

Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.

LA CRISIS DEL MERCADO
FINANCIERO INTERNACIONAL
Y SUS CONSECUENCIAS

Bodo Herzog

Joachim Starbatty

Cordelius Ilgmann / Ulrich van Suntum

Joachim Wiemeyer

Klaus-Peter Müller

No. 2
Chile 2009

Editor: Fundación Konrad Adenauer
Responsable: Winfried Jung

Índice

La crisis del mercado financiero: Orígenes, aprendizajes y conceptos para su superación Bodo Herzog	5
No echar afuera los demonios por Beelzebú. Los peligros de las planes de rescate estatales Joachim Starbatty	17
¿La economía de mercado en la crítica? La crisis financiera desde la perspectiva histórica Cordelius Ilgmann / Ulrich van Suntum	25
La crisis de la economía financiera: ¿Una crisis de la Economía Social de Mercado? Reflexiones socio-éticas Joachim Wiemeyer	33
Las conclusiones de la crisis del mercado financiero: ¿Pasará a la historia la Economía Social de Mercado? Klaus-Peter Müller	49

La crisis del mercado financiero: Orígenes, aprendizaje y conceptos para su superación

Bodo Herzog

El tema predominante durante las semanas y los meses pasados ha sido y sigue siendo la crisis de los mercados financieros internacionales. Tras un largo período de buen tiempo, los mercados financieros globales han sufrido graves turbulencias y se veían a un paso del abismo. Sin duda, las actuales turbulencias en el sistema financiero y bancario son muy poco comunes, especialmente considerando que la crisis de los mercados financieros ya se había anunciado en el año 2007. No obstante, en la actualidad sufrimos las consecuencias severas de la crisis de los mercados financieros, generalmente denominada como crisis de confianza y de liquidez. La estabilidad del sistema bancario y financiero al final sólo pudo ser asegurada mediante intervenciones extraordinariamente amplias de los bancos emisores más importantes de casi todos los estados del mundo. Mientras tanto, se originó una situación marcada por una gran angustia e inseguridad, pues el alcance de los riesgos y de las cargas para los bancos nacionales e internacionales a nivel mundial sigue siendo indefinido. Además, aún no está claro si los efectos de las medidas de

rescate y de apoyo estatales podrán reestablecer la confianza perdida en el mundo financiero y bancario.

Es muy probable que las consecuencias de la crisis de los mercados financieros sobre la economía real permanezcan presentes durante largo tiempo en casi todos los países del mundo y en especial en la economía alemana. Asimismo, las consecuencias de las modificaciones en la estructura del sistema bancario mediante diversas intervenciones estatales constituyen un significativo punto de transición para muchos países. Seguramente, tanto los años de crisis 2007 y 2008 como los años siguientes –pues según las expectativas el desarrollo coyuntural se viene más débil- marcarán la historia económica. Todos los indicios apuntan a que estos años serán definidos como la primera crisis financiera y económica a nivel global del siglo XXI. Por lo tanto, se trata de un acontecimiento singular hasta el momento.

Con el fin de señalar las necesidades de acción y los aprendizajes de la crisis, primero

analizaremos la evolución y las causas de esta. Se trata de una interrelación compleja de distintos factores. Por lo tanto, el texto está dividido en dos partes. En la primera parte, se analizan las causas y la evolución de la crisis. En la segunda parte siguen los aprendizajes y la conclusión para la futura organización del sistema financiero y bancario.

1. Evolución y causas de la crisis de los mercados financieros

El desarrollo de una economía nacional siempre está sujeto a ciertas fluctuaciones cíclicas, ya sea en el mercado laboral, en el mercado inmobiliario o justamente en el mercado financiero. Generalmente, estas fluctuaciones no son simétricas, es decir, la fase del auge puede ser más larga que la fase de contracción. Además, estos ciclos también pueden desembocar en fases de excesos o en las así llamadas burbujas.

La actual crisis del mercado financiero se inició en el año 2007, originada por la crisis del mercado hipotecario estadounidense (*subprime crisis*). Esta parte de la crisis se puede atribuir a una típica formación de burbuja en el segmento del mercado inmobiliario estadounidense. Sin embargo, los orígenes de esta burbuja inmobiliaria son complejos. A continuación, nos dedicaremos detalladamente a los factores subyacentes. En cuanto a la segunda parte de la crisis de los mercados financieros, que principalmente estalló en el año 2008, se trata de una crisis de confianza originada por la crisis hipotecaria, que causó masivas pérdidas de confianza entre los bancos en el sistema financiero (inter) nacional.

Esto condujo a que casi todos los estados del mundo tuvieron que acudir a vastas medidas de rescate y garantía. La pregunta es: ¿Cómo pudimos llegar tan lejos? ¿Cuáles son los orígenes de esta crisis financiera?

1.1. Evolución de la crisis hipotecaria en EE.UU. en el año 2007

El sistema financiero internacional experimentó un desarrollo muy dinámico en los años pasados, que produjo cambios significativos en las estructuras del mercado. Nuevas técnicas e instrumentos de la titulización de créditos han reemplazado los tradicionales créditos bancarios. Generalmente, estas tendencias de desarrollo no son diferentes de evaluar que la cada vez más pronunciada diferenciación en la repartición de trabajo en los mercados de bienes a nivel internacional, impulsada por el proceso de la globalización. Los grandes avances en el campo de la tecnología de información y comunicación permiten dividir de cierto modo la transformación de plazos, riesgos y tamaños de lote que acompaña a los flujos de capital, en diferentes componentes del valor agregado y así situarlas en el mundo. El análisis de las causas demostrará que por un lado jugaron un papel importante las bajas tasas de interés de la política monetaria estadounidense, la creación de instrumentos y tecnologías financieras innovadoras, así como los estímulos estatales para la financiación externa. No obstante, por otro lado se sacó provecho de los existentes márgenes legales, en parte de manera irresponsable.

Desde el punto de vista histórico, desde el New Deal de los años 30, cuando los Estados Unidos trataban de salir de la crisis económica mundial

imperante a través del otorgamiento de créditos y a través de garantías crediticias de las instituciones estatales, el mercado inmobiliario ha jugado un papel central. A la generosa deducción tributaria de los intereses de la deuda, se une en Estados Unidos además una asunción estatal del riesgo de crédito de casi un 50% de las financiaciones. Este hecho implica inevitablemente una dependencia pronunciada de los hogares estadounidenses en comparación internacional, causando así un nivel muy alto de endeudamiento y bajas tasas de ahorro. Mientras que los hogares en EE.UU. ya desde mediados de los años 90 ahorraron cada vez menos (en el año 2006 sus ahorros tendían a cero), el nuevo endeudamiento subió en el mismo período de 6 a 12% en relación a la renta disponible. En otras palabras, la política de incentivos estatales desde hace mucho tiempo alimentó la disposición de los hogares estadounidenses a endeudarse.

En el reciente ciclo del mercado de crédito entre 2000 y 2006, los Estados Unidos además vivieron una dinámica de crédito persistente y explosiva que también se manifestó en una fuerte dinámica de la masa monetaria. De este modo, la masa monetaria se incrementó desde el año 1995 en los dieciséis países más importantes de la OCDE por un tercio aproximadamente. Además, este desarrollo fue sostenido por una política de regulación "floja" en cuanto a los mercados de crédito y de capital, que era tolerada por parte del Estado.

Otro factor que contribuyó a esta dinámica fue la política de intereses bajos del Banco Central estadounidense (Federal Reserve), que ha bajado de forma masiva el interés básico para Estados Unidos tras los atentados terroristas del 11

de septiembre 2001 y después de que reventó la burbuja de la "Nueva Economía". Durante un tiempo, el interés básico estadounidense (Federal Funds Rate) alcanzó un nivel históricamente bajo de 1%. Esta política monetaria estaba dirigida a estimular el crecimiento económico y brindar un aporte para superar los shocks negativos que se produjeron al reventar la burbuja de la "Nueva Economía" y tras los atentados terroristas.

Teniendo en cuenta la tasa de inflación de este tiempo, el tipo de interés incluso llegó a ser negativo por un tiempo. Esto significa que los bancos recibían una gratificación al endeudarse. El Consejo de Expertos Evaluadores para el Desarrollo Macroeconómico alemán, el Sachverständigenrat, demuestra que la política monetaria estadounidense tenía una orientación demasiado expansiva durante demasiado tiempo, también en relación a un tipo de interés de referencia equivalente, llamado interés de Taylor (Sachverständigenrat 2007). En simples palabras: Los intereses tenían un nivel demasiado bajo durante demasiado tiempo. Esta situación hizo que los créditos en Estados Unidos estuvieran muy baratos y esto en un país en que los hogares tradicionalmente ya mostraban una muy alta disposición a endeudarse. Con el dinero de estos créditos baratos, muchos hogares estadounidenses cumplieron su sueño de una o incluso varias casas. Esto produjo una gran demanda por bienes inmuebles, lo que indujo a un alza descomunal de los precios inmobiliarios. Debido al crecimiento del valor de sus bienes inmuebles, los propietarios de casas se vieron en la posición de formalizar nuevos contratos de crédito convenientes. Por otra parte, muchos estadounidenses estaban tentados de comprar

una segunda o incluso tercera casa con fines especulativos, con el plan de revenderla más tarde cuando su valor subiera. Debido al permanente crecimiento del precio de sus bienes inmuebles, los propietarios de casas se sentían cada vez más ricos e invertían esta riqueza en consumo adicional.

Durante los años pasados, éste ciclo actuaba como un motor de coyuntura –en el sentido de un móvil perpetuo– y así también contribuyó a altas tasas de crecimiento de la economía mundial y a un desarrollo explosivo de las cotizaciones de las acciones en los mercados financieros alrededor del mundo.

A medida que el Estado bajo la administración de Bush se retiró del financiamiento (o de la garantía) estatal del mercado de bajos ingresos, entraron más proveedores privados de productos innovadores al mercado hipotecario. Eso produjo sobre todo un aumento de los productos de interés variable "no tradicionales", es decir de créditos hipotecarios con capitalización de intereses¹ inicial. En pocos años, se formó también el así llamado mercado de créditos Subprime. En este mercado *Subprime*, aparte de los hogares con débiles ingresos, se movían también los prestatarios con certificados de ingresos incompletos o sin certificados de ingresos. En realidad, los prestatarios *Subprime* eran personas que según criterios alemanes nunca podrían haber accedido a un crédito, pues no disponían de garantías ni de una renta segura. A pesar de esto, se otorgaron créditos a estas personas.

El porcentaje de los créditos *Subprime* se incrementó de aproximadamente 5% en el año 2002 a alrededor de 20% en el año 2006. Si además se suman los créditos otorgados a hogares cercanos al sector *Subprime* –llamado Alt-A–, la cuota de mercado de los créditos hipotecarios de baja categoría incluso alcanzó alrededor del 40% del volumen de créditos total en el año 2006.

Este desarrollo se agudizó aún más por el hecho de que la mayor parte de los créditos del nuevo negocio no eran créditos hipotecarios clásicos, sino contratos hipotecarios innovadores y en parte muy complejos. En el año 2006 por ejemplo, alrededor de tres tercios de los contratos incluían una financiación de intereses variable. Esto trajo consigo que con el alza de los intereses también subieron los pagos mensuales de los intereses y de amortización.

El punto de transición

A partir del año 2004 se produjo un alza relativamente fuerte de los intereses básicos en EE.UU. por el Banco Central de ese país. En consecuencia, subió fuertemente la carga por intereses y amortización de todos aquellos deudores hipotecarios, que habían contratado productos de crédito con interés variable, es decir alrededor de tres cuartos de todas las hipotecas en Estados Unidos. La mayoría de los deudores *Subprime* ya no podía pagar sus créditos, ya que aquellas personas –como ya se ha expuesto más arriba– contaban con baja solvencia y ninguna renta mensual estable o sólo una marginal. Puesto

1 Es decir, el prestatario al principio no tiene que pagar interés ni amortización. La inicial liberación de los intereses y de la amortización se suma al crédito y después se paga con tasas respectivamente más altas.

que diversos prestatarios ya no podían pagar sus créditos, los bancos se quedaron con las deudas. También el embargo y la subasta de los bienes inmuebles presentaron dificultades para la mayoría de los bancos, pues desde el año 2006 los precios inmobiliarios en Estados Unidos sufrieron una caída violenta, agudizada por el hecho de que la mayoría de estas casas son de baja calidad de construcción en comparación con estándares alemanes. En resumen, la caída de precios en el mercado inmobiliario fue producto de la oferta excesiva de bienes inmuebles. Los propietarios de casas que ya no podían pagar sus créditos, intentaban vender sus bienes inmuebles.

Como consecuencia de la interacción de los factores ya mencionados, en el año 2007 se desató la *crisis hipotecaria Subprime*. Esta crisis se expandió de forma violenta alrededor del mundo y causó estragos en los bancos a nivel mundial. La pregunta clave es: ¿Cómo era posible que la crisis hipotecaria de Estados Unidos llegara a Alemania y los demás países del mundo?

En este marco, fueron determinantes las nuevas técnicas en el ámbito de la financiación y especialmente de la titulización de créditos. Los bancos estadounidenses sabían muy bien que los créditos para los hogares *Subprime* eran altamente riesgosos, dado que el reembolso de estos créditos ocurría en promedio sólo en un poco más del 80% de los casos.

Ante este escenario, los bancos estadounidenses intentaban traspasar, o bien revender, los riesgos de crédito a otros bancos. Estos negocios bancarios consistían primero en reestructurar estos malos créditos *Subprime* y luego dejarlos

evaluar por las agencias de rating, muchas veces con calificaciones máximas. Esto significa que los paquetes de crédito cambiaron de etiqueta mediante el sello de calidad de las agencias de rating y se revendieron como un nuevo producto financiero. No son pocos los casos en que luego el comprador cambió de etiqueta, reestructuró y vendió el producto nuevamente. Estos productos reestructurados se denominan CDOs (*collateralized debt obligation*). Los CDOs son tan complejos que la descripción del producto frecuentemente abarca un manual muchas veces con varios centenares de páginas, además redactadas de manera difícilmente entendible. Al final, estos nuevos productos o paquetes de crédito también fueron comprados por bancos alemanes, en parte con buena fe y en desconocimiento de su formación, pero en parte también como objeto de especulación, debido a que al principio estos paquetes de crédito "podridos" produjeron un buen rendimiento a causa del gran riesgo de no pago. Estos portafolios de crédito en su mayoría eran tan complejos que se dio la situación absurda que incluso los expertos en los bancos no sabían con exactitud qué fue lo que realmente habían comprado.

Si uno mira en detalle el mercado de la titulización –lugar en el que se negocian estos portafolios de crédito– es evidente que éste vivió un crecimiento casi exponencial durante los años pasados. Esto se aplica sobre todo a Estados Unidos, donde se podían observar verdaderas olas de titulización durante los pasados 25 años. Los riesgos inherentes a estos complejos productos financieros se podían diversificar con relativa rapidez en un mercado financiero global y se almacenaban hasta hace poco en las cajas fuertes de casi todos los bancos a nivel internacional. A

esto se sumaba que la regulación del sistema bancario y financiero, más bien fragmentada a nivel internacional, no estaba a las alturas de la dinámica evolución de las innovaciones financieras.

Este hecho ya causó algunas turbulencias en el año 2007. Por un lado, se dio la necesidad de amortizar pérdidas de un orden de mil millones (véase párrafo 1.3) y por otro lado se produjo el quiebre de algunos bancos. Uno de los primeros bancos que se declaró en quiebra fue el IKB Deutsche Industriebank AG. Pero también en otros países, por ejemplo en el Reino Unido, ya en el año 2007 algunos bancos como el "Northern Rock" tenían que ser nacionalizados, debido a desequilibrios masivos. Por lo tanto, el año 2007 marcó el principio del fin de la burbuja y a la vez el inicio de la persistente crisis de los mercados financieros. El problema de la crisis *Subprime* es por un lado la transmisión internacional de la onda explosiva y por otro lado la crisis de liquidez y confianza que implicó.

1.2. Evolución y causas de la crisis de confianza en el año 2008

Desde la crisis *Subprime* los mercados financieros han tenido que lidiar con una crisis de liquidez y de confianza, persistente hasta el día de hoy. Fue ella la que últimamente desató las masivas turbulencias en las bolsas e indujo a los estados a dar garantías contra pérdidas en el mercado interbancario.² Por lo tanto, los problemas actuales se caracterizan por una crisis

de confianza profunda y crónica en el sistema bancario o financiero.

La evolución y las causas de esta crisis de confianza se pueden deducir en principio del desarrollo de la globalización financiera durante los años pasados. El creciente entrelazamiento de los bancos a nivel mundial produjo una dependencia y una reciprocidad cada vez más fuerte en los negocios bancarios. Normalmente, hay un constante intercambio de valores entre los bancos. Este intercambio produjo la difusión de los "títulos de basura" *Subprime* a nivel mundial.

Desde hace más de un año hay una falta mutua de confianza incluso entre los bancos vecinos. A esto se suma que por un lado el sistema bancario alemán muestra una fuerte orientación al extranjero y que por otro lado durante mucho tiempo la estructura de tres pilares era considerada por la competencia internacional como poco eficiente y más bien inapta para un mercado financiero global. No obstante, en el curso de la crisis actual ha prevalecido la posición de que el sistema de tres pilares es más estable que el sistema angloamericano, consistente en la división institucional del negocio de títulos y de créditos, *precisamente por el hecho de caracterizarse por una menor fijación al rendimiento.*

El grado de la participación en el negocio con los créditos "podridos" *Subprime* fue muy distinto para los diferentes actores del modelo de tres pilares, es decir los bancos privados (pilar 1), los bancos de derecho público, como por ejemplo

2 El mercado interbancario normalmente es el mercado en el que los bancos realizan los préstamos entre ellos. En la actualidad, este mercado ya no existe, debido a la falta de confianza entre los bancos.

los bancos regionales y las cajas de ahorro (pilar 2), así como los bancos cooperativos (pilar 3) (Sachverständigenrat 2008).

Especialmente los bancos regionales se ven afectados por las pérdidas en relación a su resultado de balance o a su capital. De este modo, hasta junio del 2008 más del 40% de los ajustes de valores correspondían a los bancos regionales. En comparación, los bancos comerciales tenían que contabilizar menos pérdidas con alrededor del 30%. Las cajas de ahorro por otra parte, con su orientación local, resultaron ser una importante ancla de estabilidad en el sistema bancario alemán.

Esta situación conflictiva finalmente desató la crisis de liquidez y confianza masiva. En consecuencia, en la actualidad ningún banco confía en los otros y el mercado interbancario se derrumbó como castillo de naipes. Un buen ejemplo es el caso de la Hypo Real Estate, con sede en Munich, de octubre del año pasado. Este banco se vio en grandes apuros, después de no poder acceder más a créditos en el mercado interbancario. Finalmente, el Estado tuvo que acudir al rescate, otorgando una garantía, para así evitar el quiebre del banco.

La congelación de las relaciones crediticias entre los bancos nacionales e internacionales, más el gran quiebre del banco de inversiones estadounidense Lehman Brothers en octubre del año pasado, han sido la gota que colmó el vaso. La nacionalización de los financistas hipotecarios estadounidenses "Fannie Mae" y "Freddie Mac" ocurrida poco después, así como el de la principal compañía de seguros estadounidense a nivel

mundial AIG evidenciaron nuevamente que todavía existen algunos problemas en la totalidad del sistema bancario y financiero. Las pérdidas reales aún no se conocen, ya que la magnitud de las amortizaciones se sabrá recién con el paso del tiempo.

Lo anterior llevó a que el sistema bancario y financiero mundial cayera en un coma profundo en octubre de 2008 y sólo pudo ser salvado mediante una intervención rápida y enérgica de los respectivos estados nacionales y bancos centrales, mediante amplios programas de ayuda. En este marco, los estados tenían diferentes enfoques: Los Estados Unidos y el Reino Unido nacionalizaron en parte a bancos o exigieron el compromiso de los bancos de aprovechar las ofertas del Estado para volver a la participación activa en el mercado interbancario. En Alemania, el gobierno intentó dominar la situación mediante garantías de ahorro y garantías especiales, para así reanimar el mercado interbancario. Los bancos, por su lado, deben cumplir con ciertas contraprestaciones.

A pesar de todo este apoyo, la efectividad de estas medidas de rescate permanece incierta. Los mercados financieros siguen reflejando una gran inseguridad. La razón para ésta podría ser la necesidad de más amortizaciones de los bancos, los fondos de cobertura, así como de los demás agentes financieros. Aún no se ha podido reestablecer la confianza en las bolsas, teniendo como consecuencia masivas fluctuaciones y finalmente una fuerte tendencia a la baja. Los grandes miedos e inseguridades ante nuevos riesgos, así como la inminente debilitación coyuntural global prevalecen por el momento.

1.3. Estimación de las posibles pérdidas

La crisis del mercado financiero causó graves problemas de liquidez en los bancos de todo el mundo, debido al casi total derrumbe del comercio con los valores de titulización. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional a marzo de 2008, las pérdidas de la crisis del mercado financiero ascienden a alrededor de 945 mil millones de dólares estadounidenses en total, de las que 445 a 510 mil millones de dólares corresponden al sector bancario. Las pérdidas de los bancos en el ámbito *Subprime*, compuesto por créditos con y sin titulización, se estiman entre 250 a 290 mil millones de dólares estadounidenses.

La mayor parte de las pérdidas corresponde a las amortizaciones, necesarias por la reevaluación de los productos estructurados. No obstante, existe la posibilidad de que las necesidades de amortización resulten mucho menores tras una cierta recuperación del mercado. Para algunos productos se espera tasas de amortización de hasta 60%. Del total de las pérdidas, se estima que alrededor de la mitad corresponde a los bancos y la otra mitad a los seguros, fondos de previsión, fondos de cobertura y otros inversionistas institucionales (Sachverständigenrat 2008).

Hasta el momento, los Estados Unidos han registrado la mayor parte de las amortizaciones y ajustes de valores. En Europa, las amortizaciones son de un orden similar con alrededor de un

44%, con grandes diferencias en la distribución entre los respectivos países: Un gran grupo de países tuvo que efectuar sólo leves ajustes de valores, entre ellos España e Italia, así como los países escandinavos.

Las mayores cargas³ en Europa se distribuyen entre Inglaterra, Suiza y Alemania. No obstante, las pérdidas reales de los créditos hasta el momento han sido sustancialmente menores para la mayoría de los bancos. Por otro lado, es justamente este aspecto que crea un factor de inseguridad, ya que en el peor de los casos las pérdidas temporales podrían aumentar todavía en las semanas y los meses por venir. Por lo tanto, por el monto absoluto –también tras el ajuste por inflación– se trata de la crisis financiera más severa en la era de posguerra.

En la crisis financiera actual, los bancos enfrentan de manera especial la dificultad de calcular de manera adecuada las pérdidas. Esto se debe en gran parte a la alta complejidad de los productos estructurados y la casi absoluta inactividad del comercio. Además, las nuevas normas de contabilidad de los *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* en Estados Unidos y los *International Financial Reporting Standards (IFRS)* en Europa para las empresas cotizadas en la bolsa implican la obligación –a diferencia de anteriores crisis– de siempre evaluar todos los activos del libro de comercio según el valor razonable, incluso si no están destinados a la venta. Bajo condiciones normales, para este fin se aplican los precios del mercado (*Mark-to-Market*). En caso de falta de referencias, se

3 Anotación: En gran parte se trata sólo de ajustes de valor temporales, que podrían reducirse en el caso de una recuperación del mercado.

procede con la evaluación en base a activos similares, índices o bien en base a modelos (*Mark-to-Model*). Uno de los problemas de este procedimiento es que una sobre-reacción de los mercados en tiempos de crisis puede causar ajustes exagerados de los valores. Así se genera un proceso autoreforzante: Debido a la actual falta de precios de mercado para muchos de los productos estructurados, existe un alto grado de inseguridad respecto a las evaluaciones de los títulos e incluso de empresas completas. Este hecho se manifiesta sobre todo en la cautela en el otorgamiento de créditos entre los bancos que se puede observar en la actualidad. Para lograr una reducción de las inseguridades en la evaluación de productos financieros en el caso de una falta de precios de mercado, es necesario de precisar y estandarizar pronto las normas para estos casos.

2. Los aprendizajes de la crisis y los conceptos para su superación

Los aprendizajes de la crisis son diversos y en parte muy complejos. Aparte de una mejora de las normas para el otorgamiento de créditos en los Estados Unidos, sobre todo hace falta mejorar las normas de la supervisión bancaria y financiera, así como de las agencias de rating. Las normas de Basilea II –hasta el momento no obligatorias en todas partes– así como la supervisión de los mercados, que en gran parte es organizada a nivel nacional, debería por lo menos coordinarse luego a nivel mundial dentro de un marco obligatorio para todos los países. En resumen, se puede constatar los siguientes aprendizajes y conceptos:

1. En un mercado financiero global, no basta en absoluto con una supervisión nacional para poder analizar todos los entrelazamientos, es decir casos problemáticos. Este análisis sólo se podrá realizar a nivel europeo e internacional. A nivel internacional, la institución más apta para esta tarea –estableciendo una supervisión de bancos homogénea a nivel global– podría ser el Fondo Monetario Internacional. Esta tarea también incluye por un lado agilizar la implementación y mejorar la vigilancia del acuerdo de Basilea II, que contiene principios importantes para la gestión de riesgos, así como normas más estrictas en cuanto a las reservas de capital. La supervisión bancaria (internacional) debería incluir también el control de los títulos estructurados (los así llamados *Collateralised Debt Obligations*).
2. La mejora y la eventual unificación de las normas para el otorgamiento de créditos debería realizarse en lo posible a nivel internacional y especialmente en Estados Unidos, para que en el futuro semejantes créditos *Subprime* no puedan ser vendidos como “productos innovadores” a todo el mundo. En este marco se requieren normas universales, sobre todo para una mayor transparencia en cuanto al origen de los productos y a la titulización.
3. En el caso de las agencias de rating, que tienen un papel destacado en la evaluación de semejantes productos financieros, hay que aplicar normas más estrictas; además, deberían estar también sujetas a un control de supervisión.

4. Sobre todo en Alemania, los incentivos de ahorro estatales –junto con las cajas de ahorro– demostraron ser una importante ancla de estabilidad. No obstante, esta política fue disminuyendo cada vez más en los años pasados. Esta política –al contrario de la estadounidense– nos enseña que los incentivos estatales que fomentan los ahorros podrían haber prevenido la crisis de endeudamiento. A pesar de que esta política también presenta una intervención económica, que se debe evaluar de manera crítica desde el punto de vista de la política de orden, los incentivos de ahorro a veces son necesarios para así superar la preferencia del presente (es decir, darle más importancia al consumo actual que al futuro consumo) anclada en la naturaleza del hombre. El análisis de causas muestra con claridad que no sólo hace falta un fortalecimiento del modelo de negocio de las cajas de ahorro a nivel nacional, sino también a nivel internacional para muchos otros países problemáticos, que tienen un mayor nivel de endeudamiento.
5. En Alemania, sobre todo los bancos regionales han tenido que asumir grandes pérdidas con sus modelos de negocio. Por lo tanto, por un lado deberían efectuar luego una concreción de sus modelos de negocio y por otro lado también hace falta cuestionar la influencia política en la supervisión de estos bancos. El Sachverständigenrat ya formuló reflexiones muy concretas para una reforma en el marco de un peritaje. Sin embargo, estas propuestas aún no toman en cuenta los desarrollos recientes. Considerando la situación actual, la privatización de los bancos regionales por el momento se debe ver más bien como solución a largo plazo. A corto plazo, se deberían aprovechar sobre todo los efectos sinérgicos entre los bancos regionales.
6. Finalmente, queda por resolver la crisis de liquidez y confianza persistente en el mercado interbancario. Seguramente requiere de un paquete de medidas, para reestablecer la confianza perdida. Las garantías estatales, así como las medidas coordinadas por los bancos centrales a nivel internacional son un requisito necesario, pero al parecer no suficiente para este fin. Más bien hace falta una reorientación fundamental del sistema financiero y bancario, en vista a la política de orden, para así crear nuevas confianzas. Algunos puntos de partida ya se han mencionado más arriba. El primer paso para un procedimiento coordinado a nivel internacional se hizo con la convocatoria de una cumbre internacional sobre la crisis financiera el 15 de noviembre 2008. Más pasos tienen que seguir luego con la realización concreta de las propuestas. En este marco, también se deberían tomar en cuenta los conocimientos de los científicos y de los expertos del área, así como las opiniones de los políticos, para desarrollar un paquete de medidas coherentes.

Con esto queda delineado el camino a seguir. A pesar de que el texto sólo ha podido contribuir con un breve resumen de los aspectos más importantes, queda otro punto de orientación relevante respecto a los conceptos de la política para la superación de la crisis. En el marco del reajuste de los mercados financieros, sería conveniente aprovechar la revitalización de la

Economía Social de Mercado. Ella ofrece desde hace tiempo lo que se ha perdido en los años pasados sobre todo en los mercados financieros y bancarios: Actuar de forma sustentable, moderada y con responsabilidad propia; el ideal de la justicia, así como la idea de un Estado fuerte como guardián del orden del libre mercado. En las palabras de uno de los padres de la Economía Social de Mercado: *"Los efectos positivos del mercado –a contrario de lo propuesto por el antiguo liberalismo– no pueden originarse mediante el quietismo y el dejar pasar según el lema 'Laissez faire, laissez passe'. Más bien hace falta un estado fuerte y neutro, que actúa como policía del mercado". (Rüstow, 1951).*

Literatura

Frankfurter Allgemeine Zeitung: Portal en línea.

Sachverständigenrat (2007): Informe anual: "Das Erreichte nicht verspielen".

Sachverständigenrat (2008): Experticia – "Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen".



No echar afuera los demonios por Beelzebú

Los peligros de los planes de rescate estatales

Joachim Starbatty

La coyuntura mundial está rumbo a una crisis económica no vista desde fines de la Segunda Guerra Mundial. Los gobiernos y los bancos centrales tratan de impedir la caída a una segunda Gran Depresión: Los bancos centrales inyectan más y más liquidez al sistema financiero, mientras que los gobiernos dan garantías para activos "podridos" y los asumen en sus propios libros de contabilidad, es decir socializan el riesgo empresarial. De este modo, los ciudadanos tienen que hacerse responsables de las pérdidas del sistema bancario.

Desde luego que no sólo son los bancos los que están heridos hasta la médula, que –enceguecidos por altos réditos– asumieron títulos "tóxicos" del mercado de capitales y se involucraron en especulaciones poco confiables. También se ven afectadas aquellas empresas que por ejemplo trabajaron en apoyo de la industria de construcción en EE.UU. y entregaron el equipamiento interior para las casas nuevas, así como los bancos que acreditaban semejantes actividades. Si antes en EE.UU. el consumo privado funcionaba como motor de la coyuntura mediante el

endeudamiento privado y si el Banco Central estadounidense incluso acogió este desarrollo, en la actualidad se invierte este cuadro coyuntural: Los ciudadanos ahora se ven en la obligación de liquidar sus deudas y limitan su consumo, los bancos se ven forzados a la consolidación y a la depuración de sus balanzas. En consecuencia, evalúan los riesgos crediticios y son más cautelosos en el otorgamiento de créditos. Lo que en la actualidad es inevitable a nivel microeconómico, genera una crisis de liquidez a nivel macroeconómico y aumenta aún más los riesgos coyunturales.

Evolución de la crisis financiera

La crisis financiera es a la vez una crisis del estilo de vida y del estilo de economía imperantes y también hay que admitir que es una crisis de la macroeconomía moderna. ¿Quién de los Premio Nobel de Economía, quién de los representantes de la mega ciencia presentes en la televisión, quién de los integrantes del Consejo de Expertos

Evaluadores para el Desarrollo Macroeconómico alzó a tiempo su voz para advertir los riesgos? ¿Cuáles eran los congresos representativos donde se previó que la crisis estaba por venir? Hay dos razones para estas fallas.

Los economistas están cada vez menos conscientes de lo que pasa a su alrededor. Reducen la realidad económica a series de tiempo estadísticas. Si bien éstos nos pueden ayudar a explicar lo que sucedió en el pasado, no nos proporcionan conocimientos acerca de lo que se está incubando. Lo que no se deja expresar en modelos matemáticos que actualmente estén de moda, deja de existir. Lo que no tiene posibilidades de ser publicado en revistas estadounidenses, se deja de lado. Debido a que el oficio del economista ya no se preocupa por lo que se encuentra "más allá de la oferta y de la demanda", ya no es capaz de hacerse un cuadro completo de la economía y de la sociedad. Quien hojea las revistas especializadas o estudia los ensayos publicados por el Banco Central Europeo, le concederá la razón a Wilhelm Röpke, que opinaba que la mayoría de lo publicado bajo el arrogante título de *La Economía Moderna* es nada más que un punto muerto gigante de la ciencia.

La segunda razón proviene de la herencia que nos dejó el economista dominante del siglo XX, John Maynard Keynes. Keynes lamentó que la economía imperante hasta la Gran Depresión no se había basado en Malthus, sino en Ricardo. Según Keynes, Malthus puso el dedo en la llaga del capitalismo: la caída de la demanda, que a su vez genera desempleo. Keynes hizo todo posible para curar al capitalismo de esta enfermedad: La estimulación de la demanda macroeconómica mediante el déficit estatal y una política de

dinero barato de los bancos centrales. Debido a que el margen de la política financiera en la mayoría de los países industriales modernos está agotado –el alza continua de los compromisos de interés limita cada vez más el margen de los gastos estatales– los bancos centrales tenían que actuar. Después de que reventó la burbuja de la "Nueva Economía", el Banco Central de Estados Unidos bajó el tipo de interés, con el que los bancos comerciales podían refinanciarse a través del Banco Central durante períodos a 1%. Tomando en cuenta la tasa de inflación de entonces, el tipo de interés incluso era negativo. En otras palabras, los bancos incluso recibían una gratificación al endeudarse. Con este dinero barato financiaron adquisiciones de empresas, pero sobre todo de casas, lo que provocó un alza de los precios inmobiliarios y atraía a los especuladores. Los propietarios de casas calcularon que eran ricos, hipotecaron las alzas del valor de sus casas e invertían este dinero en consumo. El Banco Central, por su lado, no se puso desconfiado ante este escenario, más bien veía la alta tasa de consumo como un motor coyuntural bienvenido.

Al parecer, se estaba generando un "móvil perpetuo" coyuntural: La política de dinero barato empuja los precios inmobiliarios; las alzas de valor que resultan de este proceso se invierten en consumo; luego los chinos satisfacen con sus bienes no duraderos baratos el hambre de consumo estadounidense; invierten los dólares ganados de los excedentes de exportación en empréstitos estatales estadounidenses y así aportan por su lado a mantener bajo el nivel de intereses de EE.UU.; los precios de las casas siguen aumentando... En palabras de Shakespeare: "Aunque esto sea locura, sin embargo hay método en ella".

El estallido de la burbuja

La abundancia de dinero a nivel mundial y el alza continua de los precios inmobiliarios hizo creer a los involucrados que habían descubierto un mecanismo de creación de beneficio perpetuo. Los agentes de crédito y los bancos obtenían pingües ganancias a través de la difusión de sus contratos hipotecarios. De este modo, en Estados Unidos perseguían a todo el mundo, hasta finalmente llegar al sector de los así llamados deudores "Ninja" (*no income, no job, no assets*).

Los bancos no se molestaron por el hecho de que los contratos no se basaban ni en capital propio ni en un ingreso constante, simplemente certificaron los créditos y los ofrecían como títulos del mercado de capitales con pignoración de hipotecas a los inversionistas institucionales en todo el mundo. Las agencias de rating los asesoraban acerca de la mezcla ideal de los portafolios y luego evaluaron sus productos con notas máximas. De este modo, transformaron a basura en certificados de rentas altas. En todo el mundo, los bancos aprovecharon la abundante liquidez creada por los bancos centrales para la compra de semejantes títulos y lograron que fluyeran las ganancias. Y todos estaban contentos: Los compradores de bienes inmuebles, los agentes de créditos, los bancos, los inversionistas institucionales, la industria de la construcción y las empresas relacionadas a ella. Subieron el empleo y el crecimiento. Las tasas de crecimiento del comercio global eran tan altas como nunca antes. Los políticos se entusiasmaron en vista de que surgían nuevas fuentes de impuestos, pues éstas los libraron de la tarea poco grata del saneamiento presupuestario. Mientras subían

los precios de construcción en Estados Unidos, vivíamos en un mundo ideal y estábamos todos contentos.

Los economistas están cada vez menos conscientes de lo que pasa a su alrededor. Reducen la realidad económica a series de tiempo estadísticas. Si bien éstos nos pueden ayudar a explicar lo que sucedió en el pasado, no nos proporcionan conocimientos acerca de lo que se está cerniendo.



© dpa, foto: Frank Rumpenhorst

Finalmente, reventó la burbuja, debido a que los bancos centrales, con el objetivo de controlar el boom y la inflación, habían aumentado paulatinamente los intereses. Recién cuando fallaron los primeros deudores hipotecarios y las remates obligatorios causaron una baja en los precios de construcción, los títulos *Subprime* fueron vistos como lo que siempre habían sido: basura. Desde el verano del 2007 los bancos estaban conscientes de la situación. En consecuencia, ya no se prestaban dinero entre ellos, pues ningún banco confiaba en el otro. Lo que entonces no se estimó posible, en la actualidad tiene en vilo a todo el mundo: No son sólo algunos bancos que se encuentran en la miseria, es el sistema bancario completo.

Los cultivadores de zanahorias a nivel ejecutivo

Si de la crisis financiera mundial se trata, existen dos frases que sin duda despiertan grandes ovaciones: "No queremos llegar a las condiciones estadounidenses" y "hay que poner fin a la codicia". Sin embargo, las condiciones estadounidenses llegaron a Europa hace tiempo: Donde la coyuntura andaba bien, la demanda por bienes inmuebles hizo subir los precios de las casas por los intereses bajos y así generó burbujas. Con la excepción de Alemania, el virus inmobiliario afectó casi a todos los miembros del club del euro, en mayor medida a España e Irlanda.

Si uno mira la codicia como fuerza impulsora, hay que investigar por qué hasta hace poco nadie cuestionó a nuestro sistema bancario. Si bien las anteriores corridas bancarias fascinaron a los historiadores económicos, no tenían en vilo a la política contemporánea. ¿Qué cambió?

El pensamiento de los ejecutivos ha cambiado de manera fundamental desde la orientación en el *Shareholder Value*. Si el ingreso y el prestigio entre los colegas dependen directamente de la cotización actual de las acciones, las decisiones siempre se tomarán en vista de sus consecuencias para la misma. De lo contrario, se castiga a los ejecutivos. Por lo tanto, los ejecutivos se sienten literalmente presionados de preferir las inversiones con rentabilidad a corto plazo, pero riesgosas a largo plazo, antes que aquellas que aseguran la cartera de la empresa de manera sustentable, ya que recién sus sucesores se beneficiarán de los resultados. El famoso economista Léon Walras caracterizó este fenómeno de

la siguiente manera: Él que quiera impresionar a sus vecinos, planta zanahorias en su huerto, pues después de poco tiempo de maduración puede mostrar orgullosamente los frutos; en cambio él que desee entregar algo a sus nietos, planta nogales. A nivel ejecutivo, los cultivadores de zanahorias han reemplazado a los cultivadores de nogales.

A eso se suma otro aspecto determinante: Si un empresario lleva a una empresa al derrumbe completo o parcial, es despedido según las garantías de pensión negociadas. No obstante, se queda con las bonificaciones recibidas a causa de sus inversiones riesgosas, pero exitosas a corto plazo. Es frecuente que además recibe una indemnización contundente en el caso de terminar el contrato antes del plazo. De este modo, los ejecutivos no tienen que asumir la responsabilidad por los daños causados por ellos. Según John McFall, Presidente de la Comisión Financiera del Parlamento británico, todo el mundo sabe que el sistema de bonificación es el cáncer del sistema financiero.

Él que no tiene que hacerse cargo de las consecuencias de su actuar se vuelve descuidado. Tratándose de dinero ajeno, no se aplica la misma cautela que uno tendría con su propio dinero. Para Walter Eucken, el fundador de la doctrina ordoliberal, la responsabilidad no es sólo una premisa para el orden económico de la libre competencia, sino en general para un orden social en el que imperan la libertad y la responsabilidad propia. No fueron el mercado, la globalización o la ideología neoliberal los que nos quitaron el fundamento en que construimos, sino fue la eliminación de un principio central constituyente de un orden de economía de mercado.

Himnos a la regulación y promesas de pago

¿Y qué es lo que vivimos en la actualidad? No se reflexiona acerca de cómo podemos instalar el principio de la responsabilidad también a nivel ejecutivo, para que los cultivadores de zanahorias vuelvan a ser cultivadores de nogales. En vez de eso, escuchamos todo el tiempo como los políticos cantan himnos a la regulación, para así hacer a los mercados financieros globales más sociales. También son muy rápidos a la hora de hacer promesas de pago: Sólo en Alemania se han comprometido primero en un orden de treinta mil, luego cincuenta mil y ahora incluso quinientos mil millones de euro. En Estados Unidos, el Congreso después de varias entregas finalmente puso a disposición setecientos mil millones de dólares, para evitar un colapso del sistema bancario. Estas son cifras que hasta el momento sólo se conocían en la astronomía. Uno se marea al escucharlas. Estos paquetes de rescate posteriormente incluso han sido aumentados y ampliados. Si el Estado quiere rescatar a los bancos y los empleos que dependen de ellos, no puede cerrar los ojos ante los problemas que tienen que enfrentar los diputados y senadores en sus propios distritos electorales: Allí las empresas, los bancos y las cajas de ahorro locales viven la amenaza de la quiebra, no porque se hayan contagiado también con la codicia general, sino porque la vorágine de la caída coyuntural desatado por la crisis financiera los tira hacia abajo.

Adicionalmente, el Banco Central de Estados Unidos fijó el tipo de interés casi en cero y abrió las compuertas de la liquidez de par en par. De nuevo inunda a los mercados con liquidez, a

pesar de que fue justamente esa política la que provocó la actual caída mundial. Para decirlo en las palabras del evangelista Mateo (12, 24-27), "echa afuera los demonios por Beelzebú". Sólo podemos delinear a grandes rasgos las consecuencias de una política semejante, que además no están muy acertadas. Sin embargo, sería irresponsable no hacer mención de los peligros asociados.

Los efectos colaterales de los paquetes de rescate

La política en todos los estados dominantes no dedicó una mirada más profunda a la historia clínica de sus pacientes antes de soltar sus generosas inversiones. Los parlamentarios aprobaron los paquetes de rescate sin un cuidadoso análisis de fondo y sin la debida competencia profesional. Aparte de preguntas elementales por el ámbito de aplicación y la dosificación del "remedio de rescate", son de temer graves efectos colaterales dañinos en cuanto a un posible comportamiento "moral hazard" y al desarrollo de la estructura de la producción.

Uno de los aprendizajes de esta crisis podría ser interpretado en el futuro de la siguiente manera: Cuánto más grande la rodada, más grandes las ayudas; crea imperios bancarios que son demasiado grandes para el derrumbe; en caso de crisis, aumenta el dramatismo y la velocidad, que permiten que las ayudas sean aprobadas sin la debida evaluación y cautela. La eliminación del principio central de la responsabilidad origina un sistema de incentivos que nos lleva justamente a la dirección errónea. Los capitanes industriales del sector automotriz han aprendido de los

banqueros y también presentan sus demandas; en parte con éxito en los Estados Unidos, a pesar de que la crisis allá debe ser interpretada como consecuencia de una política de modelos errónea y del arrastre de estructuras productivas costosas. Sólo es cuestión de tiempo que otros sectores y empresas exigirán "pantallas protectoras".

En el curso de la formación de la burbuja en la economía monetaria y real, se produjeron graves desarrollos erróneos. En la larga fase del boom había frecuentes inversiones y fusiones. Esto no era debido a lo provechoso según cálculos cuidadosos, sino porque los demás también lo hacían, según el lema: "Ya andará bien." Esta posición era en gran medida determinante para el endeudamiento de los propietarios de bienes inmuebles en Estados Unidos y de los usuarios de tarjetas de crédito. El efecto torbellino que esto provocó, generó capacidad productiva en todo el mundo que ahora, tras el estallido de la burbuja, es redundante. La suposición macroeconómica de que se podría compensar la demanda decreciente estadounidense por el estímulo del consumo en otros países, es absurda. Los chinos no compran de repente zapatillas y juguetes porque los estadounidenses dejan de hacerlo. Cada boom incluye excesos, que deben ser disminuidos a su tamaño normal durante el tiempo de recesión. Joseph Schumpeter habla de la "destrucción creativa", debido a que en la recesión se separa el trigo de la paja y porque la disminución de capacidades y las quiebras libran recursos para nuevas aplicaciones. Una inundación de liquidez y voluminosos paquetes coyunturales sólo tapan estos desarrollos erróneos, de modo que se necesitaría un estado permanente de política del dinero barato y de crecimiento de

la deuda estatal con el fin de evitar la temida caída del empleo. Japón ha realizado esta política desde el estallido de la burbuja inmobiliaria y de acciones a fines del año 1989 y a principios del año 1990. El tipo de refinanciación del Banco de Japón se mueve desde entonces un poco más arriba del cero; la deuda estatal registrada se ha incrementado súbitamente de alrededor del 60% al 160%, sin que la industria se haya podido recuperar de manera sustentable. Japón todavía tiene dificultades de arrastrar lo no ajustado. Si en todas partes se imita la política japonesa, tampoco se puede descartar que los resultados sean análogos.

Estados Unidos: en un camino peligroso

Si en Estados Unidos se financiaran las medidas de rescate y los paquetes coyunturales de manera honesta –a través de los mercados de capitales y ahorros efectivos– el nivel de los intereses estadounidenses se elevaría de manera masiva. Sin embargo, sucede lo contrario: El rédito para empréstitos estatales estadounidenses con un plazo de diez años bajó en el transcurso del año 2008 del 4,02 % al 2,23 %. Está lejos de cubrir la disminución del poder adquisitivo; el índice de precios de consumo en EE.UU. fue de 3,7 % en octubre del 2008. El hecho de que el nivel de rédito bajó a la mitad, se debe por una parte a la afluencia de dinero en busca de un "puerto seguro" y por otra parte a las operaciones de arbitraje, por ejemplo de bancos que pueden refinanciarse a través del Banco Central de Estados Unidos de manera casi gratuita y que invierten este dinero en empréstitos estatales supuestamente libres de riesgos. Así pueden

sacar un margen de beneficio extraordinario. De este modo, es el Banco Central que financia los paquetes coyunturales y de rescate. Esto va fundamentalmente en contra de los principios de una sólida política presupuestaria y de una política monetaria responsable.

El recurso más valioso en cada economía nacional es la confianza de los ciudadanos en la fiabilidad del Estado y del dinero. Hasta el momento, los ciudadanos y también los fondos de pensiones en los que millones de ciudadanos estadounidenses han confiado su porvenir, han visto los empréstitos estatales como "puertos seguros". Si ahora los ciudadanos y los inversionistas institucionales se dan cuenta de que los empréstitos de su país no están cubiertos por las capacidades de ahorro de su país y las del extranjero, sino que se basan en una prensa tipográfica utilizada de manera rápida e inconsciente, podría reventar la burbuja más peligrosa hasta el momento: la fuga de los empréstitos estatales estadounidenses. Su devaluación despojaría a aquellos ahorradores que confiaban en el Estado como refugio de última seguridad. La tercera edad de muchos pensionados estaría arruinada. Y si el Estado liquidara sus deudas mediante la inflación, también saldrían perjudicadas aquellas personas que no eran tan crédulas como para confiar sus ahorros al Estado. Ya Adam Smith, el padre de la macroeconomía moderna, sabía que esta es la regla en casos de endeudamiento estatal.



¿La economía de mercado en la crítica?

La crisis financiera desde la perspectiva histórica

Cordelius Ilgmann / Ulrich van Suntum

En el transcurso de la crisis financiera mundial, fundamentalmente se ha criticado la liberalización de los mercados. ¿Se puede culpar al orden de la economía de mercado por los desarrollos erróneos en los mercados financieros? ¿Cómo se presenta la crisis financiera desde la perspectiva histórica?

La actual crisis financiera ha dado nuevos impulsos a los críticos de un orden económico liberal. Las advertencias contra un exceso de desregulación y privatización evidentemente estaban en lo cierto. Incluso aquellos comentaristas asociados al liberalismo económico reconocen ahora que había excesos en cuanto al libre juego del mercado. Esto por cierto acarrea consecuencias para la política. Por ejemplo, se cuestiona nuevamente el sistema de previsión privada a favor de un sistema de jubilación basado solamente en la financiación de reparto. Las intervenciones estatales en forma de sueldos mínimos, o bien en forma de subsidios para empleos en riesgo o como la regulación de las remuneraciones ejecutivas, son vistas en gran parte como correcciones necesarias para un excesivo afán de lucro

privado. Dentro de la actual crisis, la nacionalización de bancos ya se ha vuelto realidad en muchos países.

Crisis anteriores

Tras el derrumbe del socialismo a principios de los años 90, parece que la rueda de la historia gira ahora atrás, hacia un orden económico dirigido en mayor medida por el Estado. Esta experiencia no es para nada nueva. Ya en 1947 Walter Eucken afirmó que tanto la historia económica estadounidense como la alemana demostraban de especial manera, cómo el fracaso de la economía libre genera una tendencia hacia una economía de administración centralizada. Eucken veía que los peligros para la economía de mercado eran inherentes al ordenamiento insuficiente del sistema monetario y sostuvo que un fracaso de la moneda provocaría una conducción de la administración central en otros subcampos de la economía. (Walter Eucken, *Nationalökonomie wozu?*, 4ª edición, Düsseldorf y Múnich 1961, página 60 sigs.)

El derrumbe del mercado inmobiliario estadounidense en el año 2008 efectivamente desató la crisis más severa del sistema financiero mundial después de la Segunda Guerra Mundial. No obstante, por ningún motivo fue la primera de su tipo. Por ejemplo, a fines de los años 80 el estallido de la burbuja inmobiliaria en Japón llevó primero a un crash de los mercados de acciones y posteriormente a una depresión persistente. Poco antes, también se había formado una burbuja inmobiliaria y de acciones en Escandinava. A mediados de los años 90, siguió la crisis financiera del Sudeste Asiático. En 2003, en Suecia se generó otro colapso del sistema crediticio muy parecido a la actual crisis.

Desde una perspectiva histórica más larga, cabe mencionar la Gran Depresión de los años 30, que tuvo sus orígenes –entre otras causas– en el crash de acciones de 1929. Pero ya desde antes la historia de los mercados financieros había sido una historia de sus crisis y eso mucho antes de que se pudiera hablar de un sistema económico capitalista. Si bien los factores que provocaron estas crisis fueron muy distintos en sus detalles, muchas veces las innovaciones financieras jugaban un rol determinante. La aparición de las letras de cambio, de la moneda fiduciaria, de las acciones y de otras innovaciones financieras, en su principio superó muchas veces tanto el juicio de los agentes privados como los mecanismos de control estatales, de modo que los respectivos efectos de aprendizaje y medidas de precaución recién se presentaron después de las más o menos severas crisis del mercado financiero, que de manera regular dejaron huellas profundas en la economía real.

Experiencias históricas

Un ejemplo para esto es la introducción de la moneda fiduciaria en Francia por el malabarista financiero escocés John Law a principios del siglo XVIII. El inicial pseudo apogeo económico terminó después de pocos años en el derrumbe completo del sistema financiero. Law en 1716, por orden del rey francés, había fundando el primer banco de acciones de Francia, el Banque Royale. Ésta entregó su propia moneda fiduciaria a cambio de monedas y títulos estatales y así aportó directamente al financiamiento del Estado. Además, Law fundó la Sociedad de Mississippi, una sociedad anónima que iba a explorar las supuestas reservas de oro de la colonia francesa de Louisiana. Las acciones de esta sociedad provocaron una demanda feroz y se pagaron con la moneda fiduciaria del Banque Royale. La especulación no sólo aumentó el precio de las acciones, sino también aumentó más y más la cantidad de moneda fiduciaria en circulación. El sistema se empezó a revertir en 1720, cuando los precios de los bienes aumentaron y la gente intentó progresivamente cambiar sus billetes monetarios y sus acciones por inversiones reales como bienes inmuebles u oro. Tras el pánico generalizado por vender, tanto los billetes bancarios como las acciones de la Sociedad de Mississippi prácticamente no tenían valor y el sistema financiero francés estaba arruinado. El mismo Law tenía que huir a Italia, donde murió en 1729 en la pobreza.

Otro ejemplo más antiguo de lo peligros que pueden resultar de las nuevas herramientas de financiación, fue la así llamada “manía de los tulipanes” en Holanda a principios del siglo XVII. Después de que los tulipanes pasaron de ser sólo un hobby para los holandeses ricos, nuevos cultivos permitieron primero la difusión más amplia y

luego un comercio dinámico. A partir de aproximadamente 1630, los precios de los tulipanes empezaron a subir y muy pronto la gente humilde podía ganar más dinero con un par de bulbos que con su profesión real. En 1636/37, en el clímax de la ola de especulación que se desató, el precio de algunos bulbos de tulipanes se triplicó en sólo una semana. El más famoso de ellos, el *Semper Augustus*, finalmente alcanzó precios que correspondían a la mitad del ingreso de toda la vida de una familia promedio.

Es curioso que ya entonces la especulación fue estimulada por innovaciones financieras de aspecto muy moderno. De este modo, luego surgió la posición corta, es decir en vez de bienes reales ya sólo se negociaron los derechos a los bulbos de tulipanes, que en realidad todavía permanecían en la tierra (o bien sólo en la fantasía del vendedor). Para obtener estos derechos, muchas veces había que abonar sólo el 10% del precio total, con lo que las transacciones se transformaron en un tipo de operaciones a plazo altamente riesgosas: En el caso de una duplicación de los precios de los tulipanes en el plazo definido, la inversión de capital se decuplicó. Si por otro lado se dividió el precio de los tulipanes, se generó una pérdida de cinco florines por florín de capital invertido. Estas antiguas prácticas de financiación equivalen prácticamente a los derivados financieros de hoy y ahora como entonces, los efectos de palanca que siguieron el estallido de la burbuja causaron la ruina inmediata de todos aquellos involucrados en la especulación. Al final, muchos de los pequeños artesanos habían perdido toda su fortuna y además tenían que cargar con altas deudas, de modo que ni siquiera podían volver a sus antiguos trabajos. Las consecuencias para la economía real eran devastadoras.

Tras el derrumbe de las acciones en las bolsas de Nueva York el 24 de octubre 1929 ("Viernes Negro"), la policía montada disuelve las masas furiosas en la Wall Street.



© picture-alliance/akg-images, foto: akg-images.

Laissez-faire o limitación

Estas experiencias históricas parecen haber sido muy familiares para los representantes clásicos de la doctrina del libre comercio. Por ejemplo, Adam Smith dedica varias páginas a los peligros de la libranza de letras de colusión y de los excesos que se observaron por ejemplo en la industria bancaria escocesa. Sin embargo, desde su punto de vista, los bancos eran más bien las víctimas que los autores de estos excesos: *"Por encima de los accidentes a que se hallan expuestos, debido a la torpeza de los que gobiernan este papel de moneda, lo están asimismo a otros varios, de los que no pueden guardarlos ni la sensatez ni la habilidad de tales conductores"*. Por lo mismo, Adam Smith –al igual que la mayoría de los economistas liberales del clasicismo– nunca fue partidario del mero Laissez-faire en el sistema bancario. Smith más bien promovía una limitación –que si bien era muy moderada desde

la perspectiva actual- de los negocios bancarios permitidos. Es muy reveladora su argumentación al respecto: "Sin duda que tales reglamentos pueden en cierto aspecto ser miradas como una violación de la libertad natural. Pero todo ejercicio de la libertad natural de unos pocos, que pueda poner en peligro la seguridad de la sociedad toda es, y debe ser, restringido por las leyes de todos los Gobiernos, lo mismo los más libres que los más despóticos. La obligación de construir muros medianeros a fin de evitar la propagación del fuego, es una violación de la libertad natural, exactamente de la misma índole que las reglamentaciones de los negocios bancarios que aquí hemos propuesto. " (Adam Smith, *Indagación acerca de la Naturaleza y las Causas de la Riqueza de las Naciones*, Madrid 1961, página 281 sigs.).

Si bien por otro lado también existía el enfoque de los teóricos del Banking School que sostenía que el abastecimiento de liquidez de la economía se regularía de forma más o menos automática, finalmente se impusieron los representantes de la Currency School, que creyeron necesaria una delimitación estatal del abastecimiento de liquidez. Este enfoque prevalece hasta la actualidad, especialmente entre los autores afines a la liberalización de los mercados. Por ejemplo, el "plan de Chicago", representado por Henry Simons y Milton Friedman, inicialmente proponía una retención de reserva del 100 % para el sector bancario, para así eliminar su margen de creación de dinero.

También los ordoliberales alrededor de Walter Eucken, que habían formulado una estricta reglamentación de los principios constitutivos y reguladores de la economía de mercado,

rechazaron rotundamente el Laissez-faire dentro del sistema monetario. En la actualidad, sus conclusiones a veces son ridiculizadas como "reflexiones de plausibilidad basadas en la ideología". No obstante, la actual crisis financiera en última instancia puede ser atribuida a la violación de importantes principios ordoliberales, especialmente del principio de la estabilidad monetaria y del principio de la responsabilidad.

La estabilidad monetaria es un axioma central de la doctrina ordoliberal, identificando la función de creación de dinero de los bancos como principal problema. Alfred Müller-Armack por ejemplo sostiene: "Los bancos, en su afán por aumentar su cifra de negocios, tienden a una expansión de crédito, cuyo cebo es la disminución del tipo de interés por debajo de los límites fijados por el suministro de capital real en una economía nacional." (Alfred Müller-Armack, *Economía Dirigida y Economía de Mercado*, Madrid 1963, página 172) Y Walter Eucken concluye: "El abastecimiento de dinero (en el siglo XIX) dependía de la correspondiente liquidez y capacidad crediticia de los bancos y simultáneamente de la demanda de créditos; es decir, de la propensión a la inversión de los empresarios." Según Eucken, es esta dependencia del abastecimiento de dinero de las operaciones de crédito de los bancos, la que encierra la "causa propia de esa inestabilidad".

Eucken evalúa de forma crítica la pregunta si la creación de dinero por parte de los bancos podría ser controlada por un banco central (independiente): "Así, por ejemplo, los mismos Estados a menudo tienden a bajar el tipo de interés, para mantener alta la cotización del papel del Estado mediante un interés bajo de la deuda pública. O también, cuando fuese necesario, aumentarlo

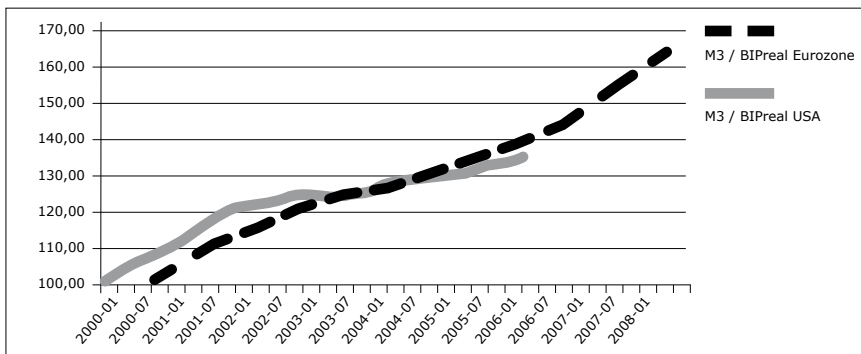
para evitar una inflación. Además, los intereses de los perceptores privados del crédito contribuyen también a su expansión. En este proyecto, se exige demasiado a la administración del Estado y a la dirección responsable de la política crediticia. Probablemente, en la realidad no se alcanzaría la estabilidad.” (Walter Eucken, *Fundamentos de Política Económica*, Madrid 1956, páginas 356, 372, 367.)

Masa monetaria inestable

Incluso entre las publicaciones actuales, es difícil encontrar una descripción más acertada de la problemática. Efectivamente, en el inicio de la crisis financiera actual también se podía observar una masiva expansión estatal de la masa monetaria, basada en objetivos de la política coyuntural. En este proceso no sólo estaba involucrado el Banco Central de Estados Unidos, sino también el Banco Central Europeo. De este modo, entre el primer trimestre del 2000 y el segundo trimestre del 2008, la masa monetaria M3 en la zona del euro se elevó en un 89,7 %, mientras que el

producto interior bruto (PIB) real de la zona del euro sólo aumentó en un 15 %. En los EE.UU. la masa monetaria M2 –que sirve allá como factor de regulación– fue expandida en el mismo tiempo en un 64,8 %, con un crecimiento del PIB real de 19,5 %. Si uno compara el crecimiento de la masa monetaria M3 en EE.UU. (sólo documentado hasta el primer trimestre de 2006) con el crecimiento del PIB, la expansión de la masa monetaria en Estados Unidos era de una dimensión comparable a la zona del euro (véase cuadro). En fríos cálculos, el excedente de masa monetaria –si no se manifestó en la tasa de inflación–s llevó a la retardación de la velocidad de circulación del dinero. Sin embargo, en realidad se estimuló el alza de los precios de los bienes y la especulación en los mercados financieros. En el cuadro se aprecia la diferencia acumulada entre el crecimiento de los agregados monetarios por un lado y el crecimiento del PIB real y corregido estacionalmente por otro. Entre el primer trimestre del 2000 y el primer trimestre del 2006, el crecimiento de los excedentes de la masa monetaria M3 en la zona del euro fue de 36,5 % y de 34 % en los EE.UU.

Crecimiento de los excedentes de la masa monetaria en relación al PIB real en la zona del euro y en los EE.UU. (Índice 1er Trimestre, 2000 = 100)



Desde el punto de vista ordoliberal, un orden monetario estable no sólo es necesario para permitir un régimen de pagos sin problemas y para proteger los ahorros en forma de dinero. Debe también y sobre todo poner límites a las fluctuaciones coyunturales e impedir las crisis financieras descritas arriba. No es casualidad que los economistas liberales –los que se dedican a la teoría coyuntural– vean frecuentemente como factor determinante para los trastornos de la economía real, las inestabilidades del sector monetario. Esto es válido tanto para Ralph Hawtrey como para Milton Friedman. Debido a que los autores cercanos a Keynes generalmente le conceden lejos menos importancia a este aspecto, sería más lógico culparles a ellos por un excesivo Laissez-faire en el sector crediticio que a los “neoliberales”.

En cuanto al principio de responsabilidad, para los ordoliberales se basaba en el siguiente axioma:

“El que recibe el beneficio debe también soportar las pérdidas.” La responsabilidad se definió explícitamente y de manera estricta: *“Aquel que sea responsable de los planes de las empresas y hogares tiene que responder.* (Principio de la responsabilidad).” (Eucken, 1990, op.cit., página 393 sigs.) Los ordoliberales se enfocaron sobre todo en la función reguladora de la responsabilidad. Según Eucken, ella tiene tres tareas concretas: la selección de empresas rentables y personas capaces, dificultar la concentración empresarial y la asignación cuidadosa del capital.

En la economía moderna, marcada por las sociedades de capital anónimas, es necesario complementar la pregunta por la responsabilidad por el

dilema “agente-principal”. Si existiera la responsabilidad ilimitada del principal para el agente, los costos de señalización y de control serían extremadamente altas, ya que el riesgo del principal abarca el total de su patrimonio privado. La formación de sociedades anónimas públicas por lo tanto difícilmente habría sido posible sin limitación de la responsabilidad. Mientras que hoy día uno ya casi no lo reflexiona, en el siglo XIX la introducción de la responsabilidad limitada para las sociedades de capital significó una novedad controversial. Durante las consultaciones acerca de la primera ley de acciones alemana de 1843, por ejemplo, los ministros Mühler y von Alvensleben apoyaron vehementemente que se mantuviera la responsabilidad privada de los accionistas, con la intención de proteger a los acreedores de las sociedades anónimas de alto riesgo. Eso con el argumento de que la responsabilidad personal de los involucrados sería un instrumento eficaz para contrarrestar la tendencia a la especulación y de obligar a los interesados a reflexionar profunda y detalladamente con anterioridad acerca del negocio. Además exigieron que los involucrados tomaran precauciones –mediante las correspondientes instrucciones y el control de sus representantes– para que estos sólo realizaran negocios dentro de los límites establecidos por el patrimonio colectivo. En el caso de traspasar estos límites, los involucrados deberían hacerse cargo de las consecuencias de la administración deficiente del emprendimiento y no la sociedad. (Motive zum Kommissionsentwurf, Theodor Baums, *Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlichen Preußischen Staaten*, Texte und Materialien, Stuttgart 1981, página 67 sigs.) Es decir, aparte de la protección de los acreedores se trataba también de que los accionistas tuvieran control sobre el directorio.

Efectivamente, por su estructura, algunos tipos de sociedades de responsabilidad limitada deberían estar más propensos al riesgo que las sociedades personalistas, lo que también puede significar la mayor volatilidad de la economía en general.

Eucken tampoco negó la eventual necesidad de una limitación de la responsabilidad en una economía altamente compleja y con repartición de trabajo. Sin embargo, para poner límites a la excesiva dispersión del principio de la responsabilidad, exigió: "En el caso de una participación mayor hay que prever, por lo tanto, la responsabilidad de la sociedad capitalista, la del empresario individual o de la sociedad personal dominante por las deudas de la sociedad capitalista dominante". (Eucken, 1990, página 397)

Este aspecto es de gran importancia para la evaluación de la actual crisis financiera. Si por ejemplo los bancos hipotecarios al otorgar créditos logran esquivar su responsabilidad en gran parte mediante la titulización de los créditos, tienen un incentivo para expandir el otorgamiento de ellos. Esto puede originar una burbuja crediticia, como en el caso del mercado inmobiliario estadounidense, mientras los inversionistas estén dispuestos a adquirir este tipo de titulizaciones. Si bien es cierto que no se pierde la responsabilidad en este tipo de transacciones, sino se traspa al inversionista, la complejidad de las cadenas crediticias generadas de esta manera implica asimetrías en la información. De este modo crece continuamente la brecha entre la función de la decisión y la función de la responsabilidad. Al parecer, en el preludio de la actual crisis financiera ni los inversionistas, ni los bancos y ni siquiera las agencias de rating o las autoridades de

supervisión eran capaces de evaluar los riesgos de forma adecuada. Así fue como pudo surgir el juego Ponzi colectivo, durante el cual las ganancias en el orden de dos dígitos eran ficticias, pues sólo fueron generadas a través de la continua generación de liquidez.

La responsabilidad interna

Aparte de la responsabilidad de los bancos como institución, también es necesario preguntar por la responsabilidad interna. Debido al dilema agente-principal hay que tomar medidas para que los ejecutivos contratados efectivamente trabajen para el bien de la empresa (y no sólo para su propio bien). Cuando del quiebre de una empresa resultan consecuencias con relevancia macroeconómica, el asegurar de este principio se vuelve una tarea estatal.

Antes era frecuente el punto de vista de que los ejecutivos son generalmente más cautelosos con los riesgos que los dueños de capital, ya que su empleo depende de la empresa y por lo tanto ponen en juego su futuro sueldo. Por lo mismo, había que configurar los incentivos mediante una estructura de gratificación de tal forma, que los directores se arriesgaran más y se generara una asimilación a la propensión al riesgo de los dueños de capital. Sin embargo, esta teoría no repara suficientemente en que, dependiendo de la situación, los ejecutivos pueden encontrar fácilmente otro trabajo en el mercado laboral. Por lo tanto, su riesgo sólo se limitaría a una eventual diferencia negativa entre la remuneración antigua y la nueva. Además, hay que cuestionarse si la amenaza del despido puede presentar una sanción efectiva para los ejecutivos con

sueños top. Especialmente los directores de más edad, que prácticamente ya tienen el porvenir asegurado, en realidad tienen poco que temer, además que en muchos casos reciben indemnizaciones altas.

Un sistema de gratificación orientado al éxito debe ser gestionado de manera cuidadosa desde el punto de vista del aspecto agente-principal. Si está sujeto al desarrollo de la empresa a corto plazo, se generan incentivos para los ejecutivos que no fomentan los intereses a largo plazo de los dueños de capital. También bajo aspectos macroeconómicos, es aconsejable proponer una mezcla de la gratificación más sustentable, en parte orientada al éxito y en parte orientada a los resultados. Esto es de especial importancia en un campo tan sensible para la economía nacional como lo es el negocio bancario. También en este aspecto, los ordoliberales estaban muy por delante de su época, por ejemplo Eucken, que exigió la responsabilidad de los directorios; por lo menos en los casos en que estos pueden actuar en gran parte de forma independiente de los accionistas. En este marco, su enfoque está en la función reguladora de la responsabilidad: "[...], (la responsabilidad) contribuye de todas maneras a la existencia de una responsabilidad moral en la dirección económica de la empresa. [...] En una sociedad de acciones en la que la propiedad de éstas esté muy dividida, y en la que exista una junta directiva poderosa, responde esta última". (Eucken, 1990, página 399) Las experiencias de la crisis financiera demuestran que semejante responsabilidad ejecutiva en las sociedades públicas sigue siendo una propuesta válida de considerar.

En resumen, se pueden sacar las dos conclusiones siguientes: Por un lado, las crisis financieras desde la perspectiva histórica no son fenómenos ligados al orden de la economía de mercado. Muchas veces surgen más bien en el transcurso de la aparición de innovaciones financieras, cuyos efectos (negativos) al principio no son inmediatamente evidentes y no son consideradas por las normas vigentes. Por otro lado, justamente la crisis actual es producto de la violación de importantes principios (ordoliberales) de la economía de mercado. Los mercados competitivos en condiciones de funcionamiento sólo pueden existir bajo la premisa de la estabilidad monetaria. Debido a que los acontecimientos en los mercados financieros influyen en el nivel de precios y así en el mecanismo de regulación del orden de la economía de mercado, es necesario regularlos. Los ordoliberales señalaron estas correlaciones ya en la primera mitad del siglo pasado de forma muy clara.

Documento abreviado de: *Wirtschaftsdienst* 11/2008, página 741 sigs.

La crisis de la economía financiera: ¿una crisis de la Economía Social de Mercado?

Reflexiones socio-éticas

Joachim Wiemeyer

Introducción

Antes de la misión de rescate colectiva de los bancos y otros agentes del mercado financiero por parte de los principales países industriales, el sistema financiero mundial estaba a un paso del abismo. Una continuación del derrumbe de los grandes bancos, seguros, fondos e incluso de países completos podría haber generado un efecto dominó, que podría haber llevado a re-troalimentar una crisis económica global. Queda completamente en duda la magnitud de los impactos sobre la economía real durante el año 2009 y el tiempo que se demorará su revitalización. El futuro del sector financiero es aún más incierto: Nadie puede decir cómo será la estructura del sector financiero en cinco años más. Al contrario de Alemania, muchos países (Luxemburgo, Suiza, Irlanda e Inglaterra) dependen de un grado mucho mayor de este sector en cuanto a su crecimiento económico y a su creación de

empleo. Un ejemplo que demuestra que una crisis del sector financiero puede ser persistente y tener graves efectos sobre la economía real es el caso japonés de los años 90.

Durante los años pasados, se produjo un cambio en la relación entre la economía y la política. En este marco, el otrora vocero del directorio de la Deutsche Bank, Rolf-Ernst Breuer, denominó los mercados financieros como el "quinto poder".¹ Según él, en los mercados de divisas o de empréstitos estatales se evalúa día a día el "performance", es decir el rendimiento, de los gobiernos democráticamente elegidos. Los gobiernos tienen que someterse al juicio de los mercados financieros, afirma Breuer. A medida que los autodenominados controladores en la actualidad requieren de la ayuda de los antes controlados para salir de la trampa de la que ya no pueden librarse por fuerza propia, cambia la relación entre la economía y la política.

La ética social cristiana también se ve legitimada a dar su opinión acerca de la crisis de los mercados financieros, porque ya había advertido desde hace tiempo los peligros inherentes en el desarrollo de los mercados financieros, por ejemplo su desconexión de la economía real y su influencia desestabilizadora sobre esta ². Otros temas de la ética social cristiana³ han sido los excesos, tales como los sueldos excesivos de los ejecutivos⁴ y la liberación de cualquier deber social de la propiedad⁵. Se publicaron varios documentos en relación a los temas de la estabilidad del valor monetario, la introducción del euro y el desarrollo de los mercados financieros en los países emergentes⁶. El Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia⁷ publicado primero en italiano en 2004, dice: "El desarrollo de las finanzas, cuyas transacciones han superado considerablemente en volumen, a las reales, corre el riesgo de seguir una lógica cada vez más auto referencial sin conexión con la base real de la economía. *Una economía financiera con fin en sí misma está destinada a contradecir sus finalidades, ya que se priva de sus raíces y de su razón constitutiva, es*

decir, de su papel originario y esencial de servicio a la economía real y, en definitiva, de desarrollo de las personas y de las comunidades humanas. (...) La imprevista aceleración de los procesos, como el enorme incremento en el valor de las carteras administrativas de las instituciones financieras y la rápida proliferación de nuevos y sofisticados instrumentos financieros *hace extremadamente urgente la identificación de soluciones institucionales capaces de favorecer eficazmente la estabilidad del sistema, sin restarle potencialidades y eficiencia*".

La ética social cristiana no participa en el actual clamor público por identificar a los personajes culpables del desastre de los mercados financieros. En contextos tan complejos como lo son los mercados financieros internacionales, simplemente no existen algunas pocas personas culpables, que se podrían identificar fácilmente.⁸

Una parte de la responsabilidad la tienen los legisladores y los gobiernos de las décadas pasadas, que aflojaron cada vez más la intensa regulación

1 Véase Rolf-E. Breuer, Die fünfte Gewalt, en: Die ZEIT, 27.4.2000, pág. 21 sig.

2 Véase la revista Amos 4/2007 con los ensayos de Kädtler, Engelen/Liedekerke, Emunds y Spieß.

3 Véase también Reinhard Marx, Das Kapital, Múnich 2008. Marx reúne en este libro en parte charlas antiguas.

4 Véase Joachim Wiemeyer, Die Höhe der Managergehälter und die Frage der „sozialen Gerechtigkeit“, en: Wirtschaftsdienst, No. 84 (2004), pág. 354–357.

5 Véase Joachim Wiemeyer, Sozialpflichtigkeit international mobilen Kapitals, en: Stimmen der Zeit, No. 225 (2007), pág. 100–110.

6 Véase grupo de expertos "Economía Mundial y Ética Social", Dinero estable para todos, Bonn 1991, Stabilität und soziale Gerechtigkeit. Zur Einführung des EURO, Bonn 1999, Globale Finanzen und menschliche Entwicklung, Bonn 2001. (El autor participó en el desarrollo de estos estudios).

7 Pontificio Consejo "Justicia y Paz", Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia, Santiago, Chile: Conferencia Episcopal Chile: San Pablo, 2005. Pág. 256 - 257.

8 En relación al análisis de problemas y a las propuestas de reforma, véase también: Bernhard Emunds, Risiken, die niemand im Griff hat. Sozialethische Anmerkungen zur aktuellen Finanzmarktkrise, en: Herderkorrespondenz Año 62 (2008), pág. 460-465; Bernhard Emunds, Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet! Über den Bedarf, die kapitalmarktdominierte Finanzwirtschaft umzubiegen, Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung, No. 55, Frankfurt 2008 (<http://www.sankt-georgen.de/nbi/publ/fagsf.html> – Acceso 10.11.08).

sobre el sector financiero generada tras la crisis económica mundial de 1929 y que seguía vigente después de 1945. En consecuencia, los gobiernos nacionales se vieron presionados por el desarrollo técnico, ya que los nuevos medios de comunicación (Internet) permitieron en mayor escala los negocios internacionales. Otra presión se sumó por el hecho de que fuera de los centros de la OCDE se formaron mercados financieros poco regulados (mercados "offshore" como las Islas Caimán). El tercer factor de presión de los mercados financieros surgió porque los agentes de este mercado también podían aprovechar diferencias en la regulación dentro del mundo de la OCDE. La falta de coordinación entre los estados nacionales implicaba que estados externos poderosos (EE.UU.) decidieran el nivel de la regulación. Esto obstaculizó una regularización homogénea correspondiente a la real integración económica mundial. Dentro de la UE, Inglaterra e Irlanda representaron esta posición externa. A esto se sumaron errores de la Supervisión Bancaria y de los bancos emisores, que tenían una política monetaria demasiado generosa (EE.UU.). El sector financiero fue privilegiado de manera sistemática en comparación con los otros sectores de la economía. Mientras que en la economía real cada transacción está sometida al impuesto sobre el valor agregado, en Alemania se eliminó hace algunos años el impuesto sobre las operaciones bursátiles que era mucho más bajo.

La segunda dimensión es la macroeconomía: Para una corriente de la macroeconomía, los mercados financieros eran vistos como mercados ideales, ya que –debido a su adaptación rápida a los datos del mercado, su divisibilidad infinita etc.– son lo más cercano al ideal del modelo del

mercado neoclásico descrito en los libros de enseñanza. La perspectiva tradicionalmente crítica de la macroeconomía, que tiene como enfoque los intereses de los consumidores y por lo tanto es escéptica frente a las ganancias que exceden el promedio –ya que las ve como fuente de riesgos irresponsables o bien detecta en ellos tendencias monopolistas o barreras de acceso al mercado etc.– ha sido debilitada. En la formación de los economistas, se ha transmitido cada vez menos la inserción social de la economía, pues se le concede cada vez menos importancia a la teoría de la política económica clásica, que profundiza más los fundamentos valóricos de la Economía Social de Mercado. Los campos de la economía con carácter explícitamente normativo y sociopolítico, tales como la sociopolítica o la política del desarrollo, han sido marginados por la eliminación o el renombramiento de las respectivas cátedras. Asimismo se quedó atrás la historia de la economía –que se enfoca en las grandes crisis en la historia de las economías nacionales– tanto como la sociología económica con su clasificación social de la economía. Estas materias fueron reemplazadas por métodos matemáticos refinados, a través de las cuales se creía lograr una diversificación de los riesgos. Muchas veces los encargados en los bancos también eran matemáticos, físicos u otros, que durante su formación nunca se habían dedicado al significado social de la economía, aspecto obligatorio en una sólida formación tradicional de un economista. A pesar de que ya en los años 80 se formó un movimiento contrario con la ética económica, en Alemania nunca logró establecerse en el ámbito académico.

La tercera dimensión es el periodismo económico, que no cumplió de manera eficiente con su

función crítica frente al desarrollo de los mercados financieros y no indagó las ganancias excesivas de manera crítica. En el marco del boom bursátil, se hicieron promesas insostenibles y cálculos inverosímiles de los desarrollos de los valores de las acciones. Muchos de los pequeños inversionistas fueron atraídos a los mercados de acciones ante la supuesta perspectiva de un incremento de su patrimonio sin la necesidad de trabajar.

La cuarta dimensión es la de los gerentes, que aspiraban bajo el lema del *Shareholder Value* a un aumento permanente del valor de las acciones, bajo la premisa de alzas constantes del rendimiento. La introducción de sistemas de gratificación y una baja en los plazos de los contratos ejecutivos estimularon la maximización del rendimiento a corto plazo. Los sistemas de gratificación erosionaron parcialmente la ética profesional del "bancario serio".⁹ Los gerentes de los bancos a su vez eran presionados por otros gerentes, que en su función como directores de sociedades inversionistas aspiraban a maximizar las ganancias.

La quinta dimensión se refiere al déficit institucional en el mismo sector financiero, ya que tanto las instituciones de control como las agencias de rating eran pagadas por los mismos emisores de los títulos, implicando la dependencia financiera de las agencias de rating de las instituciones financieras a evaluar. Faltaba la necesaria independencia institucional.

Mientras perduraba la fuerte expansión de los mercados financieros y de sus nuevos productos, con constantes incrementos de las ganancias, las diferentes dimensiones se auto reforzaron. En este marco, problemas como la crisis asiática en 1997, el derrumbe de la Economía del Internet –el así llamado "Nuevo Mercado"– en 2000-2001 y los derrumbes de algunos fondos de cobertura (1998 LTC) eran vistos como excepciones en vez de identificarlos como problemas sistémicos. Recién el conjunto de un gran número de estos factores ha creado un resultado total negativo. No obstante, es imposible responsabilizar a unas pocas personas o ciertos grupos de individuos.

Como consecuencia de la crisis, habrá que discutir de manera sistemática las siguientes preguntas:

¿Cómo se debe ordenar la relación entre la política y la economía desde el punto de vista socio-ético?

¿Cuál es el alcance adecuado de la acción estatal en una economía de mercado, tanto en relación a la regulación estatal de la economía en general, así como en relación a la participación estatal de la actividad económica total y de la producción estatal de bienes y servicios?

¿Cómo hay que definir la relación entre la economía financiera y la economía real?

9 Véase Bernhard Emunds, *Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet!*, op. cit., pág. 9 sig.

I. De la relación entre la economía y la política

En el Concilio Vaticano II, la Iglesia Católica en la Constitución del Concilio *Gaudium et spes*¹⁰ (No. 36), aprobada en 1965, reconoció a las sociedades modernas con su diferenciación en distintos campos culturales específicos, relativamente autónomos, tales como la economía, los medios de comunicación, la ciencia y la política. Semejantes campos culturales específicos están sujetos a una lógica propia y –a diferencia de las sociedades premodernas– ya no se someten a una interpretación y a una regulación definida por la religión. Para el campo de la economía, como ejemplo de una regulación basada en la religión, se podría nombrar la prohibición del interés (muchas veces obviada), que fue abolida por la Iglesia Católica en 1830. Sin una semejante diferenciación de la sociedad, el desarrollo de los países industriales occidentales en el bicentenario pasado no habría sido posible, incluyendo logros como la superación de la extrema pobreza, la duplicación de las expectativas de vida y la introducción de la democracia y del estado de derecho.

Sin embargo, la diferenciación de la sociedad no sólo genera aumentos de la productividad, sino también problemas. Mientras que el empleador premoderno tutelaba a sus empleados de manera paternalista –asumiendo a la vez un deber de protección para ellos– estos aspectos se han perdido en el curso de la diferenciación funcional de la economía. El empleado se vio reducido a mano de obra. En el siglo XIX, la Doctrina Social

de la Iglesia protestó contra esta tendencia, enfatizando que en todos los contextos vitales el individuo tiene que ser respetado como persona y jamás visto como mero objeto. Por lo mismo, los campos específicos culturales de la sociedad diferenciada son siempre sólo relativos, es decir, están sujetos a lo que la Doctrina Social de la Iglesia considera el compromiso con el bien común.

En resumen, la Doctrina Social de la Iglesia exige que se configure la sociedad de tal manera que en lo posible todas las personas participen en todos los subcampos de la sociedad y sean respetados como persona. Esto implica por ejemplo que los subsistemas sociales no pueden imponerse a otros subsistemas. Esto sirve como argumento contra una mercantilización total de los medios de comunicación y de la ciencia por la economía, tanto como contra una supremacía de la economía frente a la política. En esto también se expresa la protección de la conducción de la vida privada (la familia) y de la organización individual en la sociedad civil.

Entre los subsistemas sociales, la política tiene una supremacía –basada en la ética– ante los otros subsistemas, ya que es ella la que puede y debe imponer las reglas y premisas sobre éstos. Su fundamento ético se debe a que la sociedad moderna se basa en el postulado de igualdad de la dignidad humana y de los derechos humanos. En la democracia, se manifiesta en la igualdad del derecho de voto para todos. Tanto la dimensión de la autonomía de los subsistemas sociales como la interrelación de los subsistemas

10 Publicado en: Bundesverband der KAB (ed.), *Texte zur Katholischen Soziallehre*, ed. IX., Bornheim 2007.

requieren de una configuración política. En este marco, ya por la constitución (los derechos fundamentales) la política está sometida a restricciones que impiden anular la autonomía de los subsistemas.

La supremacía relativa de la política democráticamente legitimada como tarea de la creación del bien común no es un postulado específico de la Doctrina Social de la Iglesia, sino que es igualmente reconocida en la filosofía social moderna (Teoría del Contrato Social de Rawls, los comunitaristas como Michael Walzer, los éticos del discurso como Habermas). En la ética económica de habla alemana esta supremacía también es afirmada por los éticos económicos, aunque éstos lleguen a distintas conclusiones concretas, como Karl Homann¹¹ y Peter Ulrich.¹²

La supremacía relativa de la política ante la economía no significa que la igualdad de derecho a voto de los ciudadanos, en el ámbito económico se manifieste como igualdad de ingresos. Más bien es de interés común permitir diferencias en el ingreso, ya que los incentivos por un mayor rendimiento son también beneficiosos para aquellas personas que se ubican en la parte inferior de la distribución de ingresos y mejoran su situación. Las que parecen problemáticas son las diferencias de ingreso no funcionales, que se basan en posiciones de poder institucionales y que desde la perspectiva macroeconómica no parecen necesarias para lograr las metas de crecimiento.

También en las sociedades modernas, la economía debe permanecer como un subsistema insertado en la sociedad. Si su lógica propia se impone demasiado fuerte, a largo plazo tiene consecuencias contraproductivas para la sociedad, ya que se elimina el fundamento social de la economía. Esto es también válido para la relación entre la familia y la economía, donde por una menor necesidad de reproducción de la sociedad se origina una caída demográfica y –como consecuencia– la escasez de mano de obra a largo plazo. La Doctrina Social de la Iglesia ha hecho hincapié en la última problemática desde hace tiempo.¹³

Es parte de la Economía Social de Mercado que la política realice efectivamente su deber de configuración fundado en la ética. En aquellas zonas donde el marco de configuración llegue a límites, la política puede recuperar su poder de configuración a través del actuar supranacional. Esto se aplica por ejemplo a muchas áreas de la Unión Europea. El hecho de que la política siempre tiene más posibilidades de configuración de las que aprovecha realmente, se puede observar en los controles del movimiento de capitales, que protegen parcialmente a países como China de capital especulativo y de las consecuencias de la crisis financiera internacional.

11 Véase Karl Homann/F. Blome-Drees, *Wirtschafts- und Unternehmensethik*, Göttingen 1992, pág. 54 sigs.

12 Véase Peter Ulrich, *Der entzauberte Markt*, Freiburg 2002, sobre todo pág. 84 sigs.

13 Véase Reinhard Marx, *Das Kapital*, op. cit., pág. 214 sigs.

II. De la relación entre el mercado y la actividad estatal

Tanto en la comparación internacional como en la comparación histórica, se pueden ver diferentes dimensiones de actividad estatal. Mientras que muchos países en vías de desarrollo poseen un Estado que cumple de manera deficiente con sus funciones básicas (estado de derecho, infraestructura, educación, seguridad social etc.), hay otros estados con una actividad estatal tan amplia, que estrangula cualquier actividad económica privada (Corea del Norte, Cuba, los anteriores países del Este). Si nos limitamos al sector de los países industrializados modernos con un nivel de ingresos relativamente alto, nos encontramos con un grado significativo de actividad estatal. Esto se refiere por ejemplo a las prestaciones estatales (administración, seguridad, servicios estatales), la intervención en la distribución de los ingresos formada por el mercado (impuestos, seguros sociales, subsidios sociales), la regulación legal de la actividad económica, así como a las empresas en mano del Estado. Las comparaciones internacionales pueden resultar más difíciles, pues el mismo objetivo estatal puede ser logrado a través de instrumentos distintos. Por ejemplo, el objetivo público de posibilitar oportunidades de educación, puede ser garantizado por un lado a través de la provisión estatal directa y por otro lado a través de subsidios para los beneficiarios (vales de educación). La forma y el grado de la

actividad estatal se han formado a través de la historia y demuestran una dependencia del camino, ya que una decisión fundamental, una vez tomada sólo puede ser revisada con altos costos de modificación. En Alemania, el concepto de la Economía Social de Mercado¹⁴ ha determinado la actividad estatal. Ahora, ¿cuáles son los elementos fundamentales de la actividad estatal?

1. Requisitos para la actividad económica (orden legal, seguridad interior y exterior, infraestructura, educación)

El orden legal debe asegurar que la ley económica proteja también a los agentes del mercado más débiles (menos informados, más pobres) del engaño. No obstante, en el mercado financiero no se hizo la pregunta si los nuevos productos financieros tenían más beneficios que riesgos para el ciudadano normal (no para los oferentes del mercado financiero). Sólo los productos inofensivos con las necesarias garantías y una distribución equilibrada de los riesgos deberían haber entrado al mercado. Hacía falta un organismo de control de admisión para el mercado financiero.¹⁵

2. Asegurar la funcionalidad de los mercados (competencia, política medioambiental, estabilidad monetaria)

La clave para que la contabilidad funcione en los mercados y para que los precios puedan cumplir

14 En su comentario social "Für eine Zukunft in Solidarität und Gerechtigkeit", ed. por el Consejo de la EKD y la Conferencia Episcopal Alemana, Bonn/Hannover 1997, las dos principales iglesias alemanas se declararon explícitamente en favor de la Economía Social de Mercado.

15 El Premio Nobel de Economía Joseph Stiglitz propuso un control de admisión para los productos del mercado financiero. Véase Bernhard Emunds, Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet!, pág. 29.

con su función reguladora de la economía, está en la estabilidad monetaria. Según las experiencias prácticas, este objetivo puede ser llevado a cabo sobre todo por un banco emisor independiente, comprometido con la estabilidad monetaria. Además, es de gran importancia que en el marco de la contabilidad económica de las diferentes empresas se incluya la totalidad de los costos reales que tienen implicancia para toda la economía nacional. Para este fin es necesario incluir tanto los efectos externos positivos como negativos, gravando la producción en el caso de efectos negativos (por ejemplo a través de un impuesto ecológico) y premiando (mediante subsidios) la actividad en el caso de efectos positivos. La economía de mercado siempre requiere de suficiente competencia. Por lo tanto, se debe evitar el apoderamiento de los mercados mediante la formación de monopolios y carteles, altas barreras de acceso al mercado y el abuso del poder mediante monopolios naturales (tendidos de cables de electricidad, gasoductos etc.).

La competencia debe asegurar, por el interés de los consumidores, que las utilidades de las empresas permanezcan lo más bajo posible, es decir que consideren como capital de riesgo sólo un leve recargo sobre el rendimiento de los empréstitos estatales de largo plazo. Una tasa de beneficios para empréstitos estatales con un rendimiento de 4%, que supere el 7-8%, debería despertar dudas. Pues a largo plazo, un recargo de riesgo adecuado sería de entre un 3 y 4%. Un margen de beneficios más alto es posible en el caso de empresas especialmente innovadoras que obtienen ganancias pioneras. Sin embargo, en un mercado con competencia normal, el margen de beneficios debería ser regulado rápidamente por los otros competidores. Las ventajas

por innovación permanentes de empresas individuales son más bien raras. Por otro lado, son posibles las altas ganancias en el caso del apoderamiento de los mercados o si existen altas barreras de acceso al mercado. Una de las tareas de una política de competencia activa es intervenir en estos casos. Una de las razones que posibilitó el alto rendimiento en el sector bancario inglés fue su mayor grado de concentración que en Alemania. Las ganancias se hicieron a costo de los clientes normales del banco, que por ejemplo tenían que pagar gastos de mantenimiento de cuentas más altos que los clientes en Alemania. En Alemania, las cajas de ahorro y los bancos cooperativos aseguraron buenas condiciones para el ciudadano normal. En cambio el gobierno inglés permitió a los bancos, en cierto sentido, someter al ciudadano normal a un tipo de impuesto en pro de los mismos bancos, como lo describe Adam Smith. Una tercera posibilidad de ganancias altas consiste en asumir altos riesgos. Esto aparentemente fue el caso del sector financiero.

Desde el punto de vista macroeconómico, no es posible que un sector experimente permanentemente un rendimiento más alto que el promedio, ya que esto implicaría la continua baja del porcentaje de los sueldos y de las ganancias de los otros sectores en el valor agregado de la economía nacional.

3. La corrección de los resultados de mercado (crisis coyunturales o estructurales, distribución del ingreso)

Los mercados pueden reflejar la sincronización y coordinación de los planes particulares de los sujetos económicos sólo de manera desfasada.

Aquellos que le conceden una estabilidad inherente a la economía de mercado, suponen que las estimaciones subjetivas de los agentes del mercado se equilibran, es decir, las estimaciones demasiado optimistas son compensadas por estimaciones demasiado pesimistas. Sin embargo, en la realidad de vez en cuando se genera un exceso de optimismo, de modo que no todos los planes optimistas de los agentes de mercado pueden realizarse. En el boom de la Nueva Economía en 2000/01, las expectativas de beneficio incluidas en los precios bursátiles superaron los beneficios totales posibles según la contabilidad nacional. De este modo, era inevitable que se defraudaran las expectativas de beneficio y se produjeran caídas en las cotizaciones de las acciones. Aparte de las fases de boom y de las caídas coyunturales, otro factor determinante para las economías nacionales son las disparidades regionales y sectoriales. Por lo tanto, es igualmente imprescindible una actividad estatal que atenúe estas fluctuaciones coyunturales e intente prevenir las caídas regionales y sectoriales mediante el posibilitar los procesos de adaptación. Esto no sólo quedó en evidencia con las experiencias de la Unificación Alemana después de 1990, durante cuyo proceso los nuevos estados federales tampoco aceptaron la rehabilitación pasiva y en cuanto al desempleo no se limitaron a solucionarlo solamente a través de los movimientos migratorios.

Otra necesidad de corrección en una economía de mercado se halla en la distribución del ingreso y del patrimonio, ya que en la actualidad sólo alrededor de la mitad de la población recibe

un ingreso del mercado. Con el objetivo de cubrir a todos los sectores de la población, más allá de aportes económicos entre familiares, son imprescindibles los sistemas de seguridad social. La distribución del ingreso primario se corrige mediante los impuestos y los tributos. Una distribución del patrimonio y de ingresos justa es un bien público, con el que el Estado tiene la responsabilidad. En este marco, una tributación progresiva¹⁶ es éticamente legítima, ya que el éxito de los agentes productivos en el mercado no es sólo fruto del empeño individual, sino se debe también a las condiciones y los requisitos sociales, por ejemplo a la educación gratuita de la que se benefició el agente productivo. Además, la generación de ingresos es sólo posible, si el Estado facilita el respectivo orden legal y otras condiciones, tales como por ejemplo la infraestructura pública. El que desacredita cada aumento tributario como mero "castigo de los agentes productivos" (como el presidente de la FDP Guido Westerwelle), no entiende la sociedad como emprendimiento cooperativo para el fomento del beneficio mutuo. La doctrina social defiende un concepto social solidario, en el cual los exitosos también apoyan a los más débiles. No obstante, los impuestos y las cargas tributarias deben tener un límite, ya que es cosa de cada uno el desarrollar sus aptitudes natas y de emplear bien las aptitudes aprendidas. Por lo tanto, no se deben eliminar los incentivos. Debido a que los trabajos calificados y ejecutivos ya encierran en parte una gratificación –sus posibilidades de decisión y de desarrollo propio sería exagerado llevar al extremo la necesidad de ingresos altos y tarifas tributarias bajas, sólo

16 Véase Joachim Wiemeyer, *Sozialethische Impulse für eine Steuerreform*, en: *Stimmen der Zeit*, Ed. 222. (2004), pág. 244–256.

para que las personas sean productivas, asuman responsabilidad y realicen tareas constructivas.

Muchas veces, la dimensión de la libertad dentro de una sociedad se ve de forma completamente unidimensional y sólo sujeta a la carga impositiva y tributaria. Los economistas y los políticos que representan este punto de vista, muchas veces no toman en cuenta los costos sociales derivados de las decisiones políticas. Por ejemplo la afirmación que en Estados Unidos existe mayor libertad que en Alemania, debido al menor nivel de impuestos y cargas sociales, solamente demuestra un concepto erróneo de libertad. Si los ricos deben encerrarse en barrios residenciales cercados y vigilados por servicios de guardia privados; si muchos ciudadanos no pueden caminar por ciertos barrios, ya que las altas tasas de criminalidad hacen que teman por su integridad y propiedad; si una parte de la población tiene que conformarse con movilización deficiente por la falta de locomoción pública; si casi 50 millones de personas viven en miedo constante ante los altos costos de la salud en caso de enfermedad; y si por cada 100.000 habitantes hay siete veces más personas en la cárcel que en Alemania, se puede decir que la más alta tributación en Alemania permite un mayor grado de libertad efectiva.¹⁷ El sentido de la actividad estatal consiste en permitir un mayor grado de libertad mediante una cierta limitación de la libertad en un sector. El Premio Nobel de Economía James Buchanan señaló con razón esta paradoja de la libertad.¹⁸ No obstante, esta perspectiva permite a la vez

reflexionar acerca de los límites de la actividad estatal. Si limitaciones adicionales de la libertad ya no implican una libertad más significativa, se ha llegado a este límite.

Muchas veces los elementos principales de la actividad estatal son incuestionables, ya que la disputa política se limita a los detalles de configuración, como el nivel del tipo máximo del gravamen o de los subsidios. En este punto, la Doctrina Social de la Iglesia no va a opinar ni hablar de cifras concretas, ya que esto es tarea de los políticos elegidos. La clave está sobre todo en la eficiencia de la actividad estatal, que en Alemania tiene un déficit estructural. Si un país tiene el sistema de salud que es el tercero más caro a nivel mundial y profesores que son los segundos más caros, pero ni su sistema de salud ni su sistema de educación está entre los mejores, quiere decir que existe una falla estructural de la política o bien del Estado. Si una institución estatal (Agencia Federal de Trabajo) debe gastar miles de millones para lograr que aquellos que no terminaron su educación escolar cuenten con los requisitos para entrar a la vida laboral, problema que se podría evitar en gran parte con montos significativamente menores, mediante la prevención en los jardines infantiles y colegios, entonces se trata de un fracaso sistemático a nivel político y organizativo en el sector público. A pesar de que semejantes problemas ya son notorios desde hace años, recién desde el año 2008 se han visto serios empeños de abordar este déficit de manera sistemática,

17 El premio Nobel de Economía de 1998, el indio Amartya Sen, representa en la tradición de Adam Smith este concepto de libertad, fuertemente vinculado a las ideas de la Doctrina Social de la Iglesia. Véase A. Sen, *Development as Freedom*, Oxford, 2004. Véase también Reinhard Marx, *Das Kapital*, op. cit., pág. 65 sigs.

18 James Buchanan, *Los límites de la libertad*, Valencia 1988.

mediante la ampliación de las facilidades para el cuidado infantil.

III. De la relación entre la economía financiera y la economía real

En la macroeconomía existen algunos sectores que funcionan como muestra representativa para los otros sectores y aseguran su funcionalidad como proveedor de servicios. Esto por ejemplo se aplica al abastecimiento de energía, a la telecomunicación y a la logística. Prácticamente todas las empresas de casi todos los ramos económicos dependen de estos sectores. Ahora, los ejecutivos de estos sectores casi nunca tuvieron la idea de definir estos sectores como sector líder de la economía, con el derecho de conducir o bien controlar a todos los demás ramos económicos. El sector financiero es otro sector del que depende cada empresa, debido a su necesidad de gestionar el movimiento de los pagos y de financiar su capital propio y capital ajeno. No obstante, el sector financiero en las décadas pasadas no se limitó a su función como proveedor de servicios como los otros sectores señalados arriba, sino exigió un rol de liderazgo. Esto no sólo es válido para el sector empresarial, donde participó en la fusión, en la disgregación o la reconfiguración de empresas, sino también para el Estado. Semejante rol de liderazgo es problemático, ya que el sector financiero es de especial sensibilidad ética en tres aspectos.

El primer aspecto concierne a los especuladores: En el mundo real del consumo, como en la producción de bienes y la contratación de servicios, el tiempo dedicado al consumo y la producción,

y por otro lado la demanda de recursos reales (recursos, territorios etc.) establecen límites físicos al crecimiento del consumo y del patrimonio. Esto no se aplica al mundo virtual de los mercados financieros, en el que día a día puede aumentar –y también caer– sin límites el nivel del valor de las cuentas y de los depósitos. Por lo tanto, también sólo en el mundo virtual de los mercados financieros es posible algo así como un "day trader", que intenta obtener ganancias a través de la compra y venta del mismo título múltiples veces durante un día. No sólo las personas privadas intentan realizar semejantes negocios, sino también los agentes del mercado financiero como los bancos y los fondos, proceso en que muchas veces se mueven sumas muy altas. Esto es un negocio muy enervante, que sólo puede ser realizado por empleados relativamente jóvenes durante pocos años, ya que terminan exhaustos. No es raro que estas personas reciban remuneraciones más allá del límite de un millón de euros. A pesar del reglamento de seguridad de los bancos (norma de asegurarse a través de la diversificación de capital), de vez en cuando sufren derrumbes o pérdidas masivas porque las tentaciones se vuelven demasiado grandes. En este contexto, desde el punto de vista de la economía real, se plantea la pregunta si para algunas personas inclinadas a las matemáticas, que trabajan en el sector financiero, desde el punto de vista de la sustentabilidad no habría sido mejor que emprendieran una carrera en la ciencias naturales o en la ingeniería.

Antiguamente, las empresas utilizaban las bolsas con el fin de reunir el capital de varios accionistas para una inversión a largo plazo, en caso de que ellas no fueran capaces de hacerlo por su propia cuenta. Los accionistas, que en

consecuencia eran coinversionistas, debían tener la opción de deshacerse de sus acciones y dejar que otros tomaran su lugar, en caso de que necesitaran dinero (de manera imprevista). Sin embargo, en un año sólo una parte relativamente pequeña del capital total de una empresa puede ser afectada por estos movimientos bursátiles. El principio del *Shareholder Value* es muchas veces suspendido por el principio del "Sharehopper", es decir el saltar de una acción a la próxima. Algo semejante es válido para el comercio de divisas, los empréstitos y los recursos. En este marco, las desviaciones de las cotizaciones pueden todavía reforzarse por los derivados y las opciones. Es evidente que los comerciantes pueden padecer de síntomas de adicción, parecidas a las que presentan los ludópatas, con las asociadas a pérdidas de la realidad en cuanto al contexto social de los mercados financieros.

El segundo aspecto de especial sensibilidad ética del sector financiero, no se halla a nivel personal sino a nivel sistémico. Debido a que el mercado financiero pertenece a un mundo virtual y no real, que solamente se basa en la confianza, es especialmente propenso a fallas sistémicas. Ya fue un considerable aporte cultural que la humanidad aceptara el dinero como mero papel y que ya no exigiera monedas de oro o plata. El dinero ingresado a cuentas ya no tenía que estar físicamente disponible en cajas fuertes, sino que los bancos en el curso de los procesos de creación de créditos podían prestar varias veces la suma del dinero ingresado. Las acciones ya no se entregan físicamente, sino sólo aparecen

en los extractos de cuenta. Se realizan negocios entre los bancos en el orden de mil millones por teléfono o con un simple clic del mouse. Debido a que todo sistema monetario y financiero no se basa en garantías reales, sino en la confianza, y debido a que la pérdida de la confianza origina un riesgo sistémico, es necesario prestar amplias garantías.

Esta seguridad y la confianza son en términos económicos un "bien común", en términos socio éticos una exigencia para el bien común. Sin embargo, la seguridad no es gratis: Por ejemplo, requiere de reservas de capital más altas, lo que pone límites al volumen y a las posibles ganancias del negocio. Debido a que el riesgo sistémico era más alto en el sector de los mercados financieros, las reservas de capital deberían haber sido superiores para cubrirlo.

Aparte del riesgo sistémico inherente, el segundo problema socio-ético de los mercados financieros es que en vez de fomentar y apoyar a la economía real, más bien la desestabilizan, ya que tienen una tendencia sistemática a los excesos.¹⁹ Los precios formados en los mercados financieros o influenciados por sus agentes no cumplen de manera sistemática con su deber de información para la economía real. Según el macroeconomista liberal y Premio Nobel F.A. von Hayek²⁰, la función informativa de los precios en la competencia económica tiene una función clave para el orden de la economía de mercado. Es un caso de disfuncionalidad sistemática del mercado, que implica la necesidad de nuevas

19 Véase Bernhard Emunds, Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet!, pág. 12 sigs.

20 Véase F. August von Hayek, Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, en: Freiburger Schriften, Gesamte Aufsätze, Tübingen 1969.

normas para reestablecer la funcionalidad de la economía real. Aclaremos esto brevemente mediante algunos ejemplos: Si una empresa alemana tiene que tomar la decisión de que si para abastecer al mercado estadounidense produce en Alemania o mejor instala una nueva planta en Estados Unidos, las relaciones dólar-euro o euro-dólar de las dos décadas pasadas no dan ningún punto de referencia. Una decisión tomada en primavera para producir en Estados Unidos, ya con el tipo de cambio en otoño del mismo año puede resultar errónea. Por este tipo de turbulencias del tipo de cambio, las empresas son reservadas en relación a las inversiones en la economía real o bien calculan con mayores recargos de riesgo, lo que presenta impactos negativos sobre la cantidad de empleos. Una medida para poner término a estas variaciones extremas del tipo de cambio dentro de Europa ha sido la introducción del euro. El desarrollo del precio del petróleo durante el año pasado también ha sido influido por las especulaciones de los agentes del mercado financiero. El propietario de casa alemán, que para ahorrar gastos de calefacción decidió medidas de aislamiento térmico en verano, en julio habría hecho una inversión altamente rentable; apenas cuatro meses después ya podría haber resultado un negocio ruinoso frente a la reducción a la mitad de los precios del combustible. Algo parecido es válido –en mayor medida– para las inversiones del orden de mil millones de dólares en la exploración de nuevos depósitos de petróleo (por ejemplo los depósitos de pizarra bituminosa en Canadá). La evolución del valor de la acción de Volkswagen en octubre del 2008 tampoco tenía relación con el valor real de la empresa. Más bien fue una situación en que los agentes del mercado financiero intentaron de “engañarse”

mutuamente, teniendo como consecuencia la probable pérdida de sumas en el orden de miles de millones de euros en total por parte de algunos especuladores, mientras que otros ganaron sumas equivalente (Porsche etc.). Desde el punto de vista de la economía real, estas ganancias o pérdidas no tienen sentido.

No se ha evaluado de forma sistemática la función que tienen los respectivos subsectores de los mercados financieros para la economía real. Por ejemplo, los mercados de divisas sirven para realizar transacciones para el comercio y el turismo, transferencias de los trabajadores extranjeros, pagos entre estados y organizaciones internacionales (por ejemplo la ayuda al desarrollo), así como el movimiento de capital a largo plazo. Estos criterios se aplicarían a más del 90 % de las transacciones. Las bolsas tienen la función de reunir ácapital para las empresas. Debido a que las empresas se planifican a largo plazo, también debe ser posible un cambio de los accionistas. Sin embargo, para la cultura empresarial (participación en la junta general de accionistas, ejercicio de los derechos del accionista) también se requiere de accionistas que actúen a largo plazo. En el marco del otorgamiento de créditos, los bancos tienen sobre todo la tarea de examinar sus clientes a fondo y de asistirlos durante el plazo del contrato del crédito, también cuando surgen problemas. La venta de créditos a corto plazo como en el caso del mercado hipotecario estadounidense va en contra de la función de los bancos. No se examina suficientemente la solvencia del prestatario ni se exige la cantidad suficiente de capital propio. Es un escándalo que los bancos alemanes revendieron sus títulos de crédito sin el conocimiento de los prestatarios.

Si en la economía real la formación de empleados se desarrolla en un período de tres o más años, si las decisiones de inversión se calculan en plazos de cinco o diez años, y si se planea la construcción de nuevas centrales energéticas con un tiempo de funcionamiento de 30 o 40 años, debería existir una congruencia temporal más fuerte en el sentido de la sustentabilidad entre la economía financiera y la economía real.²¹ La economía financiera debe facilitar, fomentar y apoyar los procesos de la economía real en vez de desestabilizarlos.

IV. Diez estímulos para la reflexión como conclusión de la crisis de los mercados financieros

1. En la formación de los economistas y en todas las carreras de las ciencias económicas deberían incluirse materias obligatorias sujetas a exámenes, dedicadas a los objetivos sociales y la inserción social de la economía. Es posible que éstas se refieran, en el sentido de la política económica clásica, a los fundamentos de la Economía Social de Mercado, de la sociología económica, de la historia económica y la de ética económica.
2. La función del "homo oeconomicus" en la teoría económica no es una descripción empírica de la realidad ni mucho menos la normación de la ilimitada aspiración a beneficios.²² Este enfoque económico debe cumplir también con una función socio-crítica y preguntar por las consecuencias de las reglas y sistemas de incentivos, que sólo motivan a los actores involucrados a perseguir sus intereses propios de corto plazo. Evidentemente, no se ha aplicado este test del "homo oeconomicus" a las instituciones y productos del mercado financiero, porque de lo contrario se habrían identificado antes los peligros y se habrían aplicado contramedidas. Esto es imprescindible en el futuro.
3. Desde esta perspectiva crítica del "homo oeconomicus", hay que concentrarse especialmente en las debilidades morales del individuo (codicia, mentalidad de juego, adicción), así como en los riesgos sistémicos del mercado financiero y delimitarlos mediante regulación, controles, normas más acentuadas de responsabilidad, etc. Esto es sobre todo válido para los fondos de cobertura y para los bancos de inversiones.
4. Hay una falta de sensibilidad ética entre los actores del mercado financiero, que por ejemplo puede dar lugar al desacato de la intención del legislador en relación al orden de los mercados financieros. Por ejemplo, en el caso de un nuevo reglamento tributario para todas las rentas de capitales, él que se haga publicidad –incluso antes de que el reglamento esté vigente– al estilo de "Evite el impuesto de compensación", demuestra

21 Véase Bernhard Emunds, *Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet!*, pág. 20 sigs.

22 Véase Karl Homann, *Homo Oeconomicus und Dilemmastrukturen*, en: Karl Homann, *Vorteile und Anreize*, ed. por Christoph Lütge, Tübingen 2002, pág. 69-93.

una falta de sensibilidad ética. Aparte de semejantes innovaciones tributarias, las innovaciones financieras que tratan de esquivar las regulaciones, presentan otro problema. En este marco, los ejecutivos deberían desarrollar una posición ética, que los comprometa a no realizar ciertas acciones o transacciones y no desarrollar ciertos productos, incluso si las brechas legislativas lo permiten. Esto incluye también una responsabilidad sociopolítica, ya que los directores de las empresas también son responsables de asegurar la aceptación de la Economía Social de Mercado mediante su actuar, en vez de socavar sus fundamentos sociales con su propio actuar económico.

5. Debido a que las evoluciones en los mercados financieros, y sobre todo las ganancias de estos mercados, tienen consecuencias en la economía real o le generan exigencias, es necesario reducirlas a su función útil para la economía real. Las transacciones y los productos de la economía financiera deben ser evaluados y posteriormente configurados en cuanto a su fin para la economía real. Un ejemplo podría ser el aumento de los gastos de transacción a través de un impuesto sobre las ganancias bursátiles y sobre las transacciones de divisas (Tasa Tobin).²³
6. La confianza de amplios sectores de la población en la Economía Social de Mercado

sólo puede ser reestablecida si se pone límites a la desigualdad en la distribución del ingreso y del patrimonio, acrecentada sobre todo por el mercado financiero. Esto se puede lograr por ejemplo mediante una limitación de los sueldos de ejecutivos y una mayor responsabilidad en lugar de una socialización de las pérdidas y la privatización de las ganancias.²⁴ El Deutsche Bank por ejemplo había establecido entre 1960 y 1990 que el límite para los sueldos de sus ejecutivos fuera de 30 hasta 40 veces el sueldo del empleado normal del banco. Sin embargo el sueldo ejecutivo se ha incrementado rápidamente, hasta alcanzar 240 veces o más del sueldo de un empleado normal.²⁵

7. El compromiso social derivado del patrimonio (también del capital financiero), fundado en la tradición eclesiástica e incluido en la constitución alemana, debe ser asegurado por normas sociales adecuadas. Esto también se aplica en relación a obstaculizar la absorción de empresas por las sociedades de private equity, que desentierren las reservas fijas de una empresa, o bien aumentan el endeudamiento para así incrementar el rendimiento sobre los fondos propios. Tal y como demuestran los efectos de la actual crisis sobre la economía real, ciertas empresas carecen de una reserva suficiente de capital, para poder superar un derrumbe económico sin subsidios estatales.

23 Véase Bernhard Emunds, Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet!, pág. 29.

24 Véase op. cit., pág. 30.

25 Véase Hans-Hermann Härtel, Fundamentaler Wandel der Maßstäbe, Wirtschaftsdienst, Año 84.(2004), pág. 347-350.

-
8. La reglamentación internacional sobre la regulación de los mercados financieros debe corresponder a la dimensión del entrelazamiento internacional de estos mercados. En el caso de un déficit de regulación, se debe bajar el grado de internacionalización de las transacciones financieras.
 9. Las regulaciones internacionales de los mercados financieros no sólo se deben configurar desde la perspectiva de los países industriales del Occidente, este proceso también requiere de la participación de los países emergentes y en vías de desarrollo. Las reglas deben ser condicionadas de tal manera, que también apoyen la lucha contra la pobreza de los países en desarrollo.²⁶
 10. Los mercados financieros también sirven para lavar dinero criminal. Muchos dictadores del Tercer Mundo han movido cifras de miles de millones de dólares al extranjero mediante la corrupción, causando grandes daños para sus pueblos. Los agentes del mercado financiero posibilitan el fraude tributario y algunos países lo facilitan (Luxemburgo, Suiza, Liechtenstein etc.). A nivel mundial, hay alrededor de 40 centros financieros poco regulados, que no sólo incentivan la evasión de los impuestos, sino también alojan a fondos de cobertura, que quieren evitar la supervisión y la transparencia. Estos aspectos también deben ser parte de la amplia reestructuración de los mercados financieros.

26 Véase op.cit., pág. 11.

Las conclusiones de la crisis del mercado financiero:

¿Pasará a la historia la Economía Social de Mercado?

Klaus-Peter Müller

También en épocas de crisis económica y de los mercados financieros, la Economía Social de Mercado ofrece una importante orientación para el Estado y el sector financiero. Sus principios ayudan a gestionar la necesaria depuración del mercado en el sector financiero de tal manera, que se logre la creación de un nuevo sistema financiero. Este nuevo sistema puede ser parecido al anterior en cuanto a la innovación, no obstante debe ser significativamente más estable, afirma el Presidente de la Asociación Federal de Bancos Alemanes en este ensayo.

En este contexto, hay que pensar detalladamente en cómo se pueden aplicar estos principios a nivel internacional. La clave no está en la creación de nuevas instituciones, más bien consiste en la integración eficaz de las organizaciones existentes, tales como el FMI. Igual importancia tiene el cierre exitoso de la Ronda de Doha, así como el aporte de nuevas ideas, como por ejemplo establecer un mapa de riesgos con un registro internacional de créditos.

Las crisis –o peor aún– las catástrofes económicas, políticas o sociales muchas veces no sólo no se anticipan, sino durante mucho tiempo tampoco se reconocen como tales por sus contemporáneos. Un ejemplo emblemático para el hecho de que las rupturas sociales o políticas muchas veces parecen caer del cielo y que su verdadera dimensión sólo se puede apreciar lentamente, es la conocida anotación de diario de Franz Kafka el 2 de agosto 1914: “Alemania ha declarado la guerra a Rusia. - Tarde, escuela de natación”.

Ahora, no hay nada menos adecuado que comparar la actual crisis financiera con la catástrofe de la Primera Guerra Mundial. No obstante, cuando en junio 2007 se cerraron dos fondos de cobertura del banco de inversiones neoyorquino Bear Stearns –por componerse en gran medida de títulos pignorados con bienes inmuebles– no era en lo absoluto posible anticipar el futuro desarrollo. Sólo desde la retrospectiva se puede reconocer que el cierre de los dos fondos de cobertura constituye un acontecimiento histórico.

Generalmente son también los historiadores, los que años –muchas veces incluso décadas–

más tarde desde la retrospectiva proporcionan un análisis de los acontecimientos y explican por qué la crisis era inevitable. Esto por cierto también se aplica a la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado, acontecimiento que últimamente ha sido citado con frecuencia como equivalente a la actual crisis financiera. El análisis de la Gran Depresión se ha extendido a través de varias décadas hasta nuestros días. Y no sólo eso, también sirve como advertencia para las consecuencias de una comprensión limitada. Pues en gran parte eran precisamente las conclusiones erróneas de la crisis financiera del año 1929 que provocaron la catástrofe económica a principios de los años 30.

Ahora que nos enfrentamos a la tarea de crear la base para un nuevo orden financiero mundial, no deberíamos dejar de lado las experiencias del pasado. A la vez, necesitamos estar conscientes de que por un lado el análisis de las causas aún puede ser incompleto y que por otro lado es posible evaluar las consecuencias de un nuevo orden del mercado financiero sólo con limitaciones. No obstante, todo aquello no nos libra del imperativo de actuar ahora.

I. Orígenes y causas de la crisis financiera

Desde la perspectiva de la opinión pública, cada crisis tiene un responsable, o –mejor dicho– un culpable. En el caso de la crisis financiera, muchos opinan que estos culpables son los bancos y los banqueros. No obstante, la búsqueda de un chivo expiatorio generalmente no es una forma racional de análisis de causas. El hecho de que el ser humano aspira a su interés personal

forma el núcleo de la economía de mercado. Un panadero no vende su pan por compasión con los hambrientos; asimismo, un banco no concede créditos por conciencia de su responsabilidad social. Ambos aspiran a ganancias, para así poder financiar su subsistencia y la de sus empleados. Por lo tanto, no son los guardianes de la virtud los que deciden en la economía de mercado acerca de cuánto es “suficiente”. Esta función la tiene la competencia, cuyas reglas deben poner frenos al afán de lucro individual.

Por lo tanto, un análisis de causas racional de la actual crisis financiera debe evaluar tres aspectos. Primero: ¿Hubo una violación de las reglas existentes y por parte de quién? Segundo: ¿Estas violaciones de las reglas fueron sancionadas? En caso que no, ¿por qué no? Y tercero: ¿Las normas sobre la competencia se determinaron de forma adecuada, como para impedir el surgimiento de una crisis financiera?

Mediante estas preguntas centrales, se concluye rápidamente que eran muchos los actores involucrados en la evolución de los problemas económicos más severos desde la Gran Depresión. Por un lado los agentes económicos, que dentro del marco determinado por la política, desarrollaron su actividad comercial y que no necesariamente estaban conscientes de las eventuales consecuencias sistémicas de su actuar. En un período en que se presenciaba un fuerte crecimiento global, un aumento de los flujos de capital internacionales y una muy larga etapa de estabilidad del nivel general de precios, aspiraban continuamente a aumentar sus ganancias. No obstante, fallaron en evaluar los riesgos de manera adecuada y muchas veces no aplicaron el habitual deber de diligencia. También se fiaron

demasiado en el juicio de terceros, sobre todo de las agencias de rating. A la vez, las normas de contabilidad con efectos pro cíclicos, los insuficientes métodos de gestión de riesgos, productos financieros cada vez más complejos y poco transparentes, así como el inherente crecimiento constante del grado de endeudamiento, aumentaron la vulnerabilidad de todo el mercado.

En resumen, son muchas las negligencias de los bancos y de los otros proveedores de servicios financieros que contribuyeron de varias formas a la crisis financiera. Sin embargo, su totalidad no basta para explicar la crisis, ya que las autoridades políticas y las encargadas de supervisión tampoco lograron evaluar de manera correcta los riesgos que se estaban gestionando en los mercados financieros y la manera adecuada de reaccionar frente a ellos. Tampoco era posible seguir el paso al surgimiento de las innovaciones en los mercados financieros. Por supuesto existían advertencias de posibles peligros; no obstante, las autoridades de supervisión en Nueva York, Londres o Frankfurt no reaccionaron con el debido rigor frente a la existencia de modelos de negocio que almacenaban riesgos sistémicos. Esta negligencia se puede explicar por un lado por el miedo ante desventajas para el propio centro financiero frente a la competencia por la regulación más liberal. Por otro lado, proviene de la falta de capacidad del personal responsable de evaluar de forma adecuada el potencial de peligros. Finalmente, muchas advertencias bien fundadas –por ejemplo del FMI– no se tomaron suficientemente en serio ni por los estados miembros ni por los agentes económicos.

A esto se sumaron las decisiones de políticas económicas que eran inconsistentes y marcadas

por una falta de coordinación entre los países industrializados. En resumen, fue la meta del gobierno estadounidense de que el sueño americano de la casa propia se cumpliera para la mayor cantidad de ciudadanos posible, la que en última instancia creó el caldo de cultivo para la crisis. Las medidas empleadas para tal fin fueron una política monetaria expansiva, acompañada por normas crediticias que posibilitaron un otorgamiento de créditos desenfrenado a los interesados en la construcción de viviendas, independiente de sus ingresos. Esta práctica llevó a inmensos desequilibrios globales, cuyo impacto se subestimó y por lo tanto no se combatió con el rigor adecuado.

En el análisis de causas no se puede omitir que muchos beneficiarios de la burbuja en los mercados financieros querían creer en el “móvil perpetuo” –una continuación interminable del auge– y por lo tanto cerraron los ojos ante los peligros crecientes. Es incuestionable que las innovaciones en los mercados financieros abrieron el camino a un crecimiento más alto de la economía mundial y por lo tanto también a ingresos fiscales constantemente más altos. Además, los mercados financieros en expansión facilitaron en gran medida el desarrollo de la globalización y brindaron de esta manera un aporte importante a la disminución de la pobreza en el mundo. No obstante, el precio fue un peligroso ahondamiento de la estabilidad de la totalidad de los mercados financieros.

En los meses pasados, surgió con frecuencia la pregunta por la previsibilidad de la crisis. La respuesta es tan simple como insatisfactoria. Si la crisis financiera hubiese sido previsible en todo su alcance, no habría sucedido. Sin embargo,

nadie en el año 2007 o en los años anteriores tenía el conocimiento acerca de qué acciones y qué decisiones llevarían a una crisis financiera y cuáles no. En el momento en que estalló la crisis, en junio del 2007, incluso desde la retrospectiva, ninguno de los indicadores relevantes del mercado financiero mostró movimientos extraordinarios que podrían haber sido interpretados como síntoma de un acontecimiento extremo. Lo mismo se aplica a las tasas de los empréstitos estatales que, ante la expectativa de la intervención de los gobiernos como prestamista de última instancia, deberían haber bajado. Recién en el cuarto trimestre del 2008, es decir en el clímax de la crisis financiera, se amplió de manera perceptible la brecha de rendimiento de los empréstitos de los países más afectados por la crisis en este segmento de mercado, de modo que por ejemplo Irlanda, Grecia, España e Italia ahora deben pagar intereses significativamente más altos para sus deudas estatales que Alemania.

Sin embargo, tanto los agentes económicos como los políticos estaban conscientes de la existencia de desarrollos erróneos que se necesitaban corregir, situación nada extraordinaria en un sistema innovador de la economía de mercado. Por ejemplo, los problemas en el mercado inmobiliario estadounidense eran notorios desde hace tiempo, pero al principio predominaba la expectativa de poder prevenir la crisis. Cuando finalmente reventó la burbuja, desde el punto de vista de los agentes económicos fue un problema regional estadounidense, ya que aún no se contaba con otras experiencias. Muchos bancos no se creían afectados. Aquí se refleja sobre todo la diferente calidad en la organización de la estructura y del desarrollo en la gestión de riesgos de algunos bancos. No obstante, casi nadie

reconoció a tiempo las consecuencias globales que después se harían realidad. También durante el transcurso de la crisis se observó muchas veces una falta de previsión, no sólo de los bancos, sino también de los políticos. Un ejemplo destacado para esto es la fatal decisión de no salvar a Lehman Brothers de la quiebra.

El derrumbe de los mercados financieros al parecer se alimentó de muchas fuentes. Si ahora queremos crear un nuevo y estable orden financiero internacional, necesitamos entender claramente la interacción y el entrelazamiento de las diferentes causas. Sólo entonces tendremos una oportunidad de que este plan resulte. En este marco, los organismos estatales o supranacionales son responsables para dos tareas centrales: En el corto plazo, crear estabilidad frente a la actual situación de crisis, y en el mediano a largo plazo, configurar el sistema para poder prevenir semejantes desarrollos erróneos en el futuro.

II. La reacción del Estado frente a la crisis

Tras el derrumbe de los mercados, la intervención del Estado como prestamista de última instancia fue inevitable. La intervención sólo sirvió para estabilizar el sistema financiero, es decir de la infraestructura monetaria imprescindible para el circuito económico. Por lo tanto, la intervención estatal protege al ciudadano y a la economía de daños. Sin plan de rescate no se podría haber descartado la posibilidad de un derrumbe del sistema financiero, teniendo consecuencias devastadoras tanto para el crecimiento económico como para la actividad económica. Incluso habría sido de temer una radicalización política,

lo que habría transformado la crisis financiera en una crisis sistémica de la economía de mercado en general.

La política de los bancos emisores –especialmente de la BCE– actuó como primera línea de defensa en esta situación. A través de medidas del fortalecimiento de la liquidez –asumiendo el rol como oferente de liquidez de última instancia en un mercado interbancario desestabilizado por pérdidas de confianza– se logró la estabilización del mercado monetario. No obstante, no es un remedio que se puede seguir prescribiendo infinitamente. Por un lado, se opondría a la posición de los mismos bancos centrales, por otro lado la presencia continua de los bancos emisores no puede prevenir un cortocircuito de la financiación de manera perdurable.

Por lo tanto, ha sido y sigue siendo tarea de los programas estatales para el sector financiero de superar la falta de confianza mediante una inyección de capital y la asunción de riesgos. Si bien hemos avanzado bastante en este camino, aún necesitamos alcanzar logros más significativos. El sistema rápidamente establecido requiere de algunos ajustes, por ejemplo en cuanto al manejo de títulos no líquidos, que el gobierno alemán actualmente lleva a cabo. También se debe considerar la adquisición transitoria de participaciones (minoritarias) en algunas entidades de crédito, bajo el punto de vista de la restitución de la funcionalidad de los mercados. No obstante, siempre debería ser la última medida a considerar. No se debe olvidar que las intervenciones puntuales del Estado también pueden impactar en la competencia. Con el fin de minimizar estos efectos, es necesario encontrar a tiempo una “estrategia de

salida”, que posteriormente debe ser llevada a cabo con rigor por todos los participantes.

III. Reconstituir el orden financiero mundial

Actualmente, con frecuencia se escucha la opinión que ve la crisis financiera como una oportunidad para asignarle al Estado un rol más fuerte en la economía de mercado en el futuro, a través de una mayor regulación del mercado, su participación en empresas y asignándole influencia sobre la gobernanza empresarial. No obstante, es necesario actuar con cautela. Los tiempos de crisis permiten e incluso requieren de medidas políticas, que no pudieran o no debieran haber sido llevados a cabo bajo circunstancias normales. Una vez introducidas, es generalmente muy difícil modificarlas. A la hora de enfrentar la crisis, las intervenciones estatales en el mecanismo del mercado eran imprescindibles y en su mayoría también bienvenidas. No obstante, sigue siendo válido que en ningún caso el Estado es el mejor empresario y tampoco puede reemplazar al mercado. Esta es una importante consideración en este momento, en que los políticos, como conclusión de la crisis, juegan con la idea de crear nuevas posibilidades de intervención estatal, con la idea de que el Estado en el futuro supuestamente hará todo mejor. Además existe el peligro de que una mayor regulación del sector financiero genere menos competencia y una presencia continuamente más fuerte del sector público.

El orden financiero internacional como lo conocemos hoy en día surgió de las ruinas del sistema de Bretton Woods. En los 35 años desde

su derrumbe ha seguido creciendo, sin que alguien hubiese planificado conscientemente su estructura. No obstante –o quizás precisamente por la misma razón– el sistema llegó a ser una bendición para la población mundial, ya que el tráfico libre de capital y bienes ha estimulado el crecimiento económico y ocupacional en todo el mundo. En muchas regiones del mundo sólo el libre acceso al capital posibilitó la lucha exitosa contra la pobreza. La crisis financiera dañó este motor de prosperidad.

La pregunta acerca de si será posible echar a andar de nuevo al motor, dependerá entre otras cosas de la calidad de la cooperación entre los gobiernos del G-20 por un lado en cuanto a la creación de regulaciones que cumplen con el objetivo, y por otro lado en cuanto al desarrollo de políticas comerciales, monetarias y financieras sustentables y su posterior implementación a nivel mundial.

Las nuevas condiciones para los mercados financieros determinarán su desarrollo durante largo tiempo. Las conclusiones legislativas, que se sacarán en el curso del próximo año y medio, determinarán la base para la estabilidad y la eficiencia del sector financiero durante un largo tiempo. La relevancia de esto se explica de que sólo se puede tener una idea muy remota acerca de las consecuencias concretas derivadas de las nuevas regulaciones. Hoy, en gran parte queda en pie la pregunta: ¿Qué consecuencias tendrá un nuevo orden financiero para la globalización y el crecimiento de la economía mundial? Por lo tanto, la tarea consistirá en gestionar la necesaria depuración del mercado en el sector financiero con el fin de que surja un mercado financiero internacional estable, así como una economía

competitiva a largo plazo. En otras palabras, es necesario crear un sistema financiero de similar innovación que el antiguo, pero mejorando significativamente su estabilidad.

Para este fin, sin duda es necesario encontrar nuevas respuestas a muchas preguntas acerca de la regulación de los mercados financieros, ya que la regulación sigue siendo imprescindible en el futuro para este sector económico, que quizás es el sector más globalizado de la economía mundial y que hace tiempo ha atravesado las fronteras nacionales. En semejante entorno, las jugadas individuales en la regulación causan más daño de lo que aportan a crear las confianzas necesarias. Las nuevas normas tienen que ser decididas a nivel multilateral, en organismos internacionales compuestos por los responsables de imponer las normas y luego tienen que llevarse a cabo de manera uniforme en las respectivas jurisdicciones. Es amplia la gama de las tareas que tienen que ser superadas. Aparte de una estructura de supervisión global sin omisiones en las regulaciones ni en las competencias, también es necesario idear modelos de balance y evaluación, que no provoquen un adicional refuerzo pro cíclico del desarrollo del mercado.

Ambas cosas en conjunto requieren de una transparencia mucho mayor que en el pasado. Si bien es una idea ambiciosa crear un mapa de riesgos en base a un registro internacional de créditos, su realización seguramente sería un valioso aporte. Uno de los puntos débiles en el orden del mercado financiero anterior eran las agencias de rating. Al parecer existe un consenso internacional en cuanto a una mayor regulación. No obstante, es necesario fijarse que en el futuro las evaluaciones sigan siendo

comparables a nivel internacional. Por ejemplo el inminente reglamento de la UE debería ser de acuerdo a las normas internacionales. Finalmente, el sistema de remuneración en los institutos financieros debe ser modificado, de modo que los riesgos asumidos tomen en cuenta más que en el pasado y de manera adecuada las metas empresariales a largo plazo.

Sin embargo, el nuevo orden financiero mundial no puede simplemente implicar más regulación que antes. En la elaboración y la decisión sobre nuevas premisas legislativas deben destacar más bien los principios de una "mejor regulación". Simplemente amarrar más a los institutos financieros o prohibir el uso de algunos productos nos haría retroceder décadas. Más bien requerimos de una eficiente evaluación de las consecuencias de las medidas reguladoras y de una retroalimentación efectiva con la realidad. Se debe garantizar que también las personas afectadas por las respectivas medidas pueden aportar con sus conocimientos prácticos y su experiencia. Además, no cada propuesta reguladora tiene que implicar una nueva ley. Generalmente, siempre existen varias alternativas de regulación. El compromiso voluntario de los involucrados también puede y debe ser parte del nuevo orden financiero mundial. Por ningún motivo son solamente un pretexto para poder evadir la regulación estatal.

Con el fin de que el plan sea exitoso, el impacto total de la obligación de transparencia, de la obligación de presentación y de las reservas de capital obligatorias debe ser equilibrado. Todos los responsables deberían estar conscientes de que finalmente una gran cantidad de nuevas regulaciones tampoco puede dominar todos los

riesgos, pero bien puede contribuir a una inflexibilidad del sistema, que fácilmente podría llevar el germen para una nueva crisis financiera.

IV. Crisis financiera y orden económico

Ahora la responsabilidad recae fuertemente sobre los encargados de tomar las decisiones acerca de qué medidas serán las correctas. La integración económica a nivel internacional con sus efectos positivos para la prosperidad, tanto en los países industrializados como en los países emergentes, sólo podrá continuar si el sistema financiero global tras su reorganización vuelve a encontrar su antigua dinámica. No se puede asegurar que esto se logre, pues la crisis financiera se ha profundizado tras el derrumbe de Lehman Brothers y desembocó en una grave recesión global. Cada vez más voces exigen un Estado fuerte. Un Estado que brinde apoyo en estos tiempos, en que las personas se enfrentan con un mayor grado de inseguridad. Sin lugar a dudas, la crisis financiera les dio nuevos impulsos a los críticos de la economía de mercado.

No obstante, en la actualidad la crisis financiera y la recesión global tampoco sirven como argumentos contra la Economía Social de Mercado, pues es precisamente el sistema que mejor garantiza la producción y distribución más eficiente de bienes escasos. Bajo la premisa del funcionamiento de los mercados, la competencia entre los agentes económicos sigue siendo el mejor mecanismo para evitar la mala asignación de los recursos. Por lo tanto, la crisis financiera y económica no justifica un cuestionamiento del

sistema. Sin embargo, es igual de lógico que una economía de mercado saludable requiere de un Estado fuerte, que defina las reglas y que vigile el cumplimiento de ellas. Que es garante de la libertad contractual y de la propiedad privada. Que mantiene los mercados abiertos y exige responsabilidad. A fin de cuentas, la economía de mercado sólo puede lograr la aceptación social, si todos se benefician del aumento de prosperidad generada por ella y si no daña los conceptos sociales de la equidad. Estas exigencias al actuar estatal describen en resumen el concepto de la Economía Social de Mercado.

Sin embargo, es necesario tener cuidado cuando la Economía Social de Mercado es presentado como Plan Rector para un orden económico mundial estable. Indudablemente, la profunda crisis mundial de la economía, provocada por la crisis financiera, hizo evidente la necesidad de un nuevo marco de orden supranacional. Un componente internacional seguramente también estaría de acuerdo con las intenciones de los fundadores de la Economía Social de Mercado, ya que éstos crearon un concepto político, que ponía en correlación a los axiomas, metas e instrumentos de la política económica de la manera menos contradictoria posible. Por lo tanto, para Müller-Armack la Economía Social de Mercado según su concepción no es un sistema completo, que una vez creado, se puede aplicar eternamente de la misma manera. Sostenía que más bien se trata de un orden que evoluciona y que requiere de vez en cuando una modificación de sus enfoques según los desafíos de un tiempo cambiante. (Alfred Müller-Armack: "Soziale Marktwirtschaft", en: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, pág. 390, Stuttgart, 1956).

No obstante, hasta la fecha no existen ideas convincentes para semejante orden económico internacional con instituciones supranacionales. No sería imaginable aplicar la idea de la Unión Europea a nivel global o tan sólo a nivel trasatlántico. Igualmente, un gobierno económico global, que se rechaza con razón ya dentro de la UE, tampoco abriría el camino a un orden económico global. Las organizaciones globales de política económica requieren además de legitimación política y –aún mucho más importante– necesitan un sistema de toma de decisiones y de sanciones funcional y reconocido por todos los involucrados. Las experiencias que se han hecho en Europa con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, deberían bajar suficientemente las expectativas a un orden económico global eficaz.

Parece más prometedor enfrentar los problemas con expectativas más bajas y de buscar conceptos para solucionar los principales déficit de coordinación en la economía mundial. La principal tarea debería ser la prevención de desequilibrios en la economía mundial, ya que el déficit en la balanza de pagos de EE.UU. de casi 800 mil millones de dólares es tan poco sustentable a largo plazo como las altas reservas monetarias correspondientes de los bancos emisores asiáticos. No obstante, hasta la fecha no existen conceptos convincentes para la eliminación de desequilibrios de semejante tamaño sin fricción. Antes de la crisis financiera, había la esperanza de que estos desequilibrios pudieran ser eliminados mediante un "suave aterrizaje", es decir, un ajuste paulatino. Esta esperanza ya es obsoleta. Los desequilibrios serán eliminados en gran medida en el curso de la crisis económica, ocasionando cargas dolorosas. No obstante, para el futuro sería de desear la creación de un procedimiento

aceptado a nivel internacional, a través del cual se puede lograr una significativa mejora para el diagnóstico precoz de los desequilibrios.

Para alcanzar estos logros en el futuro, se espera en primer lugar un aporte de la política monetaria. Es ella la que tiene que dar respuestas en cuanto a los parámetros correctos de los objetivos, así como en cuanto a la necesidad de una coordinación internacional. Adicionalmente, hace falta una discusión seria acerca del sentido de establecer reglas internacionales para así reaccionar con anticipación frente a burbujas en los mercados financieros. Para este fin, será necesario establecer tanto un sistema de alerta como una mejor gestión internacional de las crisis. Las organizaciones internacionales que pueden cumplir con estas tareas ya existen. Por un lado, el FMI podría asumir un rol central dentro de un sistema de alerta. Siendo una institución internacional con las respectivas capacidades y experiencias, es apto para aportar con análisis integrales y con el desarrollo de recomendaciones desde una perspectiva supranacional.

Sin embargo, un sistema de alerta recién puede ser eficaz si también está entrelazado con el lado regulador. Por lo tanto, sería deseable una retroalimentación política con el Banco de Pagos Internacionales, especialmente con el Foro de Estabilidad Financiera (FEF). El FMI con su alcance global y el FEF con su peso y su capacidad en cuanto a la política de estabilidad se complementan de forma ideal. Desde luego, todo esto sólo funciona, si los miembros del FMI están dispuestos a concederle más peso que en el pasado a las recomendaciones del Fondo y si en un marco más general entienden la estabilidad del mercado financiero como objetivo común. A la

vez, en el marco de esta cooperación intensificada es clave complementar la supervisión –hasta el momento demasiado “microprudencial” y enfocada en los bancos particulares– por una observación aún más intensa de los desarrollos globales de los mercados y de la economía en general y derivar de ella enfoques para una supervisión especialmente de los grandes bancos internacionales.

Por último y para complementar las medidas macroeconómicas de prevención de crisis: Gran parte de la clave de la prevención de futuras crisis seguirá siendo un libre comercio mundial de bienes, servicios y capital. A pesar de todas las afirmaciones contrarias, el resurgimiento de intervenciones proteccionistas es un peligro que no se debería subestimar en la superación de la recesión mundial. El proteger a las empresas nacionales de los efectos de la crisis, ya sea a través de subsidios directos o a través de pantallas protectoras estatales, encuentra irremediablemente una respuesta en medidas de defensa de los otros países y esto lleva a una espiral de proteccionismo. Como ejemplo se pueden nombrar los diferentes programas nacionales de apoyo para la respectiva industria automotriz nacional, que ya podrían almacenar los primeros síntomas de una “carrera política” semejante. Estos síntomas deberían tomarse muy en serio.

Es posible que el peligro del proteccionismo también amenace desde otro lado: En los años pasados, muchos países emergentes se han beneficiado del crecimiento de los mercados financieros, situación que facilitó su integración a la economía mundial. Sin embargo, en la actualidad es completamente incierto si estos países eventualmente recurrirán a medidas proteccionistas con

el fin de defender la prosperidad lograda. Ante este panorama, un cierre exitoso de la Ronda de Doha se vuelve más urgente que nunca. Sería un aporte de inapreciable valor para un orden de la economía mundial estable.

Si se logran resolver estos problemas de manera adecuada, todos los países que desean integrarse a la globalización seguirán beneficiándose de la prosperidad generada como efecto de la economía de mercado. En este sentido, un fortalecimiento del orden económico mundial también significa aplicar la idea del "bienestar para todos"

a la economía mundial. Sin embargo, también en el futuro será responsabilidad de cada gobierno nacional darle vigencia a este lema dentro de sus fronteras nacionales.

En conclusión, se puede constatar que la Economía Social de Mercado por ningún motivo es obsoleta. Al contrario, en Alemania no sólo asegura de que se amortigüen los problemas económicos y los quiebres en la sociedad. También crea las condiciones para que tras la crisis todos los ciudadanos se beneficien nuevamente de la prosperidad.

Los Autores

Prof. Dr. Bodo Herzog

Profesor de Economía, ESB Business School,
Universidad Reutlingen.

Cordelius Ilgmann

Asistente Académico en el Centro de Investigaciones
Aplicadas de la Economía en Münster (CAWM).

Prof. Klaus-Peter Müller

Presidente de la Asociación Federal de Bancos
Alemanes en Berlín.

Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty

Presidente del consejo directivo de la Comunidad
de Acciones Economía Social del Mercado y Profesor
jubilado de la economía política en la Universidad
Eberhard Karls en Tübingen.

Prof. Dr. Ulrich van Suntum

Profesor de economía política en la Universidad
Westfalia Wilhelms en Münster, Director del Centro de
Investigaciones Aplicadas de la Economía en Münster
(CAWM).

Prof. Dr. Joachim Wiemeyer

Profesor de la teoría cristiana de la sociedad en la
Universidad Ruhr en Bochum.