idea de expectativas racionales. Nadie puede reunir toda la información necesaria para adoptar una decisión óptima, dado que ésta se encuentra esta absolutamente dispersa por el conjunto de las unidades de mercado. Hayek centra su análisis en «la inevitable imperfección del conocimiento humano y la consecuente necesidad de un proceso a través del cual el conocimiento sea constantemente comunicado y adquirido», y señala que las soluciones a los problemas económicos se

<sup>4</sup> Las otras tres combinaciones son: a) plena racionalidad y motivos no económicos; b) comportamiento no racional y motivos estrictamente económicos; y c) no racionalidad y motivaciones no económicas.



producen «por la interacción de gente, cada una de las cuales posee sólo un conocimiento parcial. Asumir que el conocimiento será dado a una simple mente [...] equivale a dejar de lado todo lo que es significativo en el mundo real». Ni el planificador es omnisciente, ni –decimos nosotros– lo puede ser el agente económico individual que se enfrenta a la complejidad del mundo de intercambios.

Frente a estas críticas, hay una última línea de defensa de la idea de atribuir plena racionalidad a los sujetos económicos. Viene a señalar que en realidad la racionalidad solamente se simula; es decir, se construyen modelos «como si» efectivamente esa plena racionalidad existiera, con la intención de fijar el ideal (la posición de equilibrio) y así dar referentes a los sujetos –y también a los gobiernos– para que sus decisiones se acerquen todo lo posible al óptimo. Claro que entonces a cada nuevo paso, a cada nuevo resultado teórico y, lo que para nosotros es más importante, a cada nueva recomendación política que se hace, habría que advertir que todo parte de una mera simulación. Pero esto no ha sido precisamente una práctica habitual.

Por otro lado, no deja de ser un hecho curioso además que se haya dado tal crédito a la versión más radical de la noción neoclásica de racionalidad, en la medida en que existe desde hace mucho tiempo una alternativa rigurosa basada en la relajación de ese supuesto de comportamiento. Nos referimos a la idea de racionalidad limitada (*bounded rationality*), propuesta desde la escuela de Chicago por H. Simon en 1957. Para este enfoque, el comportamiento racional de cualquier sujeto en la interacción social se verá condicionado por tres tipos de restricciones: *informacionales* (posibilidad real de acceder a los flujos relevantes de información); *cognoscitivas* (capacidad efectiva de procesarla); y *volitivas* (¿es realmente deseable estar informado de todo hasta el final?). Esta idea de racionalidad limitada ha tenido desarrollos muy fructíferos en la mayoría de ciencias sociales y también en las ya mencionadas corrientes modernas del institucionalismo económico. Pero en el ámbito de la macroeconomía moderna de la REH se ha optado por el supuesto extremo de racionalidad, incompatible con la fructífera noción de Simon.

En la crítica que a raíz de la crisis ha surgido al enfoque de las expectativas racionales encontramos una de las tres razones por las cuales parece justificado hablar de un regreso triunfante de lord Keynes (las otras dos son el regreso de la idea de política económica contingente, y la concepción moral de la Economía). La recuperación de la idea keynesiana de los *animal spirits* como motivación básica de la conducta económica ha vuelto de la mano de prestigiosos economistas. Así, los mencionados Akerlof y Shiller señalan que al nivel macroeconómico la «confianza», uno de los más determinantes componentes de los *animal spirits*, «viene y va... no se trata sólo de predicción racional». Para Robert Skidelsky y Paul Davidson sucede lo mismo con el sentimiento de «incertidumbre».

En todo caso, el uso sistemático de las dos hipótesis de expectativas racionales y de mercados eficientes ha llevado en la etapa anterior a la crisis a la mayor *ilusión cientifista* de la historia de la Economía. A la idea de que por fin teníamos una línea de razonamiento que podía llevar a entender hasta sus últimas consecuencias el funcionamiento de las economías reales. Y a la vez, a que estábamos en condiciones de realizar predicciones plenamente fiables y definir los principios de una política capaz de garantizar la prosperidad ilimitada en condiciones de estabilidad. Dado que todo ello se habría alcanzado en condiciones de plena libertad económica e internacionalización, estaríamos al fin ante una suerte de apoteosis de la economía de mercado, a la que se habría llegado a través del pleno triunfo del capitalismo financiero. Una formulación que hace pensar que es aquí, y no en la matizada argumentación de Francis Fukuyama, donde se debe buscar a los verdaderos partidarios de la tesis del «fin de la historia».

Tal vez nadie expresó mejor toda esta pretenciosa quimera que el premio Nobel Robert Lucas. En 2003, y nada menos que ante el plenario de la *American Economic Association*, afirmó que «el problema central de la prevención de depresiones ha sido de hecho resuelto en todos sus aspectos para muchas décadas». Algo así como si el presidente de la asociación de físicos hubiese asegurado solemnemente en 1966 que el hombre nunca llegaría a la Luna.

En todo caso, esas aportaciones de índole teórica tuvieron un fuerte influencia en la política macroeconómica y financiera. Por un lado, dieron lugar a la creación de modelos operativos para ser utilizados en la política económica. Ése es el caso de los modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium models*), que utilizaron numerosos bancos centrales para diseñar su política monetaria, y cuya peripezia ha sido cuestionada después de la crisis. Por otro, en el ámbito financiero, dieron soporte a la desregulación de los mercados y a la apertura generalizada de la cuenta de capital que se llevó a cabo a partir de la década de los noventa.

#### 4. Circunstancias que favorecieron la economía arrogante

¿Cómo pudo consolidarse un sistema de conocimiento y unas políticas construidas sobre unos supuestos metodológicos que ahora se ven como extraños para intentar explicar algo tan complejo e incierto como los comportamientos humanos? John Elster nos ofrece una respuesta centrada en algunas características de la comunidad académica en Economía. Señala que en muchos de los más prestigiosos departamentos de Economía y escuelas de negocios se generó un «mal equilibrio» interno entre dos características que habrían fomentado algunos elementos de pseudo-ciencia. Por un lado, está lo que llama *ignorancia pluralista*: «si mis colegas, que publican en las mejores revistas, y obtienen los mayores reconocimientos lo dicen, no puede estar muy lejos de la verdad...». Por otro lado está el funcionamiento dentro de la academia de diversos mecanismos de *mind-binding*, que refuerzan la ligazón mental a lo establecido, al *statu quo*.



Para nosotros, sin embargo, hay dos factores explicativos fundamentales que apenas han sido considerados en la literatura. El primero es que todo ello se produce en un momento de verdadero triunfo del capitalismo, cuando predomina una sensación de *confort* en amplias capas sociales. La larga etapa de crecimiento, junto con la ausencia de alternativas al capitalismo como consecuencia del derrumbe del bloque soviético y, en algunos países, la fuerte implantación de la idea de «capitalismo popular», contribuyeron a una cierta idea de *estadio superior la humanidad*, para cuyo análisis el partir de supuestos como el de racionalidad no parecía carecer por completo de sentido. De nuevo, «lo real es racional».

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

Claro que ahora sabemos que sólo se trataba de eso, de una apariencia. Pero durante décadas esa visión de la omnisciencia de los mercados financieros fue un dogma que, no sólo fue aceptado por gran parte de los economistas académicos, sino también por los políticos de todo signo ideológico, incluidos aquéllos de los que, como los socialdemócratas, cabía esperar al menos algún grado de escepticismo.

En todo caso, a nuestro juicio el clima económico, social y tecnológico en que se desarrolló hizo que el punto de vista de que los sujetos económicos son ultra-rationales pareciese muy razonable. El resultado fue la hegemonía de los mercados y la pérdida de autonomía de la política.

## 5. Hegemonía de los mercados financieros y pérdida de la autonomía de la política

La idea generalmente aceptada en la era de la hegemonía de los mercados era que los esquemas públicos de supervisión bancaria dificultaban el desarrollo financiero, y que los sistemas bancarios funcionan mejor cuando se impulsa la monitorización del propio mercado por medio de mecanismos de auditoría, de las agencias internacionales de *rating* y evitando

el seguro de depósitos. El papel de la regulación pública, de la política, quedó inevitablemente afectado por esa visión optimista del control que ejercía la disciplina de mercado. Como consecuencia, el equilibrio entre mercado y política favorable a ésta última que había estado vigente desde la Gran Depresión de los años treinta, se alteró sustancialmente durante la etapa de la última globalización financiera, en beneficio de la hegemonía de los mercados sobre la política.

Es posible encontrar muchos ejemplos de esa tendencia a reducir el campo de la política. Uno de ellos fue la tendencia a ver los mercados como una *golden straitjacket* virtuosa, en afortunada expresión del columnista del *New York Times*, Thomas Friedman, sobre la política. Otro fue la tendencia a reducir la discrecionalidad de las políticas mediante su sometimiento a reglas fijas (fiscales y monetarias). Otro ejemplo fue la tendencia, que se convirtió en regla universal, a la cesión de la política monetaria a los bancos centrales independientes. En conjunto, esas tendencias llevaron a lo que se podría llamar la «despolitización» de la política.

Esa visión optimista sobre la capacidad de los mercados tuvo consecuencias muy concretas en el equilibrio entre mercados y políticas, así como en la orientación de éstas últimas. Así, por ejemplo, el Fondo Monetario insistió durante años en que sistemas bancarios como el norteamericano o el británico eran absolutamente sólidos, mientras que su receta para otros países que, como Canadá, aplicaban esquemas regulatorios más rigurosos, era que adaptaran sin más el modelo de aquellos otros países<sup>5</sup>.

A la vista de la debacle sufrida por el sistema financiero norteamericano y británico y del buen comportamiento que, sin embargo, ha mostrado el sistema financiero canadiense, habrá que concluir que el no haber hecho caso de tales recomendaciones es lo que a la postre ha permitido a algunos países como Canadá salir bastante bien librados de la crisis.

## 6. Mercados financieros, falsos dioses

La crisis ha mostrado con claridad y dramatismo que la noción de racionalidad completa y eficiencia asignativa prudente que se atribuía a los mercados financieros era, como ya hemos dicho, un *wistfull thinking*, una mera ilusión del pensamiento económico dominante. El informe del Banco de Basilea (2009) ha resumido con una gran precisión los graves equívocos en los que se basaban unos mecanismos y conductas que se creían contruidos sobre un orden de racionalidad casi perfecta:

<sup>5</sup> Del sistema bancario canadiense afirmaba el Fondo en 2006 que su «rentabilidad aún no está a la par de los niveles internacionales y es necesario promover aún más la innovación». FMI (2011).



«La crisis ha revelado la existencia de incentivos distorsionados para consumidores, agentes financieros y agencias de calificación. En primer lugar, los consumidores no fueron capaces de velar por sí mismos. Pocos conocen los balances de los bancos con los que trabajan, ni la situación financiera de las empresas en las que invierten al comprar acciones o títulos de deuda [...]. Esta falta de conocimientos unida a la existencia de estructuras encargadas de la supervisión del sector, llevó a muchos a confundir la complejidad del sistema con sofisticación y a asumir que sus inversiones estaban seguras porque, después de todo alguien las estaba vigilando, ya fuera un gestor, un experto bursátil, una agencia de calificación o un funcionario público. Pero en realidad, ninguno de ellos lo estaba haciendo. El sistema que los consumidores tan fácilmente consideraron sofisticado y seguro era irresponsablemente complejo y opaco».

El valor de la cita se acrecienta por el hecho de proceder de un organismo que siempre se ha considerado como máximo guardián de la ortodoxia financiera.

Son también significativos los reconocimientos de este fracaso por parte de Alan Greenspan y Ben Bernanke. Según éste último (en el *Financial Times*, 10 de marzo de 2009):

«Los sistemas de gestión del riesgo del sector privado y la supervisión gubernamental de las finanzas en Estados Unidos y algunos otros países industrializados fallaron a la hora de asegurar que los flujos de capital eran invertidos prudentemente».

Con su habitual estilo lapidario, Joseph Stiglitz (2010) ha afirmado que esos errores marcan el fin de una época: «la fecha en que Lehman Brothers colapsó puede ser para el fundamentalismo de mercado [...] lo que la caída del muro de Berlín fue para el comunismo». Por su parte, Ferguson y Johnson (2009), dos conocidos politólogos norteamericanos, recordando un célebre pasaje nietzscheano sobre la muerte de Dios, resumen ese mismo episodio y sus consecuencias con el rótulo «el dios que falló».

Podríamos, entonces, para sintetizar lo ocurrido, utilizar el epitafio: mercados financieros omniscientes e infalibles, falsos dioses.

Con ello no tratamos en absoluto de negar el papel de los mercados financieros en la asignación de los recursos ni negar su poder y la influencia en las políticas que en cualquier caso seguirá siendo muy importante, sea cual sea la salida a la crisis. Lo que queremos señalar es que a partir de la crisis, y para un largo período que creemos largo, la pretensión de que los mercados son infalibles en su capacidad para asignar eficientemente los recursos y para anticipar situaciones de riesgo no podrá ser defendida sin provocar indignación intelectual o burla.

Pero, en la medida en que los mercados seguirán teniendo un papel significativo en la asignación de recursos en las economías de mercado, conviene pararnos un poco más a analizar algunas de las causas de su fracaso en esta crisis.

## 6.1. El fiasco de los mercados en la valoración del riesgo y la anticipación de la crisis

La efectiva capacidad de los mercados de evaluar correctamente los riesgos quedó ya en entredicho durante las crisis financieras que se sucedieron desde 1993, pero la crisis de 2008 ha derrumbado cualquier resquicio de confianza que pudiese quedar sobre la superior eficacia de la disciplina de mercado frente a la regulación. El caso de las hipotecas *subprime* y de la deuda soberana es ilustrativo de que nada más lejos de la supuesta infalibilidad y de la disciplina del mercado.

El caso de la deuda hipotecaria *subprime* en Estados Unidos es un buen ejemplo de que el componente psicológico de la crisis de 2008 ha vuelto a poner la noción keynesiana de *animal spirits*, es decir el juego de la confianza-desconfianza en el centro del proceso que lleva primero a la euforia y después a la crisis. Según el hoy muy reconocido análisis de Robert Shiller, si bien las hipotecas *subprime* representaron durante un tiempo una extensión de los beneficios de la desregulación y la innovación financiera a grandes grupos sociales de rentas bajas, acabaron siendo un desastre absoluto, debido a que los mercados carecían de la clase de instituciones de gestión del riesgo necesarias para prestar apoyo y supervisar una maquinaria financiera cada vez más compleja. En esa irracionalidad de fondo, similar a la de otros episodios anteriores, la burbuja especulativa pudo devenir en una dinámica caprichosa e impredecible, apoyada en comportamientos como el «efecto manada», que hace que cada individuo crea que los demás no pueden estar equivocados. Nada más lejano de una supuesta infalibilidad de los mecanismos y la disciplina de mercado que la noción de *exuberancia irracional*, que con tanta fuerza explicativa emana de la propia experiencia de esta crisis<sup>6</sup>.

26

La emergencia del problema de los *riesgos soberanos*, como uno de los efectos más visibles de la Gran Recesión para un buen número de países, es otro buen ejemplo de los fallos de la idea de disciplina de mercado. Un ejemplo extremo es el de Islandia. En septiembre de 2008 sobrevino el colapso del sistema bancario islandés. En el que posiblemente es el mejor estudio que se ha realizado sobre este colapso, Buitert y Sibert (2008) destacan como después del intenso proceso de desregulación financiera, y la conversión del país en sí mismo como un gran «intermediario financiero», se produjo en Islandia la confluencia de lo que llaman un «cuarteto de vulnerabilidad»: un pequeño país, con un gran sector bancario, una divisa propia y una limitada capacidad fiscal. Su conclusión final abunda en la idea del fiasco de la disciplina y los instrumentos del mercado para controlar y anticipar riesgos, al afirmar que «lo que se hizo claro en julio de 2008 [...] debiera haber estado claro en 2006, 2004 ó 2000».

<sup>6</sup> Esta noción tiene una historia paradójica en alto grado, pues fue puesta en circulación en diciembre de 1996 por uno de los mayores responsables de la burbuja, Alan Greenspan, a propósito del comportamiento bursátil (sin que al parecer la volviere a utilizar nunca). Más tarde alcanzó una cierta difusión en los círculos académicos, a partir de la publicación del libro de Robert Shiller (2004). Un eco de esa expresión se advierte en otra recientemente utilizada por el presidente Obama (*NYT*, 7 de marzo de 2009): la de «riesgo extravagante».



El hecho intrigante es que hasta abril de 2008 las agencias de *rating* mantuvieron las calificaciones de la deuda soberana islandesa en niveles muy elevados (en el caso de *Moody's* era el máximo posible: *Aaa*). A partir de ahí la progresiva degradación fue espectacular. También lo es el constatar que la creencia en la capacidad de los mercados de riesgos para captar la probabilidad de quiebra de la banca islandesa fracasó estrepitosamente. Los *spreads* de los *credit default swaps* (CDS), producto financiero derivado que se considera proporciona una medida muy adecuada de la probabilidad de quiebra de un banco, correspondientes a los tres grandes bancos islandeses se mantuvo en niveles muy bajos y estables (unos 30 puntos básicos) hasta el verano de 2007. A partir de ahí comenzaron a crecer, hasta casi alcanzar los 1.000 puntos básicos en julio de 2008 en el caso más crítico, el del *Kaupthing Bank*, el principal banco islandés.

Buiter y Sibert señalaban que la experiencia islandesa, aunque extrema, era susceptible de reproducirse de un modo más moderado en otros países europeos. Incluso de algunos integrantes de la Eurozona. Los acontecimientos de los primeros meses de 2010 confirmaron sobradamente. Un ejemplo destacado –y no demasiado diferente de los del Reino Unido y España– es el de Irlanda. Su deuda soberana recibió las mejores puntuaciones de las tres grandes agencias de calificación hasta bien avanzada la crisis. La degradación experimentada posteriormente por la situación económica de este país ha sido debido a que el pinchazo de su burbuja inmobiliaria vino acompañado de otro devastador episodio de crisis bancaria. Otros países europeos que experimentaron contracciones muy agudas fueron los bálticos, Grecia, la República Checa y Hungría. Pues bien, las calificaciones de la deuda de todos esos países permaneció «en grado de inversión» durante todo el periodo anterior (Lituania, Estonia, Chequia y Grecia: *A*; Letonia y Hungría: *BBB+*).

Como elemento de contraste, es interesante observar que, mientras tanto, un país como Brasil, que algo más tarde había de mostrar fortaleza y estabilidad ante la crisis global, permanecía «en grado de especulación» (*BB+*); o que Polonia, único país de la UE que fue capaz de evitar la Gran Recesión, tenía una calificación peor (*A-*) que otro como Lituania, cuyo PIB se hundía a una tasa superior al 22% sólo cuatro meses después de la evaluación de las agencias.

La conclusión evidente de todo esto es que la creencia en la superior capacidad de los mercados para evaluar el riesgo inversor ha de ser puesto en entredicho.

## 6.2. Unos mercados sofisticados, seguros y transparentes que en realidad no eran tales

Son muchas ya las comisiones de investigación política, judicial o de los órganos reguladores abiertas en muchos países sobre las causas del desastre. Todas ellas conducen inexorablemente a una visión muy poco benigna de los mecanismos de innovación y sofisticación financiera desarrollada en las últimas décadas. La generación de una gran cantidad de productos cada vez más diversificados y complejos era, pretendidamente, una herramienta para la reducción del riesgo sistémico a través de la plena racionalización de los mercados de capitales.

La crisis, sin embargo, ha traído consigo el dramático descubrimiento de que en realidad una buena parte de esa sofisticación iba dirigida a ocultar sistemáticamente una porción cada vez mayor de la actividad financiera a los ojos de los reguladores y también, con frecuencia, de los clientes, inversores y accionistas. De modo que, en realidad, lo que se ha ido desarrollando cada vez con mayor fuerza durante todos estos años es un gigantesco *sistema bancario en la sombra*. En palabras del Banco de Pagos Internacionales (2009):

«La complejidad de las estructuras de titulización contribuyó al fracaso de los incentivos, al oscurecer la relación entre los derechos de cobro últimos y los riesgos subyacentes. Pocos comprendieron plenamente las implicaciones de estas complejas estructuras para el perfil de riesgo y rentabilidad de estos valores».

Se trató, por tanto, de hacer imposible en la práctica lo que estaba a todas horas en los discursos de banqueros y reguladores (y con gran frecuencia, también en los *papers* de muchos académicos): la transparencia. El *mantra* de la transparencia ha estado en el centro de un sistema en el que el supuesto de revelación sin restricciones de una información casi infinita permitía imaginar un ajuste óptimo de los mercados. En la práctica, sin embargo, la sofisticación de las finanzas se dirigía por un camino muy diferente: el de una opacidad creciente, que al cabo degeneró –no podía ser de otra manera– en puro fraude. Cualquier repaso a algunos de los episodios más conocidos de la crisis –como la propia caída de *Lehman Brothers*, el caso *Madoff*, el descubrimiento de prácticas delictivas por parte de *Goldman Sachs* o la colaboración de algunos de los principales bancos de inversión de Wall Street en la contabilidad creativa de gobiernos como el griego–, conduce a conclusiones si cabe más tajantes. Todos esos casos seguramente quedarán grabados con fuerza en el imaginario colectivo de nuestras sociedades. Pero no hay duda de que esas sórdidas aventuras de *brokers* proveedores de iniquidades y célebres banqueros que en realidad eran defraudadores inverosímiles no faltarán en cualquier recuento futuro de la *historia universal de la infamia* financiera. En palabras de un conocido analista alemán, en el «cenagal financiero» de aguas cada vez más turbias, «se habían asumido riesgos de los que los expertos nada sabían»<sup>7</sup>.

El componente de degradación moral que trajo consigo toda esa larga secuencia de fraudes es enorme. Posiblemente, el deterioro del capital moral de la economía de mercado es mucho mayor, con ser mucho, que el deterioro del capital financiero, económico y social. Valga decir, en todo caso, que su impacto en la conciencia pública y el debate político es muy relevante. Una auténtica «bancarrotta moral», en palabras de Gordon Brown; y una «ruptura sistemática de la ética y la rendición de cuentas», para el Congreso norteamericano<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Otte (2009). La generalización de esa ilusión de riesgos controlados ha sido recientemente denunciada por el director de Estabilidad financiera del Banco de Inglaterra: «La ilusión del riesgo no surge por accidente, sino que es fruto de decisiones previas; es del interés de los gestores bancarios hacer que los espejismos parezcan milagros» (Haldane, 2010).

<sup>8</sup> *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011, xxvi).



### 6.3. La dudosa neutralidad de las agencias internacionales de *rating*

Las grandes agencias de calificación constituyen uno de los pilares fundamentales del modelo financiero desregulado y de la idea de la superior capacidad de vigilancia de los mercados sobre la regulación pública. Pues bien, como acabamos de poner en evidencia, fallaron de un modo general y sistemático en su función de ponderar la calidad de todo tipo de productos, no sólo de la deuda soberana, si no también, y sobre todo, de los instrumentos financieros estructurados. Hoy se acepta que esa incapacidad constituye una de las causas de la crisis. Valga como ejemplo la conclusión recogida en el mencionado informe del Congreso norteamericano en el sentido que «esta crisis no podría haber ocurrido sin las agencias de *rating*». Son significativas en ese sentido las propuestas de reforma radical de esas instancias realizadas por el *Financial Economists Roundtable* en Estados Unidos (en la que destaca la urgencia de eliminar el papel de las agencias en la regulación de la SEC), o las sucesivas propuestas de la Comisión Europea.

Para algunos, lo más intrigante y sorprendente de estos fallos de las agencias es su carácter generalizado. Sin embargo, no debería causar sorpresa. Desde hace tiempo la literatura especializada había puesto de manifiesto que el papel asignado a las agencias era exagerado, y que podría traer problemas graves en algún momento.

En principio, como operador de tercera parte, esos organismos cumplen la función de mitigar los llamados problemas de agencia e información asimétrica propios de los contratos financieros. Eso hace pensar que las agencias contribuyen reducir los costes de transacción vinculados a esos problemas de los contratos. Pero hay al menos tres problemas estructurales que alertan sobre el correcto cumplimiento de esa función. El primero y principal es el conflicto de intereses. Las ganancias de las agencias son un negocio extraordinariamente pujante<sup>9</sup>, y proceden en gran medida (hasta el 90% en 2005) de pagos realizados por los propios emisores de bonos y sus bancos. Surge entonces la pregunta clave: ¿cabe esperar en esas condiciones que las calificaciones realizadas sean objetivas? En segundo lugar, se trata de empresas privadas que están en posiciones oligopolistas. Tienen por tanto escasos incentivos para mejorar sus métodos de calificación. Y tercero, desde el punto de vista de la responsabilidad civil o criminal, y a diferencia de lo que ocurre con las compañías auditoras, en algunos países, como Estados Unidos, son en gran medida inmunes ante eventuales malas actuaciones. Todo esto no anunciaba nada bueno.

En todo caso, los acontecimientos que han tenido lugar desde agosto de 2008 han impuesto una conclusión casi ineludible sobre su papel. Más que actuar frente al riesgo *ex ante*, las agencias de *rating* actúan *ex post*, degradando deuda de países o empresas cuando ya la catástrofe se ha producido y sobre reaccionando con reducciones de los *rating* en muchos

<sup>9</sup> Por ejemplo el precio de las acciones de Moody's se incrementó en una proporción de casi 300 veces el valor del S&P 500 entre 2001 y 2005.

casos de forma injustificada. Al actuar de esta forma crean dificultades adicionales en el acceso y el coste de la financiación a agentes emisores de deuda en momentos que ya son de gran dificultad. Estamos por tanto ante instituciones que son disfuncionales para el buen funcionamiento de los mercados, pues «no sólo los mercados internacionales de capital reaccionan a los cambios en las calificaciones, sino que estas sistemáticamente reaccionan (con un retraso) a las condiciones de mercado» (Reinhart, 2002).

Se trata, por tanto de instituciones del mercado cuya actuación se puede calificar de abiertamente pro-cíclica, de dudosa utilidad para la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Algo muy diferente, desde luego, de la imagen de vigilantes atentos y con pleno sentido de la anticipación que se les suponía.

#### 6.4. La virtud institucional que no existía

Durante las dos últimas décadas se ha ido asentando la idea de existe una fuerte vinculación entre la calidad de las instituciones de una economía y su eficiencia en la asignación de los recursos. Este es uno de los principales desarrollos analíticos de la economía moderna. En sí misma, es una idea acertadísima. El corolario es que allí donde no haya una adecuada virtud institucional –es decir, unos adecuados sistemas de revelación de información, correctos modelos contables o sistemas legales y judiciales confiables– no tardarán en surgir elementos perturbadores que acaben por estrangular el crecimiento económico.

Pero las buenas ideas pueden jugarnos también malas pasadas. Y eso es lo que ha podido ocurrir con las economías de mercado en los que el uso continuo de la noción de «virtud institucional» se vio afectada por algunos importantes equívocos. En muchos de los más influyentes trabajos académicos, o en los elaborados por agencias multilaterales antes de 2007, se creyó que los problemas de ineficiencia institucional eran exclusivos de los países menos desarrollados sin economías de mercado amplias. Este sesgo dificultó el ver lo que estaba ocurriendo con las instituciones de mercados en los países desarrollados. Como ha dicho Daren Acemoglu (2009), uno de los autores de referencia en los intentos de explicar los efectos económicos de las instituciones, ese sesgo pudo ejercer una influencia negativa, al contribuir a consolidar la ilusión de que se contaba con una estructura institucional eficiente que cubría frente a cualquier comportamiento oportunista en los mercados y garantizaba la plena transparencia y la rendición de cuentas.

La combinación de la idea de que los mercados todo lo ven (la «vigilancia del mercado»), con la de la plena virtud institucional de los países desarrollados condujo, en opinión de Acemoglu, a la creación de un imaginario colectivo en el que predominaba la percepción de que «la era de la volatilidad agregada llegó a su final». Ese estado de ánimo optimista y confiado en las virtudes del mercado inhibió el desarrollo de elementos de regulación pública que hubiesen podido evitar el desastre.



Hoy se acepta, hasta por aquéllos que fueron sus más firmes defensores, como el World Economic Forum, que durante décadas hemos vivido sobre una bomba de riesgo sistémico (World Economic Forum, 2008 y 2009). En palabras bien medidas de Daniel Cohen (2009):

«La crisis de las *suprime* es la expresión del comportamiento patológico de una sociedad que ha decidido, globalmente, olvidar el principio de realidad y vivir en el mundo virtual de las plusvalías».

En conclusión, puede afirmarse de un modo contundente que la sucesión de los acontecimientos en los mercados globales desde el verano de 2007 ha evidenciado tal cantidad de fallos en la percepción de la condición real de riesgo por parte de los operadores financieros, las agencias de calificación de deuda y los propios supervisores públicos que a partir de ellos el supuesto de omnisciencia y vigilancia de los mercados financieros se ha convertido en inverosímil.

## 7. Más allá de la Economía: una crisis de la cultura ética del nuevo capitalismo

La conducta de las agencias reguladoras, los escándalos de fraude y corrupción que han tenido lugar en muchas grandes empresas y operadores de los mercados financieros y la práctica de los llamados «salarios del fracaso» de los ejecutivos, nos pone en la pista de que detrás de esta crisis hay algo más que fallos de regulación y errores de política.

Esta presunción llevó a uno de los autores de este ensayo a diseñar y coordinar un trabajo en el que reunió a un amplio grupo de economistas y de no economistas (filósofos, politólogos, sociológicos, historiadores, juristas, ensayistas y escritores) para hacerles una misma pregunta: cuáles eran a su juicio las causas, consecuencias y remedios de la crisis de 2008 (Costas, coord., 2010). En términos generales, los economistas explican la crisis en términos de «fallos de mercado», «fallos de la regulación», «errores de política» y de «desequilibrios globales».

Sin embargo, los no economistas sitúan la causa profunda de la crisis en la «cultura amoral del nuevo capitalismo especulativo» surgido a finales de los años ochenta. Un capitalismo especulativo que emergió en los años noventa, coincidiendo con la caída del Muro de Berlín y la nueva globalización que siguió a la incorporación de China a la economía mundial. Se trata de un capitalismo vinculado especialmente a las actividades del sistema financiero globalizado, de las grandes empresas de consultoría y auditoría, de los grupos *mass-media* y las grandes corporaciones globales. Es decir, lo que algunos han venido en llamar el *turbocapitalismo*. Aunque este segmento del capitalismo no constituye una parte importante del PIB de las economías, su capacidad para crear cultura corporativa es enorme.

De forma paradójica, como señala Rafael Argullol en su colaboración incluida en el mencionado trabajo, la caída del comunismo ha conllevado, como efecto simétrico perverso, la caída del capitalismo enraizado en la moral protestante. De este modo, el horizonte ético

de principios del siglo XXI aparece doblemente mutilado, tanto a la izquierda como a la derecha, en un caso como consecuencia del vacío posterior a la caída del llamado «socialismo real» y, en el otro, por la usurpación amoral del «tono conservador» por parte de ese nuevo capitalismo especulativo.

Esta mutilación del horizonte ético de la economía de mercado tiene mucho que ver con la emergencia de un «nuevo héroe» del capitalismo: el «nuevo rico» que surge de la práctica de los salarios del expolio, desacomplejado y amoral, movido por la idea de que la vida es para saquearla, cuanto más rápida y fácilmente mejor; es decir, por la *hybris* moderna. Esta cultura de los negocios que acentúa la inclinación depredadora del nuevo héroe del capitalismo financiero y corporativo, ajeno a cualquier tipo de tabúes y normas de contención y de autocontención sería, entonces, la verdadera causa de la crisis financiera-económica-social que estamos viviendo. Estamos, por tanto, ante una reedición de aquella *hybris* o desmesura que ya los antiguos griegos identificaron como la principal fuente de destrucción del individuo y de la libertad colectiva.

Este nuevo capitalismo especulativo incorporó una nueva cultura de negocios global, caracterizada por la propensión al sobreendeudamiento, la identificación de los objetivos de la empresa (el «valor económico de la empresa») con el aumento a corto plazo del valor de la acción («crear valor para el accionista») y con un mecanismo de fijación de sueldos de los ejecutivos y de la alta dirección basados en componentes variables y a corto plazo, vinculados al aumento del valor de las acciones. Esa nueva cultura de los negocios es un factor explicativo importante a añadir a los factores convencionales que señalan los economistas.

## 8. La posibilidad de una *destrucción creativa* del pensamiento financiero y macroeconómico

¿Acabará provocando la crisis financiera una crisis científica, un proceso *schumpeteriano* de *destrucción creativa* de la teoría económica? No hay un pronóstico común entre los autores que han destacado por sus posicionamientos críticos. Algunos se muestran convencidos de la irreversibilidad de los cambios. Otros muestran un elevado grado de escepticismo. Desde nuestro punto de vista, ésta no es una cuestión sobre la que se pueda dar una opinión concluyente, pero sí se pueden ofrecer algunos argumentos en una y otra dirección.

Entre las razones para el escepticismo —es decir, para pensar que los cambios serán cosméticos o retóricos, pero no afectarán al núcleo del proceso de conocimiento económico— destacan las tres siguientes:



- Primero, lo que podríamos llamar sociología de la comunidad académica. Los fuertes mecanismos de *mind-binding* que dominan la vida académica generan escasos incentivos para el cambio. Pese a los manifiestos y controversias que se han suscitado estos años, el modelo de formación de economistas en facultades y posgrados tardará en modificarse en profundidad, en el caso de que efectivamente llegue a ocurrir. La opinión más contundente, y acaso exagerada, en ese sentido es la de Willem Buiter (2009), cuando señala que:

«El aprendizaje típico en macroeconomía y economía monetaria recibido en las universidades anglosajonas en los últimos treinta años (social e individualmente, una dilapidación de tiempo y recursos) puede retrasar durante décadas la investigación relevante del comportamiento económico agregado y la política económica».

- La segunda razón es más simple. Conocemos bien el modelo que ha entrado en crisis y las razones para ello, pero no sabemos con precisión cuál es la alternativa. Todo parece apuntar, en todo caso, a que la creciente toma de conciencia sobre la necesidad de considerar en toda su complejidad los motivos del comportamiento de los sujetos económicos llevará a una influencia mucho mayor de la llamada *behavioral economics*, una corriente asociada a los nombres de Daniel Kahneman, premio Nobel, de Amos Tversky y de George Akerlof, también premio Nobel. Esta corriente propone avanzar en la relación entre Economía y Psicología. Los problemas en este punto son dos. Uno, que son pocos los economistas que ahora mismo saben realmente de esos asuntos. Otro que –y en este aspecto sí tienen razón los defensores de la REH– los argumentos teóricos que aparezcan en este ámbito serán más realistas, desde luego, pero al menos durante una buena temporada, escasamente susceptibles de tratamiento empírico.
- Y en tercer lugar, está la cuestión más controvertida: la existencia de una red de intereses que tiende a favorecer la consolidación de unas determinadas líneas de investigación frente a otras. No nos referimos ahora a intereses en el seno de la comunidad académica, que son obvios, sino al interés y a la capacidad de presión sobre la propia academia tienen sectores de poder económico y, sobre todo, la industria financiera. Es evidente que un sistema de ideas que proporcionaba sólida legitimación intelectual a la imagen de eficiencia plena y omnisciencia de los mercados y al dogma de Estado mínimo no era precisamente mal vista por la comunidad financiera.

Son muchos los autores que han denunciado con fuerza este hecho. Entre ellos J. Bhagwati, que ha destacado por denunciar el sesgo financiero de la actual globalización impuesto por lo que ha llamado *the Wall Street-Treasury complex*. Más recientemente, otro conocido economista, Simon Johnson, director de investigación del Fondo Monetario Internacional hasta 2008, ha publicado una serie de trabajos que han tenido un gran impacto. Entre ellos uno

sorprendente y de amplia difusión, *The Quiet Coup*, en el que revela algunos mecanismos por los que la investigación de determinados organismos, entre ellos aquél en el que el mismo era alto responsable, se orientaba a favor de determinados intereses, argumentos y conclusiones.

Sin caer en el sensacionalismo que suele acompañar a las teorías conspiradoras, ni aceptar el planteamiento simplificador de que existen algo así como «teorías mercenarias», parece en todo caso demasiado ingenuo no darle al menos algún crédito a este tipo de argumentos. La propia Comisión nombrada por el Congreso norteamericano para investigar las causas de la crisis en su monumental informe final ha señalado a los intereses de la industria financiera al afirmar que «más de 30 años de desregulación y confianza en la autorregulación por las propias instituciones financieras [...] bajo la poderosa presión de la industria financiera echó abajo las salvaguardias clave que hubieran podido evitar la catástrofe»<sup>10</sup>.

Estos argumentos apuntan a que, ocurra lo que ocurra con la salida de la crisis, las teorías de los mercados eficientes y de las expectativas racionales mantendrán su supervivencia durante un largo periodo. Tal vez no como explicaciones ampliamente aceptadas, pero sí al menos como «teorías zombis». No debiera ello extrañarnos. Algo parecido ocurrió con anterioridad en la historia del pensamiento económico.

Pero también hay algunos factores importantes que apuntan a la posibilidad de que la crisis traiga una efectiva revolución científica en la ciencia económica.

La primera la extraemos de la propia historia del pensamiento económico. Todas las grandes crisis económicas del pasado trajeron consigo transformaciones en el sistema establecido de ideas. En ocasiones, auténticos virajes. Una relectura del viejo libro de T. W. Hutchison, *Sobre revoluciones y progresos en el conocimiento económico*, ayudará a entender mejor este fenómeno. Así ocurrió ya en los años setenta de siglo XIX, que vieron el nacimiento del marginalismo. Y aún más claramente, la Gran Depresión de los años treinta coincidió con el advenimiento del keynesianismo.

El segundo motivo es de carácter material. El hecho radicalmente nuevo de los *blogs*, las páginas *web* de economistas destacados, la difusión inmediata de artículos de persuasión publicados en revistas o periódicos de medio mundo (o en plataformas como *Project Syndicate*) ha creado una situación inédita de gran rapidez en la difusión de nuevas ideas. Y sobre todo ha contribuido a aumentar las posibilidades del fenómeno en sí mismo, al extender la conciencia de que efectivamente un importante cambio de paradigma está en marcha<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> *Financial Crisis Inquiry Comisión* (2011).

<sup>11</sup> Algunos *blogs* de mucho interés y seguimiento que vienen tratando de forma sistemática la cuestión de las posibilidades de un cambio de paradigma serían los de Willem Buiter, Bradford DeLong, Simon Johnson, Gary Becker–Richard Posner, Gregory Mankiw, Dani Rodrik o Paul Krugman. Y junto a ellos, otros como *The Animal Spirits page*, *The Economist Blog*, *Post-Autistic Economics Network* o *Vox* (CEPR).



La tercera razón es la que más nos interesa destacar. Si entendemos la generación de ideas económicas como un proceso que responde a la dinámica del mercado, entonces la oferta de ideas no podrá dejar de verse afectada por cuál sea en cada momento su demanda. Y parece probable que opinión pública y gobiernos demanden en los próximos años visiones teóricas del comportamiento económico y del funcionamiento de los mercados más acordes con la realidad que ha dejado al descubierto la crisis actual.

De hecho, esa oferta de nuevos planteamientos capaces de provocar un viraje en el pensamiento financiero y macroeconómico e influir en las políticas ya está teniendo lugar. Aquí queremos mencionar sólo dos trabajos que creemos que señalan el inicio de un viraje importante respecto de la ortodoxia financiera y macroeconómica anterior a la crisis y que tienen el valor añadido de proceder del interior del FMI, una institución que representa la ortodoxia financiera y macroeconómica.

Nos referimos, por un lado, al documento *Rethinking Macroeconomic Policy* (Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro, 2010). El título no defrauda. Identifica primero todo «lo que creíamos saber» acerca de las condiciones para una conducción firme y segura de la política macroeconómica, basada en las hipótesis ya analizadas de expectativas racionales y de eficiencia de los mercados. Ese enfoque había llevado a la despolitización de la política macro, a favor de los bancos centrales. A continuación el documento identifica «lo que hemos aprendido», en el sentido de la necesidad de revisar en profundidad los dogmas que la profesión y los *policy makers* habían mantenido en las dos décadas anteriores, ya sea la obsesión por la baja inflación, la defensa de las políticas fiscales pasivas o la creencia en la inexistencia de cualquier implicación macroeconómica de la regulación financiera.

La otra publicación que apunta al viraje del pensamiento y la política financiera es, si cabe, más reveladora. Se refiere al dogma de los dogmas financieros: la liberalización y apertura de la cuenta de capital. El documento *Capital Inflows: the Role of Controls* define sin tapujos una línea argumental sólida a favor de la imposición de controles que hacen frente al importante potencial desestabilizador de los flujos de capital a corto plazo (Ostry *et al.*, 2010). El viraje respecto a las posiciones mantenidas con anterioridad a la crisis es tan intenso y profundo que un autor habitualmente tan ponderado como Dani Rodrik, de la Universidad de Harvard, ha llegado a afirmar que esa publicación delimita en sí misma el fin de toda una era de las finanzas.

Posiciones como las mencionadas alimentan la esperanza de que las reformas financieras emprendidas, tanto en el seno de organismos como el Banco Internacional de Pagos, con las llamadas normas de *Basilea III*, como la reforma Obama en Estados Unidos y la reforma emprendida en el seno de la Unión Europea conduzcan a un sistema financiero que sin poner en cuestión la globalización financiera en sí misma, reestablezca un adecuado equilibrio entre mercados y políticas.

## 9. Mercados y políticas: batallas por venir

¿Qué relación entre mercados financieros y políticas veremos después de la crisis? La situación confusa acerca de cuál debe ser el nuevo equilibrio entre política y mercado no es sino una manifestación de la creciente complejidad en la gestión de la sociedad de mercado a la que estamos abocados a enfrentarnos en los próximos años, o quizá décadas. Esta complejidad crea ansiedad, desconcierto y duda en nuestras sociedades y en sus gobiernos. De la misma forma que ha sucedido con la evolución de la economía bajo los efectos de la crisis, que se comporta como un genio maligno con muchas y cambiantes caras, también en el ámbito concreto de los roles entre mercados y políticas la crisis ha presentado caras muy diferentes a lo largo de los dos últimos años. Así, a comienzos de 2009, la urgencia y necesidad de una intervención pública masiva para evitar el colapso de la economía llevó a la aceptación generalizada de la idea de que después de treinta años de *más mercado*, con sus agendas liberalizadoras y políticas económicas mínimas, ahora llegaba el turno del *más Estado*, sin mayores matices. Sin embargo, sólo un año más tarde, la percepción parece haber mudado sustancialmente. La tormenta de la deuda soberana europea ha traído de nuevo a primer plano el protagonismo e influencia de los mercados financieros

Ese aparente retorno de la hegemonía de los mercados financieros ha hecho surgir todo tipo de lamentaciones por la anomalía que significa que la autonomía de las políticas democráticas esté sometida al *dictat* de los mercados. Quizá nada lo resuma mejor que el regusto amargo que deja una viñeta del dibujante *El Roto*, en la que el personaje se pregunta: «Si votamos a partidos, ¿por qué luego gobiernan los mercados?»<sup>12</sup>. Esta toma de conciencia constituye en sí misma un posible factor de cambio de cara al inmediato futuro.

36

Más allá de las tensiones del momento, nuestra firme opinión es que las relaciones entre el poder de la política y el poder de las finanzas en el tiempo que viene serán de mayor complejidad que lo que hemos conocido durante la era de la hegemonía indiscutible de los mercados financieros globales. Lo que cabe razonablemente esperar en la próxima década es una larga y accidentada batalla entre gobiernos y mercados, de la que previsiblemente no surgirá un vencedor definitivo, sino alternancias de hegemonía en los distintos episodios y coyunturas que se vayan presentando. Apenas puede caber duda acerca de que los mercados seguirán siendo muy poderosos y marcarán límites para la acción de los Estados, pero estos no estarán de ningún modo inermes ante esas presiones. Muy al contrario, es probable que, de un modo u otro, más tarde o más temprano, lo que quede acotado sea el propio campo de acción de las finanzas internacionales, por lo cual cabe pensar que se abrirán márgenes más amplios para la introducción de políticas macroeconómicas y regulatorias nacionales.

<sup>12</sup> *El País*, 25 de mayo de 2010. En Ramoneda (2010) se explicita, con una buena carga de pesimismo, esa visión: «el orden neoliberal ha penetrado y está aquí para quedarse. La crisis, de momento, no habrá hecho otra cosa que consolidarlo, la impotencia de la política -con los gobiernos entregados a ese orden- le ha dado aura de insustituible». Con un lenguaje distinto, también Felipe González ha expresado una opinión en el mismo sentido en una importante columna reciente (González, 2011).



Nuestra conjetura es, a pesar de algunas apariencias, el movimiento histórico avanza ahora, cuando menos, hacia una cierta relajación de la fuerte restricción impuesta por los mercados a las políticas y, por tanto, de recuperación de una cierta autonomía de la política frente a los mercados financieros internacionales.

La justificación razonada de esta conjetura la desarrollamos en otro lugar (Arias y Costas, 2011). Pero aquí merece la pena detenerse brevemente en un par de argumentos que lo avalan. En primer lugar, si antes hemos mencionado el peso inercial del pasado, ahora es oportuno destacar que también puede hacerse realidad lo contrario; es decir, la fuerza del cambio pendular. El fracaso del modelo anterior ha sido demasiado espectacular y costoso como para que no tenga consecuencias de todo tipo. Acabamos de mencionar que la toma de conciencia popular apunta a una importante reacción social a favor de limitar la influencia de los mercados de capital y fortalecer la autonomía de la política. Difícilmente los gobiernos podrán ignorar esa presión.

Este tipo de factores, relacionados con la complejidad de las reacciones sociales ante cambios económicos profundos ya tuvieron recorridos analíticos muy interesantes en el pasado, en particular después de la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Cambió el equilibrio entre política y mercados que había estado vigente durante la primera globalización moderna que vivió la economía mundial desde los años ochenta del siglo XIX hasta la primera Guerra Mundial. Son momentos de la dinámica del capitalismo en los que utilizando la afortunada expresión de Kart Polanyi (1944), se produce una «gran transformación» en el equilibrio entre mercado y política. Para Polanyi, el capitalismo se mueve a través de ciclos en los que cada nueva fase modifica la relación entre mercados y políticas de la etapa anterior. Acompañados a esos virajes en la forma de regular y conducir la economía, se producen también cambios en las historias (teorías) que los economistas utilizan para explicar como se comportan los actores económicos y cómo funciona la economía.

Por otro lado, hay una amplia y extendida conciencia en el interior de las sociedades occidentales acerca de los riesgos que implicaría querer responder a la crisis con una restauración del orden anterior, aunque fuese con algunos retoques meramente cosméticos. Esto es lo que efectivamente buscan los grandes intereses financieros internacionales radicados en *Wall Street* o en la *City*. Pero, como vimos, incluso algunos tradicionales defensores de la más firme ortodoxia, como el Fondo Monetario Internacional, parecen haber entendido que sería un error querer aprovechar una eventual recuperación de la economía en los próximos años –la cual está todavía por ver– para volver a la situación de los mercados financieros anterior a 2007. Un comportamiento de este tipo haría muy probable la aparición, más pronto que tarde de una nueva perturbación, acaso aún más letal. Las lecciones que nos ofrece la historia deberían servir de antídoto para no caer ahora en el mismo error.

Pero, en todo caso, las relaciones entre mercados y políticas que veremos después de la crisis será el resultado de batallas que aún están por venir.

## Referencias bibliográficas

- Acemoglu, D. (2009): «The crisis of the 2008: structural lessons for and from Economics»; en *CEPR Policy Insight* (28).
- Arias, X. C. y Costas, A. (2011): *La torre de la arrogancia*. Barcelona, Ariel.
- Besley, T. *et al.* (2009): *Letter to Her Majesty the Queen* [julio].
- Blanchard, O.; Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note.
- Buitier, W. y Sibert, A. (2008): «The Icelandic banking crisis and what to do about it». CEPR Policy Insight 26.
- Buitier, W. (2009): «The unfortunate uselessness of most “state of the art” academic monetary economics»; en *Financial Times*, 3 de marzo de 2009.
- Colander, D. *et al.* (2009): «The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academia Economics»; Discusión Paper, Department of Economics, University of Copenhagen.
- Cohen, D. (2009): *La Prospérité du Vice. Une Introduction (Inquiète) à l’Économie*. París, Albin Michel (hay versión española en Taurus, Madrid, 2010).
- Costas, A. coord. (2010): *Mediterráneo Económico* (18): «La crisis de 2008. De la economía a la política y más allá». Almería, Fundación Cajamar.
- Ferguson, T. y Johnson, R. (2009): «Too Big to Bail: The “Paulson Put”, Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown»; en *International Journal of Political Economy* (38, 2); pp. 5-45.
- FMI (2011): *Desempeño del FMI en el período previo a la crisis financiera y económica. La supervisión del FMI entre 2004-07*. Washington DC, Oficina de Evaluación Independiente.
- Hayek, T. (1945): «The Use of Knowledge in Society»; en *American Economic Review* (XXXV, 4).
- Marglin, S. A. (2009): *The Dismal Science. How Thinkink Like an Economist Undermines Community*. Cambridge, Harvard University Press.
- Ostry, J. D. *et al.* (2010): «Capital Inflows: The Role of Controls». IMF Staff Position Note.
- Polanyi, K. (1944): *The Great Transformation*. Nueva York, Rinehart (hay versión española en FCE, México DF, 1992).



- Reinhart, C. M. (2002): «Sovereign Credit Ratings before and after Financial Crises»; en Levich, Majoni y Reinhart, eds.: *Rating, rating agencies and the global financial system*. Nueva York, Kluwer.
- Stiglitz, J. (2009): *Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable*. NBER Working Paper 15718.