

## *Anatomía de una crisis*

*Tomás ALFARO DRAKE; Nieves CARMONA GONZÁLEZ;  
Beatriz DUARTE MONEDERO e Ignacio TEMIÑO AGUIRRE*

### *I. LA GESTACIÓN DE LA CRISIS*

#### *La primera burbuja*

Toda crisis necesita para nacer de una burbuja. O si son varias, mejor. Para ello basta que un número, en principio no demasiado grande, de personas creen que el precio de un determinado bien únicamente puede subir. Da igual que sean tulipanes, empresas .com o pisos. Esas personas comprarán ese activo y, cuando suba, lo venderán, realizando un beneficio. Asombrados de lo fácil que es ganar dinero, repetirán la operación. Pronto, como a un panal de rica miel, otros avispados inversores acudirán a ganar dinero fácil. Como una bola de nieve, poco a poco, se irán añadiendo cada vez más y más inversores y, respondiendo al principio de la profecía autocumplida, el precio del activo subirá como la espuma y con él, los beneficios de los inversores. Muy pronto, los más listos de éstos pensarán que es mucho mejor comprar ese activo a crédito, pidiendo dinero prestado a un banco, que usando su propio dinero. Descubrirán con alborozo una cosa que se llama apalancamiento financiero. Una palanca permite mover un gran peso con poco esfuerzo. Y lo mismo ocurre con el apalancamiento financiero. Con poco —o tal vez con nada— de dinero propio, se pueden comprar varios pisos. Los pisos suben en un año, digamos que un 15%. Si el piso cuesta 100, le pedimos prestado al banco 95 y nosotros ponemos solo 5. Pasado un año vendemos el piso por 115, pagamos al banco los 95 y algo menos de 5 de intereses, es decir 100, en números redondos. Nos quedan 15 limpios. Hemos puesto 5 y tenemos 15. Hemos triplicado nuestro dinero en un año. Así de fácil. Somos unos genios de las finanzas. El prudente, que se pregunta que pasará si un día el precio de los pisos baja —a fin de cuentas, todo lo que sube baja, piensa— es tachado inmediatamente de idiota.

Pero para que esta maquinaria funcione bien engrasada, es necesario que los bancos presten dinero con alegría y a tipos de interés barato. Con un poco de suerte, los gobiernos y bancos centrales colaboran en esta maravillosa creación inyectando dinero en el sistema hasta inundarlo y hacer que el dinero, en vez de costar el 5% baje al 3% o, mejor, al 2%. A fin de cuentas, ¿qué gobierno en su sano juicio va a limitar el flujo de dinero cuando todo el mundo sale ganando y está contento? Serían ganas de suicidarse políticamente. Algunos bancos dejan de fijarse en el riesgo del prestatario porque, como todo el mundo sabe, los precios de los pisos no bajan nunca. Al que hasta ahora no le ha importado que le tachen de idiota, le asedian esos bancos para que deje de serlo y participe en la fiesta, como todo el mundo. Al final, claudica. No va a ser el único que no se forra. Hasta los NINJAS (No Incoms, No Job, no Assets, es decir, gente sin ingresos, sin trabajo y sin activos, aparte de su casa) reciben créditos. Pero también los probos trabajadores de clase media pueden invertir, si quieren en tres o cuatro pisitos que no van a vivir. Sólo son para comprar y vender. Y, claro, las constructoras y promotoras, en la gloria, haciendo pisos en los que nadie va a vivir. Sólo sirven para invertir en ellos. Ya está montada la primera burbuja.

### *La segunda burbuja*

Ahora le toca al fabricante de automóviles o de tornillos o de lo que sea. Y, por supuesto, a la constructora y la promotora de pisos. Aunque él jamás se comprará un piso para invertir, lo suyo son los coches, también él ha descubierto el apalancamiento financiero y sabe que se saca más rentabilidad a la inversión en la empresa trabajando con dinero del banco. Y claro, hay bancos que también le prestan al fabricante de automóviles hasta el equivalente de tres o cuatro veces el dinero que él pone en el negocio. A fin de cuentas, ¿quien va a dejar de vender coches nunca? Además, yendo todo tan bien como va, cualquiera recibe un crédito para comprarse un buen coche. No un modesto utilitario sino uno con cinco o seis letras después de la marca —GTISL 6 cilindros en V, 24 válvulas— por lo menos. ¿Qué cuesta el doble de lo que se gastaría en condiciones normales? Qué importa, todo va a ir bien siempre. Ya llevamos así quince años, ¿no es esto prueba más que suficiente del movimiento continuo? El banco que dice que no a un crédito pierde el cliente, porque siempre hay otro banco que se lo da. Ya tenemos a las familias y las empresas apalancadas hasta las orejas. ¡Y a mucha honra! Todos somos financieros y el prudente es un idiota. Y los bancos centrales, empujados por los gobiernos, inyectando liquidez en el sistema finan-

ciero, que se encarga de multiplicarlo por cinco o seis. ¡Y la bicicleta sigue rodando cuesta a abajo! Ya tenemos la segunda burbuja.

Pero antes de pasar a la tercera permítasenos aclarar algo sobre el sistema financiero y la forma en que se multiplica el dinero. En primer lugar conviene decir —y esta vez en serio— que el hecho de que haya una cosa llamada sistema financiero es algo realmente espléndido. Si no existiera, cuando alguien quisiera comprarse un piso —esta vez para vivirlo de verdad, por ejemplo, cuando una nueva pareja se establece por su cuenta— tendría que esperar a ahorrar todo el dinero para, después, comprarse el piso. Es decir, tendrían que resignarse a vivir en la casa de los padres de él o de ella hasta que lo heredasen. Pero gracias a la existencia del sistema financiero, tras ahorrar una parte del precio del piso, digamos un 20 o 30%, pueden obtener un préstamo hipotecario, comprarlo y pagarlo en 20 o 30 años. Ciertamente, en la pre-crisis, se daban préstamos hipotecarios a veces sobre más del 100% del valor del piso y para la 4ª o 5ª vivienda —es decir para la especulación pura— bajo la hipótesis de que los pisos iban a subir siempre. Pero el abuso del sistema no hace malo al sistema, sino a quien abusa de él. Es decir, a quien pide el 110% del valor de un piso y al banco que le da el préstamo.

Por otro lado cuando alguien mete su dinero en cuenta corriente en vez de tenerlo debajo del colchón, considera, con razón, que el saldo positivo de esa cuenta corriente es tan dinero como los billetes. Pero el banco no tiene ese dinero guardado debajo de un ladrillo. Si lo hiciese, no habría préstamos y no habría sistema financiero. La mayor parte de ese dinero —una pequeña parte sí que se queda quieto en el banco— vuelve a la economía real como un préstamo. Digamos que para que alguien se compre un coche. El fabricante de automóviles que recibe el dinero, a su vez, lo mete en su cuenta corriente, y el saldo de esa cuenta corriente es, también, dinero para el fabricante de coches. El dinero inicial casi se ha duplicado. No lo ha hecho del todo porque el banco no ha prestado la totalidad del primer depósito. Este segundo depósito en cuenta corriente, es, a su vez, prestado, en su mayor parte, por ejemplo, al panadero, para que se compre un horno. Y el fabricante de hornos lo ingresa también en la cuenta corriente de su banco y ese tercer depósito es también dinero. El proceso puede repetirse indefinidamente. Si no fuese porque el sistema bancario (o sistema financiero) siempre deja sin prestar una pequeña parte de cada nuevo depósito, el dinero inicial se multiplicaría hasta el infinito. Pero como existe esta pequeña retención, el depósito inicial de, digamos de 20.000€ se convierte, tras dar muchas vueltas, en, pongamos 400.000€. Y cada uno de esos 400.000€ es tan

dinero como cada uno de los 20.000€ que iniciaron el proceso. Es decir, el dinero se ha multiplicado por 20 en el sistema financiero. Esto no presenta mayor problema. Las autoridades monetarias, los bancos centrales (El BCE en Europa, la FED en estados Unidos, etc.) miden ese coeficiente multiplicador y, si quieren que en el sistema haya, por ejemplo, 100.000€ más, saben que deben inyectar 5.000€. Y, a sensu contrario, si quieren reducir la masa monetaria en 100.000€, les basta con detraer del sistema 5.000€. Así regulan la masa monetaria. O al menos, así debieran regularla porque, como hemos visto al hablar de la primera burbuja, en los últimos diez o quince años no han hecho otra cosa que inyectar dinero, creando sobreabundancia de él, para mantener los tipos de interés bajos y que el crédito fluyese a raudales por la economía. Y ... ayudando también activamente a la aparición de la primera y la segunda burbuja.

### *La tercera burbuja*

Pero pasemos a la tercera burbuja. Eso de que el dinero esté barato tiene un pequeño inconveniente: Con los tipos de interés tan bajos, cuando alguien quiere invertir sus ahorros con liquidez y sin riesgo, le dan muy poca rentabilidad. Y, ya puestos a pedir, por qué no pedir la luna. Vamos a un banco y le pedimos que nos dé una buena oportunidad de inversión de esos ahorros. Eso sí, sin riesgo, que son los ahorros de una vida de trabajo. Posiblemente el banco nos diga que alta rentabilidad, liquidez y bajo riesgo son cosas incompatibles. Debe ser —pensamos— porque el banco que nos dice eso no tiene gente competente. Pero ya nos ocupamos de buscar un banco que sí que la tenga. Gente que haya estudiado un buen MBA en una escuela de negocios buena de verdad. Gente con cerebro. Auténticos BRAINS (Brilliant Acknowledged Intelligence, No Scrupules). Y, en seguida nos diseñan un producto financiero verdaderamente ingenioso que cumpla con la cuadratura del círculo que pedimos. La receta es fácil. Se toma un buen paquete de esos préstamos hipotecarios dados a los NINJAS, se mezclan con otros, regulares y buenos, en proporción áurea, se rompen en trocitos de 1.000€, usted pone sus ahorros, digamos 100.000€, ese banco lleno de BRAINS le da un crédito de otros 400.000€ y con esos 500.000€ usted compra 500 trocitos. Sin saberlo es usted ya un gran financiero que ha participado en una titulización apalancada. Además el nombre que le dan esos BRAINS a su inversión es fantástico. Usted ha invertido en un ABS (Asset Backed Security) o en un CDO (Collateralised Debt Obligation) o en un SIV (Special Investment Vehicle). «No es impresionante? Puede presumir con sus amigos de su inversión. Muchos de ellos, admirados de su ingenio, le piden que les ponga en contacto

con quien le ha proporcionado ese chollo. Pero antes le preguntan astutamente: «Seguro que no tiene riesgo? Ninguno, responde usted sin temor. Este producto financiero está basado en un modelo matemático, desarrollado por gente muy preparada, y las probabilidades de que falle son despreciables. Las agencias de rating, Standard & Poors, Moody's, etc., lo han calificado con AAA. La mejor nota. Matrícula de honor. Naturalmente este alarde de conocimientos deslumbra a sus amigos que corren a suscribir tan magnífico producto de inversión. Y no sólo invierten en él usted y sus amigos, sino hasta los fondos de pensiones, las aseguradoras, los ayuntamientos y gobiernos de todo el mundo también lo hacen. Hasta incluso muchos bancos. Así que usted está tranquilo y satisfecho. No se puede equivocar todo el mundo.

Este tipo de productos financieros lo suelen cocinar los llamados Investment Banks. A diferencia de los bancos comerciales, que se dedican a captar depósitos y, con ese dinero, conceder créditos, entre las actividades de los Investment Banks está diseñar este tipo de productos sofisticados. Curiosamente, en la pre-crisis, mientras las operaciones de los bancos comerciales estaban sometidas a una supervisión muy meticulosa por parte de los supervisores bancarios, éstos parecían mirar para otro lado cuando analizaban las sofisticadas operaciones de los Investment Banks. Ya está lista la tercera burbuja. Pero también ahora, antes de pasar a la cuarta burbuja debemos hacer una puntualización sobre las titulizaciones.

Una titulización de hipotecas puede ser algo financieramente muy sano. Tanto como lo sean las hipotecas que se titilizan y tanto más cuanto menos apalancada esté la compra de los títulos. Si se titilizan hipotecas de alta calidad y quien compra los títulos lo hace sin crédito, la titulización será francamente segura y puede, realmente, tener una calificación AAA. Pero si en ella se empiezan a mezclar NINJAS y cosas por el estilo para aumentar su rentabilidad y, además, se apalanca su compra, estaremos jugando a la ruleta rusa aunque Standard & Poors o Moody's nos digan que tienen AAA. Ahora bien, una titulización así, la que sólo tiene hipotecas buenas, sería muy segura, pero daría muy baja rentabilidad, ya que a los prestatarios de hipotecas buenas se les cobra un bajo tipo de interés y, además, al no estar apalancada, la rentabilidad no se multiplica. Pero, en una situación boyante como en la que se está antes de toda crisis, ¿a quien le interesa invertir en una titulización de tan baja rentabilidad por buena que sea? Sólo a los excesivamente prudentes, es decir, a los idiotas y pájaros de mal agüero que ven fantasmas en todas partes. No al gran financiero que hemos llegado a ser.

### *La cuarta y última burbuja*

Y vamos a la cuarta y última burbuja. Los gobiernos saben que a todos nos gusta el Estado del bienestar, es decir, que el Estado nos dé servicios gratis. Bueno, gratis no, porque en esta vida no hay comida gratis. El dinero del Estado no es más que el que los ciudadanos que lo forman le dan vía impuestos. Y a los ciudadanos no nos gusta pagar impuestos. Pero para que los impuestos sean bajos, el Estado tiene que gastar poco. O, dicho de mejor manera, el Estado debería ser lo más austero y esbelto posible para no tener que pedir muchos impuestos a sus ciudadanos. Es evidente que hay actividades que sólo puede llevar a cabo el Estado, como la defensa nacional, la policía y algunas cosas más. La sociedad civil debe decidir qué otros servicios, además de éstos, quiere que el Estado financie a los ciudadanos con el dinero que obtenga de ellos a través de los impuestos. Por ejemplo, la sanidad, la educación, la jubilación, el seguro de desempleo, etc. Conviene aclarar que el hecho de que el Estado financie determinados servicios a los ciudadanos no significa que necesariamente los tenga que prestar él mismo. Por ejemplo, la sociedad civil puede decidir que el Estado financie la educación. Pero eso no quiere decir que tenga que ser el propietario de las escuelas, colegios o universidades. Puede dar a los ciudadanos el dinero para sus estudios, permitiéndoles que ellos elijan la oferta de formación que más les convengan entre las ofrecidas por escuelas o universidades privadas. En la medida en que los impuestos sean más progresivos y los servicios financiados más amplios, esta fiscalidad supondrá una redistribución de la renta. También la sociedad civil debe determinar en que medida quiere que se produzca esta redistribución de la renta.

Hasta aquí, la teoría. Pero en la práctica, el ciudadano medio no establece una relación directa e inmediata entre los impuestos que paga y los servicios que le financia el Estado. Por tanto, tiende a pedir que los servicios financiados sean los máximos posibles y, al mismo tiempo, que los impuestos que se le exijan sean los mínimos. Por otro lado, una vez que el ciudadano elige en las urnas a un partido u otro, se desentiende bastante de su gestión y deja a los políticos manos libres. A los gobernantes les gusta parecer dadivosos haciendo que los servicios financiados por el Estado que administran sean lo más grandes posible. Esto adormece el espíritu crítico de los gobernados, que se arrojan acriticamente en brazos de papá Estado. Y, cuando el espíritu crítico de los ciudadanos se debilita, lo hace también la sociedad civil, hasta convertirse en la sociedad servil. Esto les encanta a los políticos que gobiernan el Estado paternal hiperprotector, ya que les da poder e influencia, porque les permite administrar el dinero según su cri-

terio e ideología, es decir, a sus amigos. Esta coincidencia de intereses entre el ciudadano acomodaticio y el papá Estado suele degenerar en una espiral que desemboca en el Estado del Bienestar. Es bastante normal que, con el tiempo, el Estado del Bienestar se descontrole y se convierta en una espiral de exigencias de los administrados, satisfechas generosamente por los gobernantes. Aún en el caso de que éstos últimos administren el dinero con su mejor voluntad, es muy dudoso que, salvo para aquellos servicios de clara necesidad, el dinero que detraen del bolsillo de los contribuyentes por los impuestos acabe gastándose en lo que ellos se lo gastarían si no saliese de sus bolsillos. Esto disminuye la eficiencia de la sociedad en la asignación de los recursos a la economía. Si además, como suele ser corriente, los gobernantes administran el dinero público con fines partidistas, clientelistas o ideológicos, la pérdida de eficiencia de la sociedad se acentúa aún más. En última instancia, un Estado del Bienestar demasiado inflado y gordo, desincentiva el espíritu de iniciativa, de esfuerzo y de sacrificio de los ciudadanos. Queremos dejar constancia de que no estamos en contra del Estado del Bienestar, sino de un Estado del Bienestar convertido en un becerro de oro sagrado, intocable y ávido que se convierte en un agujero negro que devora todo lo que le rodea hasta crear un inmenso vacío a su alrededor.

Por el lado de los impuestos también se producen discrepancias entre la teoría y la práctica. Por un lado, a los ciudadanos, que como se ha dicho antes acaban por perder de vista la relación inmediata entre impuestos y servicios financiados por el Estado, les molestan los impuestos. Pero además, los excesivos impuestos, desincentivan el espíritu de trabajo. ¿Para qué voy a trabajar más si el Estado se va a llevar una parte demasiado importante de mis ingresos?, piensa el ciudadano cuando se siente esquilado por unos impuestos excesivos. Efectivamente, si la tasa impositiva fuese del 0%, es evidente que el Estado no recaudaría nada. Pero no es menos evidente que si la tasa fuese del 100% tampoco el Estado recaudaría nada por la sencilla razón de que nadie trabajaría. Entre estas dos perogrulladas se encierra una verdad incuestionable. Hay una tasa impositiva —aunque no sepamos donde está y sea distinta para cada ciudadano— por encima de la cual el Estado no recauda más, sino menos. Este principio, conocido ya en el siglo XIV, fue resucitado por el economista americano Arthur Laffer.

Desde hace varias décadas, casi todos los Estados del mundo desarrollado, en mayor o menor medida se han visto atrapados en esta pinza. Una carrera por dar a los ciudadanos más servicios «gratuitos» y otra para no subir demasiado los impuestos, por lo impopular que resulta y por el miedo a superar ese umbral en

el que la recaudación empieza a bajar. La consecuencia es que la mayoría de los Estados llevan décadas gastando más de lo que ingresan, al mismo tiempo que acostumbran a sus ciudadanos a una actitud acomodaticia que es benévola cuando se les da el bienestar al que se les tiene acostumbrados, pero que puede volverse extremadamente violenta si se les suprimen algunos aspectos de ese bienestar. Pero no importa. Para eso está el crédito abundante y barato. Si gastamos más de lo que ingresamos, se piden préstamos a los bancos o a los mismos ciudadanos. Pueden ser nuestros bancos y nuestros ciudadanos o los bancos y ciudadanos de otros países. A nadie en su sano juicio, cuando piensa en su economía doméstica, se le ocurre que puede gastar más de lo que gana de forma indefinida. Pero, por algún motivo de difícil comprensión, al menos para nosotros, los Estados han pensado que lo que no puede hacerse en las economías domésticas, es factible en las economías estatales. Y los déficits se han venido acumulando durante decenios, financiándose con deuda que ha llegado a adquirir proporciones inauditas, superiores en muchos casos al Producto Interior Bruto (PIB), es decir, lo que ganan todos los ciudadanos —personas físicas y jurídicas— juntos durante un año. He aquí la cuarta burbuja.

## II. LA TORMENTA PERFECTA

Todo está preparado para la tormenta perfecta. Y es en este momento, con las cuatro burbujas bien infladas, cuando estalla la primera. Un buen día —¿O será un mal día? No lo sé, pero en cualquier caso es un día que inexorablemente tenía que llegar— alguien se pregunta si no será un disparate el precio de los pisos y si no será realmente una idiotez comprarlos a ese precio cuando no hay gente para vivirlos. Y se contesta que sí, que lo es. Y ese día, los pisos de los astutos inversores o las cochambrosas casas de los NINJAS empiezan a bajar de precio. La gente que esperaba poder pagar sus hipotecas simplemente con la venta de los pisos, al bajar éstos de precio y haberse hipotecado por el 110% de su valor ya inflado, no puede pagarla. Acaba de pinchar la primera burbuja.

Si sólo existiese esta burbuja, la cosa no pasaría de un buen susto. Pero al pinchar ésta, se empieza a producir el fenómeno inverso a la creación de dinero y empieza a disminuir la masa monetaria. Aparece el fantasma de la falta de liquidez. Y cuando las empresas que hacen automóviles les piden a los bancos que les refinancien esos créditos que creían que no iban a tener que pagar nunca, los bancos les dicen que no pueden, sencillamente, porque no tienen liquidez y necesitan que les devuelvan el dinero. En especial aquellos que más se han finan-

ciado con préstamos a corto plazo, más baratos. Además, los que más alegremente han prestado sin analizar demasiado el riesgo, empiezan a ver sus cuentas de resultados deteriorarse. Algunos quiebran. Se produce una demanda social para que los bancos que han sabido preservar su liquidez y su solvencia sigan prestando dinero a empresas que no podrán devolverlo. Naturalmente, eso fue lo que dio lugar a la primera burbuja y seguir haciéndolo sería como echar gasolina al fuego. Estos bancos sí quieren seguir prestando a las empresas y familias solventes, pero éstas, lo que quieren es desapalancarse, por lo que hay una atonía de la demanda de créditos buenos. Las autoridades que deberían regular la masa monetaria intentan en vano paliar la crisis de liquidez inyectando dinero en el sistema. El fabricante de automóviles que astutamente se había endeudado hasta las orejas para aumentar su rentabilidad, al no poder conseguir el dinero que necesita tiene que reducir su actividad y despedir gente. Ha estallado la primera oleada de la segunda burbuja. El paro se dispara y con él, disminuye la capacidad adquisitiva de la población, con lo que baja el consumo. Al bajar éste, las ventas de las empresas bajan y otras nuevas empresas, empezando por las más endeudadas, se ven estranguladas, reducen plantilla y crean más paro. Las que cotizan en bolsa, ven como sus cotizaciones se desploman. Los bonos u obligaciones que soportan deuda en manos de inversores de estas empresas también bajan de valor. Es la segunda oleada de la segunda burbuja, pero vendrán más, en una espiral hacia abajo que se recorre a una velocidad mucho mayor de lo que se tardó en construir la pira. Sin embargo, la solución no estriba en poner trabas a los despidos. El empleo no se crea defendiendo puestos de trabajo particulares que no son posibles, sino creando las condiciones y el clima para que las empresas que ven oportunidades de inversión rentable —que siempre las hay, hasta en la crisis más profunda— se animen a invertir. Para ello nada como un mercado laboral flexible, es decir, lo contrario a la rigidez de mantener a ultranza los puestos de trabajo existentes.

Entonces es cuando la gente echa mano a sus ahorros. Pero, ¡oh sorpresa!, esas sabias inversiones que tanto prometían, se han evaporado y no sólo no valen nada, sino que dejan al astuto inversor con los créditos que pidió para apalancar esas inversiones. Pero esos maravillosos productos de inversión diseñados por los BRAINS están repartidos por todo el mundo. Los tienen los ayuntamientos, los Estados, las compañías de seguros, los bancos, los fondos de pensiones que administran el futuro de los pensionistas... La tercera burbuja ha estallado. Pero no sólo ha estallado la burbuja de los maravillosos productos financieros. Hubo inversores prudentes que se negaron a invertir en esos fantásticos productos y a apalancarse para ello. Pero en algo tenían que invertir sus

ahorros —o sus fondos de pensiones— y lo hicieron, incluso sin apalancarse, en algo más seguro como bonos, obligaciones o letras de empresas o del Tesoro Público y en acciones cotizadas en bolsa. Pero tanto los instrumentos de renta fija —bonos, obligaciones o letras—, ya sean de empresas o, como veremos, del Tesoro, como las acciones, han bajado de valor y, por tanto, también esos prudentes inversores se ven seriamente perjudicados en sus ahorros.

Y llegamos a la cuarta burbuja. Los Estados que han acumulados déficits crónicos y, como consecuencia, se han endeudado hasta las orejas, ven que, al aumentar el paro y disminuir los beneficios de las empresas, sus ingresos por impuestos han bajado enormemente, mientras que algunos gastos, como el subsidio de paro o el pago de intereses de la deuda, se han disparado. Lo que ha hecho que el déficit aumente disparatadamente. Pero también ellos se ven en serias dificultades para conseguir financiar ese mayor déficit o, incluso, refinanciar la deuda que ya tenían. El mito de que los Estados se pueden endeudar ilimitadamente, se derrumba y aparecen serias dudas sobre su capacidad de pago de sus deudas. Por tanto, las obligaciones, bonos o letras del Tesoro en las que han invertido los que creían en ese dogma y consideraban que sus ahorros estaban completamente seguros allí, ven como éstos pierden también una buena parte de su valor. Algunos Estados podrían llegar, incluso, a suspender pagos —¡oh, cosa inaudita, jamás vista ni oída! (falso, nada nuevo bajo el sol y la historia está llena de casos en los que Estados despilfarradores han suspendido el pago de su deuda, pero la flaca memoria histórica unida al mito forjado en el imaginario popular del papá Estado bueno, benéfico y de recursos ilimitados, hace que estos episodios se olviden). Para evitarlo tendrían que reducir el déficit o, más aún, convertir el déficit en superávit. ¿Cómo hacerlo? ¿Subiendo los ingresos? No es posible porque la base imponible ha bajado y subir los tipos podría superar el límite de Laffer. Sólo queda bajar los gastos. Pero esto toca al sacrosanto Estado del Bienestar y, automáticamente, desata las iras de los ciudadanos, que ya se han acostumbrado a él y que lo consideran un derecho inalienable aunque no haya dinero para pagarlo. ¿A quién le importa este pequeño detalle? ¿Acaso el Estado no es omnipotente?

### III. Y, ¿CÓMO SE ARREGLA ESTO?

Y, ahora, ¿que se puede hacer? Evidentemente, no tenemos la respuesta a esta pregunta, y no creo que nadie la tenga. En teoría, podría pensarse que habría que hacer lo contrario de lo que se hizo para que apareciesen las burbujas.

Y, realmente, así es. Pero ocurre que, si se hiciese esto drásticamente en todos los epígrafes, las consecuencias inmediatas serían dramáticas. Cualquier respuesta se tiene que mover entre dos extremos: El drástico y purista por un lado y el contemporizador por otro. Cualquiera de los dos extremos acabaría en catástrofe, pero nadie sabe donde está el término medio. De ahí que estemos presenciando un espectáculo de tira y afloja y prueba y error en el que no se sabe muy bien que hacer. Pasemos a analizar las cosas que iniciaron las burbujas y la forma de incidir sobre ellas.

Evidentemente, tras el estallido de la primera burbuja, el mercado se encargó de que los precios de los pisos bajasen drásticamente y, en esto, por suerte o por desgracia, no hay manera de intervenir. ¿Hubiese sido preferible que la primera burbuja —el precio de los pisos— se hubiese desinflado lentamente en vez de explotar? Probablemente sí, pero eso es imposible. Generalmente, la primera burbuja siempre estalla de golpe cuando alguien se da cuenta que no tiene el menor sentido que haya tantos pisos vacíos mientras se pagan por ellos precios disparatados (esto ocurre de la misma manera si el activo que forma la primera burbuja son pisos, acciones de empresas .com o tulipanes). Sin embargo, la burbuja pinchada seguirá lastrando la economía hasta que se llegue a reabsorber el exceso de pisos vacíos que se crearon con esta burbuja. Pero esa primera burbuja se llegó a formar porque la masa monetaria llegó a ser disparatada y los tipos de interés excesivamente bajos. Si las autoridades monetarias no interviniesen, la espiral retrógrada de la destrucción espontánea de masa monetaria que hemos visto antes, haría que ésta se limitase bruscamente, el crédito se redujese a cero y los tipos de interés se disparasen, llevando a la quiebra inmediata a toda empresa que tuviese la más mínima cantidad de deuda. Esto fue más o menos lo que ocurrió en la crisis de 1929. Por tanto, es imprescindible que las autoridades monetarias inyecten enormes cantidades de dinero en el sistema, simplemente para intentar, generalmente sin conseguirlo del todo, disminuir la contracción de la masa monetaria y mantener lo más bajos posibles los tipos de interés. Esto, sin embargo, tiene sus riesgos, ya que hace que el desapalancamiento de las empresas —su apalancamiento fue, recuérdese, la causa de la segunda burbuja— se produzca con mayor lentitud. Y ese desapalancamiento, hasta niveles razonables, es absolutamente necesario para salir de la crisis. Además, unos tipos de interés mantenidos artificialmente bajos durante mucho tiempo, pueden fomentar —y normalmente fomentan— la aparición de otra primera burbuja con otro activo. Por eso las autoridades monetarias funcionan por tanteos y con mucha cautela a subir los tipos de interés. Así, asistimos regularmente a anuncios públicos de posibles subidas de tipos, recibidas por los mercados con reacciones en-

contradas. Generalmente, el cortoplacismo, que suele ser la actitud dominante, aplaude con entusiasmo que los tipos se mantengan bajos, pero... ¡ajo!, que si no se suben los tipos de interés puede aparecer la inflación para complicar la película, amén de retrasarse el necesario proceso de desapalancamiento. En este asunto, el BCE ha actuado de forma algo menos contemporizadora que la FED americana.

Mientras se absorbe el stock de pisos vacíos y se produce el desapalancamiento de las empresas, es importante atacar el paro. Hay, básicamente dos maneras de hacerlo. La primera, generalmente equivocada —y en esta crisis más aún—, es mediante el aumento del gasto público. Es equivocada por varios motivos. El primero es que ese gasto suele ser temporal y, por tanto, sus efectos son puntuales y desaparecen tan pronto como se termina el gasto. El segundo error de este sistema es que el dinero se suele gastar en hacer cosas que no son necesarias y en las que, seguro, el ciudadano no se gastaría el dinero y ni siquiera aprecia. Y no hay que olvidar que el dinero que se gasta el Estado sale, antes o después, del bolsillo del ciudadano —a través de impuestos o de deuda— y ese dinero que el ciudadano deja de tener es un dinero que, obviamente, no se gasta. Por tanto, lo que consiguen estas medidas es que el gasto sea el mismo, pero se haga en algo que no crea una demanda estable y en algo que la ciudadanía no quiere, lo que genera una asignación equivocada e ineficiente de los recursos productivos. Crear puestos de trabajo a base de hacer que los trabajadores hagan hoyos para luego tapparlos no es una buena política. El tercer motivo por el que ésta es una política equivocada, y más en esta crisis, es que incrementa el déficit del Estado, es decir, alimenta la cuarta burbuja. Puede haber, sin embargo, situaciones excepcionales en las que la inversión del Estado pueda suponer una mejora en determinados aspectos de la economía que hagan sus efectos permanentes y hasta multiplicadores. Pero estos casos son, como se ha dicho, excepcionales y puntuales y, por desgracia, no suelen presentarse. Esto no justifica, desde luego, la inversión indiscriminada en todo lo que se mueva llevada a cabo por los estamentos públicos. El plan  $\tilde{E}$  auspiciado por el gobierno de España cuando, al fin, reconoció que había crisis, es un buen ejemplo de todos estos errores. Hay pueblos en los que el plan  $\tilde{E}$  se ha dedicado a hacer kilómetros de carriles bici sin que haya apenas bicicletas en el pueblo. Lo más parecido a hacer hoyos y tapparlos.

La segunda manera de enfrentar el paro —la correcta— parte de la base de que el empleo lo crean las empresas. Para ello hay que incentivar a éstas a que inviertan y contraten. No es buena manera de conseguir lo primero —que invier-

tan— el establecimiento de impuestos especiales a determinadas empresas que se supone que ganan mucho dinero. La primera condición sine qua non para que una empresa invierta es que gane dinero y dé rentabilidad a sus accionistas. Un impuesto especial va directamente en contra de ello. Pero lo segundo, que las empresas contraten, se consigue haciéndolas ver que cuando se contrata a un trabajador, esto no supone una hipoteca para toda la vida y que si la productividad no mejora, no es obligatoria una subida de sueldos, ni por el IPC ni por ningún otro tipo de índices que no incluyan, como factor determinante, precisamente la productividad. Es decir, hay que reformar el mercado de trabajo. En economía se dan efectos que parecen contradecir lo que se esperaba. Defender el puesto de trabajo de Pepe o de Juan y asegurarles que mantendrán su poder adquisitivo contra viento y marea, es muy bueno para Pepe o Juan, pero crea paro anónimo. Y el hecho de que Pepe o Juan trabajen en un sector conflictivo, con efecto mediático, no les hace tener más derecho a tener un empleo que a un ciudadano anónimo. No se trata de crear trabajadores privilegiados a costa de paro crónico de otros. Por último, para luchar contra el paro es necesario fomentar el consumo. No se trata, desde luego de fomentar que la gente consuma por encima de sus posibilidades. Pero toda crisis va acompañada de un sentimiento social generalizado de pesimismo y desconfianza. Muchos ciudadanos, que podrían consumir más, no lo hacen por ese sentimiento. Desactivarlo puede movilizar una gran cantidad de dinero hacia el consumo, fomentando que las empresas se recuperen. Pero generar confianza es más cuestión de hechos que de palabras altisonantes y vacías.

Por último, y especialmente en esta crisis, es fundamental atajar el déficit y convertirlo en superávit para disminuir el endeudamiento. Si los países que han acumulado estos déficits y deudas no hacen sus deberes, planea sobre ellos el fantasma de la suspensión de pagos. Esta tendría un impacto incalculable en el conjunto de la economía de todos los países la UE, incluidos los que han hecho sus deberes adecuadamente. Los Estados más despilfarradores exigen entonces a los que han hecho bien sus deberes, que les rescaten, en base a vagos y equívocos principios de solidaridad, dándoles el crédito necesario que ellos solos no pueden conseguir en el mercado. Los rescatadores, como es lógico intentan que los rescatados les den algún tipo de garantía de que, por lo menos, van a disminuir el déficit. Algo necesitan para autoengañarse y pensar que el dinero que les den no va a ser dinero tirado a la basura para que sigan haciendo lo mismo que han hecho durante los años anteriores a la crisis. Pero eso de rebajar el déficit —y no digamos transformarlo en superávit— es más fácil de decir que de hacer. La ciudadanía de los países despilfarradores no está en absoluto dispuesta a re-

nunciar a sus inalienables de «derechos» al bienestar. En algunos países, esta ciudadanía malacostumbrada lo demuestra en manifestaciones de protesta, verdaderos ejercicios de vandalismo, victimismo y demonización de la «insolidaridad» de los países sensatos. Si estos Estados sensatos acuden al rescate es, siempre, por el criterio del mal menor, es decir por el miedo al mal mayor. Ese mal mayor sería el desmoronamiento de una estructura de la unión Europea cimentada erróneamente en una unión monetaria, sin una autoridad que pueda imponer una disciplina fiscal a los Estados despilfarradores. Pero el miedo al mal mayor tiene un límite y los países sensatos puede que no estén dispuestos a cargar con lo que les pretenden imponer los irresponsables. De nuevo aparece un tira y afloja entre posturas drásticas y temporizadoras. Al principio, el miedo al mal mayor ha hecho prevalecer las posturas temporizadoras. Pero, ¿seguirán los países que han hecho sus deberes cediendo al miedo al mal mayor? He ahí la cuestión. Los votantes y la ciudadanía de estos países parecen dar señales de estar hartos y no creo que sus políticos estén dispuestos a contradecirles más allá de ciertos límites. ¿Qué pasaría si esos países cerrasen el grifo a estas ayudas? Sin duda, no hay nadie que pueda contestar a esta pregunta. Pero, a buen seguro, nos encontraríamos en un escenario muy duro y difícil, casi caótico. Sin embargo, por otro lado, poner demasiado dinero bueno en el desagüe es algo que acaba en un desastre aún peor.

Hay un tercer grupo de Estados. Aquellos que no han hecho bien sus deberes pero todavía no ven inminente la necesidad de un rescate. A estos, la financiación les sale muy cara debido a la alta prima de riesgo que ve el mercado en ellos. Estos costes y dificultades de financiación se transmiten hacia abajo, con un efecto multiplicador, hasta las empresas y consumidores, haciendo cada vez menos eficientes los esfuerzos que vimos antes para mantener bajos los tipos de interés. Otra vez, ante esto caben dos posturas extremas. La purista dejaría que cada palo aguante su vela y que cada Estado coseche lo que ha sembrado. La temporizadora hace que algún tipo de organismo internacional, con un fondo dotado en su mayor parte por los países sensatos, haga lo necesario para poner paños calientes a la herida infectada y que la prima de riesgo baje coyunturalmente. La medida usada es, fundamentalmente, la compra de deuda de estos países que se encuentran en la cuerda floja. Por supuesto, con un dinero que se trata que pongan, sobre todo, los países responsables. Los países de la EU del grupo de los que no han hecho sus deberes, sean de los intervenidos o de los que están en la cuerda floja, llegan al colmo de exigir a los responsables los llamados Eurobonos. Viene a ser como si España o Italia emitiesen deuda respaldada por Alemania —o por el conjunto de los países sanos de la UE—, con la prima de

riesgo promedio. Esto es, naturalmente un abuso sobre los países responsables, que son tachados de insolidarios si no aceptan. El mundo al revés. Otra vez, el miedo al mal mayor, hace su aparición en esta dialéctica. Así asistimos, asombrados y perplejos, al espectáculo de una especie de juego en el que los tres grupos de países —rescatados, en la cuerda floja y «responsables»— se miran a los ojos y el primero que parpadea, pierde. Pero este juego corre el riesgo de hacer que los que han hecho las cosas mal salgan premiados, mientras que los responsables salgan perjudicados, incentivando así la irresponsabilidad. Este riesgo se ha bautizado con el nombre de riesgo moral.

#### IV. Y, ¿QUIÉN TIENE LA CULPA?

¿Quién o quienes son los culpables de esta crisis? Es muy fácil jugar a ser víctimas inocentes y buscar un chivo expiatorio al que cargar con todas las culpas y mandar al desierto. Los bancos son los que se han llevado ese papel. Y no vamos a decir que algunos —o muchos— bancos no tengan una buena parte de la culpa. ¿Cuáles? Básicamente, los que más alegremente se han dedicado a dar préstamos para invertir en la primera burbuja —en España más las Cajas de Ahorro, de titularidad pública—, y los que hayan creado o comprado esos productos tan maravillosos como falsos con alta rentabilidad y sin riesgo. Sin embargo, hay también muchos bancos prudentes que hay participado en una medida muy limitada en este proceso. Pero, dicho esto, que es la mitad de la verdad, en un breve repaso al proceso que ha desencadenado esta tormenta perfecta, aparecen otros culpables y, mucho nos tememos, que pocos se libran de su cuota de culpa.

Empecemos por los ciudadanos que se han dejado arrastrar por la perspectiva de ganancias fáciles invirtiendo especulativamente en pisos. Creo que no hay nada malo y si mucho bueno en querer ganar dinero honestamente. Y no voy a decir que pretender comprar un piso hoy y venderlo un año después endeudándose y ganando una buena rentabilidad sea, en sí mismo, deshonesto. Pero sí que es jugar con fuego y aportar un granito de arena a la creación de la primera burbuja. Y muchos granitos de arena hacen una playa peligrosa. Quien haya participado en esto, en menor o mayor medida, que haga el correspondiente análisis y acepte su cuota de culpa.

Sigamos después con la triada de gobiernos/bancos centrales/reguladores. El exceso de liquidez y los bajos tipos de interés de la pre-crisis están causados por

los dos primeros de esta tríada. Los bancos centrales, instados, jaleados y presionados por los gobiernos que engloban (Básicamente BCE para la Unión Europea y FED para los Estados Unidos) son los responsables fundamentales de estas causas, básicas para la creación de la primera y segunda burbuja. Y a su vez, los gobiernos han sentido la presión de sus ciudadanos que, a buen seguro, hubiesen penalizado como votantes al gobierno que hubiese presionado para que los tipos de interés subiesen. Quizá haga falta una clase política un poco menos electoralista y con un poco más de liderazgo para ser capaces de no dejarse arrastrar por las demandas demagógicas de los ciudadanos. O, al menos, que no las jaleen. Pero, ¿tal vez esto sea soñar despierto? El tercer elemento de la tríada, los reguladores, también han aportado su grano de arena. Mientras, en general, se miraban con lupa —en unos países más y en otros menos— los préstamos de los bancos comerciales —los que captan depósitos y los prestan— y su capital, se usaba una red apta para pescar ballenas al mirar los activos y las necesidades de capital de los Investment Banks, así como para supervisar los productos que creaban sus BRAINS.

Pasemos al comportamiento de empresas y economías familiares. Pocas son las empresas que no hayan abusado del apalancamiento o las familias que no hayan tirado del crédito más de la cuenta para su inversión o consumo, aún en activos que no sean los de la primera burbuja. Y sólo esas pocas empresas o familias podrían tirar la primera piedra. También tendrían que preguntarse sobre su grado de responsabilidad en la crisis, los inversores —particulares, gobiernos nacionales y locales, administradores de fondos de pensiones y hasta bancos— que hayan comprado esos productos financieros de alta rentabilidad «sin riesgo». Posiblemente, la mayoría de los particulares e inversores no financieros que los compraron lo hiciesen asesorados por comercializadores de los bancos sin escrúpulos que los crearon y por la información, en el mejor de los casos errónea y en el peor consciente o negligentemente falsa, de las agencias de rating. Pero la poca presión que los BRAINS necesitaban para crear esos productos, ha venido de estos inversores. Lo que es imperdonable es que muchos fondos de pensiones y bancos, que se supone que tienen sus propios expertos para no hacer inversiones disparatadas, hayan caído en tan burda trampa.

Volvamos a los gobiernos. ¿Quiénes más que ellos son los responsables de los déficits intratables que llevan a unos niveles de deuda que ponen en peligro la viabilidad de los propios Estados? No vale echar la culpa a los «pérfidos» mercados, ni a los «desalmados» especuladores, ni a las «engañosas» agencias de rating. Los gobiernos y sólo ellos tienen la culpa de generar esos déficits y de llegar a

esos niveles de deuda. Cuando los gobiernos europeos hablan de crear su propia agencia de rating, podemos echarnos a temblar. Sólo nos faltaba una agencia de rating amigable con los gobiernos y dispuesta a calificar con AAA hasta la deuda de Grecia, para terminar de sembrar el caos. Ya fueron amigables las existentes con los productos de los BRAINS y así paso lo que paso. No caigamos ahora en tachar a estas de demasiado exigentes y repetir el error, esta vez, sin duda, a sabiendas.

Así pues, si se trata de buscar culpables en vez de chivos expiatorios, que cada uno se mire a sí mismo.

#### V. ¿PODRÍA HABERSE EVITADO ESTA CRISIS?

¿Podría haberse evitado esta crisis? La pregunta es ociosa, puesto que ya estamos en ella. Es preferible otra pregunta. Si salimos de esta crisis sin dejarnos demasiadas plumas, ¿podremos evitar que haya otras? La respuesta es, a nuestro entender, un sí y un no. Antes se ha dicho que para salir de la crisis habría que hacer lo contrario de lo que había generado las burbujas que la provocaron. Pero, una vez metidos en ella, era muy difícil, si no imposible, dar marcha atrás. Sin embargo, si salimos de ésta razonablemente sanos y nos recuperamos, es perfectamente posible no repetir la creación de las burbujas. Aún a riesgo de ser repetitivo, hagamos un pequeño recorrido sobre lo que deberíamos evitar.

En primer lugar, los inversores deberían huir como de la peste de poner un euro en cualquier cosa que sonase a una burbuja de falsa demanda inducida por el afán especulativo. No son difíciles de distinguir. Si algún activo —tulipanes, acciones de empresas .com o pisos— sube de precio desmesuradamente sin que esa subida resista el análisis de las causas fundamentales que hacen subir este precio, no cabe duda, estamos ante una candidata a burbuja. Si, además, la gente acude a préstamos para comprar ese activo, la duda se despeja aún más. Cuando la gente, empezando por el portero de su casa, le mira con condescendencia cuando no ha invertido en ello, entonces puede estar seguro de que se trata de una burbuja y de que está a punto de estallar. Para mejor guía, recomendamos encarecidamente la lectura del capítulo 2 del libro de Burton Malkiel, «Un paseo aleatorio por Wall Street». Este capítulo lleva el ilustrativo título de «La locura de las multitudes». Y explica cómo desde el siglo XVIII —y posiblemente desde antes—, con la crisis de los tulipanes holandeses, las burbujas se vienen sucediendo con pasmosa regularidad. Malkiel ha acunado en este libro una frase lapidaria:

«Después de años de bonanza económica, la gente está preparada para perder su dinero».

Pero no basta con no poner un euro en los activos que formen la burbuja. También hay que huir, y con la misma determinación, de cualquier inversión genial que prometa altas rentabilidades sin riesgo. Ya va siendo hora de que aprendamos una lección bastante simple: Cuando alguien nos propone una inversión que da una alta rentabilidad sin riesgo, ese alguien es una de las siguientes tres posibilidades; a) un tonto, b) un timador c) un tonto que trabaja para un timador. Por tanto despachemos con cajas destempladas a todo el que nos proponga algo así y, si no queremos asumir riesgos para nuestros ahorros, conformémonos con una baja rentabilidad.

En segundo lugar, las empresas y los particulares deberían huir de endeudarse más allá de lo sensato. Lo crítico es saber dónde está ese límite razonable. Pero no es tan difícil. El criterio podría resumirse en una regla de oro bastante sencilla. Si las cuotas de amortización de la deuda (devolución más intereses) son mayores de lo que uno puede pagar si las cosas le van «razonablemente mal», se está pasando el límite de endeudamiento y conviene parar. Para no llegar a este punto, conviene que las familias recuperen un sano principio de austeridad y las empresas que acudan con más intensidad y frecuencia a la autofinanciación, bien moderando los dividendos, bien financiándose en mayor medida con ampliaciones de capital de los propios socios en vez de con deuda.

En tercer lugar y, como se diría en inglés, «last but not least», la triada gobiernos/bancos centrales/reguladores. Empecemos con los bancos centrales (BCE y FED). Nunca más considerar que el dinero es un bien que se «fabrica» ilimitadamente a coste 0. El dinero es, como todos los bienes, es y debe ser un recurso escaso y debe tener un precio de mercado acorde con esa escasez. No soy partidario, como lo son algunos liberalistas a ultranza, de que los bancos centrales se abstengan en absoluto de inyectar o drenar dinero del mercado. Hay veces en las que es muy conveniente que actúen, ya que el efecto multiplicador de la creación de dinero puede sufrir variaciones erráticas que no se autocorrijan. Pero entre actuar excepcionalmente para corregir desviaciones puntuales y crear dinero de forma descontrolada y abusiva por motivos electoralistas, hay un término medio, que casi debe confundirse con lo primero.

Los reguladores. Es evidente que la regulación es necesaria. Pero la sobre-regulación puede ser casi tan grave como la falta de la misma. Se puede —y

seguramente se debe— obligar a la banca a tener unos mínimos de capital y a practicar provisiones duras y fuertemente anticíclicas que hagan que sus cuentas de resultados sean más conservadoras y preserven sus balances. Pero hay que ser consciente de que cuanto mayor sea el límite de capital que se imponga y más duras sean las provisiones, más se limitará el crédito y mayor será el coste de la financiación para las empresas y particulares. Se puede —y seguramente se debe— endurecer las obligaciones de información y de comercialización sobre los productos financieros complejos, pero hay que ser consciente de que así se puede llegar a privar a particulares y empresas de productos financieros que son auténticos servicios que eliminan riesgos y hacen la vida más fácil a la gente. Pero, sobre todo, es absolutamente imprescindible que esa regulación, sea la que sea, sea equitativa para todos los agentes. No se pueden usar varas de medir distintas para bancos comerciales e Investment Banks, por ejemplo, o para bancos en USA o Reino Unido y bancos en España, o para bancos privados y públicos. De la misma manera, no se debe permitir que bancos que hayan recibido dinero público, gocen por ella de ventajas competitivas, premiando la incompetencia. De lo contrario, se producirá un arbitraje regulatorio que haga que los bancos que puedan busquen los caminos menos regulados para hacer de su capa un sayo, mientras que otros no tengan más remedio que aguantarse con los caminos más regulados. Esto crearía una desigualdad competitiva injusta y, en última instancia, perjudicial para las familias y las empresas.

Los gobiernos. Los gobiernos deben, necesariamente tener como objetivo el equilibrio financiero, es decir, algo tan elemental como no gastar más de lo que ingresen. Pero el equilibrio financiero será un objetivo válido una vez que la deuda haya llegado a niveles razonables. Si se parte de una situación como la actual en la que la deuda tiene proporciones disparatadas, habrá que fijarse un objetivo de superávit que permita amortizar deuda, hasta que esta baje a niveles aceptables. Ahora bien ¿cuál es el nivel razonable de la deuda? A nuestro modo de ver, la deuda que un Estado razonable debe tener, es igual a cero cuando no hay crisis. Y ella, por dos razones. La primera es que la deuda del Estado, si llega a ser crónica, supone una carga impuesta por una generación a la siguiente, que es quién tendrá que pagarla, lo que nos parece básicamente injusto. La segunda porque, al llegar una situación de crisis, si se parte de deuda cero, se puede asumir un cierto déficit, y con él una deuda moderada, para reactivar la economía, sin subir los impuestos. Por tanto, para prevenir las crisis, el objetivo de los gobiernos en tiempos de bonanza debería ser déficit y endeudamiento cero. Si esta crisis sirve para que los Estados se den cuenta de que, como ocurre con las economías familiares, los gastos no pueden ser sistemáticamente mayores que

los ingresos, habrá sido una lección aprendida con sangre pero que puede hacer que recuperen la sensibilidad que han perdido acerca de la importancia de presupuestos equilibrados. Y tal vez sea la oportunidad necesaria para que se reconsideren las bases para llegar a hacer de la UE, no una simple unión de mercados y monetaria, sino una unión fiscal con unas políticas presupuestarias severamente supervisadas por una UE con atribuciones ejecutivas para hacer cumplir los compromisos. Si se aprovecha esta oportunidad, no todo será absolutamente negativo en esta crisis. Pero hay un gran escollo para que los países de la UE alcancen esta unión fiscal y este fuerte gobierno económico: su historia. Efectivamente, la historia Europea es una larga relación de conflictos, guerras, luchas internas y política ventajista que hacen muy difícil la cesión de soberanía que una solución así comportaría.

Pero no es lo mismo tener un objetivo de déficit 0 sobre un presupuesto total de 200.000 millones de € que sobre 100.000 millones. Cualquier desviación, en el primer caso doblará la que se produzca en el segundo. Además, detraer impuestos a los ciudadanos, que dejan de podérselo gastar en lo que necesitan, para que se lo gaste el Estado en lo que le parece adecuado a los políticos, distorsiona la eficiencia en la asignación de los recursos. Por supuesto que un Estado moderno puede y debe atender, a través del presupuesto, necesidades perentorias de sus ciudadanos, aún en contra de la eficiencia, pero cuanto menor sea la medida en la que lo haga será, en principio, mejor para la economía y, por tanto, para prevenir posibles crisis. La soberanía sobre dónde equilibrar las demandas de gasto público con la carga impositiva es, por supuesto, de los ciudadanos. Pero, demasiado a menudo, sobre todo si no existe una sociedad civil crítica, los gobernantes se arrogan la facultad de usar el dinero de los ciudadanos con excesiva alegría por motivos partidistas, ideológicos y clientelistas. A continuación se enumeran algunos criterios que nos parecen sanos para evitar esto.

- 1.º Un principio de máxima importancia y que se verá reflejado en muchos puntos posteriores es el principio de subsidiariedad. El Estado no debería hacer aquello que hace mejor la iniciativa privada.
- 2.º Financiar un servicio no implica necesariamente prestarlo. Que la sanidad o la educación sea gratuita, no quiere decir que la tenga necesariamente que prestar el Estado. El Estado puede pagar los gastos hospitalarios en hospitales privados. Y lo mismo se puede decir de escuelas y universidades. Generalmente la eficiencia de la iniciativa privada es mucho mayor en la prestación de la mayoría de los servicios.

- 3.° Lo que es completamente gratis o se aprecia e incita al abuso. El hecho de pagar una cantidad simbólica por la utilización de servicios pagados por el Estado, no desvirtúa el efecto social de la prestación, pero incita a la responsabilidad de los usuarios.
- 4.° Ser extremadamente crítico con todo gasto que huele a partidismo, ideología o clientelismo.
- 5.° Existe un sabio principio que dice; «no des nada que luego tengas que quitar». Ya Maquiavello, en «El príncipe» recomendaba a éste —el príncipe en la época de Maquiavello era el equivalente, salvando las distancias, a los gobernantes de hoy— que para gobernar convenía más pecar de parco en los gastos hacia sus súbditos que dadivoso, ya que el príncipe dadivoso acababa pronto con las arcas de dinero y, al no poder mantener su dadivosidad, corría el riesgo de ser derrocado.
- 6.° El subsidio de desempleo no debe sustituir a la responsabilidad de los gobiernos de crear las condiciones de pleno empleo. Cuando se crean estas condiciones, siempre hay un remanente de paro subyacente. Son las personas que por razones diversas están en paro de forma transitoria hasta que vuelven a insertarse en el mercado laboral. Pero cuando, por dejación de sus obligaciones, los gobiernos no crean las condiciones para que haya un mercado de trabajo eficiente que genere pleno empleo, el subsidio de desempleo se convierte en una carga de difícil sostenimiento que llega a generar, en casos límites, el hábito del desempleo y el abuso. Y este abuso lo acaban pagando las personas que, estando en el paro, buscan ansiosamente trabajo y no lo encuentran. Los gobiernos que actúan así tienen una conducta irresponsable.
- 7.° Un sistema de pensiones de transferencias (el dinero que yo cotizo hoy para mi pensión, va a pagar la jubilación de los actuales jubilados), es básicamente injusto, ya que la posibilidad de que un ciudadano llegue a cobrar su jubilación y la edad a la que pueda hacerlo, dependen de la coyuntura económica del momento de su jubilación, de la forma de la pirámide de población cuando se jubile y, en última instancia, de la conveniencia política del momento. En cambio, un sistema de acumulación de los propios ahorros a lo largo de su vida laboral, es mucho más justo. Esto no es de ninguna manera antisocial, sino todo lo contrario. Lo mismo que el Estado obliga a los trabajadores a aportar una parte de sus ingresos para la Seguridad Social con este fin, puede hacerlo para que se vaya construyendo su propio plan de pensión. Esto libera al fu-

turo pensionista de los avatares de la economía, de las tasas de natalidad, de lo que pueda ocurrirle en los últimos años de su vida laboral, del capricho de los políticos, etc., al tiempo que deja a su libre criterio decidir cuando se quiere jubilar.

- 8.º Debería haber una parte del presupuesto del Estado que fuese de libre asignación por el ciudadano entre organismos calificados como de utilidad pública.

Si un Estado mantuviese un equilibrio presupuestario sin deuda en épocas de bonanza, si crease en la economía las condiciones de pleno empleo y si vigilase atentamente el volumen de su presupuesto para distorsionar lo menos posible la eficacia en la asignación de recursos, estaría contribuyendo de forma muy positiva a evitar posibles crisis.

## VI. CONCLUSIÓN. INTELIGENCIA ÉTICA

Retomamos la pregunta del apartado anterior: ¿Podría haberse evitado esta crisis? Al principio del mismo dimos una respuesta ambigua: sí y no —decíamos. Ahora estamos en condiciones de ser menos ambiguo. Desde luego, ninguna de las medidas que hemos enumerado como cosas que deben hacerse para evitar crisis futuras es irrealizable. Todas son realistas y muy factibles. Por tanto parecería que la respuesta debiera haber sido un claro sí. Pero la dificultad estriba en la naturaleza humana. Todos tenemos una tendencia, más o menos controlada o dominadora, a intentar ganar dinero aún a costa de estar creando una burbuja, a endeudarnos más de la cuenta para consumir más o para aumentar la rentabilidad de la empresa, a buscar inversiones maravillosas de alta rentabilidad y bajo riesgo. A veces, esto se hace de forma inconsciente. Todos los vertebrados tenemos dos ojos, ambos buenos, y gracias a la visión ligeramente distinta de cada uno de ellos, podemos ver en profundidad. Para la vida económica también hay dos ojos y también ambos son buenos. Tenemos el ojo de la rentabilidad/bienestar y el del riesgo. Gracias a ellos nos podemos mover bien en el mundo de la economía, empresarial y doméstica. Pero tras años de bonanza, el ojo del riesgo se vuelve vago y puede llegar incluso, a cegarse. Si es así, corremos un grave riesgo de estrellarnos en la vida económica y de estrellar a los que viajan con nosotros. Por eso, nuestro comportamiento en este campo tiene un componente ético. Si una sociedad pierde el norte, de poco sirve que unos pocos ciudadanos tengan el ojo del riesgo avizor. Se estrellarán en el mismo autobús en el que

viajan con los «tuertos» al volante. Pero la vagancia del ojo del riesgo no es algo que se escape del control de nuestra voluntad libre. Por eso somos éticamente responsables de mantenerlo avizor.

Algo así ocurre con los políticos. La tendencia natural es a aumentar los gastos del Estado más allá de lo sensato, porque repartir dinero da poder. Pero, además de su propia responsabilidad, los ciudadanos tenemos la responsabilidad de controlarlos a través de una sociedad civil crítica y atenta —cosa que, por eso mismo, no gusta a la mayoría de los políticos que buscan a toda costa anestesiarse a esta sociedad civil. Anestesia a la que no es ajeno el abuso del Estado del bienestar, incluida la manipulación de la enseñanza.

En los últimos años se ha hablado mucho de la inteligencia emocional. Nos gustaría acuñar el concepto de inteligencia ética. Y para ella, hay que desarrollar ciertos valores. Pero preferimos hablar en términos más tradicionales. Preferimos hablar de las virtudes. Las virtudes son hábitos fuertes orientados a hacer el bien. Cuatro son las virtudes humanas se aprendían hace años y que se llaman cardinales. Prudencia, justicia, fortaleza y templanza. Prudencia para saber ver los riesgos y poner los medios necesarios para someterlos a la justicia. Justicia para evitar comportamientos que puedan perjudicar a terceros sin comerlo ni beberlo. Fortaleza para no dejarnos arrastrar por el hecho de que «todo el mundo» se esté forrando con ese brillante producto financiero o invirtiendo en esa maravillosa burbuja de la que «todo el mundo» sale ganando, mientras se endeuda hasta las cejas. Templanza para saber disfrutar de la vida —personal y económica— sin necesidad de extraer de ella hasta el último euro.

La vida económica es un plano lleno de pirámides interconectadas por arriba. Cada uno de nosotros somos una de ellas. Una pirámide con base ancha es muy difícil de volcar. Pero a medida que nuestro comportamiento económico vaya cerrando el ojo del riesgo y tomemos decisiones insensatas, nos vamos convirtiendo en figuras de base estrecha y que, en vez de estrecharse hacia la cúspide, se hacen cada vez más anchas por arriba. Cuanto más ocurra esto, más inestables se vuelven. Si en el plano hay unas pocas pirámides invertidas entre una multitud de pirámides sólidamente asentadas, es difícil que se produzca un cataclismo. Pero a medida que la situación de pirámides invertidas se va generalizando, el sistema se hace más y más inestable. Llega un momento en el que el menor soplo puede desencadenar un alud y hacer que todas las pirámides, incluidas las estables, se caigan. ¿Es evitable recaer en una crisis si salimos de ésta? Depende de la proporción entre pirámides estables e invertidas. La inteligencia

ética está en desarrollar las virtudes necesarias para que, pase lo que pase a su alrededor, hagan lo que hagan los que le rodean, usted se mantenga como una pirámide estable. Y esto vale para cualquier aspecto de la vida, no sólo para las crisis económicas.

## BIBLIOGRAFIA

- AKERLOFF, G., y SHILLER, R., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009.
- ABADIA, Leopoldo, *La crisis Ninja y otros misterios de la economía actual*. 1.ª ed. Madrid: Espasa-Calpe, 2009.
- *La hora de los sensatos*. 1.ª ed. Madrid: Espasa-Calpe, 2009.
- CERON CRUZ, Juan Antonio, «Crisis Financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas del Sistema Monetario: el caso de las subprime», en X Reunión de Economía Mundial, Barcelona, 2008.
- GILLIAN Tett, *Fool's gold: How the old Dream of a Small Tribe at JP Morgan was corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*, Free Press, 2009.
- NÚÑEZ, Francisco, «Una década perdida en dos años», *El Mundo*, 12 de julio de 2009, n.º 60.128, p. 30.
- STIGLITZ, Joseph, *Todo el mundo busca recetas contra la crisis*, sinpermiso, 1.ª ed. Bogotá: ediciones Bogotá, 2009.
- TAMAMES, Ramón, *Para salir de la crisis global. Análisis y soluciones*, 1.ª ed. Madrid: EDAF, 2009.
- WESSEL, David, *In Fed we Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*, Random House, 2009.
- ZANDI, Mark, *Financial Shock: Global Panic and Government Bailouts — How we got here and what must be done to fix it*, Pearson, 2009.