



ESPAÑA, ¿DIFERENTE O PROBLEMA?: LA OPINIÓN DEL MERCADO

**Jordi Molins i Coronado,
Analista Financiero**

Y Dédalo dijo a Ícaro: «¡Volemos fuera de la isla! Pero debemos tener cuidado de no volar demasiado alto, pues el sol quemaría nuestras alas».

«El mayor defecto de la raza humana es nuestra incapacidad de entender la función exponencial». Albert Bartlett.

«Para que triunfe el mal, solo hace falta que los buenos callen». Edmund Burke.

Desde el origen de la vida a la creación del Universo, los procesos que nos determinan en gran medida son efectos de retroalimentación positiva.

La mayoría de procesos de retroalimentación positiva tienen una dinámica parecida: al principio, un crecimiento exponencial («cuanto más, más») acelera los cambios.

Pero una vez ese proceso de crecimiento llega a sus límites, otras dinámicas entran en juego, que pueden llegar a amortiguar, e incluso revertir, las ganancias iniciales: todos eventualmente morimos y el Universo terminará como una sopa fría y desordenada, maximizando la entropía.

Pero antes de morir, los humanos tenemos la capacidad de hacer grandes cosas, y el Universo está aún en ebullición creativa, construyendo y destruyendo complejas estructuras (la vida siendo una de ellas), y lo seguirá haciendo por mucho tiempo.

Socialmente, los procesos de retroalimentación positiva a mayor escala se conocen como

«contratos sociales». Un contrato social es una estrategia *win-win*, o ganadora, en la cual una coordinación activa entre varios agentes da lugar a un resultado final que es positivo para todos ellos, y que probablemente no se conseguiría sin esa coordinación global.

El objetivo de este artículo es el de destacar que los canales que han determinado la evolución de la crisis financiera mundial en general, y la española en particular, desde 2007 hasta la actualidad, se nutren de procesos de retroalimentación positiva. Estos procesos no fueron gestionados adecuadamente ni por los reguladores ni por los legisladores.

La clave para entender por qué esto fue así, y lo sigue siendo, radica en un diseño de incentivos perversos para todos los agentes involucrados, combinado con la falta de confianza que tienen los agentes entre sí después de años de bonanza donde la norma era *overpromise and underdeliver*.

El primer capítulo de este artículo describe tres tipos de fenómenos de retroalimentación positiva presentes tanto en el entorno económico como financiero actuales, en España y en Europa: procesos *win-win*, procesos *lose-lose* y procesos «vuelo de Ícaro» (determinados por un proceso *win-win* inicialmente, pero que eventualmente colapsan bajo un proceso *lose-lose*), dando ejemplos de cada uno de esos procesos, presentes y pasados.

El segundo capítulo del artículo analiza los procesos descritos en el primero y concluye.



I. PROCESOS DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA: DESCRIPCIÓN Y EJEMPLOS

Un ejemplo de proceso de retroalimentación positiva *win-win* en entornos humanos es el contrato social, con una dinámica determinada por agentes que se coordinan para conseguir un bien mayor, satisfaciendo todos ellos sus propios incentivos, al igual que los objetivos comunes de la sociedad que los integra. El objetivo primordial de un regulador racional es el de encontrar y alentar esos procesos de retroalimentación positiva.

Los procesos *lose-lose* son la imagen especular del proceso descrito en el párrafo anterior: el empeoramiento de un canal económico o financiero tiene implicaciones negativas en otros canales, que a su vez se deterioran y retroalimentan negativamente sobre el primero, y así sucesivamente. El objetivo primordial de un regulador racional es el de encontrar y neutralizar esos procesos *lose-lose*.

Los procesos «vuelo de Ícaro» empiezan siendo procesos *win-win*, pero eventualmente un proceso *lose-lose*, que se mantenía latente, llega a su punto de inflexión o *tipping point* (donde las consecuencias negativas de los desequilibrios implicados por el proceso *win-win* se iban acumulando, hasta que el dique que las mantenía controladas se desborda y eventualmente resquebraja) a partir del cual se hace evidente el proceso *lose-lose*, que llega a revertir los efectos positivos del canal *win-win*.

De hecho, toda estrategia *win-win* o *lose-lose* es eventualmente un «vuelo de Ícaro»: todo proceso positivo tiene su contrapartida negativa y todo proceso destructor de valor eventualmente encontrará soporte por las compras de inversores oportunistas.

A continuación, describiremos una serie de ejemplos de procesos de retroalimentación positiva.

I.1. KEYNESIANISMO: POLÍTICA FISCAL COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA

Un ejemplo de contrato social, representativo de una estrategia *win-win*, es el Keynesianismo: la

Gran Depresión surgió por una falta de demanda agregada, y debido que el nivel de deuda era bajo (y por tanto, había aún muchas inversiones públicas que representaban externalidades positivas, como carreteras, educación universal ...) la estrategia consistente en gastar más y elevar el nivel de deuda funcionó.

Como siempre, la estrategia mostró eventualmente sus límites de Ícaro: el número de posibles inversiones con externalidades positivas es limitado, y eventualmente los políticos escogieron inversiones sin externalidades positivas pero que les ayudaban a comprar votos.

La inflación, que cuando empezó siendo una sorpresa ayudó a rebajar el nivel de deuda, se convirtió en permanente, con lo cual el efecto sorpresa desapareció, y forzó a empresas y trabajadores a añadir un nuevo factor de análisis en sus cálculos de beneficio y riesgo.

I.2. FRIEDMANISMO: POLÍTICA MONETARIA COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA

El siguiente contrato social fue el Friedmanismo: una vez la política fiscal llegó a sus límites con el Keynesianismo, la política monetaria entró en juego, con bancos centrales independientes que prometían una inflación controlada ... y especialmente tipos bajos, que amortiguarían cualquier tipo de crisis económica, con tipos aún más bajos, o eventualmente, *Quantitative Easing*.

Inicialmente, esta estrategia tuvo éxito, ya que bajar los tipos de interés, partiendo de niveles elevados, tiene un gran impacto a nivel de inversión, tanto empresarial como familiar (principalmente vivienda). Además, el precio de los activos era en general bajo según métricas de valoración a largo plazo, y por tanto, con un gran potencial de crecimiento.

Pero como siempre, la estrategia llegó eventualmente a sus límites: cuando los tipos de interés son ya muy bajos, el impacto marginal de tipos aún más bajos es reducido. Además, si los activos tienen ya un precio alto, los inversores



serán reticentes a comprar a precios elevados aunque las condiciones de financiación sean atractivas, debido al reducido potencial de revalorización.

Ahora nos encontramos que estamos sufriendo los límites tanto del Keynesianismo como del Friedmanismo:

Por un lado, los niveles de déficit y de deuda en Europa son elevados debido a las medidas Keynesianas del principio de la crisis (que no funcionaron, ya que no tenían como objetivo inversiones con externalidades positivas, sino en muchos casos construir «puentes hacia ninguna parte»).

Por otro lado, los bancos centrales occidentales han estado llevando a cabo políticas de relajación en política monetaria, pero cuando se ha llegado al «límite cero» en los tipos de interés, el impacto a través de precios (el tipo de interés), que es la principal correa de transmisión de la política monetaria para empresas y familias, se ha empezado a degradar.

Nota: los bancos centrales aún tienen la capacidad de ajustar volúmenes, en lugar de precios, y eso es lo que se conoce como *Quantitative Easing*. El impacto principal de este ajuste es sobre el canal bancario, no sobre el sector privado. En particular, una expansión del exceso de dinero en el sistema permite al sistema financiero contrarrestar el efecto negativo de huidas de depósitos.

La pregunta es entonces:

¿Qué tipo de contrato social podemos llevar a cabo, si ni el Keynesianismo ni el Friedmanismo nos son ya de utilidad como mecanismos de reequilibrio, al haber llegado a sus límites de aplicabilidad?

I.3. RESPUESTAS COORDINADAS DE POLÍTICA FISCAL Y POLÍTICA MONETARIA COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA

Las políticas Keynesianas, como hemos comentado anteriormente, no pueden ser aplicadas de

manera efectiva en la situación actual, debido que implican incrementos de deuda, y los niveles de deuda, tanto pública como privada, son ya posiblemente demasiado elevados. Diversos estudios muestran que un nivel de deuda pública del 90% del PIB es el punto de inflexión a partir del cual una economía se ve dañada por el alto nivel de deuda pública ([REINHART] y [CECHETTI]).

España no está aún ahí según la deuda PDE, pero si añadimos todos los pasivos existentes (deuda de empresas públicas, deuda comercial posiblemente no reconocida por el BdE, deuda pública no mostrada en el Fondo de Reserva de la Seguridad Social por las convenciones contables ESA 95 ...) posiblemente España está ya cerca de ese 90% del PIB. Y eso sin contar ni con pasivos contingentes debidos a la posible necesidad futura de asumir deudas privadas ni con pasivos existentes que no son contados como deuda (pensiones futuras, por ejemplo).

Por otro lado, el impacto potencialmente positivo de políticas monetarias expansivas es por un lado ya marginalmente poco eficiente y además, el BCE es reticente a aceptar expansiones monetarias agresivas debido a su mandato de estabilidad de precios.

Otras propuestas [ALESINA] argumentan que un proceso de consolidación fiscal puede llegar a ser positivo para el crecimiento económico. Esta visión es incorrecta en el entorno europeo actual. De hecho, hay muy pocos casos donde empíricamente el Alesianismo se haya visto validado, y generalmente ha venido asociado a devaluaciones cambiarias, entradas significativas de capital extranjero y a tipos de interés inicialmente muy altos (debido a una alta prima de riesgo de liquidez y no de solvencia).

En cambio, en la Europa periférica las devaluaciones competitivas no son posibles, y al menos en el caso de Grecia, la crisis de solvencia (además de la de liquidez) es obvia.

Pero siendo esto cierto, un proceso de consolidación fiscal, unido a reformas estructurales, es positivo a medio plazo debido a una reducción de la prima de riesgo. El problema es que estas medidas dañan el crecimiento a corto plazo.



La combinación de una política monetaria expansiva con una política fiscal contractiva es una solución coordinada óptima al problema descrito en los párrafos anteriores en un entorno de crisis de deuda, donde la prima de riesgo soberana es la clave: tanto una política monetaria expansiva como una política fiscal contractiva reducen potencialmente los tipos de interés. Una política monetaria expansiva abarata el precio del dinero, y una política fiscal contractiva reduce la prima de riesgo.

Además, ambas estrategias implementadas a la vez compensan los efectos negativos que sufre cada estrategia por separado:

Por un lado, las tensiones inflacionistas que una política monetaria expansiva podría ocasionar se ven contrarrestadas por el potencial deflacionario de un proceso de consolidación fiscal.

Por otro lado, el daño al crecimiento a corto plazo de un proceso de consolidación fiscal se puede ver contrarrestado por una política monetaria expansiva.

De hecho, esta estrategia puede ser entendida como un «dilema del prisionero»: hay cuatro posibles combinaciones de políticas fiscales y monetaria expansivas / contractivas. La *win-win* corresponde a la política monetaria expansiva y a la política fiscal contractiva.

El gran problema es conseguir que ambos agentes, fiscal y monetario, lleguen a un acuerdo de coordinación global.

De manera natural, las autoridades fiscales son «mentirosas», especialmente en los países periféricos, y el BCE no cree que las autoridades fiscales sean suficientemente responsables como para mantener sus promesas, ante posibles elecciones futuras y el incentivo de renunciar a esas promesas.

Por tanto, no podemos llegar a la solución *win-win*, que sería la óptima, debido a una falta de credibilidad de los gobiernos que nos representan. El problema radica en que los gobiernos no tienen los incentivos correctos para comportarse «bien», y en cambio sí que tienen incentivos, y muchos, para comportarse «mal».

No se puede esperar que alguien se comporte de una determinada manera cuando sus incentivos están diseñados para conseguir lo contrario.

Instrumentos como un *debt brake* o sanciones automáticas por incumplimientos en los objetivos de déficit y deuda pueden servir para revertir esta falta de desconfianza, y permitir eventualmente una coordinación entre política fiscal y monetaria que lleve a una estrategia ganadora.

I.4. EUROBONOS: UN PROCESO WIN-WIN CON UNA COORDINACIÓN DE LOS AGENTES COMPLICADA

Los Eurobonos son una propuesta para emitir deuda europea con garantías comunes de todos los países de la Eurozona.

La política monetaria y la política fiscal deben de tener el mismo rango geográfico. En caso contrario, eventualmente se generan automáticamente procesos *lose-lose* que llevan a la ruptura de la unión monetaria [DE GRAUWE]:

Cuando un país tiene control tanto de su política fiscal como monetaria, y tiene su propia moneda, una crisis económica no lleva a la huida de moneda del país, ya que la cantidad de moneda viene determinada por el banco central, no el mercado. Si un inversor vende activos de riesgo denominados en esa moneda, esa moneda no huye del país, sino que va a parar a los mercados monetarios denominados en esa moneda. El Banco Central tiene la capacidad, mediante *Quantitative Easing*, de transformar de vuelta esa moneda en activos de riesgo, comprando activos de riesgo, por ejemplo bonos de largo plazo.

En cambio, España pertenece a una unión monetaria superior, y además de no poder devaluar su moneda, tiene el problema que si entra en crisis y los inversores venden activos de riesgo del país (y llevan los euros al mercado monetario) pueden usar esos euros para comprar activos de riesgo en otros países dentro de la unión monetaria que no están en crisis, como por ejemplo, bonos del gobierno alemán. Por tanto, puede haber una fuga de capital de un país a otro, lo



que es claramente un proceso de retroalimentación negativa.

Por tanto, cualquier fluctuación suficientemente grande puede empezar un proceso *lose-lose* y llevar a la ruptura debido al canal circular retroalimentado «problema fiscal → huida de capital → mayores tipos → mayor problema fiscal».

Los Eurobonos actuarían claramente como un proceso de retroalimentación positiva, cortando de raíz la posibilidad del canal *lose-lose* descrito en los parágrafos anteriores:

Actualmente la deuda soberana periférica ya no opera como un activo libre de riesgo que permite implementar políticas contra-cíclicas debido a sus características de *flight to quality*, por la cual las condiciones de financiación son mejores cuando son más necesarias (expandir el gasto en una recesión), sino que actúan como activos procíclicos, no siendo más que otro tipo de activo de riesgo.

En particular, las consecuencias sobre el sistema financiero son obvias: si la deuda soberana ya no es «especial» en el sentido de comportarse como activos contra-cíclicos, ya no tiene sentido que los bancos no deban provisionar por los bonos soberanos que tienen en cartera.

Esto lleva a unas necesidades brutales y repentinas de provisión para las carteras de deuda soberana periférica, que actúan directamente sobre los canales de la economía real, ya que los bancos deben contraer el nuevo crédito a la economía para ser capaces de provisionar esos riesgos que habían ignorado hasta entonces.

Por tanto, podemos afirmar que la unión del efecto De Grauwe junto con los *stress tests* del EBA y el *Private Sector Involvement* sobre la deuda griega (PSI, reestructuración ordenada de la deuda griega soberana), aunque positivos a nivel individual, han tenido consecuencias nocivas para la economía europea al aparecer juntas en el tiempo, creando un efecto *lose-lose*:

Muchos bancos de países aparentemente con poco riesgo crediticio han mostrado, a través del proceso de transparencia de los *stress tests*, unas posiciones enormes en deuda soberana europea, a veces superando con creces incluso su base de capital.

Cualquier duda que el proceso de reestructuración crediticia griego podría servir como molde para futuros procesos de reestructuración de la deuda soberana de otros países europeos ha llevado a los inversores a incluso dudar de buenos bancos europeos.

Por tanto, tanto el PSI como los *stress tests* han llevado tanto a problemas soberanos, por los cuales los gobiernos ya no pueden usar su deuda soberana como medida anti-cíclica, como a problemas del sistema financiero, ya que se abre la caja de Pandora de la posibilidad de tener que provisionar riesgos que hasta entonces se habían ignorado, y que incluso se habían impulsado a nivel regulatorio, debido al bajo peso en activos ponderados al riesgo que tiene la deuda soberana, al igual que beneficiar las medidas de liquidez incluidas en Basilea III.

Penalizar ahora por poseer deuda soberana, cuando antes se ha impulsado regulatoriamente de manera tan obvia, implica directamente la creación de procesos *lose-lose* a gran escala.

En opinión del autor de este artículo, estos procesos nocivos deben pararse tan rápido como sea posible, y deben impulsarse medidas *win-win* que permitan tanto recuperar las capacidades anti-cíclicas de la deuda soberana como evitar tener que provisionar por las carteras de deuda soberana periférica.

Una manera de conseguir estos dos objetivos es a través de los Eurobonos: los Eurobonos serían instrumentos anti-cíclicos, y si diseñados adecuadamente, sin riesgo crediticio y disfrutando de bajos tipos de interés.

Empíricamente, la deuda del fondo de rescate europeo, EFSF, tiene tipos muy bajos, y probablemente los Eurobonos operarían en ese rango de tipos.

Teóricamente, los tipos soberanos deberían depender de variables macro, como el nivel de deuda, déficit y liquidez del mercado de bonos. Si uno regresiona estas variables con respecto a los tipos de los distintos bonos de la Eurozona, y luego extrapola esta relación a los niveles de deuda, déficit y potencial liquidez del mercado de Eurobonos para la Eurozona, encuentra que



los tipos de los Eurobonos serían también muy bajos.

Eso es consistente con el hecho que aunque algunos países de la UME tienen serios problemas de déficit y deuda, la UME tiene un perfil global de deuda y déficit mejor que el de los Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, por ejemplo.

Pero para conseguir una implementación eficiente de los Eurobonos, es necesario que los países periféricos en general, y España en particular, den confianza a corto, medio y largo plazo a los países europeos con un alto nivel de calidad crediticia para incentivarlos hacia la idea de los Eurobonos.

1.5. EL «VUELO DE ÍCARO» FINANCIERO: ES DE DEMENTES FINANCIAR INVERSIONES ALTAMENTE APALANCADAS MEDIANTE DEPÓSITOS

El sistema financiero cumple una misión dual: tanto proporcionar crédito a la economía, sirviendo de correa de transmisión monetaria para el Banco Central, como ser el custodio de los depósitos de familias, empresas y administraciones públicas.

El activo de un banco consiste básicamente de préstamos, tanto colateralizados (principalmente hipotecas) como sin colateral (por ejemplo, crédito al consumo), y de activos en balance, principalmente bonos soberanos, papel de otras instituciones financieras y de otras empresas no financieras, además de posibles carteras industriales y otros activos fijos.

El pasivo de un banco consiste principalmente en depósitos, deuda a medio y largo plazo (tanto cédulas hipotecarias como deuda *senior* y subordinada), y deuda a corto plazo, tanto colateralizada (repos, tanto privados como con el BCE) como sin colateral (papel comercial ...).

El objetivo tradicional de un banco es el de asumir el riesgo de liquidez, financiándose de manera barata a corto y proporcionando financiación cara a largo plazo. El riesgo de liquidez

está en general cubierto por una garantía implícita (pero muy real) del Banco Central, que proporciona liquidez extraordinaria cuando sea necesario.

La clave del negocio bancario tradicional está en los depósitos, tanto por su contribución mayoritaria en el pasivo del balance, como en la garantía explícita por parte de los gobiernos sobre ellos, y en el hecho que los gobiernos autorizan que las instituciones de crédito sean a su vez en su gran mayoría también instituciones de depósito, permitiendo a esas instituciones de crédito un apalancamiento mucho mayor, debido que los inversores consideran a los depósitos un pasivo barato y de alta calidad.

Y los depósitos han sido la clave en la crisis soberana europea, y la explicación de cómo la imbricación entre deuda soberana y sistema financiero ha llegado a su extremo:

El sistema de pagos entre los bancos centrales nacionales de la Eurozona, Target2, automatiza los préstamos del BCE a los bancos de la Eurozona, a través de colateralización suficientemente segura.

Los países periféricos tienen un pasivo de aproximadamente 350 millardos de euros contra el Eurosistema, mientras que Alemania tiene una posición acreedora de tamaño similar. Un interesante diálogo entre [BUI TER] y [SINN] ha mostrado que el motivo primordial de este desequilibrio no está en la financiación de déficits de cuenta corriente, como podría intuitivamente pensarse a primera vista, sino en la sustitución de depósitos perdidos, especialmente en Grecia e Irlanda.

Una vez que la falta de confianza llega a su punto de inflexión, buena parte de los depósitos de un sistema financiero huyen del país. En una situación normal, eso implica inmediatamente una crisis de pagos en el país. En Europa, con el Eurosistema los bancos que han perdido depósitos pueden compensar esa pérdida con pasivo del BCE. De hecho, debido a que el pasivo del BCE es más barato que los depósitos, este cambio puede llevar a una mejora en el corto plazo en sus cuentas. Pero esos desequilibrios se acumulan y estresan al Eurosistema.



Además, el Eurosistema depende fuertemente de colateral de calidad. Si los bonos soberanos de un país de la EMU entran en bancarrota, eventualmente el BCE no los aceptaría como colateral, y podría haber una ruptura del Eurosistema.

La pregunta es: ¿cómo hemos llegado al extremo que una actividad en principio tan estable como la bancaria llegue a estos extremos de inestabilidad?

La respuesta a esta pregunta viene dada por canales de retroalimentación positiva y negativa:

Generalmente, desde un lado academicista se piensa que los depósitos preceden al crédito, es decir, que un banco se apalanca con crédito solo al recibir un depósito.

Con esta visión, el apalancamiento puede ser riesgoso pero está controlado, y tiene implementado mecanismos de autoregulación: si los depósitos se contraen, también lo harán los créditos.

Pero en la realidad, lo contrario sucede: estudios econométricos demuestran sobradamente que el crédito precede a los depósitos.

El motivo es que los bancos están sometidos a regulaciones de capital, que determina (junto con las expectativas de crecimiento de la economía, y por tanto la demanda futura del crédito) lo que un banco está dispuesto a hacer crecer su crédito.

Una vez el banco ha determinado cómo prefiere crecer el tamaño de su activo, entonces decide cómo financiarlo con su pasivo (naturalmente, el proceso real es recursivo).

De manera importante, el pasivo no es solo consistente en depósitos o incluso financiación mayorista, sino que cada vez la financiación del BCE (e incluso la de emergencia de los bancos centrales nacionales, o ELA) juega un papel más importante.

Estos efectos se unen a la posibilidad única que tienen los bancos de registrar sus compras de bonos en libros a vencimiento, que les permite contabilizar esos bonos no a mercado, sino mostrar las pérdidas y ganancias de manera estable. Eso les alienta a apalancarse aún más.

El resultado final es que el sistema financiero, que en principio tiene un modelo de negocio imbatible, ya que:

- Sigue estrategias de inversión conservadoras (transformación de vencimientos)
- Tiene unos pasivos estables y baratos (depósitos, repos del BCE)
- Tiene un soporte de emergencia en caso que su estrategia fundamental (transformación de vencimientos) sufra una crisis de mercado (a través de las medidas de liquidez de emergencia del BCE, y planes de rescate de los gobiernos nacionales)
- Tiene enormes barreras de entrada a la competencia

sufre crisis constantes. Y eso es debido principalmente al excesivo apalancamiento de esos bancos: los gestores de los bancos tienen el incentivo de apostar «todo o nada» a un mayor apalancamiento, ya que si les va bien (cosa posible, debido a todos los apoyos que disfrutan), ellos ganan, y si les va mal, simplemente pierden su trabajo (o ni eso, como hemos visto recientemente).

Este es un efecto de externalidad negativa, donde unos *insiders* son capaces de sacar beneficios con actividades que implican riesgos sistémicos sobre la sociedad, sin que la sociedad tenga voz ni voto al respecto.

La respuesta regulatoria obvia a este dilema es el desapalancamiento: los bancos deberían ser forzados por los reguladores a reducir su apalancamiento, básicamente teniendo que levantar más capital, hasta cerca del 50% de sus activos ponderados por riesgo según estimaciones del Banco de Inglaterra [MILES].

Una crítica inmediata a esta idea es que los bancos sufrirían en ese proceso de desapalancamiento, lo que revertiría negativamente en la sociedad.

Esa afirmación, que parece intuitivamente correcta, es contraria a un famoso resultado teórico, el teorema de *Modigliani-Miller*, que afirma que el valor de una empresa (y en particular, el valor de un banco) es independiente de cómo se financia.



Por tanto, debería ser irrelevante para un banco si tener un *core capital* del 8% o del 50%. El motivo es que cuanto mayor es el apalancamiento, menores son los beneficios, pero también menores son los costes de financiación (por el menor riesgo percibido, debido al menor apalancamiento).

Pero esta observación es muy probablemente falsa a los ojos de alguien que trabaja en los mercados financieros: estoy convencido que el valor de un banco bajaría de manera masiva si se le requiriese aumentar capital. Eso es lo que se llama dilución. El motivo debe encontrarse en un fallo en las hipótesis del teorema.

Mi argumento se encuentra en las garantías implícitas, tanto de las autoridades monetarias (BCE) como fiscales (gobiernos) que hacen que aunque el riesgo «real» de los bancos, debido al apalancamiento, sea enorme, los inversores estén dispuestos a financiar a esos bancos a tipos baratos.

Por tanto, un aumento del capital tendría un efecto probablemente negligible sobre el riesgo «percibido» del sistema financiero. Incluso nos podríamos encontrar que los costes de financiación aumentasen, debido al reconocimiento por parte de los inversores que unos mayores requerimientos adicionales de capital implican que las garantías implícitas del sector oficial se debilitan.

Eso sería aún más así si se implementan las medidas de *bail-in*, con las cuales son los mismos pasivos bancarios los que sufren de manera automática en caso de degradación financiera, y por tanto evitando la necesidad de apoyos oficiales, tanto monetarios como fiscales.

El autor de este artículo piensa que debe analizarse esta situación como una dinámica de retroalimentación positiva y negativa:

Las garantías implícitas del sector oficial funcionan como un proceso de retroalimentación positiva, impulsando a los bancos a apalancarse, que se filtra positivamente a la economía real, lo que eventualmente revierte otra vez en el sistema financiero.

Pero hay escondida, en esta dinámica, un «vuelo de Ícaro»: hay un efecto de retroalimenta-

ción negativa, un *lose-lose*, de manera latente. Existe un punto, desconocido, a partir del cual el mercado y los inversores consideran que el apalancamiento del sistema financiero es excesivo. Cuando ese punto de inflexión es cruzado, ese proceso *lose-lose* salta a la palestra y se genera una crisis financiera. El caso de la crisis *subprime* americana es el ejemplo paradigmático.

La pregunta clave aquí es cual es el mal menor: ¿forzar recapitalizaciones masivas y reglas de *bail-in*, que probablemente resultarán en una (¿leve?) crisis financiera, o permitir que los bancos continúen como hasta ahora, simplemente con un poco más de capital?

Mi respuesta a esta pregunta es la siguiente: la respuesta debe darse no con argumentos morales o intuitivos, sino que debe tomarse después de análisis intelectualmente sinceros. La clave aquí no es que no haya interferencia política (ya que siempre la hay) sino que el incentivo del sistema político sea el adecuado: no obtener beneficios a corto plazo, aunque sea a costa del medio plazo, sino que sea en beneficio de los políticos el mirar por el bien común.

I.6. VENTA DESORDENADA DE CARTERAS CREDITICIAS: UNA ESTRATEGIA LOSE-LOSE

El sistema financiero español se enfrenta a un problema que podemos llamar la «Santísima Trinidad»:

No es posible mantener un precio alto para las carteras de crédito privado, mientras el sistema financiero debe provisionarse adecuadamente y recapitalizarse, a la vez que desapalancarse.

Algo debe ceder: o no hay un desapalancamiento, o no se provisiona ni recapitaliza, o el precio de la deuda debe caer.

El sistema financiero debe desapalancarse. Recientemente, Alfredo Sáenz afirmó que el sistema financiero español debería desapalancarse unos 300 millardos de euros.



Por tanto, o el nivel de provisiones y de capital debe subir, o el precio de las carteras de deuda debe bajar.

Hasta ahora, el sistema financiero español ha mantenido durante la crisis el precio de sus carteras de crédito privado a un nivel elevado, ya que la regulación del BdE ha permitido a las instituciones financieras españolas mantener niveles de provisión bajos (en comparación a las pérdidas que deberían aceptar si vendieran esas carteras a mercado).

Eso, a su vez, ha permitido a las instituciones financieras españolas mantener unos niveles de capital elevados, ya que no debían «quemar» capital (o beneficios) para provisionar.

Además, los niveles de provisión reducidos han permitido extender agresivamente las deudas sindicadas que las instituciones financieras españolas tenían con los grandes promotores españoles, con refinanciamientos alargados varios años en el futuro, para empresas con un nivel de solvencia comprometido, que depende básicamente de grandes cantidades de terreno en cartera, actualmente invendible.

Estas instituciones financieras mantienen en cartera estos préstamos sindicados aún a niveles elevados de precio, mucho mayores que los precios que instituciones financieras no españolas, que también habían prestado a estos promotores, están dispuestas a vender esa deuda.

Eventualmente, algo debe ceder.

La opinión del autor de este artículo es que se debe de evitar a toda costa caer en el proceso *lose-lose* de ventas forzadas de deuda:

Si una institución financiera debe vender de manera forzada carteras de deuda, el precio que obtendrá por ellas no es su precio justo, ya que se deben incluir en el precio, por lo menos, tanto los retornos del inversor oportunista que comprará esa cartera, como los costes de gestión de las carteras fallidas. Ambos factores pueden llegar a sumar una buena parte del valor de la deuda, con lo cual el precio eventualmente es muy cercano a cero.

Para evitar este escenario de proceso *lose-lose*, la solución viene por parte de un regulador más

agresivo en el nivel de provisiones, de tal manera que las instituciones financieras deben provisionar de manera intensa esas carteras (de tal manera que los créditos, descontando las provisiones, estén marcados a un nivel parecido al que se podrían vender a mercado) contra capital (el proceso debe hacerse rápido, y no hay tiempo para ir acumulando provisiones por *P&L*).

Esto daría lugar a necesidades de capital y eventualmente a dilución de los accionistas de los bancos.

Pero no hacerlo lleva a una externalidad negativa clara: para no diluirse, los accionistas están dispuestos a jugarse el futuro del sistema financiero en conjunto, y por tanto, del país. Eso es injusto, ya que los ciudadanos pueden recibir las consecuencias negativas de esa decisión sin haber sido su opinión puesta en consideración.

Dicho de otra manera, los bancos tienen una opción gratis, que les es «regalada» por parte de los ciudadanos, a través de los reguladores financieros.

En consecuencia, es necesario que las instituciones financieras españolas provisionen de manera mucho más agresiva que hasta ahora, para eliminar los efectos negativos en confianza y que eso se convierta en procesos *lose-lose*.

I.7. REGULACIONES BIENINTENCIONADAS: ¿VALE LA PENA ARRIESGAR UN PROCESO LOSE-LOSE A GRAN ESCALA PARA OBTENER UN PEQUEÑO BENEFICIO?

Durante la crisis, se han tomado decisiones que rentan un pequeño beneficio a corto plazo, pero que ponen en riesgo el causar procesos *lose-lose*, que pueden ocasionar grandes pérdidas a medio plazo:

I.7.A) El fondo de reserva de la Seguridad Social

El fondo de reserva de la Seguridad Social ha sido tradicionalmente gestionado de manera conservadora, acumulando en cartera principalmente deuda soberana europea de alta calidad crediticia.



Pero cuando la crisis de deuda soberana europea empezó a afectar a España, los gestores de esa cartera empezaron a vender la deuda soberana no española, reemplazándola con deuda soberana española.

Esta medida tuvo no solo el efecto positivo de aumentar la demanda de la deuda soberana española, sino que permitió reducir el nivel oficial de deuda soberana española, ya que según la normativa ESA 95, si el Estado compra su propia deuda pública, esa deuda se considera amortizada («deja de existir»).

El problema aquí es dual:

Por una parte, al sustituir deuda de alta calidad crediticia por deuda española, cuando la deuda nacional tenía implicado en el precio una probabilidad de mora no negligible, los gestores de esa cartera pusieron en riesgo, de manera consciente, las pensiones futuras de los españoles (el argumento que se usó oficialmente, por el cual el rendimiento de la cartera mejoraba debido a los tipos más altos, es fácil de rebatir: ¿por qué no comprar entonces deuda griega, con tipos aún más altos?).

Por otra parte, de hecho las pensiones desaparecen, ya que si el nivel de deuda se reduce, eso quiere decir que realmente esos bonos no están a disposición de los pensionistas futuros.

Es importante destacar que el cambio de deuda soberana no nacional a deuda soberana española es significativo: con deuda soberana no española, esos activos cuentan realmente para las pensiones. Cuando se hizo el cambio contra deuda soberana española, esos activos efectivamente desaparecieron.

Por tanto, esta medida ayudó a corto plazo aumentando la demanda de la deuda soberana nacional, pero puso en riesgo el acelerar procesos negativos *lose-lose*: si eventualmente hay una reestructuración de la deuda soberana española, las pensiones se verán además fuertemente recortadas.

I.7.B) Repos y balance de efectivo del Tesoro

El Tesoro español ha estado emitiendo en los últimos tiempos más deuda de la que sus inmediatas necesidades de financiación requerían.

Este proceso es generalmente considerado como positivo, ya que el Tesoro aprovecha ventanas de financiación positivas para acumular recursos, en caso que esas ventanas de oportunidad se cierren en un futuro.

Ahora bien, es necesario pensar qué se ha hecho con esos recursos, y cómo se han gestionado de manera efectiva.

La respuesta es que buena parte de esos recursos se han invertido en repos a vencimientos mayores que un día, implicando de manera efectiva que se prestaban fondos al sistema financiero doméstico.

A parte del hecho que el Tesoro está perdiendo recursos (se financia caro a largo y presta barato a corto, en repo) no está claro que la gestión eficiente de esos recursos sea prestarlos al sistema financiero.

De hecho, el Tesoro presta barato a contrapartidas de una calidad crediticia menor a la suya, y se financia más caro a pesar de ser un mejor nombre.

En los últimos tiempos, ha habido presiones a los bancos europeos para que dejen de financiarse con repos del BCE cuando puedan, y evitar ser «adictos» al BCE. Los bancos españoles han conseguido este objetivo de manera bastante exitosa, no solo reduciendo el flujo de crédito y aumentando depósitos, sino también accediendo a los mercados europeos de repo privados, como *LCH.Clearnet*, y también accediendo a los repos del Tesoro.

Pero estos repos del Tesoro tienen escondidos un proceso *lose-lose*: si en algún momento el Tesoro necesitase acceder a esos depósitos, debido a una crisis financiera, eso tendría un efecto directo también sobre el sistema financiero, que perdería una de sus fuentes de liquidez principales, incrementando su fragilidad.

Otra vez, nos encontramos con un efecto que es positivo a corto plazo, pero que contiene en su diseño un proceso *lose-lose* implícito.

La pregunta es, como siempre: ¿sale a cuenta el beneficio a corto plazo, por los grandes riesgos que se corren a medio plazo?



La respuesta, como siempre, es que el sistema político debería tener como incentivos para sus acciones el bien común, y no tener como incentivos el propulsar los beneficios a corto a pesar de posibles efectos negativos a medio plazo.

II. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

El objetivo clave de los reguladores y legisladores para una gestión efectiva de la economía y el sector financiero europeos debe ser una comprensión profunda de las dinámicas que conducen a procesos *win-win* y *lose-lose*, alentando los primeros y oponiéndose a los segundos.

Los dos conceptos clave para gestionar adecuadamente estas dinámicas de retroalimentación positiva son confianza e incentivos adecuados.

II.1. CONFIANZA

La confianza es esencial para conseguir acciones coordinadas entre agentes con objetivos aparentemente contrapuestos.

Por ejemplo, las autoridades monetarias pueden ser reticentes a llevar a cabo políticas monetarias expansivas, debido a potenciales tensiones inflacionarias, y las autoridades fiscales se resistirán a llevar a cabo procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales, debido a posibles consecuencias electorales y sociales negativas [PONTICELLI].

La coordinación de política fiscal y monetaria permitiría que las reticencias descritas anteriormente desaparecieran: un banco central puede apoyar políticas monetarias expansivas si confía que las reformas a nivel fiscal calmarán tensiones inflacionarias. Y un gobierno estará más abierto a procesos de consolidación fiscal si unos tipos bajos ayudan a amortiguar los efectos nocivos a corto plazo de esas reformas.

La clave para conseguir esa coordinación es la confianza por ambas partes, especialmente por parte de las autoridades fiscales, acostumbradas a *overpromise and underdeliver*.

La confianza es también clave para ayudar a decidir a los países que aún conservan una alta calidad crediticia en su deuda soberana hacia la ruta de los Eurobonos:

Los países periféricos deben convencer a los países europeos que aún conservan una buena calidad crediticia que van a comportarse de manera fiscalmente responsable, para que estos últimos accedan a implementar los Eurobonos, que harían que los canales *lose-lose* que tenemos actualmente en la deuda soberana periférica, como son tanto la falta de instrumentos anti-cíclicos como la necesidad de provisionar en el sistema financiero si eventualmente la deuda periférica se convierte en un instrumento pro-cíclico, pasasen a ser canales *win-win*, ya que los Eurobonos serían instrumentos anti-cíclicos y de buena calidad crediticia, sin necesidad de provisionar a los bancos que los posean en cartera.

Pero para ello, esa confianza debe ser total, ya que sino los países fiscalmente responsables temen que la ineptitud fiscal de los países periféricos (llevada por una relajación en el proceso de consolidación fiscal y de reformas estructurales por parte de los países periféricos por los efectos positivos de los Eurobonos) pueda llevar a canales *lose-lose* masivos a nivel global europeo.

II.2. INCENTIVOS

La otra cara de la moneda, y el catalizador que puede desencadenar los cambios necesarios en España, es la gestión eficiente de los incentivos:

No podemos esperar que los agentes económicos se comporten adecuadamente cuando sus incentivos están diseñados para que se comporten de manera irresponsable.

Los efectos positivos en la economía por parte del incremento de deuda en las últimas décadas ha hecho que el sistema político haya podido diseñar incentivos perversos para que grupos de poder y redes clientelares con acceso directo y buenas conexiones a ese poder político disfruten de rentas inmerecidas.



Esta falta de eficiencia se compensaba con el efecto económico positivo del incremento de la deuda.

Pero una vez que la marea baja, y deja distinguir los que nadaban desnudos de los que no, y varios de los canales *win-win* ya no están disponibles (Keynesianismo, Friedmanismo), y los otros posibles serán difíciles de conseguir (Eurobonos, coordinación de política fiscal y monetaria) no hay más remedio que conseguir eficiencia. Y la eficiencia no llega con medidas centralizadoras, sino dando los incentivos adecuados a todos los agentes de la economía, para que lo que sea bueno para ellos sea lo adecuado para la sociedad en su conjunto.

España, como todas las sociedades occidentales modernas, tiene una gran cantidad de talento escondido. El sistema capitalista ayuda a incentivar que el buen trabajo tenga recompensa, pero hay muchos otros canales sociales que amortiguan e incluso revierten el efecto positivo de los incentivos capitalistas, especialmente la existencia de fuertes redes clientelares.

El gran problema en España es que las redes clientelares han sido tremendamente eficientes en obtener recursos públicos para sí, y evitar que sus actividades se conozcan públicamente a través de los medios de comunicación y el sistema educativo.

No es coincidencia que los países donde las redes clientelares son más débiles, y la sociedad civil es más fuerte, sean los que tengan los sistemas educativos y medios de comunicación más vigorosos y eficientes, y viceversa.

En resumen, la única solución óptima posible es la siguiente: diseñar los incentivos correctos para recuperar la confianza y acelerar los procesos *win-win* a la vez que cortar de raíz los procesos *lose-lose*.

El problema, entonces, no es entender qué debe hacerse, sino como diría un político, conseguir ser reelegido después de hacerlo. Es necesario, por tanto, no solo crear el producto correcto, sino también saber venderlo.

II.3. EL MAPA DE RUTA

Las sociedades humanas tienen dinámicas complejas, que vienen determinadas no solo por fríos

canales macroeconómicos, sino también, e incluso principalmente, por «memes», historias que una vez en nuestra mente, no podemos desprendernos de ellas ([DAWKINS] por el desarrollo teórico del concepto de «meme» y [LAKOFF] por aplicaciones prácticas en política).

Las «historias que merecen ser contadas» nos explican por qué el mundo es como es, y especialmente, nos dicen como debe de ser, usando los conceptos del bien y el mal.

Independientemente de la veracidad de esas historias, los seres humanos las necesitamos para dar sentido a la realidad que nos rodea y a nuestra propia existencia.

Debe, por tanto, haber una historia consistente que guíe y dé sentido a los europeos hacia esas nuevas estructuras que hemos descrito anteriormente, para conseguir que los procesos *win-win* entren en marcha de manera efectiva.

Y el número de tales posibles historias que pueden usarse es limitado [BOOKER]: son las historias del Monstruo, de la Tragedia y del Renacimiento.

La historia del Monstruo explica una crisis por circunstancias que están fuera del alcance de los ciudadanos: fuerzas oscuras se apoderan de nuestra sociedad, hasta que un héroe usa un arma secreta que derrota al monstruo.

La historia de la Tragedia se basa en errores auto-infligidos, que llevan a dinámicas *lose-lose*, que acaban derrotando al héroe, impotente ante la fatalidad.

La historia del Renacimiento también requiere la presencia de un monstruo y de un héroe, como en la historia del Monstruo. Como en la historia de la Tragedia, el héroe parece perder en su batalla contra el mal. Pero una heroína eventualmente rescata al héroe, venciendo la fatalidad.

Un político, como gestor tanto de la economía como de los deseos e inquietudes humanas, debe decidir qué historia contar para conseguir que la sociedad camine en la dirección correcta.

Una elección posible es la de un héroe dispuesto a convertirse en mártir para llevar a cabo



las reformas necesarias, lo que es consistente con la historia del Monstruo.

Otra posibilidad es el derrotismo, llevado de la mano de la historia de la Tragedia: hemos llegado a una situación insostenible, y no hay más remedio que un descenso paulatino al infierno.

La otra posible historia, la del Renacimiento, pasa por el eventual fallo de la estrategia seguida inicialmente (el héroe pierde contra el monstruo en su batalla) hasta que la sociedad encuentra cómo debe cambiar (el Renacimiento) para superar sus debilidades pasadas.

Las tres historias tienen su parte de seducción. Al fin y al cabo, cada sociedad debe decidir cual es la historia que mejor se ajusta a su realidad.

Excluyendo la Tragedia, que es auto-destruccion, pero que ya corre por la mente de muchos europeos (principalmente en la forma de miedo) la elección está entre la historia del Monstruo y la del Renacimiento.

La primera es seductora para un político con aspiraciones mesiánicas: si el héroe vence, el coste para la sociedad es mínimo, ya que no se requieren cambios sustanciales (el mal es externo a la sociedad, proviniendo del monstruo).

Pero esa estrategia es peligrosa, ya que presupone que el mal es externo, y una vez expurgado, se puede continuar como siempre.

Ahora bien, de un análisis imparcial podemos concluir que no es así: las sociedades modernas somos responsables de la crisis al menos parcialmente, siendo el endeudamiento excesivo, y el vivir por encima de nuestras posibilidades, una de las causas.

Por tanto, para que el héroe pueda vencer al monstruo, es necesario un proceso de catarsis social, que deje atrás el mal que albergamos en nuestro interior; principalmente, en la forma de egoísmo: endeudarse para vivir mejor de lo que nuestros propios medios nos permitirían y dejar una pesada losa para los que vendrán detrás nuestro, que no han podido decidir por ellos mismos si querían asumir esa carga.

Pero ello no es fácil, y el reconocimiento de un error consustancial a nuestra forma de vida

requiere pasar por las etapas del duelo: la negación, la ira, la negociación, la depresión y finalmente la aceptación.

Eso nos lleva a concluir que para tener éxito en esta empresa, es necesario hilvanar la historia del Renacimiento alrededor de la crisis de deuda soberana y privada en Europa.

Es preciso construir no solo las estructuras necesarias (Eurobonos, coordinación entre política fiscal y monetaria ...) sino convencer a la población que estas medidas son precisas y buenas, y aún mejor, inevitables.

Dicho de otra manera: que el mundo del futuro no podrá ser pensado de otra manera.

Es necesario, por tanto, definir una hoja de ruta que guíe a la población europea en la dirección positiva de los procesos *win-win*, mediante confianza e incentivos correctos, a través de una historia congruente y seductora basada en el principio moral del «final feliz» a través de un gran esfuerzo colectivo.

III. CITAS BIBLIOGRÁFICAS

- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2010). «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly». Princeton University Press.
- CECHETTI, S. G., MOHANTY, M. S. y ZAMPOLLI, F. (2011). «The Real Effects of Debt». Presentación en Jackson Hole, 2011.
- ALESINA, A. y ARDAGNA, S. (2009). «Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending». En: Tax Policy and the Economy, 2009.
- DE GRAUWE, P. (2011). «Managing a Fragile Eurozone». En: CESifo Forum, 12(2), 40-45.
- BUTTER, W., RAHBARI, E. y MICHELS, J. (2011). «TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows». En: Global Economics View, Citibank, junio 2011.
- SINN, H.-W. (2011). «On and off target». En: www.voxeu.org.
- MILES, D., YANG, J. y MARCHEGGIANO, G. (2011). «Optimal Bank Capital». En: External MPC Unit, Discussion Paper N.º 31.



PONTICELLI, J. y VOTH, H.-J. (2011). «Austerity and Anarchy: Budget Cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009». En: CEPR, Discussion Paper Series N°. 8513.

LAKOFF, G., DEAN, H. Y HAZEN, D. (2005). «Don't Think Of An Elephant!». En: Chelsea Green.

BOOKER, C. (2004). «The Seven Basic Plots: Why We Tell Stories». En: Continuum.

DAWKINS, R. (1990). «The Selfish Gene». En: Oxford University Press.

PARTE III.

CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN LA GOBERNANZA EUROPEA: ¿DEL MECANISMO PERMANENTE DE ESTABILIDAD AL GOBIERNO EUROPEO?

