



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

La crisis de 2008 y la naturaleza de la política económica

Xosé Carlos Arias

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
04/2009

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA AMBIENTAL

Dr. D. Diego Azqueta Oyarzun

Catedrático de Teoría Económica.
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS Y PYME

Dr. D. Antonio García Tabuenca

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet

http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm

ISSN:1139-6148

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-09/08 LA CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Antonio Torrero Mañas

WP-10/08 GLOBALIZACIÓN Y CIUDADES DE AMÉRICA LATINA

Natalia Usach y Rubén Garrido Yserte

WP-11/08 REGIONAL CONVERGENCE IN PRODUCTIVITY AND PRODUCTIVE STRUCTURE. APPLICATION TO EUROPEAN SOUTHERN COUNTRIES

Andrés Maroto y Juan Ramón Cuadrado

WP-12/08 CONVERGENCIA REGIONAL EN PRODUCTIVIDAD Y CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA

Juan Ramón Cuadrado Roura y Andrés Maroto Sánchez

WP-13/08 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SEGREGACIÓN LABORAL POR GÉNERO EN ESPAÑA

Carlos Iglesias y Raquel Llorente

WP-01/09 EL IRPF ANTE UNA ENCRUCIJADA: OPCIONES DE REFORMA

José M. Domínguez Martínez

WP-02/09 LA PROYECCIÓN DE LA CRISIS EN ESPAÑA

Antonio Torrero Mañas

WP-03/09 LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL EN LA COMUNIDAD DE MADRID Y EN SUS PROVINCIAS LÍMITROFES: CONCENTRACIÓN Y DIFUSIÓN ESPACIAL

María Teresa Gallo Rivera, Rubén Garrido Yserte y Tomás Mancha Navarro



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211 Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es

LA CRISIS DE 2008 Y LA NATURALEZA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

RESUMEN:

El modelo de definición de políticas económicas vigente en las décadas precedentes, tan determinado por la pujanza de los mercados financieros globales -a los que se atribuía la condición de omnisciencia- está siendo afectado por el impacto de la crisis financiera en marcha. Esta crisis ha puesto de manifiesto que el supuesto de ultrarracionalidad, de los sujetos, sobre el que se ha construido la moderna teoría de la política (teoría de la credibilidad) no es sino una quimera. A partir de esta ruptura es posible establecer la conjetura de que un profundo cambio se está gestando en la naturaleza de la política (respecto, entre otros, a los criterios de validación de la decisión, o al dilema entre reglas y discrecionalidad) y en la teoría que intenta explicarla .

Palabras clave: política económica; credibilidad; mercados financieros; reglas.

ABSTRACT

The economic policy-making model erected since 1980 -following the emergence of global financial markets supposedly omniscient- is going to be transformed due to the ongoing financial crisis. This crisis has revealed the chimeric element of the assumption of full rationality, central in the modern theory of economic policy (the credibility-bias theory). The consequence could be an important transformation in the nature of economic policy processes, both in terms theoretic and practical (related with, among others, the validation criterion of decision, or the rules vs discretion dilemma).

Keywords: Economic policy-making; Credibility; Financial Markets; Rules.

AUTORES:

XOSÉ CARLOS ARIAS Catedrático de Política Económica Universidad de Vigo.

INDICE

1. Introducción	6
2. Una política económica postwestfaliana (1980-2008): Política económica y <i>omnisciencia</i> de los mercados	8
3. La política económica en transformación, 1980-2008.....	13
4. Eficiencia y legitimidad democrática: ¿hay un <i>trade-off</i> ?	21
5. La quimera de la racionalidad	25
6. ¿Hacia una nueva definición de la política económica?	33
7. Conclusión	39
8. Bibliografía.....	41

1. INTRODUCCIÓN

La sucesión de acontecimientos en los mercados globales desde el verano de 2007 y, sobre todo, a partir de septiembre de 2008, resulta asombrosa incluso para los más avisados. La enorme pérdida de riqueza financiera –con caídas superiores al 40 % en 2008 en la mayoría de las bolsas de los países desarrollados-, o el descubrimiento a posteriori de que el uso de los productos financieros derivados había alcanzado cotas inverosímiles, han venido acompañados de un extremo drenaje de liquidez en los mercados de crédito (hasta cotas que no se recordaban desde hace casi ochenta años); todo lo cual ha acabado por afectar grave y casi universalmente a la economía real.

Más excepcionales todavía son las novedades en el ámbito de las respuestas a la nueva situación. De un modo en la mayoría de los casos improvisado, en muy poco tiempo se ha producido lo que parece ser un profundo cambio en la orientación de las políticas económicas específicas. En ese sentido, resulta extraordinaria la rapidez con la que la mayoría de los actores del juego político se han adaptado, forzados por las circunstancias, a unos cambios de orientación tan marcados en ciertas políticas. De un modo muy singular y relevante, ello está afectando a las políticas fiscales, respecto de las cuales a partir de octubre de 2008 se ha generalizado la exigencia –que alcanza a grupos de interés especial o a *think-tanks* que suelen pregonar lo contrario¹- de que se definan como “activas”, es decir, que se utilicen plenamente como un instrumento anticíclico contra la crisis.

En ese contexto de improvisación y desconcierto generales, se han puesto en marcha, desde programas de intervención de los que no hay precedentes en ningún momento histórico (ejemplo paradigmático serían los sucesivos planes de recapitalización de la banca anglosajona, que han supuesto su nacionalización parcial), hasta ciertas medidas que algunos gobiernos han adoptado como cortafuegos de urgencia que contravienen algunos principios desde hace mucho tiempo acuñados en los manuales de economía². Parece, en todo caso, indiscutible que

¹ Valgan como ejemplo extremo y muy significativo, las palabras de la presidente del *Committee for a Responsible Federal Budget*, una organización de Washington D.C. cuyo móvil central ha sido siempre impulsar la estabilidad presupuestaria a toda costa: “*Right now would not be the time to balance the budget*” (*IHT*, 20-10-2008)

² Ese sería el caso de la decisión de permitir el suministro directo de crédito por parte de la Reserva Federal a las empresas productivas, tan contrario a su definición como prestamista “de última instancia”. Algunas propuestas similares fueron planteadas, y finalmente rechazadas, por varios gobiernos del llamado Eurogrupo en la reunión celebrada en París el 13 de octubre.

muchos de esas medidas y planes encuentran muy escasa justificación en la corriente principal de la literatura económica contemporánea³.

Como es lógico, todo ese estado de cosas causa desconcierto y ansiedad en el ámbito de la economía académica⁴. Y es que, a pesar de las muchas incertidumbres sobre el verdadero potencial destructor de un proceso aún en marcha, se extiende la idea de que podemos estar ante uno de esos hechos cruciales que obligan a repensar toda una disciplina: de hecho, eso fue exactamente lo que ocurrió en las grandes crisis económicas del pasado. En ese sentido, una cierta idea schumpeteriana de la crisis, con sus efectos de *destrucción creativa*, puede ser de mucha utilidad para la inevitable reconstrucción de la teoría (Acemoglu, 2009)⁵.

Si ese presentimiento de cambio afecta al conjunto de la economía, lo hace con mayor intensidad en lo que se refiere al análisis político económico. "*Policymakers move into uncharted waters*" titulaba en portada el *Financial Times*, el 17-XII-2008, de un modo extraordinariamente significativo. Pues bien, el objetivo de este trabajo es introducir algunas reflexiones sobre esas aguas aún desconocidas, es decir, sobre la nueva red de relaciones que se adivina se está tejiendo entre la economía y la política pública. Se establece aquí la conjetura de que algunos elementos importantes de la naturaleza misma de la política económica (y no meramente de algunas políticas específicas) podrían estar en proceso de cambio. En los apartados 2 y 3, se explica el modelo de formación de políticas vigente durante el período 1980-2008, en el cual ocupó un papel central el supuesto de omnisciencia o ultrarracionalidad de los mercados (que habría justificado durante las últimas décadas la creencia, muy generalizada e influyente, de que el último criterio de validación de una política económica es el escrutinio y valoración que en cada momento los mercados hagan de ella); las implicaciones de todo esto sobre la construcción de una nueva teoría de la política económica fueron de primer orden. En el apartado 4 se intenta explicar cómo, en las últimas décadas, todo lo anterior pudo dar lugar a la configuración de un *trade-off* entre eficiencia económica y legitimación democrática, al cual durante la larga expansión se ha prestado escasa atención. En el apartado 5 se atiende a las razones de la quiebra de ese modelo, partiendo del hecho singular de que la

³ Un caso paradigmático sería el de los grandes planes de salvamento bancario y la extensión del seguro de depósitos, que contrasta absolutamente con el razonamiento económico imperante, el cual, colocando en el centro el problemas del riesgo moral, alertaba mayoritariamente sobre los peligros de la existencia de "*safety nets*" en los sistemas financieros.

⁴ Valgan como ejemplo estas palabras: "*una de las consecuencias trágicas de la presente crisis financiera es que se ha tirado por la borda todo lo que los economistas han (¡hemos!) estudiado y predicado durante décadas*" (X. Sala i Martín, en *La Vanguardia*, 17-XII-2008).

⁵ "*Though it is too soon to tell how the second half of 2008 will feature in history books, there should be no doubt that it signifies a critical opportunity for the discipline of economics*" Acemoglu (2009). Aportaciones diversas a ese gran debate académico en marcha se pueden ver en la página <http://www.voxeu.org/>.

presente crisis ha puesto en evidencia esa quimera de la racionalidad: la cadena de importantes consecuencias –no todas positivas- que de ahí surgen se examinan en el apartado 6, en tanto que en el 7 se incluyen las principales conclusiones.

2. UNA POLÍTICA ECONÓMICA POSTWESTFALIANA (1980-2008): POLÍTICA ECONÓMICA Y OMNISCENCIA DE LOS MERCADOS

Si hay algo que ha caracterizado a la evolución de la economía mundial a partir de 1980 es la extraordinaria transformación experimentada por los mercados financieros, protagonistas de primer orden de la globalización. Tal transformación fue observable tanto en lo cualitativo como en lo cuantitativo. Respecto a lo primero, el profundo cambio financiero fue la consecuencia de una combinación de diferentes procesos, relativos a la innovación, la desintermediación, y la desregulación (con la aparición de nuevas formas de regulación de riesgos, la llamada regulación macroprudencial); todo lo cual se produjo en un entorno de exhaustiva internacionalización, a través de una casi general apertura de la cuenta de capital.

Todo ello vino, en último término, impulsado por la revolución informacional inducida por las nuevas tecnologías de la información: La multiplicación por mil de la rapidez en la transmisión de la unidad de información, junto a la división por mil de su coste, fue sin duda el principal motor de la gigantesca innovación de productos y servicios financieros –con los derivados como protagonistas principales en la última década, hasta llegar a multiplicar por tres el valor de los activos en que se basan, originándose así todo un “sector bancario en la sombra”-, junto a la supresión de los controles de capital. De hecho, cabe afirmar que en pocos sectores como el financiero se ha hecho realidad el potencial transformador de la sociedad de conocimiento, con todas sus oportunidades abiertas (por ejemplo, en términos de financiación de la innovación), pero también con sus importantes peligros, conocidos desde hace mucho, pero ahora puestos dramáticamente de manifiesto (Castells, 1996)⁶.

Todo ello se ha producido en un contexto de enorme expansión cuantitativa, que finalmente ha conducido a que el peso del sector financiero sobre el conjunto de la economía se haya triplicado en tan sólo 25 años: si los activos financieros totales equivalían al 109 % del PIB mundial en 1980, en 2005 su valor era de 316⁷; en ese año tales

⁶ Manuel Castells alertó de ello hace tiempo: “La aniquilación y manipulación del tiempo por los mercados de capital globales gestionados electrónicamente son el origen de las nuevas formas de las crisis devastadoras que se avecinan en el siglo XXI” (1996, pp. 514-515).

⁷ De un modo similar, tomando el caso de un país concreto, Estados Unidos, los beneficios de las empresas financieras entre 1970 y 2006 pasaron de un

activos multiplicaban por más de diez el valor total del comercio mundial.

Estos mercados de enorme dimensión, extraordinariamente sofisticados, desprovistos de los viejos mecanismos de control público y en la práctica mundializados, se convirtieron no sólo en un vector estructurante del conjunto de la economía, sino también, y sobre todo, en un elemento central en los procesos de definición de las políticas públicas. Es decir, el espacio de interacción entre las políticas y los mercados ha experimentado una histórica mutación en las últimas décadas, lo que en sí mismo se ha convertido en uno de los principales aspectos de la moderna globalización.

Esa nueva relación viene marcada por la idea, difícil de negar, de que *los mercados pueden*, es decir, que tienen una enorme capacidad de influir en la formación de la agenda política de los Estados, hasta el punto de que sobre esta última se ceñiría una auténtica camisa de fuerza (la expresión *golden straitjacket* propuesta por Thomas Friedman (1999) ha hecho fortuna). De algún modo, en materia de políticas macroeconómicas, el desarrollo de los mercados globales habría puesto fin a la vieja noción de soberanía nacional, y ello habría afectado no sólo a países pequeños y tradicionalmente dependientes, sino en importante medida, también a los países grandes y poderosos. Estaríamos, en último término, ante la histórica desaparición del orden westfalliano en lo referente a la definición de la política económica. Pues bien, todo ello influyó de un modo determinante en la transformación experimentada por la propia teoría de la política a lo largo de las dos últimas décadas.

En toda esta línea de argumentación juega un papel fundamental la noción de que los mercados no solamente son omnipotentes y omnipresentes, sino que también, y fundamentalmente, son omniscientes. Es decir, se asume que los operadores de los mercados financieros tienen una enorme capacidad no sólo para captar todo tipo de señales que emiten los *policy makers* en cualquier lugar del mundo, sino también para responder de inmediato *-en tiempo real-* a esas señales (y de que efectivamente actúen así dependerá crucialmente la evolución de sus cuentas de resultados, por lo que los sistemas de incentivos se orientarán en esa dirección). Todo lo cual descansa, naturalmente, sobre el supuesto de la virtud institucional de esos mercados; es decir que se mueven en un mundo en el que las operaciones se registran verazmente, los contratos se resuelven eficazmente, y no existen problemas significativos de información. En último término, esos mercados se conciben como plenamente transparentes, de modo que cada uno de los operadores conoce y controla sin apenas retrasos lo que hacen los demás; repárese en que,

valor 100 a más de 3.300 (frente a valores de 1.200 del PIB y 1.900 para los beneficios de las empresas no financieras). *Economic Report of the President, 2008*.

sin aceptar ese supuesto, se hace imposible dar crédito al conjunto de esta argumentación. Desde un punto de vista técnico, este conjunto de fenómenos sería inconcebible sin las posibilidades que abre la nueva sociedad de las redes (y en particular, la creación de lo que se ha llamado efectos de manada electrónica).

Estamos ante la idea fundamental de que los mercados todo lo penetran, y todo lo saben interpretar de un modo inmediato y cabal, racionalmente. Y en ese todo se incluyen, naturalmente, las decisiones de política macroeconómica, las cuales afectan al estado de los equilibrios básicos de la economía en el corto plazo. Emerge directamente de aquí –con visos de gran realismo– una propuesta central de la moderna teoría de la política. Las posibilidades de que una decisión política sea eficaz y eficiente –es decir, que impacte sobre el objetivo buscado al menor coste– descansan sobre todo en su *credibilidad*: hasta qué punto sea creíble y creída por parte de los mercados (Persson y Tabellini, 2000). Las ganancias de bienestar generadas por la política pública dependerán crucialmente del sustrato de credibilidad, de reputación sobre el que se asienten. Por eso precisamente se ha convertido en tan relevante todo lo que tiene que ver con la correcta *señalización* de la política.

Los propios mercados financieros proporcionan mecanismos precisos para medir –de un modo exacto y con escasos retrasos– la credibilidad de una política. Esos mecanismos se comportarían como auténticos árbitros para valorar la calidad –noción directamente asociada a la de credibilidad– de cualquier política macroeconómica.

El primero de esos instrumentos lo constituyen los *spreads* de la deuda soberana (los cuales guardan relación con la idea de riesgo-país). Cualquier política que origine una sorpresa inflacionista a través, por ejemplo, de una reducción artificial de los tipos de interés (debida a la necesidad de maximizar votos por parte del partido en el gobierno o a cualquier otro motivo) será interpretada de inmediato como origen de una mayor inflación, y con ello provocará una subida de los tipos a largo y el consiguiente aumento de los *spreads*. Los mercados, por tanto, dictan su sentencia objetiva e impersonal a través de un proceso complejo, que al cabo se traducirá, sin embargo, en una variable muy sencilla y reconocible al instante: su mero seguimiento en el tiempo dará a cualquier observador una medida precisa de esa evaluación. Naturalmente, esa asociación tan cerrada entre “calidad” de la política pública y escrutinio por parte de los mercados puede ser sometida a crítica; y ello por varias razones. Dejando ahora al margen la más importante –hasta qué punto es aceptable el supuesto de omnisciencia, que será examinado en el apartado 4–, cabe señalar que con este método ninguna política que disguste a los mercados (por ejemplo, a través de medidas redistributivas, y/o subiendo la presión fiscal) tendrá posibilidades de ser considerada de alta calidad. Y también puede ocurrir que el dictamen de los mercados lo sea más sobre el entorno que rodea

una política que sobre el contenido de la política misma⁸. Sin embargo, todo ello ha quedado orillado en los debates contemporáneos.

El otro instrumento –que, de nuevo, se pretende objetivo, pero evidentemente ya no impersonal- es la evaluación de la deuda soberana de un país por las agencias cualificadas de *rating*. Aceptada la omnisciencia de éstas, y estando fuera de toda discusión la rectitud de su criterio, cualquier degradación de la calificación de los títulos de deuda de un país será interpretada como señal inequívoca de dificultades en la definición de la política de éste; y será seguida, desde luego, por un efecto de manada electrónica de salida de inversores (y el consiguiente encarecimiento de esa deuda)⁹.

Este conjunto de fenómenos relativos a la relación entre mercados y política no ha dejado de tener consecuencias sobre la evolución del razonamiento económico contemporáneo, y en particular ha impulsado una reorientación muy marcada de la teoría de la política económica. Como punto de partida, la aceptación de la idea de ultrarracionalidad de los operadores financieros ha concedido gran verosimilitud a los desarrollos teóricos de la llamada macroeconómica dinámica, asociada al supuesto de expectativas racionales. Desarrollos y supuesto interesantes desde un punto de vista intelectual, pero altamente controvertidos, hasta ser considerados como gravemente desacertados por algunos economistas relevantes de diferentes corrientes, como Modigliani, Solow o Krugman¹⁰. En este caso, y de un modo altamente infrecuente en relación al modo en que suelen conformarse las relaciones entre teoría y política, la evolución de los hechos de la realidad habría conducido a convalidar un argumento que en el momento en que surgió parecía cuando menos discutible.

En ese contexto, las expectativas racionales han sido claves para el abandono generalizado de la vieja teoría de la política económica, tan basada en la idea de llegar a definir políticas óptimas a partir de la maximización de la función de bienestar social, y su sustitución, no por otras alternativas liberales, como la de la *public choice* (que

⁸ Por poner un ejemplo claro, el *spread* de la deuda española a 10 años con respecto al *bund* alemán, que era de unos 230 puntos básicos a comienzos de 1994, subió hasta los 520 a mediados de 2005. No parece que ello tenga que ver, sin embargo, con el contenido de la política macroeconómica –que precisamente en esos meses mejoró extraordinariamente, según hoy se valora por consenso-, sino más bien con el clima de escándalos políticos de aquellos momentos.

⁹ El gran poder de esas agencias quedó resaltado en una famosa broma de T. Friedman en 1996: “*There were two superpowers in the world –the United States and Moody’s bond-rating service- and it was sometime unclear which was more powerful*” (recogido en R. Lowenstein, “Triple-A Failure”, NYT, 27/4/2008). Manifestación clara de ese poder es el hecho de haberse habilitado los *ratings* de las tres grandes agencias como instrumento efectivo para la regulación pública en varios países (por ejemplo, por parte de la SEC norteamericana).

¹⁰ Véase, por ejemplo, Solow (2008).

evidentemente ha perdido peso), sino por la llamada teoría de la credibilidad política. Es esta última teoría la que ha ido ocupando crecientemente el campo a lo largo de las dos últimas décadas, no solamente en el ámbito de la literatura, sino también en cuanto a su capacidad efectiva de influenciar la acción de los *policy makers*, en particular en lo que tiene que ver con las propuestas de independencia de la banca central y políticas regladas (Chari y Kehoe, 2006; De Long, 1997) que se examinarán en el siguiente apartado. Y con ello, además, ha contribuido muy significativamente a crear una mentalidad cada vez más presente en el seno de la comunidad académica y entre los altos funcionarios, en la que en términos generales, la intervención pública es vista con desconfianza; ya no por ser perjudicial, sino por meramente irrelevante. Estaríamos ante una de las principales manifestaciones contemporáneas de la hipótesis hirschmaniana de la futilidad (Hirschman, 1991).

Importa destacar, como elemento de contraste, que otro de los más importantes desarrollos de la economía contemporánea –la nueva economía de la información– ofrece un importante arsenal teórico para entender las anomalías existentes, en términos de equilibrios subeficientes, en los mercados financieros. La moderna teoría de la regulación financiera se basa en la observación básica de que los contratos financieros están sistemáticamente socavados por problemas de información asimétrica, relaciones de agencia y altos costes de transacción (véase, por ejemplo, Dewatripont y Tirole, 1993). Aunque algunos autores, como Joseph Stiglitz, han llamado reiteradamente la atención sobre esos problemas, que permitirían acercarse con consistencia y rigor al origen de la actual crisis, la omnipresencia de la idea de racionalidad de los mercados impidió que toda esa literatura –muy rica en sí misma– tuviera auténtico impacto sobre la formación de políticas públicas.

En realidad, si lo observamos con un sentido más general, la influencia del supuesto de expectativas racionales no ha constituido un hecho aislado. Al contrario, ha formado parte de un fenómeno intelectual muy característico de los últimos lustros, consistente en atribuir grandes dosis de racionalidad a la decisión de los sujetos colectivos (tal vez como consecuencia de la ilusión creada de acceso infinito, y a coste muy reducido, a la información). Ejemplo muy destacado es el libro de James Surowiecki (2004), un gran éxito internacional del pensamiento contemporáneo, que utilizando razonamientos de psicología y computación, desde su propio título destaca la noción de “sabiduría de las multitudes”, con la idea básica de que “la inteligencia de una multitud humana” puede superar a la de cualquier experto a la hora de enfrentarse a problemas de cognición, coordinación y cooperación ¹¹.

¹¹ Es muy significativo que ese título (*The Wisdom of Crowds*) dé expresamente la vuelta al del clásico libro de Charles Mackay, de 1841 (*Madness of Crowds*), que constituyó la primera aparición de la idea de crisis financieras recurrentes como patología social. También significativamente, cuando el argumento de

3. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN TRANSFORMACIÓN, 1980-2008

Mecanismos como los descritos en el apartado anterior se erigen como barras de cierre de la "golden streitjacket", con consecuencias de primera magnitud para la definición institucional de las políticas, las cuales se han concretado en algunos cambios fundamentales. Entre ellos merecen destacarse los cinco siguientes: A) La aparición de importantes efectos de desbordamiento transnacional. B) La evaporación del sesgo ideológico en las políticas macroeconómicas, junto a una incidencia mucho menor de fenómenos del tipo ciclo económico electoral. C) Un cambio en la estructura de gobierno multinivel, con un efecto de vaciamiento en el nivel de los gobiernos nacionales. D) Una nueva dimensión temporal de la política. E) Por último, pero en realidad más relevante (y a lo que aquí se dedicará más atención), toda una línea de reformas institucionales en el propio régimen político económico, entre las que destacan la introducción de reglas y la mayor independencia del banco central y otros *policy makers*. Todo ello al margen de los notables cambios experimentados por las distintas políticas específicas: mayores anclajes en las políticas monetarias y cambiarias, políticas fiscales pasivas.

A) Política nacional y efectos *spillover*: Es obvio que la dinámica de internacionalización favorece la aparición de importantes efectos de desbordamiento de las decisiones de los gobiernos nacionales. Ello se refiere a políticas de signo muy diverso, entre las cuales las que han sido más profundamente estudiadas son las medioambientales o las referidas a la salud pública¹². La novedad sustantiva es el impulso experimentado en un cierto número de países por los procesos de reducción de impuestos como motor de la deslocalización de actividades económicas: en ausencia de controles de capital, toda decisión política en esa dirección provocará salidas masivas desde otras plazas financieras y otros países hacia aquél. El resultado es un efecto de igualación que en este caso se traduce en el bien conocido fenómeno de "competencia fiscal a la baja", que está en el origen de la tendencia casi universal a la reducción de la presión fiscal, y en particular la que afecta a las empresas¹³ (World Commission, 2004).

B) Desideologización de la política: Sería éste el efecto más conocido entre todos los incluidos en esta relación. La orientación de las políticas macroeconómicas de las formaciones políticas de izquierda o derecha

Surowiecki se refiere a la economía, la sabiduría de las masas sólo tenderá a manifestarse en contextos de escasa intervención pública.

¹² Véase el volumen colectivo de Bradford y Linn (eds.) (2007), y en particular el interesante capítulo de R. Waldmann dedicado a la internacionalización de los problemas de salud y las respuestas que a ello se han dado.

¹³ Para el conjunto de la OCDE los tipos medios del impuesto de sociedades bajaron de un modo continuado en los últimos años (37,6 en 1996, 30,8 en 2003) (World Commission, 2004, fig. 12).

presentaría muchas más similitudes que diferencias (quedando en todo caso éstas últimas confinadas al ámbito de otro tipo de políticas). La adaptación de las izquierdas socialdemócratas europeas a la lógica del mercado a partir de la década de los ochenta, al igual que la de buena parte de la izquierda latinoamericana en el pasado más reciente, serían manifestaciones muy destacadas de este fenómeno. La consecuencia más directa, en términos de teoría de la política, sería la pérdida de posiciones de las diferentes versiones de la teoría partidista¹⁴.

La adaptación a las restricciones habría tenido como consecuencia más favorable la eliminación –o reducción de su peso relativo– de algunos elementos perversos sobre el juego político económico. Ante los mercados globales, los márgenes para la búsqueda de rentas por parte de los grupos de interés especial se reducen drásticamente; y lo mismo ocurre con los ciclos económicos electorales: Sencillamente, la capacidad de provocar sorpresas oportunistas sobre la evolución de las variables de la coyuntura disminuye drásticamente cuando el decisor político está sometido a la observación y escrutinio por parte de los mercados. Se derivaría de aquí un efecto virtuoso general en términos de estabilización. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que a pesar de su consistencia teórica, esta última argumentación tiene un soporte empírico limitado¹⁵.

C) Vaciamiento del nivel de gobierno nacional: En la estructura de gobierno multinivel, el reparto de la capacidad efectiva de decisión también se ha visto afectada por el desarrollo de los mercados globales. Ello se explica por el hecho, ya comentado, de que este fenómeno afecta sobre todo a las políticas macroeconómicas, que la lógica económica sitúa en el ámbito de los gobiernos nacionales. Por el contrario, aquellas otras más relacionadas con la eficiencia en la provisión de bienes y servicios públicos, por ser mucho más susceptibles de descentralización, habrían quedado en lo fundamental al margen de esas tendencias. No es extraño, en ese sentido, que en la última década la descentralización político económica haya avanzado en muchos países, con el apoyo de diversas agencias multilaterales (World Bank, 1997).

Ese vaciamiento “hacia abajo” de los gobiernos nacionales se habría visto acompañado de un cierto vaciamiento “hacia arriba”: desde un punto de vista lógico, la dinámica de las finanzas globales exige que la toma de decisiones en materia de regulación financiera o gestión de la

¹⁴ Se abre aquí como gran interrogante si ese desarme ideológico no habrá sido real únicamente en una dirección. Es decir, si en el caso de las fuerzas de derecha, más que de una adaptación a las nuevas restricciones, no cabría hablar de un exacerbación del fundamentalismo pro-mercado, presente en movimientos tan influyentes en el pasado reciente como el de los *neoon* en Estados Unidos.

¹⁵ La evidencia empírica sobre la teoría del ciclo electoral es materia muy discutida. Si hay autores que encontraban fuertes debilidades para el período anterior a 1980 (Alesina y Roubini, 1992), hay otros que defienden que esos comportamientos siguen siendo relevantes (Franzese, 2002).

liquidez se localice en órganos de ámbito supranacional. Sin embargo, este fenómeno ha sido en la práctica muy incompleto y limitado, y en esa contradicción radica precisamente una de las principales causas de la crisis en curso (ver apartado 5).

D) Una nueva relación entre política y tiempo: La interacción continuada con los mercados exige de los gobiernos no solamente una acertada señalización, sino también una rápida respuesta a los movimientos de aquéllos. Con ello, la dimensión temporal de la política se ha visto profundamente alterada en un doble sentido; por un lado, el peso de los retrasos –con el coste que pueden representar en términos de eficacia de la política– se ha reducido drásticamente, hasta prácticamente anularse en el caso de ciertas políticas monetarias y cambiarias; por otro, y esto es mucho menos positivo, las posibilidades de hacer descansar la política sobre la reflexión también han disminuido, y en el conjunto de su secuencia puede haber excesivos sesgos cortoplacistas.

E) Cambios en el régimen institucional de las políticas. Reglas mejor que discrecionalidad e independencia de los bancos centrales: Se incluyen en ese punto las novedades sin duda más trascendentes que han traído los mercados globales a la definición de la política: la introducción de ciertos cambios en su marco institucional básico. Entre tales cambios dos son especialmente destacables, tanto por el flujo de literatura en torno a ellos, cuanto por su influencia práctica (sobre todo en el segundo caso): el impulso de la opción de reglas frente a la discrecionalidad en la formación de la agenda, y la creciente independencia de los bancos centrales y las agencias reguladoras.

E-1) Reglas

Hasta la década de 1970, la concepción discrecional de la política económica apenas fue puesta a discusión, de acuerdo con la imperante teoría de la política de origen keynesiano. La idea de política reglada aparecía apenas en la literatura, y cuando lo hacía era siempre de un modo parcial y limitado a políticas específicas: la regla friedmaniana del *factor k* para la creación automática de liquidez sería el único ejemplo relevante. Sin embargo, desde entonces han ido surgiendo algunos argumentos que, siendo muy diferentes entre sí, coinciden en destacar la necesidad de que la decisión política concreta quede constreñida por la existencia de reglas previas y reconocibles. En términos más generales, tales argumentos se encuadran en la tendencia contemporánea a autorrestringir la capacidad volitiva de los sujetos colectivos para evitar los problemas de racionalidad derivados del pleno ejercicio de la libertad, que Jon Elster (1979) supo explicar en términos del relato homérico de *Ulises y las sirenas*.

A la opción por el régimen de reglas llegaron con una metodología de elección pública Brennan y Buchanan (1985), al destacar que sólo en la fase constitucional de la política es posible definir políticas sobre bases paretianas que corrijan los elementos de ineficiencia generados en los mercados políticos. De un modo acaso más relevante, la *transaction-costs politics* destaca la importancia de las reglas, de los compromisos, para afrontar los problemas de asimetrías informativas, oportunismo y elevados costes de transacción que típicamente se registran en las transacciones políticas: las reglas ofrecen un marco más predecible y seguro para los agentes económicos, y por tanto son en sí mismas fuente de estabilidad (Dixit, 1996; Caballero y Arias, 2003).

No hay duda de que tales líneas de argumentación proporcionan importantes *rationale* al régimen de reglas, pero su influencia práctica ha sido escasa, incomparablemente menor que la que ha ejercido el planteamiento de Kydland y Prescott (1977). Asumiendo el supuesto de expectativas racionales, la idea de "*rules rather than discretion*" surge como solución al problema de que una política considerada óptima en el momento t , puede no serlo en absoluto en $t+1$: en presencia de expectativas adaptativas, existirá un sesgo inflacionista en toda política discrecional que expande el output fuera del nivel que marca la "tasa natural de desempleo". Las reglas proporcionan la reputación necesaria (y la regla óptima sería la de inflación cero) para afrontar los problemas de consistencia temporal de la política; obsérvese que el sesgo inflacionista esperado marca mucho la orientación de ese argumento. Esta aportación fue decisiva en la construcción de la teoría de la credibilidad política, cuya gran influencia en todos los planos ya se ha destacado, pero también es portadora de una enorme carga de controversia (Forder, 2001).

En todo caso, para proporcionar ganancias de reputación, la regla debe ser clara *ex-ante* e irreversible *ex-post*. Esta afirmación es inobjetable desde el punto de vista lógico, pero resulta problemática en alto grado cuando hablamos de la política realmente existente, pues excluye toda posibilidad de flexibilidad: la incapacidad para reaccionar ante *shocks* imprevistos podría convertir la regla en un trampa mortal. Esto crea un dilema absoluto, una necesidad de elección, ante el cual es difícil encontrar caminos intermedios en el plano teórico¹⁶, aunque en la práctica se han ensayado algunas propuestas interesantes en esa dirección.

¹⁶ Véase por ejemplo el modelo de alternancia entre regla y flexibilidad planteado en Dixit (1996, p. 69). Aunque ya algo de esto estaba en la vieja idea del presupuesto cíclico (comportamientos fiscales diferentes para cada fase del ciclo) propuesto por Gunnar Myrdal en 1934 (*Los efectos económicos de la política fiscal*, Aguilar, Madrid, 1962).

¿Cuál ha sido la influencia real de todo esto en las políticas económicas contemporáneas?. Experiencias generales de políticas regladas se han extendido, con diferentes grados de ambición y resultados, por todo el mundo. Habría aquí que distinguir entre dos situaciones diferentes. La primera tiene un interés limitado, por estar referida a políticas o países muy localizados: así ha ocurrido con ciertas políticas específicas, como la monetaria, en la que se ha aplicado en determinados momentos, y por parte de algunos bancos centrales, la conocida regla de Taylor¹⁷. En algunos países -sería el caso de Nueva Zelanda- ello tomó un cierto carácter general, al habilitarse normas para cada una de las principales políticas.

Mucho más interesante es el segundo caso: la aplicación de una macrorregla (o un sistema básico de reglas) para gobernar el conjunto de la política. Aquí el ejemplo más destacado es el del *currency board* argentino inaugurado por la Ley de Convertibilidad en 1990, y vigente hasta 2001 (una regla que por definición convirtió en pasiva a la política monetaria, y por extensión a la fiscal). La lectura de esta experiencia¹⁸, ofrece un elemento de interés general: la convertibilidad, que rindió resultados muy positivos en términos de estabilidad macroeconómica hasta 1998, se mostró como claramente insostenible a partir de ese año, hasta llegar a su desastroso final de *corralito*, recesión profunda (con una brusca caída del 10 % del PIB) y aguda crisis política: se habría puesto aquí fácticamente de manifiesto el ya referido dilema de la regla: su necesaria *irreversibilidad*, que la hace creíble, lleva al drama cuando al cabo se hace inevitable su reversión (Arias, 2005). Es decir, la política reglada, en su versión más acabada (o si se prefiere, dogmática), mostró ya su cara más oscura en el invierno de 2001.

Más positiva ha sido la experiencia europea con las reglas del Tratado de Maastricht, luego en su mayoría proyectadas en el Pacto de Estabilidad de la UEM, que han actuado como restricciones para la política económica interna de ese conjunto de países. Con todos sus problemas de falseamiento comprobado de datos con el fin de cumplirlas (como por ejemplo ocurrió en el caso griego), con sus consiguientes costes en términos de credibilidad, y sus incumplimientos (lo que llevó a su reforma en 2005), estas normas han aportado reputación a la eurozona, posibilitando su consolidación en los últimos años. En los últimos

¹⁷ Otro ejemplo sería la aprobación de cláusulas *fast track* para la política comercial por parte del Congreso norteamericano. En este caso estaríamos no tanto ante una regla para la decisión, cuanto para el procedimiento de decisión (Dixit, 1996).

¹⁸ Un experiencia que, que no se olvide, recibió el aplauso entusiasta de economistas relevantes (véase, por ejemplo Calomiris y Powell, 2000), y que fue puesta como ejemplo a seguir por agencias como el Fondo Monetario.

meses, sin embargo, tal y como se verá en un apartado posterior, los incumplimientos se han hecho generalizados, lo que origina interrogantes sobre la pervivencia de las propias reglas.

E-2) Bancos centrales independientes

Si hay un fenómeno que se ha extendido de un modo casi universal desde 1990 en el esquema institucional de las políticas económicas, es el notable incremento en el grado de independencia de la banca central. La gran disparidad que presentaba a principios de los noventa el *índice Cukierman* (el más reputado de los que consignan ese grado de independencia), con el Bundesbank en posiciones muy destacadas, había desaparecido por completo un decenio más tarde¹⁹. Las reformas legales se fueron sucediendo en los países cuyos bancos centrales venían de una situación de escasa autonomía. Esa línea de reformas arrancó en Nueva Zelanda en 1989, y luego avanzó en Suecia y Francia (1993), y algo más tarde en España (1994), Italia (1996) o Gran Bretaña (1997); el Tratado de Maastricht impuso la obligación de avanzar en esas reformas en la segunda fase hacia la UEM comenzada en 1994. Cambios legales similares se desarrollaron en casi todos los países latinoamericanos o del este de Europa en ese mismo periodo. Particular importancia en ese sentido tuvo la creación del Banco Central Europeo –en el que, de acuerdo con la tradición que en mayor medida lo inspira, la alemana, la independencia es primer signo distintivo- que acabó por consolidar esa tendencia.

La causa principal de esa línea de reformas es la preeminencia otorgada a la estabilidad de precios en la jerarquía de objetivos de la política, teniendo en cuenta la manifiesta relación que liga a bancos centrales muy independientes del poder político con bajas tasas de inflación, la cual ha sido largamente acreditada por la literatura (en la que son referencias principales Cukierman, 1992; y Alesina y Summers, 1993). La extensión de los estatutos de independencia ha quedado crecientemente vinculada a la lucha contra la inflación como objetivo exclusivo de la política monetaria. Mención especial merece en este punto el BCE, que tiene como único mandato la estabilidad de precios, manteniendo además invariable el objetivo desde su creación hasta el presente.

Desde un punto de vista argumental, la idea es que eliminando el *motivo político* –oportunismo electoral, etcétera- para las decisiones de política monetaria, y dotando a esta de un fundamento *exclusivamente técnico*, se reduce drásticamente la

¹⁹ Ese índice rondaba el 0,2 (en escala de 0 a 1) para los bancos centrales de Bélgica, Italia y España, frente a un valor de 0,66 para el Bundesbank, en tanto que los Bancos de Francia, de Inglaterra o Suecia rondaban el 0,3. Diez años después todos ellos se situaban entre el 0,6 y el 0,7.

probabilidad de sorpresas inflacionistas y el horizonte de los agentes económicos se hace más predecible. Estaríamos, en último término, ante un mecanismo muy sencillo –un mero cambio en el estatuto legal del banco- que permite obtener ganancias de credibilidad para la política: el sesgo inflacionario que se atribuye al problema de inconsistencia temporal desaparece sin costes aparentes en términos de evolución del producto.

La asociación directa entre las ideas de “credibilidad y “banca central” o “política monetaria” se ha convertido en un *item* muy destacado en la literatura económica contemporánea²⁰. Y aunque en realidad cabe rastrear la noción de independencia en autores ya lejanos (de Bagehot a Keynes), la influencia intelectual de la revolución de las expectativas racionales y la teoría de la credibilidad se revela de nuevo capital en este punto (Chari y Kehoe, 2006²¹; Blinder, 1999; Bibow, 2004). Al igual que se ha señalado para la opción de reglas, también ahora estamos ante un asunto que en realidad forma parte de un problema teórico más general: el de la delegación. Pues bien, cabe defender la delegación en bancos centrales o agencias con algunos argumentos muy diferentes de los hasta ahora mencionados; argumentos relevantes, pero que en todo caso ejercieron una influencia mucho menor sobre académicos y banqueros centrales²².

Los resultados de la aplicación de ese modelo institucional sobre la variable de referencia han sido, como cabía esperar, un éxito, pues desde su establecimiento la tasa de inflación mundial se ha reducido a un entorno del 3 %, frente a tasas medias que raramente bajaron del 15 % en las décadas anteriores (aunque otros factores han podido influir en esa evolución). Los efectos sobre el output son, sin embargo mucho más dudosos.

En todo caso, siendo evidentes las ventajas que ha incorporado, el modelo de banca central independiente incorpora también algunos problemas de importancia. Los más conocidos son los de legitimación democrática (que se examinará en el apartado siguiente) y los de coordinación con otras políticas, la fiscal en

²⁰ Blinder (1999) identifica hasta 140 artículos que establecían ese estrecho vínculo en una búsqueda en 11 revistas incluidas en JSTOR entre 1983 y 1992 (frente a 17 entre 1973 y 1980).

²¹ De particular interés, por lo que tienen de revelador, es el exagético artículo de Chari y Kehoe. “*Examples of the effects of theory on the practice of policy include increased central bank independence; adoption of inflation targeting and other rules to guide monetary policy (...)*” (Chari y Kehoe, 2006, p.3). En su aguda crítica a ese artículo, sin embargo, R. Solow (2008) ha negado que esa influencia haya sido tan marcada.

²² De particular interés es el argumento que ve en la delegación en “instituciones no mayoritarias” un mecanismo para el ahorro de costes de transacción políticos. Véase, por ejemplo, Epstein y Holloran (1999).

primer lugar²³. Hay sin embargo tres problemas que han sido escasamente estudiados y que se derivan muy directamente de la señalada inspiración que esos cambios institucionales han tenido en el argumento de la inconsistencia temporal. El primero es el riesgo de que la obsesión por la búsqueda de la reputación del banco lo domine todo, y que los mecanismos que llevan a construirla se alejen de los objetivos de la sociedad (Bibow, 2004). El segundo, que las dos soluciones básicas ofrecidas al problema de la *time-inconsistency* entran de algún modo en contradicción, pues la independencia que se pregona lo es para un banco central plenamente discrecional (lo que explica que el máximo defensor de la regla monetaria, Milton Friedman, haya sido enemigo acérrimo de esa independencia)

Y tercer, hay que recordar que la teoría de la credibilidad está nuclearmente sesgada por el factor de miedo a la inflación (Forder, 2002), lo que explica parte del desconcierto mostrado por numerosos *policy makers* en todo el mundo, armados con esos argumentos, a la hora de enfrentarse a los entornos depresivos y deflacionistas a partir de 2008 ²⁴.

De un modo muy similar, en los últimos años se ha extendido la idea de crear agencias fiscales independientes de los gobiernos, los cuales se han creado, con funciones por el momento limitadas en un buen número de países. La justificación teórica básica de esos organismos se encuentra también muy localizada en la teoría de la inconsistencia temporal (Debrun *et al.*, 2009).

²³ El esquema básico de un objetivo (estabilidad de precios) / una política (monetaria) / un *policy maker* (banco central), puede introducir un problema lógico al plantear la cuestión de la necesaria coordinación con la política fiscal: banco central y Congreso pueden definirse como independientes entre sí, pero ¿otro tanto cabe hacer respecto a las políticas y sus respectivos objetivos?.

²⁴ Lo ha resumido exactamente Paul de Grauwe, en relación con la actuación del BCE, el cual "es demasiado conservador, una vez más. No quiere instrumentos menos ortodoxos por miedo a lo desconocido. No quiere tomar riesgos, cuando debería, porque el sector privado se niega a hacerlo. Y sigue empeñado en alertar de la inflación cuando el verdadero riesgo está en otro lado [la deflación]". *El País*, 6-3-2009.

4. EFICIENCIA Y LEGITIMIDAD DEMOCRÁTICA: ¿HAY UN *TRADE-OFF*?

Ante toda la dinámica de transformación de los procesos político económicos que se ha ido detallando en el apartado anterior no todos los países y regiones reaccionaron del mismo modo. Los países más desarrollados se acoplaron a las nuevas tendencias de un modo rápido y bastante completo, de modo que se produjo una creciente convergencia en los anteriormente muy disímiles estilos de formación de políticas económicas (lo que se hizo más claro en el seno de la UE por razones obvias). En los mercados emergentes, como cabía esperar, se registró un mayor grado de diversidad.

En la amplia casuística cabe distinguir cuatro modelos en cuanto a capacidad de adaptación al juego de políticas y mercados: a) El que conforman países que sacrificaron hasta el final el control sobre su propia política interna, que convirtieron en totalmente pasiva frente a los mercados globales (el ejemplo más acabado sería el argentino en los noventa, tal y como ya se ha referido). b) El de aquellos otros países que adaptaron un criterio pragmático, ajustando su gestión macroeconómica a la restricción externa sin dramatismos, y obteniendo buenos resultados de ello (los países del sur de Europa y Oceanía en los ochenta, y algunos latinoamericanos, como Brasil, en el período más reciente: Santiso, 2006). c) Algunos gobiernos establecieron límites selectivos a la dinámica de los mercados financieros, con la suficiente habilidad para obtener de ello ganancias de bienestar (aunque no hay muchos ejemplos posibles, sí hay uno que ha atraído notable atención en la literatura, Malasia y sus controles de capital a partir de 1999: Abdelal, 2007). d) También se registró un considerable número de casos de países que mostraron una inadaptación total, y ello les condujo al cambio de modelo o, directamente, al colapso²⁵. Es por tanto entre las economías que se ubicaron en la segunda y tercera categorías donde cabe buscar procesos de crecimiento sobre bases estables; por el contrario, tanto la adaptación irrestricta como la inadaptación total constituyeron caminos para el desastre.

A pesar de que el crecimiento mundial se moderó a partir de los ochenta (las medias correspondientes a las sucesivas décadas se vienen reduciendo desde 1960: World Commission, 2004), cabe señalar que este modelo de relaciones entre política y mercados, cuando se aplicó con sentido pragmático, sin dogmatismos, permitió impulsos de la eficiencia económica y, con ello, procesos de crecimiento y progreso

²⁵ Ejemplo inicial –y ya ampliamente estudiado– de política a contracorriente a la que la restricción externa convierte en inviable es la del gobierno socialista francés de 1981; también es interesante el fracaso de la experiencia heterodoxa de política socialdemócrata alemana en 1998-99, que se saldó con la dimisión del ministro de Finanzas, Oskar Lafontaine. Y en cuanto a colapso provocado por la “rebelión ante la globalización”, el ejemplo más conocido es el provocado por la suspensión peruana del servicio de su deuda en 1988.

extendidos en el tiempo. Otra cosa es que ahora se haya hecho evidente que esos procesos descansaban sobre bases débiles –y en algunos casos, sencillamente falsas- que han llevado a su agotamiento, y que obligan a repensar en profundidad aquel modelo de relaciones.

Existe sin embargo otra vertiente del asunto que hasta ahora no ha sido suficientemente considerada en el debate económico: la posible existencia de un *trade-off* entre esas mejoras de eficiencia y ciertos problemas de legitimidad democrática. Esta cuestión se inscribe en el contexto general de relaciones altamente complejas, polimórficas, entre mercados globales y mecanismo democrático.

Sobre esa complejidad han girado algunas de las más amplias y fructíferas controversias en el panorama contemporáneo de las ciencias sociales. Sin posibilidad de entrar ahora en sus matices, cabe destacar algunas notas generales. Primero, si tomamos como referencia el número de países con gobierno democrático, no hay duda de que la democracia ha acompañado a la internacionalización económica, pues el número de países con ese régimen no ha dejado de crecer en las tres últimas décadas; es sin embargo, más difícil acreditar una relación positiva entre ambos fenómenos en los dos sentidos²⁶. En segundo lugar, a la hora de establecer prioridades, la dinámica de la globalización se ha fijado mucho más en potenciar el juego de los mercados que en consolidar el principio democrático; Amartya Sen (2002) lo ha expresado con claridad: *"Global capitalism is much concerned with expanding the domain of market relations than with, say, establishing democracy..."*. Ello tiene que ver con el bien conocido fenómeno de desplazamiento del poder, en el que el de naturaleza económica sustituye al político en sentido estricto; en palabras de J. Habermas (1998), *"sólo el poder es susceptible de ser democratizado, no el dinero. Por lo tanto, las posibilidades de un autocontrol democrático desaparecen por se cuando el mecanismo regulador de un determinado ámbito social se traslada de un medio a otro"*.

Este punto nos conduce directamente a la tercera cara del problema: la aparición y consolidación de una nueva noción de ciudadanía, muy distinta de la tradicional, y que ha sido denominada ciudadanía de mercado (Schneiderman, 2008). La relativa retirada del Estado en algunos ámbitos que le eran fundamentales (recaudación fiscal, políticas redistributivas) debido al peso de la restricción externa, ha venido acompañada de un progresivo alejamiento de los individuos del espacio público, a lo que ha contribuido decisivamente la pérdida de prestigio social de este último. En ese escenario, la política se percibe como irrelevante (ya se ha señalado la contribución que a ello han podido hacer argumentos como el de las expectativas racionales), los márgenes de decisión individual son lo único que cuenta, y el contraste y la

²⁶ En una relevante aportación empírica reciente, Eichengreen y Leblang (2008) establecen la existencia de esa relación positiva, constatando que también la democracia ha favorecido la apertura al exterior; lo que no significa que tal relación haya sido estable o general.

deliberación dejan de ser bases esenciales de la propia noción de ciudadanía²⁷ (Mullard, 2004).

En cuarto lugar, si las cualidades de transparencia y rendición de cuentas son propias de una genuina concepción de la democracia, el hecho de que la globalización económica funcione sobre reglas difusas, fundamentalmente ajenas a cualquier idea defendible de *rule of law*, constituye un serio problema (Sheureman, 1999). Las propias organizaciones "de gobierno mundial" –no sólo el FMI o el Banco Mundial, también la *International Organization of Securities Commissioners*, IOSCO, o la *International Accounting Standards Committee*, IASC- descansan sobre procedimientos escasamente transparentes y sujetos a control, y en último término, antidemocráticos (Tabb, 2004).

Sin embargo, en una dirección opuesta a lo anterior, y de acuerdo con la visión de la teoría de la credibilidad, que asume que los mercados vigilan constantemente la formación de políticas, se puede defender que la globalización también ha favorecido entornos virtuosos de creciente transparencia y *accountability*. Y ello al menos en un sentido: la creciente preocupación política y académica por este tipo de problemas habría dado paso a organizaciones como *Transparency International* y a la elaboración de múltiples clasificaciones de variables institucionales relativas a problemas de corrupción, etcétera, las cuales permiten comparar a los ojos de todos la posición de cada país en relación con estos asuntos; ese alto grado de exposición generaría fuertes incentivos para la autodisciplina y el cambio virtuoso. Nótese que, siendo valiosa esta idea, tales avances han sido puestos en cuestión, al menos en parte, por la crisis de 2008 (por cuanto incide sobre nuestro argumento central, volveremos sobre ello en el apartado 6).

Por último, está la cuestión que más interesa aquí: la proliferación y creciente relevancia de organismos como los bancos centrales y las agencias reguladoras independientes, origina indiscutibles problemas de legitimidad. De hecho, se ha extendido su denominación como "instituciones ademocráticas" (Fitoussi, 2004). Piénsese que su fundamento último está en la idea de si se quiere que las políticas económicas se ajusten a criterios de "política óptima", deben ser alejadas de la tentación de servir al votante mediano; ello se debería tanto a sus efectos sobre la estructura de intereses sociales como a su intrínseca complejidad técnica: el *trade-off* entre eficiencia y legitimidad se hace aquí muy evidente²⁸. A propósito de todo ello, es interesante

²⁷ Estaríamos, en todo caso, en las antípodas de la noción de ciudadanía social, propuesta por T.M. Marshall (1992), que tanta influencia tuvo sobre las políticas del momento anterior a la ola globalizadora.

²⁸ Que se trata de un problema objetivo de *trade off*, y que el estricto respeto al mecanismo democrático puede obstruir seriamente la búsqueda de soluciones eficientes, lo muestra la evolución de la propia crisis de 2008: algunas de sus principales causas –como la burbuja de precios inmobiliarios- fueron sin duda alimentados políticamente, dado que la ilusión de riqueza actuó como un importante granero de votos. Afrontar racionalmente ese problema hubiera

recordar que cuando surgió el catálogo de reformas conocidas como *Washington Consensus*, tan estrechamente vinculado a la propia idea de globalización en la década de los noventa, pronto se señaló como una ventaja estratégica para la introducción y buenos resultados de las reformas pro-mercado la existencia de los llamados *tecnopols* (cuya presencia en los organigramas políticos se justificaba exclusivamente por razones de solvencia técnica) (Williamson, ed., 1994).

En el caso más relevante, el de los bancos centrales, el *trade off* es de la máxima importancia, al estar tan acreditada la relación positiva entre su grado de independencia y la eficacia de la lucha contra la inflación. La definición de la política monetaria eventualmente al margen de las preferencias sociales constituye, sin embargo, una innegable anomalía. Tal contradicción, imposible de resolver hasta el final (aunque ciertos mecanismos, como la extensión de instrumentos de transparencia²⁹, puedan aliviarla: Blinder, 1998), ha sido en gran medida ignorada durante el período de bonanza.

Una implicación adicional de esa contradicción es que, para demostrar que su independencia respecto de las presiones políticas es real, y no una mera formalidad, el consejo de un banco central tiende en determinadas condiciones a intensificar el sesgo contractivo de su política monetaria (Forder, 2001). Así ocurrió efectivamente, con consecuencias muy negativas, con la actuación del Bundesbank en 1992-93, y también con la del BCE durante los meses centrales de 2008³⁰. En estos casos el resultado final habría sido la pérdida de eficacia de la propia política.

En definitiva, tiene mucho de paradójico que justo en el momento en que la democracia se ha extendido como nunca como sistema predominante en el mundo, la relación de fondo entre el funcionamiento de la economía y la democracia se haya visto afectada por algunos elementos de limitación de esta última, entre los que figuran ciertos aspectos centrales de la relación entre políticas económicas y mercados globales.

supuesto alejarse de votante mediano, lo que explica en parte su, a primera vista, increíble persistencia en el tiempo.

²⁹ Entre esos mecanismos figuran iniciativas como la denominada *Democratizing the European Central Bank Watch* que intenta someter al control al menos de expertos externos las decisiones del ECB.

³⁰ La insistencia del consejo de BCE en esos momentos en mantener los tipos de interés (e incluso amenazar con subirlos) para "reforzar la credibilidad inflacionista" resulta casi patética a la vista de el desarrollo posterior de los hechos.

5. LA QUIMERA DE LA RACIONALIDAD

Uno de los cambios más trascendentes que ha traído consigo la crisis de 2008 es la profunda puesta en cuestión del supuesto de omnisciencia de los mercados financieros, la cual a partir de la sucesión de acontecimientos recientes resultará imposible de defender por un largo tiempo. La idea misma de comportamiento racional de los operadores, en su interacción entre sí y con el espacio de la política, se ha revelado como una absoluta quimera.

Sin embargo, esta vez la propia crisis ha venido siendo largamente anunciada –aunque no con la intensidad que finalmente ha tenido– por un sinnúmero de autores que identificaron sombras importantes en la dinámica de los mercados. Ello nos alerta sobre el hecho de que a lo largo de las dos últimas décadas se han acumulado los precedentes, los indicios de que en realidad las finanzas mundiales discurrían por un sendero de racionalidad menor del que el esquema teórico predominante les atribuía.

Antes de mencionar tales precedentes cabe destacar una cuestión previa de orden general. En un plano puramente lógico, la globalización financiera ha descansado sobre un elemento de inconsistencia absoluto: no hay discusión posible sobre la necesidad de que las estructuras de regulación de un determinado mercado se dispongan en el nivel en el que este actúe. Pues bien, en el caso de los mercados financieros, las variables hace tiempo que se adaptaron a dinámicas en gran medida globales, pero la regulación siguió siendo nacional (de hecho, ni siquiera en el caso de la UEM se llegó a definir un modelo de regulación financiera que acompañara a la política monetaria común) (Padoa-Schioppa, 2004). Cualquiera podía entender que ese simple hecho socavaba de un modo significativo la racionalidad general del sistema.

Como consecuencia principal del problema anterior, en los mercados financieros se han sucedido a lo largo de los últimos 25 años toda una cadena de crisis, algunas de gran intensidad. A diferencia de lo ocurrido entre 1945 y 1980, cuando mercados muy poco eficientes eran también escasamente propensos al riesgo –y de hecho en esas décadas sólo tuvieron lugar 4 o 5 casos de crisis financieras con efectos internacionales–, a partir de entonces se ha afirmado una peligrosa proclividad hacia la crisis sistémica: episodios de inestabilidad cada vez más frecuentes, intensos y extensos, con importantes efectos de contagio transnacional. De hecho ya en 1996, un estudio del Banco Mundial recogía cerca de un centenar de casos de crisis con alguna implicación global desde finales de la década de los setenta, ocurridas en países de todos los continentes (Caprio y Klingebiel, 1996). En tales condiciones de persistencia de una amenaza real de crisis sistémica, hablar de racionalidad general puede ser considerado como un exceso retórico.

A) Precedentes

Entre 1995 y 2007 es posible identificar un cierto número de casos en los que los mercados distaron mucho de calibrar correctamente los riesgos a los que se enfrentaban economías de muy diverso signo. Entre esas situaciones, destacaremos las cuatro siguientes:

a) *El efecto tequila*: El hundimiento de la economía mexicana en enero de 1995, que acabó por contagiar al conjunto de los países de la región y crear un episodio de fuerte inestabilidad financiera mundial, no fue en absoluto anticipado por los mercados. Muy al contrario, durante los años precedentes y hasta el momento mismo de la crisis (que resultó extraordinariamente gravosa: su coste fiscal directo se acercó al 20 % de su PIB; Caprio y Klingebiel, 1996) las finanzas mundiales apostaron fuertemente por ese país. A finales de 1994 el *spread J.P. Morgan* del bono mexicano era de apenas 400 puntos básicos, cuando tres meses después alcanzó los 1.900 puntos. Esa apuesta tuvo lugar a pesar de los múltiples errores de política económica que ese gobierno acumuló a partir de 1993³¹, en cuya identificación hubo consenso, pero sólo a partir de la aparición de la propia crisis (provocada directamente por una simple devaluación).

b) *Crisis del sureste asiático, 1997-98*: Fueron estos episodios de crisis, sobre todo el gravísimo desarrollado en 1998, los que presentaron por primera vez en las finanzas globales efectos de contagio muy intensos. Lo que ahora interesa destacar de esos procesos es que fueron precipitadas por rápidos cambios en las expectativas de los agentes, los cuales no fueron capaces de anticipar en medida alguna el severo *shock* que sobrevino. Es decir, tampoco en este caso los mercados internalizaron en absoluto el riesgo inminente, a pesar de las debilidades económicas de los principales protagonistas, y de estar aún reciente la experiencia mexicana. La cadena de fallos llevó, ya entonces, a la aparición de fuertes críticas a las agencias de *rating* (Calvo y Fernández-Arias, 2000)³².

c) *Fin de la convertibilidad argentina, 2001*: Ya se ha dicho que la economía argentina y su modelo de macrorregla recibió todo tipo de elogios hasta 1998, tanto por parte de sectores de la academia como de

³¹ Entre esos errores cabe destacar la relajación de la política monetaria; la acumulación de deuda a corto plazo denominada en divisas; o el impulso del fuerte apalancamiento de la banca en el exterior. Entre las variables en estado crítico que los mercados no tuvieron en consideración antes de 1995 figuraban un déficit de la balanza comercial del 7 % del PIB o la triplicación de la morosidad bancaria en tres años.

³² Es significativo que países considerados como de bajo riesgo por las agencias de *rating* en 1997 (casos de Corea y Tailandia), resultaran al cabo tan determinantes en la explosión y generalización de la crisis. Los diferenciales de los bonos de los países emergentes asiáticos se mantuvieron por debajo de los latinoamericanos (que solamente habrían de sufrir esa crisis por efecto inducido) hasta el mismo verano de 1998. Todo ello llevó al agencia Fitch a la petición pública de disculpas (*Financial Times*, 13-2-1998).

las agencias multilaterales³³; y consistentemente mereció el beneplácito de los mercados. A partir de 1998, sin embargo, y a raíz de la crisis brasileña, fueron muchos los autores que advirtieron sobre la posibilidad de un final caótico de la convertibilidad. Sin embargo, los mercados financieros siguieron apostando en importante medida por esa economía. La evolución de los diferenciales de la deuda soberana es significativa al respecto: hasta marzo de 2000, el *spread EMBI* se mantuvo por debajo de los 500 puntos básicos, y a partir de ahí ascendió ligeramente, hasta alcanzar los 770 en marzo de 2001 (situación parecida a la del bono brasileño y algo superior al mexicano); sin embargo, a finales de ese año se había ya disparado hasta casi 5.000 puntos (llegando a alcanzar los 8.000 en julio de 2002). Hay que concluir que buena parte de los inversores nunca previeron el fin de la regla, lo que finalmente les causó enormes pérdidas.

d) **La crisis corporativa en Estados Unidos, 2001:** El conocido como *escándalo Enron* puso en marcha una dinámica de revelaciones que evidenció que un número importante de grandes compañías norteamericanas falseaban sistemáticamente sus cuentas, sin que estructura alguna de control actuase para evitarlo: ni los mecanismos de regulación y control público, ni los de mercado. De hecho, la connivencia demostraba con los gestores delincuentes por los auditores llevó a la desaparición de la mayor sociedad de auditoría del mundo. Por primera vez en la era global, el sistema de intercambios en una gran economía desarrollada evidenció fallos institucionales de gran calado (Stelzer, 2004), sobre todo en términos de transparencia en la revelación de información³⁴.

B) Racionalidad, transparencia y crisis

La sucesión de acontecimientos en los mercados globales desde el verano de 2007 ha mostrado tal cantidad de fallos en la percepción de la condición de riesgo por parte de los operadores y las agencias de calificación que a partir de ellos el supuesto de omnisciencia de los propios mercados se ha convertido en inverosímil. Todavía en junio de 2007, un informe de Moody's sobre la evolución de los fondos soberanos entre 1983 y 2006 constataba que éstos se encontraban en su momento más seguro en todo el período, gracias a la fortaleza de la economía global y a la amplia liquidez (*"strong global economic conditions and ample liquidity"*)³⁵. De igual modo, el índice IMBI J.P. Morgan de los bonos de mercados emergentes registró en esos momentos su mínimo histórico, situándose por debajo de los 250 puntos

³³ Véase como ejemplo: World Bank (1998): *Argentina Financial Sector Review*, Report 17864-AR.

³⁴ Todo ello llevó a una profunda reforma legal de los sistemas contables en 2002, con la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act*.

³⁵ Moody's Inverstors Service: *Sovereign Default an Recovery Rates, 1983-2006*, june, 2007.

básicos, menos de la tercera parte de la situación en 2001; a partir de entonces se disparó hasta superar los 1500 puntos en octubre de 2008.

Es evidente que la mayor parte de la responsabilidad por el ciclón de inestabilidad financiera corresponde a los fallos en la regulación. Dada la intensidad del problema de información asimétrica que caracteriza los contratos financieros, y dado que la estrategia dominante de los bancos frente a sus depositantes es explotar su ventaja informativa, y por tanto, dificultar la transparencia, es al regulador a quien se deben otorgar todos los instrumentos para desmontar ese tipo de estrategias. Pues bien, hoy se acepta casi sin discusión que bancos centrales y comisiones reguladoras nacionales estuvieron muy lejos de cumplir correctamente con esa función fundamental durante la fase de auge. Según Ben Bernanke: *"The risk-management systems of the private sector and government oversight of the financial sector in the United States and some other industrial countries failed to ensure that the inrush of capital was prudently invested"*³⁶.

A propósito de esta cuestión debe recordarse la influencia que durante todos estos años ha ejercido el enorme caudal de literatura que destaca las virtudes de la "disciplina de mercado". La idea hasta hace poco tiempo crecientemente aceptada era que los esquemas públicos de supervisión bancaria han dificultado el desarrollo financiero, y que los sistemas bancarios funcionan mejor cuando se impulsa la monitorización de mercado por medio de mecanismos de auditoría, evitando el seguro de depósitos y el uso de las agencias internacionales de *rating* (Barth, Caprio y Levine, 2003). La profundidad de la regulación pública ha quedado inevitablemente afectada por esa visión, que obliga a situar en el centro del análisis el papel de esa supuestamente superior disciplina de mercado en la actual crisis.

El riesgo subprime. El componente psicológico de la crisis de 2008 -con la noción de desconfianza en el centro de su proceso destructivo- se asienta en primera instancia sobre el brutal pinchazo de la burbuja inmobiliaria norteamericana (y luego, de otros países como Irlanda, Gran Bretaña y España). Según el hoy muy reconocido análisis de Robert Shiller, si las hipotecas supprime fueron un desastre absoluto fue debido a que, habiendo representado una ampliación de los beneficios temporales de la desregulación y la innovación financiera a grandes grupos sociales, *"carecían de la clase de instituciones de gestión del riesgo necesarias para prestar apoyo y supervisar una maquinaria financiera cada vez más compleja"* (Shiller, 2008). Todo ello fue posibilitado no solamente por reguladores -como Greenspan- que negaban la existencia de la burbuja, si no también por las agencias de calificación que insistieron en otorgar la máxima puntuación a productos hipotecarios que demostraron ser extraordinariamente vulnerables: al no captar en absoluto el elemento de irracionalidad de fondo que latía

³⁶ FT, 10-3-2009. De igual modo, lo ha reconocido su antecesor Alan Greenspan. (véase por ejemplo, "Greenspan warns Tarp is inadequate", FT, 18-2-2009).

en aquellos comportamientos gregarios, reguladores y agencias se sumaron a ella³⁷.

Riesgos soberanos. Uno de los efectos más visible de la crisis de 2008 es la aparición de la insolvencia soberana como primer problema para un buen número de países que, o han caído ya en ella o la bordean. Algunos de esos casos se cuentan entre las dramáticas sorpresas absolutas que la crisis ha traído consigo. Un ejemplo extremo es el de Islandia. En septiembre de 2008 sobrevino el colapso del sistema bancario islandés, a lo que siguieron una serie de episodios casi inverosímiles³⁸ que acabaron en la aceptación por parte de su Estado de la no capacidad para afrontarlo, con la consiguiente declaración de doble insolvencia, bancaria y soberana.

En esos meses se supo que el sistema bancario islandés estaba muy lejos de ser viable. No debido a la calidad de sus activos (apenas contaminados, por ejemplo, por las hipotecas *subprime*), sino por causas estructurales. Cinco datos bastarán para mostrarlo: a) El activo de los tres bancos que quebraron suponían casi el 900% del PIB del país. b) Los activos bancarios eran básicamente a largo plazo e ilíquidos, en tanto que los pasivos lo eran a corto y altamente líquidos. c) Buena parte del negocio era internacional, y estaba denominado en divisa extranjera. d) Además, el país registraba un déficit por cuenta corriente equivalente al 25% del PIB en 2006, y una deuda externa neta del 125%. e) Aunque contaba con reservas relativamente altas (13%) no sirvieron al final para afrontar ni la mitad del problema. En el mejor estudio que se ha realizado sobre este fenómeno de colapso se destaca que -después del intenso proceso de desregulación financiera y la conversión del país en sí mismo como un gran "intermediario financiero"- se produjo allí la confluencia de un "cuarteto de vulnerabilidad" integrado por un pequeño país, con un gran sector bancario, una divisa propia y una limitada capacidad fiscal; allí mismo se afirma, a propósito de todos esos datos: "*This was clear in July 2008 (...). We are pretty sure this ought to have been clear in 2006, 2004 or 2000*" (Buiter y Sibert, 2008).

El problema es que, de hecho, no parecía estar nada claro. Hasta abril de 2008, las agencias de *rating* mantuvieron sus calificaciones de la deuda soberana islandesa en niveles muy elevados (que en el caso de *Moody's* era el máximo posible, *Aaa*). A partir de ahí la progresiva degradación fue, desde luego, espectacular. Y en cuanto a la percepción

³⁷ En esa irracionalidad de fondo, no muy diferente de la que se dio en otros episodios históricos de crisis financieras, la burbuja especulativa pudo devenir en una dinámica caprichosa e impredecible, por causa, en primer lugar, de fenómenos de "cascada de información" (potenciados por el elemento de manada electrónica), en la que cada individuo cree que los demás no pueden estar equivocados (Shiller, 2008).

³⁸ Entre esos episodios destaca la invocación de la Ley Antiterrorista de 2001 para congelar activos británicos, y la proclamación de uno de los *currency peg* (sin capacidad alguna para soportarlo por parte de su banco central) más breves de la historia.

más impersonal de los riesgos por los mercados es interesante constatar que los *spreads* de los *credit default swaps* (CDS, un producto derivado que se considera proporciona una medida muy adecuada de la probabilidad de quiebra de un banco) correspondientes a los tres grandes bancos islandeses se mantuvo en niveles muy bajos y estables (unos 30 puntos básicos) hasta el verano de 2007; a partir de ahí comenzaron a crecer, hasta casi alcanzar los 1.000 puntos básicos en julio de 2008 en el caso de uno de ellos³⁹.

Como los propios Buitier y Sibert señalan, la experiencia islandesa, aunque extrema, es susceptible de reproducirse de un modo más moderado en otros países europeos, incluso de algunos integrantes de la eurozona. Entre ellos el más interesante sería el caso de Irlanda, país a cuya deuda soberana las tres grandes agencias calificación otorgaron los mejores puntuaciones hasta bien avanzada la crisis; sin embargo, la degradación experimentada por la situación económica en este país – donde al pinchazo de su burbuja inmobiliaria ha acompañado otro devastador episodio de crisis bancaria- es tan intensa que sitúa la previsión de déficit público para 2009 en casi cuatro veces el límite impuesto por el Pacto de Estabilidad (en torno a un 11%). Cabe recordar, asimismo, que entre los países del este de Europa que experimentan profundas contracciones en 2009 figuran algunos que mantuvieron elevados *ratings* por parte de todas las agencias hasta hace muy poco.

El fiasco de las agencias internacionales de rating. Que las grandes agencias de calificación –situadas en el mismo centro del proceso de titularización financiera- fallaron de un modo general y sistemático en su función de ponderar de todo tipo de productos (no sólo deuda soberana, también y sobre todo instrumentos financieros estructurados), y que ello constituye una de las causas de la crisis, se acepta hoy por práctico consenso. Un único dato: tan sólo en 2007, Moody's se vio forzada a degradar más de 5.000 títulos hipotecarios, lo que significa un reconocimiento de sus anteriormente exageradas valoraciones (el 80 % los paquetes subprime recibieron una calificación AAA, y un 95 igual o superior a A, por parte de las tres grandes agencias: Akerlof y Shiller, 2009, p.37). Significativas son en ese sentido las propuestas de reforma radical de esas instancias, que parten precisamente de la identificación de esos fallos, realizadas por el *Financial Economists Roundtable* en Estados Unidos (julio de 2008) (Goodhart, 2008), o la Comisión Europea (noviembre). De la primera destaca la urgencia de eliminar el papel de las agencias en la regulación de la SEC.

Lo que constituye una sorpresa es precisamente ese carácter generalizado de los fallos; sin embargo, que el papel asignado a las agencias era exagerado, y que podría traer problemas graves en algún momento es una cuestión bien identificada en la literatura desde hace tiempo. Esos organismos cumplen en principio la función de mitigar –

³⁹ Se trata del Kaupthing Bank. Datos de SEB Merchant Banking, Country Risk Analysis, Iceland.

como operador de tercera parte- los problemas de agencia e información asimétrica propios de los contratos financieros, y con ello, reducir los costes de transacción. Pero hay al menos tres problemas estructurales que alertan sobre el correcto cumplimiento de esa función. El primero y principal es el conflicto de intereses: las ganancias de las agencias, en un negocio extraordinariamente pujante⁴⁰, proceden en gran medida (hasta el 90 % en 2005) de pagos realizados por los propios emisores de bonos y sus bancos, de donde surge ya la pregunta clave: ¿cabe esperar en esas condiciones que las calificaciones realizadas sean objetivas?. En segundo lugar, se trata de empresas que copan posiciones oligopolistas, y que tienen por tanto escasos incentivos para mejorar sus métodos de calificación. Y tercero, las agencias son en algunos países, como Estados Unidos (y a diferencia de lo que ocurre, por ejemplo, con las compañías auditoras) en gran medida inmunes ante eventuales malas actuaciones, desde el punto de vista de la responsabilidad civil o criminal (Partnoy, 2006).

Todo ello, y el papel desmedido que han tenido precisamente en la expansión de la parte más peligrosa de los mercados financieros –los productos estructurados- no anunciaban nada bueno. En todo caso los acontecimientos desde agosto de 2008 han impuesto una conclusión casi ineludible: más que actuar frente al riesgo *ex-ante*, las agencias de *rating*, han demostrado que actúan *ex-post*, degradando deuda de países o empresas cuando ya la catástrofe se ha producido. Un tipo de actuación que habría que calificar, por tanto, de abiertamente pro-cíclica.

El sesgo de la virtud institucional. Uno de los principales desarrollos analíticos de la economía moderna es el tratamiento riguroso de la relación entre instituciones y eficiencia económica. Lejos de quedarse en el ámbito de la teoría, ello trajo importantes consecuencias para la definición de políticas, a partir del momento en que diversos organismos multinacionales –en primer lugar, el Banco Mundial- incorporaron la idea de “*institutions matter*”, es decir, el planteamiento de que contar con instituciones virtuosas es un verdadero prerrequisito para el correcto funcionamiento de los mercados, y por tanto, para el crecimiento sostenido en el largo plazo. La aparición de toda una serie de estudios empíricos comparativos sobre variables institucionales para una gran cantidad de países (como *Doing Business*, el índice de corrupción de *Transparency International* o el índice de Estados fallidos de *Foreign Policy*), fue su consecuencia.

En la práctica, los efectos de este impulso neoinstitucional sobre la formación de políticas fueron de dos tipos. En primer lugar, tuvo un impacto muy beneficioso en la reformulación del *Washington Consensus*, al situar las reformas relativas a los sistemas judiciales, la burocracia, los modelos contables o la distribución de información en el centro de la estrategia. Como ejemplo, las mejoras notables experimentadas en esta

⁴⁰ El precio de las acciones de Moody´s se incrementó en una proporción de casi 300 veces el valor del S&P 500 entre 2001 y 2005 (Partnoy, 2006).

década por las políticas económicas en América Latina (con sus resultados positivos al unísono, por primera vez en la historia, en términos de crecimiento, estabilidad y distribución: Santiso, 2006)) tuvieron mucho que ver con ello.

El segundo efecto, centrado en los países más desarrollados, es sin embargo más controvertido. Aún habiendo ejercido también en algunos de esos casos un papel disciplinante la existencia de comparaciones institucionales, es cierto que en muchos de los más influyentes trabajos académicos o elaborados por agencias multilaterales se observa un sesgo: el de que sólo existe un tipo de instituciones eficientes, que precisamente coincide con las predominantes en los países anglosajones (desde el *common law* a la creciente "regulación de mercado") (Rodrik, 2007).

Ese sesgo pudo ejercer, al cabo, una influencia negativa en algunos países desarrollados, al contribuir a consolidar la ilusión de que contaban con una estructura institucional eficiente que cubría frente a cualquier comportamiento oportunista en los mercados (Acemoglu, 2009) y les garantizaba la plena transparencia y la rendición de cuentas; el problema de su ausencia quedaría imaginariamente confinado a los países emergentes. Sin embargo, la crisis ha puesto de manifiesto lo falso de esa suposición, al menos en lo que tiene que ver con los mercados financieros. Tres evidencias: a) la más relevante es que, en marzo de 2009, después de las pérdidas y recapitalizaciones masivas⁴¹ efectuadas por los Estados en la banca internacional nadie parece conocer todavía la verdadera entidad del desastre. b) Es también obvio que en un sistema transparente no podrían nunca darse fenómenos de estafa tan extensos y profundos como los protagonizados por los financieros Madoff y Stanford, los cuales construyeron sus pirámides Ponzi sobre la opacidad de instrumentos como los *hedge funds*. c) La figura más importante entre los nuevos grandes inversores en los mercados mundiales es la de los fondos soberanos, los cuales jugaron un cierto papel estabilizador en la primera fase de la crisis; pues bien, está acreditado que el grado de transparencia de esos grandes *brokers* es muy escaso⁴².

Exuberancia irracional. La ilusión del comportamiento plenamente racional de los mercados de capitales se ha roto dramáticamente, y hoy se acepta de un modo generalizado que durante décadas hemos vivido sobre una bomba de riesgo sistémico (World Economic Forum, 2008, 2009). En un periodo en que el fondo de argumentos como el de las expectativas racionales (o el de "sabiduría de las multitudes") se

⁴¹ En cálculos generalmente aceptados, 830.000 millones de pérdidas y 858.000 en inyecciones de recapitalización, desde el estallido de las *subprime*.

⁴² Los activos que manejaban a finales de 2007 esos fondos superaban los 3,1 billones de dólares, según Morgan Stanley. Un estudio realizado en ese momento sobre el grado de transparencia y *accountability* de los 32 grandes fondos soberanos les atribuía un valor medio de 4,02 puntos (sobre un máximo posible de 12) (Truman, 2007).

introducía con fuerza en la opinión convencional, el comportamiento real de los mercados se cargaba de elementos patológicos (sobradamente acreditados en Shiller, 2004 o Akerlof y Shiller, 2009): nada más lejano de la supuesta omnisciencia de los mercados que la noción de *irrational exuberance*, a la que tanta capacidad explicativa se atribuye tras la experiencia de la crisis⁴³.

Pero esas mismas ideas de omnisciencia y plena virtud institucional se constituyeron en factores objetivos que facilitaron el desencadenamiento de la crisis: por conducir a un imaginario colectivo en el que "...the era of aggregate volatility had come to an end" (Acemoglu, 2009), inhibieron el desarrollo de elementos preventivos e hicieron imposible la predicción cabal de la evolución de las variables en medio del desastre.

6. ¿HACIA UNA NUEVA DEFINICIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA?

Destruido, por tanto, el supuesto de ultrarracionalidad de los mercados, ¿qué queda de todo el modelo de formación de políticas que de un modo tan directo se asentaba sobre él?. Aunque en un entorno tan extraordinariamente lábil e impredecible no sea posible dar una respuesta cabal y completa a este interrogante, sí cabe establecer algunas conjeturas que en gran medida se derivan del conjunto de argumentos manejados en los apartados anteriores:

A) Reconstrucción de la teoría de la política económica

Resulta hoy evidente para casi todos lo que autores como Albert Hirschman advirtieron hace mucho tiempo: que lo principal del razonamiento macroeconómico contemporáneo se ha estado desarrollando de un modo extraordinariamente sofisticado sobre unos supuestos de comportamiento de una enorme simpleza. Ciertamente, la revolución informacional –la multiplicada capacidad de acceso a los flujos de información– concedió una cierta verosimilitud a la idea de plena racionalidad de un tipo de sujetos económicos determinante en la economía global: los operadores en los mercados financieros. Sin embargo, desde que Herbert Simon (1957) realizara su aportación seminal sobre la *bounded rationality*, sabemos que el comportamiento de cualquier sujeto en la interacción social está sujeto a restricciones no sólo informacionales, sino también cognoscitivas, e incluso volitivas⁴⁴.

⁴³ Es curioso que esa expresión fuera puesta en circulación por uno de los mayores responsables de la burbuja, Alan Greenspan, a propósito del comportamiento bursátil, en diciembre de 1996 (sin que al parecer la volviese a utilizar nunca). Un reflejo de esa expresión se advierte en otra recientemente utilizada por el presidente Obama (*NYT*, 7-3-2009): la de "riesgo extravagante".

⁴⁴ Es interesante recordar que una parte de la *mainstream economics*, bajo la influencia de Douglas North, ha avanzado en la plena aceptación de esas restricciones, incorporando incluso elementos adicionales de complejidad como los "share mental models" (Denzau y North, 1994). También son importantes,

Pues bien, lo que ahora se ha hecho evidente es que en los mercados financieros ha habido una combinación de esos tres tipos de restricciones, enmascarados por una expansión masivamente piramidal (Shiller, 2004).

A partir de aquí una reorientación profunda de la teoría macroeconómica se impone. Tal vez esté fuera de lugar hablar de vuelta del keynesianismo en el sentido más convencional de gestión de la demanda (aunque la inevitable preferencia por la discrecionalidad, que luego se examinará, le dé nuevas oportunidades), pero no desde luego en lo que tiene que ver con el uso de modelos basados en la incertidumbre, o incluso en comportamientos patológicos. Porque la construcción misma de la confianza –base del funcionamiento de los mercados financieros- tiende a descansar no solamente en cálculos y predicciones racionales, sino también en elementos de irracionalidad: la recuperación de la noción keynesiana de *animal spirits*, iría en ese sentido (Akerlof y Shiller, 2009).

Esa acrecentada complejidad de los supuestos cobra particular relevancia en el caso de la teoría de la política económica, una vez puesto de manifiesto lo quimérico de la idea de que la confianza en los intercambios, y entre la política y los mercados, se construye a través de una simple interacción natural en entornos plenamente transparentes. En términos generales, la teoría de la credibilidad seguirá teniendo interés como argumento válido para explicar circunstancias muy particulares de la formación de políticas, pero en ningún caso como teoría general de la política.

Ello no quiere decir que la teoría de la política económica regrese a los supuestos tinbergianos más o menos modificados por los métodos de control óptimo. La cualidad de reputación de la política seguirá teniendo relevancia, pero ahora de un modo menos sesgado, y sobre una base argumental diferente. La naturaleza misma de la política económica está cambiando en relación con lo que hemos conocido en las últimas décadas, y con ello la teoría que la explica debe cambiar también. Una estructura teórica renovada y con efectiva capacidad de influir sobre la formación de políticas habrá de incorporar cuestiones como las que se tratan en los puntos siguientes.

B) ¿Ruptura de la camisa de fuerza?

Si el elemento fundamental de la extraordinaria restricción externa fue la apertura generalizada de la cuenta de capital, no parece demasiado aventurada la conjetura de que, respecto a ese punto crucial, en el inmediato futuro se registrará un cambio de tendencia. Lo que la lectura de la historia de las finanzas sugiere es que a períodos de fuertes *shocks* en los mercados siguen procesos de sobrerregulación e imposición de controles sobre el movimiento de los capitales, con consecuencias

en ese sentido, las aportaciones de Reinhart Selten a la noción de racionalidad limitada.

visibles sobre los ritmos decrecimiento, mucho más moderado, de los flujos.

¿Ocurrirá ahora lo mismo?. Pues sí, sin duda, en una medida significativa, y ello por tres razones. En primer lugar, asistimos ya un proceso de masivo "des-apalancamiento", para corregir en profundidad la exuberancia irracional del inmediato pasado. El tamaño de los mercados financieros será reducido en relación con el que presentaba en los pasados diez años, debido a: i) la enorme destrucción de riqueza financiera experimentada en la crisis; ii) la previsible eliminación de buena parte de los productos estructurados, que fueron causantes de gran parte de aquella desmesura; iii) la aversión al riesgo mucho más elevada que, para bastante tiempo, dejará la experiencia del colapso.

En segundo lugar, un gran debate mundial está ahora abierto sobre los cambios necesarios en la regulación financiera; de él solo podrá salir su efectivo refuerzo, con el regreso de algunos mecanismos regulatorios tradicionales, por dos razones fundamentales. Primero, por los estrepitosos fallos de la experiencia de "regulación de mercado". Y segundo, debido a que el elevado coste de las operaciones de salvamento bancario en curso han originado una fuerte presión social – que se hará visible en el comportamiento del votante mediano- en contra de cualquier fórmula de desregulación financiera, la cual probablemente perdurará en un período prolongado. Con todo, esas tendencias estarán ahora limitadas por el hecho de que la base tecnológica del *bum* no ha cambiado, es decir, que el uso de las TIC, aunque de un modo mucho más contenido, dará paso a nuevas innovaciones de producto: se abrirá entonces un nuevo e interesante capítulo en la relación entre innovación y control en los mercados financieros.

En tercer lugar, y este es el punto más importante para nuestro argumento, es previsible el refuerzo de los controles de capital. Sobre ellos están emergiendo ya nuevas líneas de justificación doctrinal (véase por ejemplo Buitier, 2009), pero sobre todo vendrán impulsados por un factor de lógica política: el deseo de aislarse de la inestabilidad exterior. Ese deseo tendrá otra repercusión mucho más perjudicial para el conjunto: un mayor proteccionismo comercial. Piénsese, sin embargo, que en circunstancias fuertemente contractivas entre uno y otro tipo de controles puede haber una relación inversa, por lo que podría ser una estrategia razonable para evitar el cierre comercial el refuerzo, al menos temporalmente, de los controles de cambios.

Entiéndase que no se atisba una total desaparición de la influencia de los mecanismos de mercado sobre la formulación de políticas: seguirán teniendo una presencia, pero la reducción del tamaño de los mercados, los mayores controles y el menor crédito que ahora merecerá la eventual degradación de los *rating* de deuda soberana, llevarán a la cancelación del criterio de reacción de los mercados como única y absoluta vía para la validación de políticas. Naturalmente, todo ello redundará en un aflojamiento de la *golden straitjacket*. El resultado será

un notable incremento del activismo económico de los gobiernos, sobre todo el de carácter fiscal. Ese activismo está siendo aceptado ahora casi sin discusión por motivos de urgencia: la necesidad de hacer frente a una contracción productiva con escasos precedentes, en condiciones de trampa de la liquidez (en algunos países), e irrelevancia de la política monetaria (prácticamente en todos). Pero esa tendencia difícilmente quedará en coyuntural. Es sabido que los procesos de fuerte crecimiento del gasto crean dinámicas autosostenidas, muy difíciles de revertir (sobre todo cuando el elemento disciplinante de la estricta restricción externa tiende a desaparecer). Por lo demás, la menor restricción externa reducirá la intensidad de la competencia fiscal a la baja, en condiciones en las que la necesidad de ajustar los desmesurados desequilibrios fiscales que ahora se están acumulando forzarán incrementos impositivos, al menos en una perspectiva de medio plazo.

¿Regresará con ello la controversia ideológica tradicional, en el eje izquierda / derecha- sobre la orientación de las políticas económicas?. Una vez más, es pronto para decirlo, aunque quepa registrar ya algunos indicios un tanto contradictorios. Por un lado, algunos gobiernos de centro izquierda -sería el caso, por ejemplo, del laborismo británico- acentúan el discurso socialdemócrata (ignoramos con qué resultados); en ese sentido, puede ser trascendente el radical cambio de prioridades en la propuesta de presupuesto norteamericano de 2010. Pero, por otro lado, la idea de buscar soluciones intervencionistas está aflorando también en las formaciones políticas de derecha, en algunos de cuyos sectores se abre, por primera vez, un juicio general al thatcherismo y la *reaganomics* (véase, por ejemplo, el interés despertado en esas fuerzas por el ensayo de P. Blond, 2009⁴⁵).

C) Reglas vs. discrecionalidad. Nueva visión

Es evidente que la urgencia de combatir la posibilidad de una depresión ha hecho olvidar las propuestas de autolimitación de los *policy makers*. De las reglas que estaban vigentes, referentes sobre todo a variables fiscales, nadie parece acordarse ahora, pero todo eso podría verse como un fenómeno meramente coyuntural. ¿Será así, o por el contrario estamos ante un viraje radical en la percepción del dilema entre políticas regladas y discrecionales?.

Hay importantes razones para pensar en un cambio estructural. Primero, la defensa de las reglas ha sido mayoritariamente formulada de una forma incondicional, no sujeta a eventuales cambios en la coyuntura: planteado de esa manera, no hay duda de que los hechos recientes han dado toda la razón a los críticos radicales de esa opción (defensores de la plena capacidad de maniobra, aun en un mar

⁴⁵ En ese ensayo pro-Tory se afirma: "...the present moment is a challenge to conservatism itself. The Conservatives are still viewed as the party of the free market, an idea that has collapsed into monopoly finance, big business and deregulated global capitalism. ...Thatcherite economics has been wrongfooted by events" (Blond, 2009).

infestado de peligrosas sirenas). En segundo lugar, según se ha explicado en el apartado 3, el argumento más influyente a favor de las reglas, por estar tan basado en el supuesto de ultrarracionalidad y el sesgo anti-inflacionista, se revela ahora como un importante lastre argumental para el "*rules rather than discretion*". Y tercero, sabemos ya de la dificultad de sostener el juego de la reputación: la obtención de ganancias de ese tipo debido al establecimiento de la regla queda en cuestión de un modo absoluto cuando esta se incumple; pues bien, si experiencias anteriores de incumplimientos (sobre todo el fracaso de la macroregla argentina en 2001, pero también el de las reglas fiscales en países como Estados Unidos en la última década) ya habían introducido importantes dudas sobre la capacidad de sostenimiento de esa opción, lo ocurrido con las cuentas públicas en 2008 en los países más desarrollados lastrarán para bastante tiempo cualquier asociación directa entre reglas y reputación.

Sin embargo, todo ello no puede hacer olvidar una pluralidad de argumentos aún válidos en defensa de las reglas, las cuales sirven para introducir dosis de sensatez a las políticas económicas, siempre que no se dispongan de un modo absoluto y dogmático. Los déficit superiores al 10 % que se anuncian para algunos países son evidentemente insostenibles en el tiempo, por lo que cuando su reducción se convierta en prioridad política se impondrá la necesidad de combinar las políticas activas con una cierta idea de regla en las políticas fiscales. Es cuestión de difícil teorización debido a su intrínseca contradicción (véase el apartado 3), pero la definición de posiciones de equilibrio y alternancia entre la regla y la respuesta flexible constituye uno de los retos centrales de la teoría de la política económica de cara a los próximos años.

En cuanto a las políticas reales, sólo la revisión del Pacto de Estabilidad de la UEM en 2005 proporciona lecciones interesantes relativas a un intento práctico de "flexibilizar la regla".

D) Independencia de agencias y bancos centrales: posibles límites

El inevitable activismo expansivo de los gobiernos frente a la crisis está introduciendo creciente presión sobre la independencia efectiva de los bancos centrales y otras agencias reguladoras (visible en la frecuencia de las declaraciones hostiles por parte de notables responsables políticos, como el presidente francés, en relación al BCE). ¿Significa eso que tal principio, uno de los más consistentemente asentados en la estructura político económica reciente, será abatido?. Siendo difícil una respuesta contundente, sí cabe conjeturar un cierto repliegue, por dos motivos. En primer lugar, aunque lo principal del razonamiento económico avala el mantenimiento del modelo de independencia, es cierto que ese modelo es más fácil de sostener en condiciones de control muy estricto (y a ser posible, basado en reglas) sobre las intervenciones presupuestarias; por el contrario, en un contexto de políticas fiscales activas (que podrían llegar a ser muy heterodoxas durante bastante

tiempo) los problemas de coordinación pueden aparecer en el primer plano.

El segundo motivo, metaeconómico, podría ser al cabo más decisivo: en un entorno social y político que se tornara más fluido e inestable, como el que pudiera suceder a la crisis financiera, los problemas de legitimidad que comporta el modelo de independencia serían difíciles de soslayar. El *trade off* objetivo entre eficiencia y legitimidad, resuelto a favor de la primera de un modo generalizado desde 1980 –con resultados aceptables en términos de estabilidad macroeconómica–, acaso invierta, por tanto, su tendencia básica. Ese riesgo podría curiosamente quedar al menos en parte conjurado por el papel secundario que hoy se reconoce a la política monetaria, pero en todo caso aumentará para aquellos bancos centrales cuyos consejos permanezcan más puerilmente ligados a los viejos criterios de ortodoxia antiinflacionista.

E) Política económica y niveles de gobierno

Dada la mayor importancia relativa de las políticas macroeconómicas activas en el futuro predecible, todo apunta a un reforzamiento de la capacidad de decisión de los estratos superiores en la estructura de gobierno multinivel en lo relativo a la formación de la política económica (lo cual se deduciría, evidentemente, de una simple aplicación de la teoría del federalismo fiscal). ¿Ello supondrá una reversión de las recientes tendencias hacia la descentralización?. Aunque dependa también de otro tipo de fenómenos, de naturaleza política, la lógica puramente económica conduce a pensar en una progresiva re-centralización.

Esa misma lógica apunta a que, en el caso de incluir como nivel superior de gobierno uno de carácter supranacional, debiera ser éste el que acaparara una parte significativa de la capacidad de decisión, frente a unos mercados que –aun con las limitaciones previsibles, ya puestas de manifiesto–, seguirán teniendo una dinámica internacional importante. Surge aquí la cuestión de la definición de la nueva gobernanza global, en cuyos importantes debates en curso no cabe ahora entrar, pero acerca de la cual cabe suponer la aparición de algún tipo de consenso sobre la creación de ciertas estructuras de regulación y control supranacional de los flujos de capital (probablemente más de carácter discrecional que en reglas).

En este punto surge la cuestión de cómo afectarán los cambios en la naturaleza de la política económica a la Unión Europea, y más concretamente a la UEM. Mencionaremos aquí dos consecuencias posibles, que operan en sentidos contradictorios sobre el proceso de integración. Por un lado, la persistencia de una política monetaria común sin estructuras compartidas de regulación financiera es insostenible, por lo que no tardaremos en ver un organismo regulador paneuropeo con importantes competencias efectivas. Pero, por otra parte, los propios cambios previsibles en la naturaleza de la política que se han señalado

casan mal con la propia esencia de la integración europea, tal y como se ha venido afianzando en los últimos años, por tres motivos. Primero, debido a la aparición de fuertes reflejos proteccionistas, referidos ya no a los intereses de la propia UE, si no a los de los Estados dentro de ella (ya visible en la actuación de algunos gobiernos nacionales). Segundo, porque si se llega a avanzar en la limitación de la independencia del BCE, ello iría en detrimento de la propia idea de política monetaria común: a diferencia de la Reserva Federal o del Banco de Inglaterra, un BCE genuino no puede ser sino independiente. Y tercero, la fijación de reglas es consustancial a la propia existencia de un área de unificación monetaria; en el caso de que los actuales incumplimientos generalizados del Pacto de Estabilidad se mantuvieran durante un período prolongado, ello afectaría de un modo nuclear a la propia existencia de la UEM. El efecto catastrófico que de todo ello se seguiría genera importantes incentivos, en todo caso, para proceder con sumo cuidado en el caso de que se confirmen las tendencias generales apuntadas en los puntos C y D.

7. CONCLUSIÓN

Durante los últimos 25 años se produjo una extraordinaria confluencia entre una línea de argumentación económica que tomaba como supuesto de partida la ultrarracionalidad de los sujetos, y la singular evolución de los mercados financieros globales, que daba verosimilitud a ese supuesto. Ello permitió, por un lado, la consolidación de una visión según la cual los mercados tienen capacidad efectiva de escrutar, calibrar, en cada momento la calidad de las políticas económicas de los gobiernos: como consecuencia de ello, el contenido de las propias políticas se ha modificado en profundidad en lo relativo a la adaptación a la existencia de efectos *spillover*, al uso de reglas frente a políticas activas, o al grado de independencia de ciertos organismos, como los bancos centrales. Y por otro lado, surgió también de ahí la llamada teoría de la credibilidad como eje central de la moderna teoría de la política económica.

La crisis financiera de 2008 ha puesto de manifiesto el elemento quimérico de ese planteamiento, al haberse revelado los mercados como ajenos a toda *omnisciencia*, y dominados en realidad por una *exuberancia irracional*, lo que sólo la falta de transparencia (todo lo contrario de lo que se presumía) ha permitido. Hemos mostrado cómo algunos instrumentos de mercado que se aceptaban como perfectamente válidos para la evaluación de políticas –como los diferenciales de deuda soberana o la calificación por parte de las agencias de *rating*– revelaron fallos sistemáticos en esta crisis (actuando en la práctica no *ex-ante*, sino *ex-post* frente a los riesgos). Más aún, esa quimera de la racionalidad se convirtió en uno de los principales factores de fondo en el desencadenamiento de la crisis, al haberse

generado en torno a ella toda una pantalla ideológica y psicológica que evitó la protección de sociedades y gobiernos ante la acumulación de riesgos desmesurados.

Ante este escenario, el panorama de la política económica muta. Profundamente cuestionada la "regulación de mercado" y siendo predecible un proceso de fuerte des-apalancamiento e imposición de controles sobre los flujos de capital, la presión de la restricción externa será ahora menos intensa. Es cierto que algunas de las políticas sobre-expansivas que ahora se están lanzando de un modo generalizado para conjurar la amenaza de depresión se paralizarán una vez recuperada la senda del crecimiento. Pero si la crisis perdura por un buen tiempo, como parece previsible, esas tendencias –difíciles de revertir- también perdurarán.

En todo caso, la naturaleza de la política económica está cambiando en algunos aspectos fundamentales: los criterios de validación de políticas (con un peso mucho menor de la evaluación de mercado); la definición de nuevos equilibrios en el dilema entre reglas y discrecionalidad; una consideración menos restrictiva de las ganancias de reputación; la distribución de capacidad de decisión entre niveles de gobierno; y probablemente también, la reconsideración del *trade off* entre eficiencia y legitimación democrática, ignorado por los economistas durante décadas. Elementos todos ellos que contribuirán a la conformación de una teoría de la política económica altamente renovada.

8. BIBLIOGRAFÍA

- ABDELAL, R. (2007): *Capital Rules*, Harvard University Press, Cambridge-Mass.
- ACEMOGLU, D. (2009): "The crisis of 2008: structural lessons for and from economics", *CEPR Policy Insight* 28.
- AKERLOF, G.A. Y R.J. SHILLER (2009): *Animal Spirits, How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- ALESINA, A. Y N. ROUBINI (1992): "Political cycles in OECD economies", *Review of Economic Studies*, 59:663-689.
- ALESINA, A. Y L.H. SUMMERS (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 2: 151-162.
- ARIAS, X.C. (1996): *La formación de la política económica*, Cívitas, Madrid.
- ARIAS, X.C. (1998): "Reformas financieras en América Latina", en *Desarrollo Económico*, 155.
- BARTH, J.R., G. CAPRIO Y R. LEVINE (2003): "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?", *Journal of Financial Intermediation*, 13, 2: 205-248.
- BIBOW, J. (2004): "Reflections on the current fashion for central banks independence", *Cambridge Journal of Economics*, 28: 549-576.
- BLINDER, A. (1997): "What central bankers can learn from academics – and vice versa", *Journal of Economic Perspectives*, 11:3-19.
- BLINDER, A. (1999): *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- BLOND, P. (2009): "Rise of the red Tories", *Prospect*, 155.
- BRADFORD, C.I. Y J.F. LINN (2007): *Global Governance Reform. Breaking the Stalemate*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- BRENNAN, G. Y BUCHANAN, J. (1985): *The Reason of Rules. Constitutional Political Economy*, Liberty Fund, Indianapolis.
- BUITER, W.H. Y A SLBERT (2008): "The Icelandic banking crisis and what to do about it", *CEPR Policy Insight* 26, October Update.

- CABALLERO, G. Y X.C. ARIAS (2003): "Instituciones, costes de transacción y políticas públicas: Un panorama", *Revista de Economía Institucional*, 5,8: 117-145.
- CALOMIRIS, C. Y A. POWELL (2000): "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline?. The Case of Argentina, 1992-1999", NBER Working Paper 7715.
- CALVO, G. Y E. FERNÁNDEZ-ARIAS (2001): "The New Features of Financial Crises in Emerging Markets", en E. Fernández Arias y R. Hausmann (eds.): *Wanted: World Financial Stability*, IADB, Washington D.C.
- CASTELLS, M. (1996): *The Information Age: Economy, Society and Culture*, Blackwell, Cambridge-Mass.
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- CHARI, V.V. AND P.J. KEHOE (2006): "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 20, 4: 3-28.
- DEBRUN, X. ET AL. (2009): "Independent Fiscal Agencies", *Journal of Economic Surveys*, 23, 1: 44-81.
- DE LONG, J.B. (1997): "America's peace time inflation: the 1970s", en C. Romer y D.H. Romer (eds.): *Reducing Inflation*, University of Chicago Press, Chicago.
- DENZAU, A.T. Y D. NORTH (1994): "Shared Mental Models: Ideologies and Institutions", *Kyklos*, 4: 3-31.
- DEWATRIPONT, M. Y J. TIROLE (1993): *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- DIXIT, A.K. (1996): *The Making of Economic Policy*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- EICHENBERGER, R. Y B. S. FREY (2002): "Democratic Governance for a Globalized World", *Kyklos*, 55-2: 265-288
- EICHENGREEN, B. Y D. LEBLANG (2008): "Democracy and Globalization", *Economics and Politics*, 20, 3, november: 289-334.
- ELSTER, J. (1979): *Ulysses and the sirens. Studies in Rationality and Irrationality*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FITOUSSI, J.-P. (2004): *La Démocratie et le marché*, Grasset, Paris.
- FORDER, J. (2001): "The Theory of Credibility and the Reputation-bias of Policy", *Review of Political Economy*, 13, 1: 5-25.

- FORDER, J. (2002): "Interests and 'Independence': the European Central Bank and the theory of bureaucracy", *International Review of Applied Economics*, 16, 1:51-69.
- FRANZESE, R.J. (2002): *Macroeconomic Policies of Developed Democracies*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FRIEDMAN, T. (1999): *The Lexus and the Olive Tree. Understanding Globalization*, Farrar, New York.
- GOODHART, C.A.E. ET AL. (2008): "The Financial Economists Roundtable's statement on reforming the role of SROs in the securitisation process", <http://www.voxeu.org/>
- HABERMAS, J. (2001): *The Postnational Constellation: Political Essays*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- HIRSCHMAN, A.O. (1991): *The Rhetoric of Reaction*, Harvard University Press, Cambridge-Mass.
- KYDLAND, F. Y E.C. PRESSCOTT (1977): "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85,3.
- MCCALLUM, B. (1997): "Crucial issues concerning central bank independence", *Journal of Monetary Economics*, 39:99.112.
- MULLARD, M. (2004): *The Politics of Globalisation and Polarisation*, Edward Elgar, Cheltenham.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (2004): *Regulating Finance. Balancing Freedom and Risk*, Oxford University Press, Oxford.
- PARTNOY, F. (2006): "How and Why Credit Agencies Are Not Like Other Gatekeepers", Legal Studies Research Paper 7-46, University of San Diego School of Law.
- PERSSON, T. AND G. TABELLINI (2000): *Political Economics. Explaining Economic Policy*, The MIT Press, Cambridge-Mass.
- RODRIK, D. (2007): *One Economics, Many Recipes. Globalization, Institutions, and Economic Growth*, Princeton University Press.
- SANTISO, J. (2006): *La economía política de lo posible*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C.
- SCHEUERMAN, W.E. (1999): "Economic Globalization and the Rule of Law", *Constellations*, 6: 3-25.
- SCHNEIDERMAN, D. (2008): *Constitutionalizing Economic Globalization. Investment Rules and Democracy's Promise*, Cambridge University Press, Cambridge.

- SEN, A. (2002): "How to judge globalism", en *The American Prospect*, Jan, 1.
- SHILLER, R.J. (2005): *Irrational Exuberance*, second edition, Princeton University Press
- SHILLER, R.J. (2008): *The Subprime Solution*, Princeton University Press.
- SIMON, H. (1957): *Models of Man*, New York, J. Wiley.
- SOLOW, R. (2008): "Comments on Chari and Kehoe, 2006", *Journal of Economic Perspectives*, 22, 1: 243-249.
- STELZER, I.M. (2004): "The corporate scandals and American capitalism", *The Public Interest*, 154: 19-31.
- SUROWIECKI, J. (2005): *The Wisdom of Crowds*, Anchor Books
- TABB, W.K. (2004): *ECONOMIC GOVERNANCE IN THE AGE OF GLOBALIZATION*, COLUMBIA UNIVERSITY PRESS, NEW YORK.
- TRUMAN, E.M. (2007): "A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds", Peterson Institute, Washington D.C.
- WILLIAMSON, J. (ED.) (1994): *The Political Economy of Policy Reform*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- WORLD COMMISSION ON THE SOCIAL DIMENSION OF GLOBALIZATION (2004): *A Fair Globalization: Creating Opportunities for All*, Geneve.
- WORLD BANK (2001): *Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World*, Washington D.C.
- WORLD ECONOMIC FORUM (2008, 2009): *Global Risks 2008, 2009*, Geneve.

AUTOR

Xosé Carlos Arias

Catedrático de Política Económica, director del Departamento de Economía Aplicada y director de la Cátedra Caixa Galicia en la Universidad de Vigo. Ha sido miembro del Consello Económico e Social de Galicia y de diversos patronatos y consejos de administración. Es columnista de *La Voz de Galicia* y colaborador de *El País*. Autor de numerosos artículos en revistas y capítulos de libros, sus líneas preferentes de investigación han estado centradas en problemas de economía política, análisis de reformas económicas y análisis de las dinámicas de transformación de los mercados financieros. En la actualidad participa activamente en el desarrollo del programa de investigación del análisis político transaccional. Ha impartido cursos de doctorado en varias universidades españolas, mexicanas, argentinas, dominicanas y peruanas. Ha realizado estancias de investigación en distintos centros universitarios y organismos, como el Instituto Universitario Europeo (Florencia) o el IADB (Washington D.C.)

Entre sus libros destacan:

Toboso, F y X.C. Arias (eds.) (2006) *Organización de gobiernos y mercados*, Publicaciones de la Universitat de Valencia, Valencia

Arias, X.C. (ed.) (2001): *Information, Technology and Territory.*, Consello da Cultura Galega, Santiago de Compostela.

Arias, X.C. (1996): *La formación de la política económica*, Cívitas, Madrid,

Arias, X.C. (1992): *Leviatán tras el naufragio. Políticas económicas y financieras en los años treinta*, Espasa-Calpe, Madrid, 1992.