

**Lección inaugural, curso 2013-14**  
**Universidad de Castilla – La Mancha.**

## **¿Qué hace diferente a la crisis económica actual?**

---

Sr. Rector de la UCLM, Sr. Consejero de Educación de la Comunidad Autónoma de Castilla - La Mancha, autoridades, miembros de la comunidad universitaria, señoras y señores.

Cuando a finales del pasado mes de julio me telefoneó el Rector invitándome a impartir la lección inaugural del curso 2013-14 lo acepté como un honor, inmerecido por mi parte, y como un reto. ¿De qué hablaría yo a un auditorio tan variopinto y preparado como el que hoy tengo delante? ¿Y en qué tono habría de hacerlo?

Recuperé el pulso al considerar que uno de mis temas de investigación (*las crisis*) podía ser de interés general. Nadie suele desconectar cuando se habla de la crisis económica actual, la *nuestra*. Esa crisis desencadenada por la quiebra del holding financiero Lehman Brothers en septiembre de 2008; poco que celebrar en su quinto aniversario. Esa crisis que ha reducido a la mitad el valor de nuestras viviendas y del ahorro invertido en la bolsa de valores. Esa crisis que impide a nuestros alumnos encontrar el trabajo para el que con tanto empeño se han preparado. ¡Cincuenta y siete por ciento de paro entre los jóvenes españoles! La cifra lo dice todo. Es, sin duda, la manifestación más cruenta de una crisis económica que ha pasado a ser crisis social.

No es este momento para abrumar con datos; menos con ecuaciones. Pero tampoco quiero defraudar a quienes no se contentan con las informaciones del telediario, donde todo sube y baja, sin niveles de referencia. Los que nos dedicamos a la investigación y a la enseñanza universitaria, privilegio donde los haya, estamos obligados (además de indicar esos niveles de referencia), a rastrear en las raíces de los problemas y suscitar las cuestiones básicas. Hoy abordaremos dos: ¿Qué elementos hacen diferente a esta crisis y están retrasando la recuperación económica? ¿Qué cambios institucionales y culturales se han producido en el sistema para generar tales elementos?

## La trampa de deuda.

Por una vez en la historia, los economistas están de acuerdo: la crisis tiene un origen financiero. Fue incubada en el sistema bancario de los Estados Unidos y se exportó a todo el mundo a través de los productos derivados de las hipotecas basura (*subprime*, en la jerga anglosajona). A decir verdad, en todos los países avanzados se había registrado una explosión de crédito que generó sendas burbujas especulativas en el mercado inmobiliario y en la bolsa. Hasta aquí ninguna novedad. Charles Kindleberger cuenta hasta veintiocho crisis financieras de relieve, desde finales del siglo XVIII a finales del XX<sup>1</sup>. En casi todas ellas la explosión crediticia y las burbujas especulativas jugaron un papel significativo.

Crédito significa deuda; son cara y cruz de una misma moneda. La novedad de la crisis actual radica en el mayor tamaño del stock de deuda y en su distribución por todo tipo de familias y empresas. No es lo mismo, ni genera la misma problemática, un billón de euros debidos por mil empresas, que esa misma cantidad de deuda distribuida entre un millón de empresas y otro millón de familias.

La crisis se difundió más rápidamente de lo habitual pues el stock de deuda privada actuaba como una caja de resonancia. "No puedo pagarte porque a mí no me pagan". Hoy es una pesada losa que está retrasando la recuperación económica. La deuda tiene siempre, pero sobre todo cuando la economía entra en recesión, un efecto depresivo sobre la demanda agregada. Una parte significativa de las rentas generadas en el proceso productivo se desvía hacia la amortización de deudas y queda atesorada en la caja de algún banco. Habrá productos que no podrán ser vendidos y, consecuentemente, las empresas ajustarán a la baja la producción del año siguiente. Todo disminuye año tras año... todo, menos la deuda y los compromisos que de ella derivan.

La trampa de la deuda aparece cuando para atender a tus compromisos financieros has de endeudarte a un interés creciente. Es la prima de riesgo de la que pocos de ustedes habían oído hablar antes del 2010 y ahora la encuentran hasta en la sopa. "Conocerás que has caído en la trampa de la deuda, dijo alguien, cuando hagas lo que hagas acabas más endeudado". Las arenas movedizas serían un símil adecuado para describir la situación. Si tratas de huir hacia delante, continuando las inversiones necesarias para la viabilidad del negocio, es muy posible que se

---

<sup>1</sup> *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Macmillan, 1978.

dispare tu prima de riesgo. Podría ser la puntilla fatal. Pero si tú te quedas parado (sin gastar) y todos los demás hacen lo mismo, el hundimiento también resulta inevitable.

Para colmo, el endeudamiento excesivo resta efectividad a las políticas macroeconómicas. Keynes, que tenía en alta estima a la política monetaria, advirtió de su inoperancia en los momentos más críticos, como la crisis de 1929, donde la trampa de la liquidez impidió que el dinero emitido por el Banco Central llegara al empresario inversor. También en *nuestra crisis* hemos sufrido este problema. Si Keynes observara la crisis de 2008 posiblemente concluiría que la política fiscal tampoco funciona adecuadamente cuando los agentes están sobreendeudados y se empeñan en amortizar sus deudas de forma acelerada. A buen seguro, recalcaría que la austeridad generalizada es tan ineficaz como peligrosa. Pero no dejaría de advertir que el impacto negativo de los nuevos gastos públicos sobre la prima de riesgo podría superar al impacto positivo sobre el consumo privado, que en eso consiste el multiplicador de la política fiscal.

El año pasado por estas fechas, Oliver Blanchard, director del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional, pidió excusas por sus errores en el cálculo del multiplicador<sup>2</sup>. Lo sobreestimaron a finales del 2008 cuando recomendaron políticas fiscales expansivas. Lo subestimaron a mediados del 2010, tras el primer rescate a Grecia, cuando urgieron a los gobiernos mediterráneos a la consolidación fiscal. A mi entender, el enigma queda descifrado si separamos el multiplicador propiamente dicho, que ha disminuido pero sigue siendo positivo, de la caída del consumo autónomo y la inversión asociada al deseo de amortizar aceleradamente la deuda.

De todas las variedades de deuda, la exterior es la peor; la que más incide sobre la prima de riesgo. No dispongo de espacio para abordar el tema, pero colgaré un aviso para concluir esta primera sección: Mientras no se superen los desequilibrios estructurales del comercio exterior, tendremos activada una bomba de deuda.

---

<sup>2</sup> Lo explicó más despacio en un artículo: Blanchard y Leigh: "Growth forecast errors and fiscal multiplier", *IMF Working Paper*, WP/13/1, Washington, 2013

## Metamorfosis del sistema financiero.

Pero, ¿quién creó la trampa de la deuda? ¿A quién sentaremos en el banquillo de los acusados? Alan Greenspan, expresidente de la Reserva Federal de los EE.UU., compareció ante el Congreso en Abril de 2010 para dar su versión de los hechos<sup>3</sup>. Muchos le responsabilizaban de la crisis porque a mediados de los noventa inauguró una nueva era de política monetaria caracterizada por bajos tipos de interés. Después, para superar la crisis bursátil del 2000, los bajó a mínimos históricos (el 1%) y allí los mantuvo durante varios años. La anomalía, dijo Greenspan, no está en un interés del 1% para los préstamos a quince días que la Reserva Federal acuerda con la banca comercial. Lo sorprendente, concluyó, es que ésta concediera créditos hipotecarios a 30 años al 2,5%. Y que osaran prestar a los colectivos más vulnerables (se refería a los hogares conocidos por el acrónimo "NINJA": *non income, non job, non assets*).

¡Inteligente la defensa / ataque de Greenspan! Aunque con algunos cabos sueltos. Yo le hubiera replicado: ¿Pero no era usted el responsable de controlar al sistema financiero? ¿Por qué permitió que edificaran un castillo sobre las hipotecas basura? ¿Por qué no atajó la proliferación de esas armas de destrucción masiva que han sido los productos derivados de las hipotecas *sub prime*? Admito que, en un vergel exuberante, es difícil ver las raíces podridas. Él se limitó a reconocer la existencia de una "exuberancia irracional".

La locura colectiva en los mercados financieros parecía no tener límites. La banca española fue más prudente en la selección de los prestatarios de las hipotecas. No así en la financiación de promotores que compraban suelo, constructores que competían por tener la empresa más grande y especuladores que habían descubierto la manera de hacerse ricos en poco tiempo y de forma limpia (sin trabajar). Cuentan de un constructor que acudió a la sede central de un banco. Inmediatamente le subieron al despacho del director.

- Aquí me tiene para pedir otro crédito, dijo el constructor.
- Crédito que le concederemos en el acto, como hacemos a todos los buenos clientes, respondió el banquero quien no podía ocultar su satisfacción.
- La verdad es que hoy necesito mucho, pero que mucho crédito.
- ¿El doble que el mes pasado? Concedido.
- No, mucho más del doble.
- ¿Y para qué quiere tanto dinero?, inquirió el banquero, ya picado por la curiosidad.
- Para comprar este banco.

---

<sup>3</sup> Alan Greenspan: *Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission of the USA*, Washington, 7/04/2010.

Si la historia no es cierta, podría haberlo sido. Piensen en el intento de Sacyr-Vallehermoso, una constructora creada en 1986, de adquirir el control del BBVA, el segundo banco español con 150 años de antigüedad. O en la OPA (esta sí salió adelante) de la constructora Entrecanales a ENDESA, la primera empresa eléctrica española.

Los bancos pueden financiar este tipo de operaciones y otras igualmente disparatadas, porque los límites legales (un coeficiente de caja del 2%) apenas restringen. La prueba la tenemos en Canadá donde nada ha cambiado después de suprimirse el citado coeficiente. Recordaremos que los bancos crean dinero cada vez que conceden un crédito. Aparecerá como un depósito a la vista en la cuenta del prestatario, quien podrá empezar a comprar bienes y activos al momento. El verdadero límite a la creación de dinero bancario deriva del riesgo de que el depósito acabe en otros bancos sin que se registren flujos en sentido contrario. Se crearía para el banco prestamista un problema de liquidez que degenerará en un problema de solvencia si los depositantes más desconfiados empiezan a retirar sus ahorros. ¿Pero quién va a pensar en cosas tan tristes durante el auge, cuando el crédito millonario de un banco se compensa con el crédito todavía mayor de su competidor?

Desde hace un cuarto de siglo estamos presenciando una metamorfosis del sistema financiero que le hace más autónomo y dominante. *Financiarización*, es la palabra con la que algunos pretenden resumir el proceso. Hemos pasado del típico esquema bancario “depósitos – crédito” a otro de “generación – distribución”. Lo que vimos en los primeros años del auge es la connivencia entre la banca tradicional, que usó y abusó de su privilegio de crear dinero en la concesión de préstamos hipotecarios, cada día más arriesgados, y la banca a la sombra que se especializó en sacar el máximo rendimiento de esos préstamos revendiéndolos una y otra vez. La mayoría de las innovaciones financieras estaban destinadas, precisamente, a maquillar tales riesgos; eliminarlos era imposible.

Un símil cósmico nos ayudará a resumir el mensaje de esta sección. Era habitual afirmar que las finanzas giran alrededor de la economía real, como un satélite lo hace en torno a su planeta. ¿Se imaginan ustedes lo que pasaría si la luna creciera hasta superar en tamaño a la tierra? Pues algo parecido ha ocurrido en el universo económico. Tal vez sería más exacto hablar de la aparición de un segundo satélite financiero (llamémosle “virtual”). En el satélite de siempre opera la banca tradicional que cumple una labor de intermediación, tan importante como difícil.

En el satélite virtual ubicamos los préstamos más vinculados a la especulación que a la actividad productiva. Richard Werner mide el tamaño de este satélite por la diferencia entre el crecimiento del crédito bancario y el crecimiento del PIB nominal<sup>4</sup>. La brecha se dilató en el Japón de los ochenta, dando lugar a su crisis de los noventa. Volvió a dilatarse en los EE.UU. y la U.E a partir de 2003 hasta que llegó la crisis de 2007. Estos créditos se destinan a la compra de terrenos y activos financieros en el mercado secundario. Podemos añadir los créditos hipotecarios, cuando superan el crecimiento potencial del sector de la construcción. Como la oferta de todos estos activos es relativamente fija, el crédito tendrá un impacto directo sobre sus precios. En eso consiste el nuevo juego: en crear burbujas de donde emanan pingües plusvalías. Se trata, importa subrayarlo, de un juego de suma cero. Las plusvalías que obtienen los especuladores madrugadores se consiguen a costa de los desafortunados que compran al final del ciclo. Y a costa de todos nosotros que, en nuestra condición de contribuyentes, hemos debido soportar una mayor presión fiscal para financiar los rescates bancarios. Insistimos: esas burbujas no crean riqueza; es más, pueden destruirla; dañan a la economía productiva tanto cuando se inflan como al explotar.

Alguno de ustedes se estará preguntando. ¿Pero nadie había previsto la posibilidad de que los bancos utilizaran su privilegio de crear dinero para sostener artificialmente la demanda y para financiar actividades especulativas? Por supuesto que sí. Ha sido uno de los temas recurrentes del análisis económico desde la polémica de principios del siglo XIX entre la *currency school* y la *banking school*. En la práctica se impuso la tesis de Tooke quien confiaba en el autocontrol de los agentes. Las familias y empresas no pedirán créditos que no son capaces de devolver. Si alguno se atreve será rechazado por el banco, que también corre riesgo de arruinarse. La novedad de la situación actual es que esta capacidad de autocontrol de prestamistas y prestatarios parece haberse desvanecido. ¿Problemas culturales o morales?

---

<sup>4</sup> Richard Werner: *New Paradigm in Macroeconomics*, Palgrave-Macmillan, Basingstoke, 2005. *The Economist* (15 junio 2013, p. 66) resume sus tesis bajo el título: "Taking credit for nothing"

## **Erosión de los pilares institucionales y las bases morales.**

Si ustedes circulan por la autopista AP7, a la altura de Valencia, podrán leer esta pintada en uno de los puentes: "No os dejéis engañar: esto es una crisis moral". Es *vox populi*. Hemos construido un gigante con los pies de barro, ¿quién lo levantará ahora?

Un sistema económico tan sofisticado como el nuestro ha de sustentarse sobre fuertes columnas institucionales y sólidas bases morales. Unos y otros se han deteriorado. Por supuesto, los cambios culturales y morales no son repentinos, sino generacionales. Históricamente la educación en valores y virtudes se confiaba a tres instituciones: familia, iglesia y escuela. La última generación ha bebido sus criterios fundamentalmente, por no decir en exclusiva, de los medios de comunicación de masas. Para aumentar la taquilla, que este es su único objetivo, los medios de comunicación tiene que contar historias que van siempre un paso más allá de las normas morales de aceptación general. Por esta vía se ha creado una cultura cada vez más individualista, materialista, consumista y cortoplacista. Esta cultura ha sido un caldo de cultivo para las nuevas finanzas. A su vez, el florecimiento de unas finanzas orientadas a la especulación ha reforzado esa cultura. Lo de ganarse el pan con el sudor de la frente, queda en el Antiguo Testamento.

Adam Smith, padre de la Economía, nos ayudará a adentrarnos en el tema. Sus orígenes como profesor de Filosofía Moral en Edimburgo le abrieron los ojos a la importancia de la antropología y la ética en la construcción de las ciencias sociales. Llegado a Inglaterra, Smith se admira del progreso económico que la restauración de la propiedad privada y la generalización del mercado habían traído consigo. Intuye que hay una mano invisible capaz de coordinar la extraordinaria fuerza de la iniciativa privada hacia el progreso económico y el bienestar social. Una fábula de Mandeville decía que los vicios privados engendraban la prosperidad. No son los vicios, corrige Smith, sino virtudes como la prudencia, la honradez y la laboriosidad las artífices del milagro. La competencia en los mercados, concluye, estimula esos comportamientos; pero para que el proceso llegue a buen fin hay que asegurar unas buenas instituciones que refuercen la responsabilidad personal y una sociedad cimentada sobre unas bases morales sólidas.

*Responsabilización.* En principio, podemos suponer que el esfuerzo de las personas guarda relación con la seguridad que tienen de apropiarse de los beneficios que generan; así como de la obligación de cargar con los perjuicios derivados de su negligencia o mala fortuna. La desregulación financiera, que coge fuerza desde los años ochenta, y las malas regulaciones anteriores y posteriores, han contribuido a erosionar la responsabilidad económica. ¿Por qué los

directivos financieros asumieron tanto riesgo? Sencillamente, porque no arriesgaban su dinero. Si la operación salía bien participarían de los beneficios en forma de jugosas bonificaciones. Si salía mal, las pérdidas serían soportadas por los accionistas y por las personas sencillas e incautas que les confiaron sus ahorros. A decir verdad, los accionistas del banco tampoco tenían excesivos motivos para preocuparse pues su aportación apenas representaba el 5% del pasivo (en las corporaciones no financieras saltarían las alarmas si los recursos propios bajaran del 50%). En el peor de los casos, cuando la quiebra fuera inminente, sabían que el Estado acudiría a rescatar al banco y sus directivos. ¿Cómo iba a permitir la quiebra con lo grande e importante que es un banco? Los economistas han acuñado la expresión *riesgo moral* para aludir al “riesgo de incentivar comportamientos inmorales”. Este es el mejor ejemplo.

Añádase la multiplicación de los *conflictos de intereses* que resultan de la connivencia entre los agentes financieros. ¿Cómo va a negar una agencia de calificación la triple A al producto que le presenta su mejor cliente? Añádase la facilidad para crear fondos de inversión fugaces que pueden quebrar al año de su nacimiento sin perjudicar la reputación de los grandes bancos que hay detrás. Añádanse los escondites que ofrece una economía globalizada. Añádanse tantas y tantas posibilidades de difuminar la responsabilidad personal y comprenderemos qué fácil resulta levantar castillos financieros sobre el aire, como el que se derrumbó en 2008.

*Altos estándares morales.* Como seres morales que somos, se supone que pasamos nuestras decisiones, también las económicas, por la criba de la conciencia personal (*el espectador neutral*, como Smith le llama). Aquellas que menoscaban derechos de terceros, hoy o en el futuro, deben ser rechazadas. De no hacerlo, escucharemos un *eco social* recriminatorio: “Esa conducta no es digna de un empresario prudente y honrado; y vas a perder la clientela”. Estoy parafraseando a Smith. El eco social de nuestros días es más festivo. Aplaude a los que se han hecho ricos en poco tiempo. Preguntar cómo lo han conseguido sería de mala educación. Y, ¿qué es eso de la conciencia personal?, preguntarán algunos hombres de negocios.

Hay economistas que se dedican a hacer experimentos. Les voy a contar uno de ellos; tanto me llamó la atención que me tomé la molestia de verificarlo entre mis alumnos de la UCLM<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> El caso relatado lo oí al profesor J.A. García Duran (Universidad de Barcelona) en una asignatura de doctorado que impartió en la UCLM el curso 1994-95. Una colección de experimentos similares está recogida en Frank, Gilovich y Ryan: “Does studying economics inhibit cooperation?”, *Journal of Economic Perspectives*, 1993, v. 7, pp. 159-71



A una muestra de estudiantes de diferentes cursos en varias facultades, les distribuyeron el siguiente texto:

Un amigo suyo ha comprado un automóvil deportivo a un precio desorbitado. Por supuesto, lo primero que ha hecho es asegurarlo a todo riesgo. Al cabo de unos meses le confiesa que está defraudado por la compra. Ni corto ni perezoso su amigo le hace a usted la siguiente propuesta: "Simularemos un choque en el que tu viejo automóvil empuja al mío hacia el precipicio. La compañía de seguros me abonará una cantidad cuantiosa de la que te reservaré un buen pellizco. Con el que podrás comprarte otro automóvil mucho mejor del que tienes. ¿Aceptas?"

La mayoría de los estudiantes de primer curso (cerca del 80%) respondió negativamente utilizando frases del siguiente tenor: "No; es inmoral", "No; es ilegal y tarde o temprano me descubrirán". Curiosamente, entre los alumnos del último curso el porcentaje de respuestas afirmativas aumentaba considerablemente. Y lo más sorprendente: las respuestas afirmativas pasaban a ser mayoría al llegar a los estudiantes de Economía a punto de graduarse. La frase más repetida entre ellos era: "Por supuesto que aceptaría; se trata de un negocio mutuamente ventajoso".

Como profesor de economía he de confesar en público la vergüenza que me provocan estos resultados. Como analista económico concluiré que estamos condenados a repetir la crisis del 2008 mientras las bases morales de la sociedad no mejoren.

### **Recapitulación y conclusiones**

Recapitulando. Al inicio de esta lección nos preguntábamos por los elementos que hacían diferente a la crisis de 2008 y retrasaban la recuperación económica. También por los factores institucionales y culturales que propiciaron su irrupción. Imagino que todos ustedes habrán grabado en su disco duro que la primera singularidad de nuestra crisis es el extraordinario tamaño y difusión de la deuda privada. La losa de la deuda actuó como detonante de la crisis y está retrasando su recuperación. El Estado cayó en la misma trampa cuando vino al rescate. Al igual que en las arenas movedizas, para salir de la trampa de la deuda, se precisa un salvador externo. Para nosotros, la UE es el candidato obvio.

Es posible que algunos de ustedes hayan concluido que la culpa la tienen los bancos o, al menos, un grupo de bancos que actuaron con nocturnidad y alevosía. Borren esa conclusión. Lo que hemos dicho es que en una era de bajos tipos de interés, los bancos trataron de mantener su

rentabilidad multiplicando el volumen de créditos (sobre todo los hipotecarios) y revendiéndolos en los mercados financieros una vez ocultados los riesgos. En la etapa final del ciclo alcista, el crédito creció muy por encima del PIB nominal, lo que significa que se destinó mayoritariamente a la compra de activos con fines especulativos. Hoy, como nunca antes habíamos visto o imaginado, domina un tipo de finanzas capaz de generar burbujas especulativas y plusvalías que acaban dañando al sistema productivo, la única fuente de riqueza y rentas. Entre los remedios de urgencia, propongo prohibir la creación de crédito-dinero para la compra de terrenos y de activos financieros. El privilegio bancario de crear dinero no debe utilizarse para crear estas armas de destrucción masiva. Hace unas décadas la medida podría ser de difícil aplicación. Hoy es posible y necesaria.

Ya antes de la crisis todos ustedes tenían serias sospechas de que la economía era un gigante con los pies de barro. De que no se podía levantar un sistema financiero tan grande y complejo sobre unas bases morales tan endebladas, sobre una cultura rabiosamente individualista, materialista, consumista y cortoplacista. Lo que hemos tratado de explicar en la tercera parte es que la cultura dominante ha sido un caldo de cultivo de las finanzas arriesgadas y especulativas. Y, a su vez, este tipo de finanzas ha reforzado la cultura subyacente. Estos males (los de índole moral), son de difícil cura. Las reformas legales e institucionales no son suficientes, pero es poco más lo que nosotros podemos proponer desde la universidad. Entiendo que no se necesita más regulación sino mejor regulación. Normas sabias que sepan aunar la libertad económica de los individuos (fuente de las mejores iniciativas) con la responsabilidad personal (filtro que encauza esas iniciativas hacia el bien común).

Concluiré parafraseando a Viktor Frankl, aquel psiquiatra vienés de origen judío que, tras sobrevivir en Auswitch, comprendió que no existían crisis insuperables. La clave para la superación personal (*resilience*) y del progreso social, la explicaba así a una audiencia norteamericana:

Levantasteis en la costa Este del país una magnífica *Estatua de la Libertad*. Para evitar que América se escorde y hunda en el Atlántico urge levantar ahora, en la costa Oeste, la *Estatua de la Responsabilidad*<sup>6</sup>.

Esto es todo, gracias por su atención

Albacete, 25 de Septiembre de 2013

Óscar Dejuán Asenjo

---

<sup>6</sup> La idea se anunciaba ya en su libro más popular: *El hombre en búsqueda de sentido* (Ed. Herder, Barcelona, 1991. Original alemán de 1959).