

Carmen M. Reinhart y
Kenneth S. Rogoff, *Esta vez es distinto.*
Ocho siglos de necesidad financiera,
Madrid, Fondo de Cultura
Económica, 2011

Juan Manuel Iranzo*
Zaragoza, octubre de 2011

Las crisis económicas fueron uno de los primeros fenómenos históricos a gran escala objeto de análisis sociológico. En el marco teórico de la economía política del siglo XIX, Marx describió analíticamente el ciclo de negocios industrial, y la acumulación secular de capital de todo tipo, como producto del conflicto social en torno a la organización y apropiación del producto del trabajo de una sociedad moderna. La posterior especialización de las disciplinas derivó en una peculiar división del trabajo. Quedó establecido que el funcionamiento de los mercados era naturalmente racional, y que las ciencias económicas podían estudiarlo con una metodología importada de la física. Ocasionalmente, sin embargo, podían producirse distorsiones debidas a alguna incompetente o perversa intervención política o corporativa, o a algún raro fenómeno de psicología de masas. Este terreno teóricamente residual se cedió a la sociología económica.

Esta asimetría (la economía estudia analíticamente lo racional, la sociología estudia analógicamente lo irracional) se basa en dos supuestos falsos: que la racionalidad –que no es sino una forma convencional de valoración y cálculo– no es un hecho social, y que la racionalidad nunca tiene efectos perversos. *Esta vez es distinto* se sirve del más ortodoxo instrumental analítico para proceder a la más rigurosa y oportuna recuperación de la economía política y demostrar con claridad que las crisis financieras son fruto de un cálculo racional que origina convicciones irracionales sobre la estabilidad del sistema económico, y que lo que sea un cálculo racional óptimo varía con la perspectiva de los participantes y con sus circunstancias, y, en último análisis, raramente está exento de ambigüedad.

En primer lugar, Reinhart y Rogoff demuestran que, a gran escala histórica, las crisis financieras no son episodios idiosincrásicos, esporádicos

* Universidad Pública de Navarra, Residencia Rey Fernando de Aragón, C/ Juan Ramón Jiménez 2, 50018-Zaragoza. jmia1706@hotmail.es

y circunstanciales, sino un fenómeno característico y recurrente; un hecho virtualmente estructural de los mercados financieros. Haciendo honor al *dictum* de David Laitin («La historiografía de alta calidad es el arma secreta de la buena ciencia social»)¹, esta afirmación se basa en el análisis de una vasta base de datos cuantitativa —que para algunas variables se remonta hasta el siglo XIII— y que, por primera vez, reúne valores de numerosas variables macroeconómicas, así como datos sobre fechas y duración de diversos tipos de crisis financieras de unos 76 países, que suman el 90 por ciento del PIB mundial. El libro en su conjunto es una magistral explotación, preliminar y tentativa, de estos datos, con todas sus limitaciones; pero sus resultados son ciertamente reveladores.

El primero de ellos es que las crisis financieras no son fenómenos necesarios o, cuanto menos, no lo es su frecuencia y gravedad. Entre los países de la muestra, hay diecisiete que nunca han incurrido en el impago de su deuda soberana, y, si bien ninguno de ellos se ha visto libre hasta hoy de crisis bancarias, también lo es que son mucho más leves e infrecuentes en unos que en otros. En general, los bancos que derivan sus beneficios de operaciones en la economía real y tienen niveles relativamente bajos de apalancamiento², y pocos activos de valor contable dudoso, están bastante seguros. Lo mismo cabe decir de los estados que son frugales en sus gastos, mantienen un modesto superávit fiscal y niveles relativamente bajos de deuda, y no cargan con demasiadas garantías ocultas fuera de hoja de balance. Pero distintas circunstancias sociales pueden inducir a los agentes económicos a abandonar la disciplina necesaria para mantener esa conducta, y cuando los mercados detectan ese hecho comienza a generarse una crisis del más social de todos los fenómenos, aquél sin el cual no se produce ninguna forma de la cooperación solidaria que constituye lo social: la confianza.

Cuando los inversores pierden la confianza en la solvencia (o la liquidez) de una economía encarecen los intereses de los préstamos y la reducción del crédito provoca una contracción del tejido económico, una crisis de la economía real. En principio, que las crisis de confianza obedezcan a la detección de niveles excesivos de endeudamiento debería hacerlas previsibles. (Los beneficios de la intermediación financiera provienen en no pequeña medida de saber sacar partido de los mercados en expansión y de abandonarlos rápidamente, y con provecho, antes de que colapsen.) La dificultad estriba en la determinación de cuánto es excesivo y en el hecho de que ese valor es distinto para diferentes economías, y más bajo cuanto menos próspero es un país.

Esa significativa diferencia de confianza va más allá del significado de indicadores como la razón entre la deuda externa y las exportaciones —a la volatilidad de cuyo precio son más vulnerables las economías modestas, con finanzas internas débiles y dependientes de la exportación—, porque, en ocasiones, no es fácil distinguir un país mal administrado, que requeriría un cambio de política para recobrar su crédito, del que se ve

¹ David Laitin (2011), *Hegemonía y cultura*, Madrid, Centro de Investigaciones Sociológicas.

² Razón entre el endeudamiento, especialmente en activos líquidos a corto plazo (como depósitos en cuenta corriente), y la inversión, especialmente en activos de baja liquidez y a largo plazo (como préstamos hipotecarios o a negocios con bajo flujo de caja).

pasajeramente sin liquidez para superar una coyuntura adversa y al que algo más de crédito puede ayudar; y porque la confianza en una economía, junto con que haya alcanzado cierta renta per cápita y registre una baja volatilidad macroeconómica, se basa notoriamente en factores institucionales como la estabilidad social y política, la capacidad técnica ministerial para poner en marcha políticas fiscales y monetarias anticíclicas, la competencia e independencia del banco central, la transparencia contable y estadística, la corrupción pública y privada, la lealtad geopolítica a los países de los acreedores o la reputación de fiabilidad históricamente adquirida³.

A esta incierta medida social de la fiabilidad de una economía –que explica la necesidad de agencias de calificación, no necesariamente privadas–, la denominan Reinhart y Rogoff «intolerancia a la deuda» de una economía nacional. Irónicamente, lo que se presenta como un indicador objetivo de la dificultad relativa de acceso al crédito de una economía se muestra en realidad como una escala de confianza intersubjetiva de los agentes y expertos financieros. Y es un descubrimiento de primer orden que esa estimación experta de la fiabilidad de una economía acabe revelándose como la variable que peor predice la evolución real de los mercados y, más aún, que suele verse muy perjudicada, en tiempos de euforia económica, por un exceso de confianza, un hecho social característico que Reinhart y Rogoff han descrito y bautizado como el Síndrome «Esta Vez Es Distinto».

Este «síndrome» consiste en la convicción dominante de que las crisis son cosas que les ocurren a otros, en otro lugar u otra época; que, aquí y ahora, las antiguas reglas de evaluación ya no rigen porque, aprendiendo de los errores pasados, la expansión actual se basa en sólidos fundamentos –reformas estructurales, innovaciones tecnológicas, mejor gestión privada y adecuadas políticas públicas–. Lo sorprendente y revelador del análisis que Reinhart y Rogoff hacen del síndrome en las vísperas de las crisis de la deuda latinoamericana de la década de 1980, de los países asiáticos orientales, Rusia y otros países emergentes a finales de la de 1990, la burbuja de los valores .com, y la crisis financiera global de 2008 es que *los analistas no estaban equivocados*. Aunque numerosos indicadores clásicos señalaban la inminencia de una crisis, y grave en todos los casos, había buenas razones para pensar que el mercado se estabilizaría por sí solo y que, en todo caso, había margen de maniobra temporal: las economías emergentes siempre estaban exportando con creciente provecho, los mercados de valores distribuían los riesgos con creciente eficiencia. Por eso cada vez es distinto.

³ Reinhart y Rogoff explican que sus datos obvian a más de cien países, básicamente, porque están *excluidos* de los mercados internacionales de deuda de capital privado. Estos países financian buena parte de su comercio exterior y sus inversiones públicas con créditos preferenciales de agencias intergubernamentales. La mayoría de ellos ha incumplido reiteradamente sus compromisos de pago con éstas, pese a lo cual, y al continuo proceso de reestructuración de su deuda, siguen recibiendo préstamos de ellas, por lo que los autores sugieren –quizá no de forma irónica– que se las redefina legalmente como agencias de ayuda oficial, no financieras. Pero eso sería tanto como reconocer que en el mundo hay más de cien *estados financieramente fallidos*, es decir, que el sistema económico mundial no permite generalizar la creación política moderna por antonomasia: el Estado Fiscal.

Paradojas de la acción racional: demasiado de algo bueno puede ser letal. Las crisis evidencian un punto ciego en los análisis: la desproporción entre el capital que llegaba a esas economías, atraído por las promesas de crecimiento económico, y la capacidad de crecimiento *a corto plazo de la economía real* de esos países, derivó gran parte de la inversión a proyectos de infraestructuras o industriales sin viabilidad real (el negocio era construirlos) y hacia mercados de valores (inmobiliarios o financieros) donde generaron burbujas que, por defectos contables (cuya intencionalidad es difícil de demostrar), no aparecían en las estadísticas de inflación. Esa expansión basada en una deuda que crecía más deprisa que el producto que ayudaba a generar era insostenible, y los expertos subestimaron la inminencia de su límite. Contribuyó a ello, aún más que la codicia –y según se infiere directamente del análisis de Reinhart y Rogoff–, una cierta prepotencia metafísica.

Esa ingente entrada de capital –a menudo propiciada por un déficit en la balanza corriente originado en la exportación de la base industrial para abaratar costes laborales y ambientales, y reducir la capacidad de acción laboral colectiva– provenía de las ventajas fiscales concedidas por los gobiernos neoliberales de los países de altos ingresos a sus ciudadanos de rentas elevadas mediante generosas rebajas de tipos, pródigas exenciones y subvenciones, calculada tolerancia con la evasión fiscal y apropiadas políticas de precios. El crecimiento que propició legitimaba esas políticas: en efecto, demostraba que los ricos y las empresas privadas tenían la competencia idónea para tomar las decisiones económicas propiciadoras de una prosperidad general justamente desigual.

Las crisis, por el contrario, parecen sugerir la conclusión opuesta. Los autores refuerzan esta idea cuando observan que, históricamente, los periodos de elevada movilidad internacional de capital han producido repetidamente crisis bancarias internacionales, usualmente favorecidas por procesos de liberalización caracterizados por una regulación inadecuada y una acusada falta de supervisión. Y también que las crisis tienden a encadenarse rápidamente en un mismo país, y, en ocasiones, a arracimarse regional, e incluso globalmente, siguiendo una secuencia prototípica que revela su base de datos.

Según ésta, la liberalización financiera (1), sobre todo asociada a un déficit en la balanza comercial (así como público) propicia un sostenido aumento de la entrada de capital exterior cuyo exceso, unido a un grado de apalancamiento (endeudamiento) privado temerario, políticamente tolerado, genera burbujas de capital productivo, inmobiliario o de activos financieros negociables que desembocan en crisis de confianza que se traducen en el colapso del crédito y en crisis bancarias (2). El colapso del crédito fuerza la contracción de la economía y la escasez eleva los precios, a menudo multiplicados por las medidas públicas de estímulo y el aumento de los pagos por desempleo y otros estabilizadores automáticos.

La suma de estos procesos contribuye a una devaluación de la moneda nacional, un encarecimiento del crédito exterior, un crecimiento masivo de la deuda pública y un agravamiento de la recesión. Si la recuperación de las exportaciones o la ayuda exterior no relanzan rápidamente el crecimiento, en este punto se produce (3) una bifurcación: puede haber o no

impago de la deuda –interna o externa, o ambas, según lo aconsejen las circunstancias económicas y políticas–, pero, con independencia de ello, empeora la crisis de inflación y monetaria y la crisis bancaria alcanza su apogeo, la actividad económica toca fondo y la reactivación procede, con más o menos lentitud, según se acumula, interna o externamente, e invierte productivamente una nueva remesa de capital.

Las crisis se extienden regional o globalmente por efecto de reacciones automáticas nacidas de factores comunes (burbujas de valores, alta entrada de capital atraído por el déficit por cuenta corriente), o por contagio inmediato (generalmente, dependencia del mismo centro financiero afectado), o más lento (caída del comercio internacional, que arrastra el precio de las materias primas y los bienes manufacturados). Sin embargo, la teoría económica no ve a las crisis bancarias como una causa primera –menos aún ve sus causas sociales–, sino como amplificador de otros factores –un *crack* bursátil, una guerra, una crisis social o política, un gobierno que arruina el erario o una súbita caída de ingresos en los mercados exteriores–, es decir, las ve como un accidente *contingente*, no como un defecto de diseño estructural que alberga el potencial de un accidente *sistémico* latente.

La teoría económica tampoco percibe la naturaleza social de las crisis económicas. En el caso de la deuda externa, el hecho de que no exista una jurisdicción internacional capaz de obligar el pago del país deudor evidencia que el crédito se basa en la confianza del prestador –y en su codicia atraída por unos intereses elevados–. Y la baja frecuencia relativa de los impagos muestra que éstos raramente son fruto de una decisión puramente económica, sino más bien de un complejo cálculo coste-beneficio que comprende importantes consideraciones sociales –incluidos los sacrificios sociales precisos para redimir la deuda a largo plazo o sufrir las consecuencias de las represalias al impago– y que dicta la *voluntad política* de pagar.

La deuda interna, a su vez, aparece como un fenómeno clave. No sólo constituye un porcentaje muy alto de la deuda pública total –generalmente emitida a interés comercial, no indiciada a la inflación, y a largo plazo–, sino que su impago es un remedio políticamente difícil, porque suele estar en manos de agentes sociales influyentes, por su peso político o económico, o por su mero número, y por esa razón las cifras de caída del PIB o de las exportaciones tienden a ser peores que en los impagos de deuda externa. Éstos, de hecho, suelen decidirse como medida para intentar no defraudar la deuda interna –muy especialmente cuando ese acto pone en peligro la solvencia del sector bancario local, importante acreedor del Estado.

Las crisis bancarias, a menudo consecuencia de aminoramientos del crecimiento, y causa de recesiones y crisis de inflación, parecen resultar de las luchas políticas en torno a la regulación del encaje o apalancamiento bancario. Reinhart y Rogoff observan, sin embargo, que hubo un periodo sin crisis bancarias (de finales de la década de 1940 a inicios de la de 1970) debido al crecimiento sostenido global, a la *represión* de los mercados financieros –control de tipos, encaje reducido, obligación de depósitos en el banco central, etc.– y a la mano dura en los controles de capital. Y, aunque no sugieren *necesariamente* que sea el mejor modo de prevenir las crisis financieras, lo cierto es que la coincidencia resulta llamativa. No dejan de señalar, por añaa-

didura, que la extensión de la liberalización financiera ha ido seguida, en muy poco tiempo, por crisis bancarias allí donde se ha aplicado.

Sobre la crisis actual, los autores afirman que es tanta la similitud de los datos en los años precedentes con los de otras crisis anteriores que la hipótesis más plausible es que sus consecuencias sean tan profundas, prolongadas y socialmente arduas como las de aquéllas. De aquí que, para prevenir futuras crisis económicas sistémicas, esté surgiendo una nueva línea de investigación sobre «Sistemas de alarma temprana». Estos «sistemas» pueden señalar la presencia de indicadores asociados a las crisis, pero, por descontado, no pueden predecir cuándo ocurrirán éstas ni qué gravedad tendrán. No obstante, ya se aprecia que algunos indicadores (el tipo de cambio de las divisas, los precios reales de los ciertos valores, la importación de capital y su destino, la razón entre la balanza por cuenta corriente y la inversión exterior) son más eficaces que otros (señaladamente, las valoraciones de los expertos: numerosos impagos han sido protagonizados por países que poco antes habían recibido de éstos una alta calificación).

Reinhart y Rogoff señalan que las instituciones financieras internacionales podrían proporcionar un bien público valiosísimo promoviendo un estándar contable riguroso y exigiendo transparencia en los datos relevantes para prevenir las crisis. Porque, por ejemplo, aún existe una inmensa opacidad sobre la deuda, tanto pública como privada, y dudas sobre las estadísticas macroeconómicas. Si el FMI ejerciera una macrosupervisión prudencial podría ser más útil previniendo las crisis de lo que viene siendo mitigándolas. Más aún, podría promover una legislación común para controlar con efectividad los grandes movimientos financieros –dirigidos por las compañías gigantes– y así proteger a los reguladores de la influencia de los grupos de presión, que persiguen normativas laxas tanto o más que elevadas tasas de beneficio. Los ejercicios de sostenibilidad de la deuda podrían así tener en cuenta la vulnerabilidad de un país a «parones» de entrada de capital y su umbral histórico de «intolerancia» a la deuda.

Pero quizá nada cambie en el futuro, porque el endeudamiento puede generar burbujas engañosamente largas y prósperas, y aunque las economías muy apalancadas no pueden resistirlo indefinidamente, ni el más refinado sistema de alerta temprana puede nada contra la capacidad de autoengaño de los agentes financieros y políticos, siempre dispuestos a creer que esta vez el crecimiento es –además de mérito suyo– sólido, porque los criterios preventivos anteriores y el principio de precaución ya no sirven, porque *esta vez es distinto*⁴. La recurrencia de este síndrome debería decirnos algo sobre los mecanismos de seguridad colectivos, sobre la estructura de la memoria, la atención, la inferencia y la demostración de escenarios prospectivos en las sociedades «de la información», y sobre los desequilibrios de poder en unas sociedades que se autodenominan «avanzadas».

⁴ Y no cabe omitir que la opacidad en la contabilidad de la deuda, de la que son cómplices gobiernos y agentes financieros, sugiere que unos se benefician de tipos de interés inferiores a los correspondientes al riesgo real y otros de oportunidades de inversión más atractivas para sus clientes, más fáciles de gestionar (a la postre, sólo son intermediarios a comisión) de lo que serían si su riesgo real fuese transparente. Lo mismo cabe decir de la redefinición de variables estadísticas vitales, con presuntos efectos «cosméticos», que se traducen en distorsiones de la información en el mercado, y en una distribución artificial y sesgada de los beneficios y las pérdidas.