

# OPINIÓN Y REFLEXIONES



REVISTA DE PRENSA

2013-2014

Para solicitud de copias dirigirse a:  
Public-Private Sector Research Center  
ppsrc@iese.edu  
Tel.: +34 93 253 42 00  
Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona

## Presentación

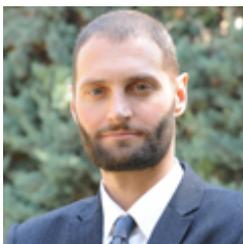
El Public-Private Sector Research Center tiene como misión la creación y difusión del conocimiento sobre la interacción entre el sector público y el sector privado, así como proporcionar un punto de encuentro para el intercambio de opiniones y el debate. En este documento el centro recoge los puntos de vista de sus investigadores sobre temas de actualidad que han ido apareciendo recientemente en la prensa nacional e internacional.

## Firmas



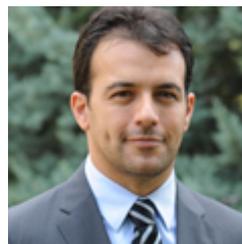
### **Jordi Gual**

Profesor de Economía, miembro del Comité de Dirección y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School y Economista Jefe de "la Caixa".



### **Manuel Mueller-Frank**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía del IESE Business School.



### **Carles Vergara**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y profesor de Dirección Financiera del IESE Business School.



### **Xavier Vives**

Director Académico del Public-Private Sector Research Center, profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School y titular de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas.



### **Ramon Xifré**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School y profesor de economía y empresa, ESCI-Universitat Pompeu Fabra.

# Índice

## **La casa del euro, en construcción**

Xavier Vives, La Vanguardia, 20/09/2013

## **Los trabajos del BCE**

Xavier Vives, La Vanguardia, 17/10/2013

## **¿Pago directo por uso, tarifa plana o gratuidad?**

Carles Vergara, El periódico de Catalunya, 29/10/2013

## **La propaganda de las reformas**

Ramón Xifré, El País, 29/10/2013

## **Destino España**

Carles Vergara, Capital, 01/11/2013

## **El Nobel a las finanzas**

Xavier Vives, La Vanguardia, 21/11/2013

## **La norma Volcker**

Xavier Vives, La Vanguardia, 20/12/2013

## **Ulises y el gobierno de la empresa**

Jordi Gual, La Vanguardia, 05/01/2014

## **La crisis, el túnel y las reformas**

Xavier Vives, La Vanguardia, 16/01/2014

## **El gran reto de Janet Yellen**

Jordi Gual, La Vanguardia, 16/02/2014

## **La CMT y Barcelona**

Xavier Vives, La Vanguardia, 20/03/2014

## **Competitividad doméstica**

Ramon Xifré, El Periódico, 15/04/2014

## **El juego de la gallina**

Xavier Vives, La Vanguardia, 17/04/2014

### **Persistent noise, investors' expectations, and market meltdowns**

Xavier Vives, VoxEU.org, 22/04/2014

### **¿Voluntarios o forzados?**

Ramon Xifré, El Periódico de Catalunya, 18/05/2014

### **Europa, en la encrucijada**

Xavier Vives, La Vanguardia, 22/05/2014

### **El malestar de Europa**

Jordi Gual, El País, 30/05/2014

### **El foco vuelve a nosotros**

Ramon Xifré, El Periódico de Catalunya, 06/06/2014

### **Redes sociales 'online': ¿hacen del mundo un lugar mejor?**

Manuel Mueller-Frank, El Mundo, 17/06/2014

### **Draghi ataca de nuevo**

Xavier Vives, La Vanguardia, 19/06/2014

### **Arquitectura financiera**

Xavier Vives, La Vanguardia, 17/07/2014

### **La cotización del euro**

Jordi Gual, La Vanguardia, 22/07/2014

### **Espejismos de verano**

Ramon Xifré, El Periódico de Catalunya, 15/08/2014

### **Sobre la desigualdad**

Jordi Gual, La Vanguardia, 24/08/2014

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 20 de setiembre de 2013 en *La Vanguardia*.

---

El Parlamento Europeo ha dado luz verde a que el Banco Central Europeo (BCE) asuma dentro de un año la supervisión del sistema bancario en la eurozona. Este es un paso importante en la llamada unión bancaria, que debería incorporar también una autoridad de resolución común para bancos que tengan problemas, así como un fondo de garantía de depósitos común. La autoridad de resolución bancaria debe decidir qué bancos se liquidan, cuáles se reestructuran y cómo se financian las operaciones. Sería la versión europea del español FROB. Sin embargo, el proyecto de la Comisión Europea sobre una autoridad de resolución centralizada ha sido vetado por Alemania en la reciente cumbre de Vilna. Alemania prefiere que se coordinen los fondos de resolución nacionales en una primera fase que, previa una reforma de los tratados de la Unión Europea, culminaría posteriormente en una autoridad integrada. Un fondo de garantía de depósitos común se pospone indefinidamente.

La cuestión de fondo es que tanto la autoridad de resolución como el fondo de garantía de depósitos requieren un soporte fiscal, es decir, dinero de los contribuyentes europeos. Esto implica un grado de integración fiscal del que actualmente aún estamos muy lejos. Alemania insiste en que los contribuyentes europeos no pueden financiar los activos tóxicos heredados de la crisis financiera, sino que deben ser los respectivos países los que asuman al carga. El problema es que las crisis bancarias y de deuda soberana, tal como hemos sufrido en España, se retroalimentan mutuamente en un círculo vicioso. Alemania teme toda mutualización de la deuda, ya sea directa o ya sea a través de los fondos de resolución bancaria o de seguro de depósito. Se está jugando con fuego al posponer y limitar la unión bancaria. Por ejemplo, el BCE como supervisor necesita una autoridad de resolución independiente. ¿Cómo se puede avanzar hacia una mayor unión en Europa en esta situación?

La experiencia histórica de Estados Unidos de América nos puede ser útil. Alexander Hamilton defendió ante James Madison y Thomas Jefferson que la deuda de la guerra de la independencia acumulada por los estados debía ser asumida por la nueva federación. Esto fue posible en 1790 porque la Unión estableció sus propios impuestos (un arancel) y recaudó sus propios ingresos, y porque había un presidente electo. En efecto, George Washington había sido investido presidente en 1789. En Estados Unidos también se produjeron conflictos entre los estados que habían hecho esfuerzos para pagar la deuda de la guerra, como Maryland y Virginia, y los que no, y acerca del alcance de las competencias federales. La polémica entre Hamilton y Madison sobre el tema ha pasado a la historia y sigue siendo un referente en el debate entre centralización o federalismo.

Al final se llegó a un acuerdo y el arreglo acabó favoreciendo a los estados del norte. Los estados del sur obtuvieron algunas cláusulas de protección de sus intereses y la capital se trasladó de Filadelfia a Washington, una ciudad más meridional. En particular, como nos recuerda el historiador Harold James, se limitó la exposición a la deuda común de Virginia, que era el estado políticamente más importante. Eventualmente, la situación alcanzó tal tensión que desencadenó la guerra civil. De hecho, un elemento que contribuyó a la tensión fue el arancel impuesto por Hamilton al penalizar las exportaciones del sur y favorecer la producción del norte. Después de la guerra civil, varios estados se

encontraron en apuros financieros y sus bonos cotizaban con grandes descuentos. Entonces no se adoptó la opción de Hamilton y la federación no asumió las deudas (es decir, no se produjo un rescate). A finales de siglo se habían introducido muchas limitaciones a la deuda estatal, así como leyes de equilibrio en el presupuesto. Se impuso una restricción presupuestaria dura para los estados de la Unión que ha perdurado hasta hoy.

La Unión Europea no ha sido capaz de imponer la cláusula de no rescate a los estados miembros, tal como demuestran los sucesivos rescates que se han dado, empezando por Grecia. La UE, y la eurozona en particular, intentan ahora imponer el equilibrio presupuestario mediante un pacto fiscal. En Europa no hay impuestos federales (quizá el primero de este tipo será el polémico impuesto sobre las transacciones financieras), ni presidente electo. El problema es que la unión fiscal en la UE puede resultar una ficción sin una mayor integración política y sin impuestos federales. La cláusula de no rescate de los estados será creíble solamente cuando existan estas instituciones para amortiguar las perturbaciones asimétricas en los países miembros tales como el estallido de una burbuja inmobiliaria. En el camino de la mutualización de la deuda, que tanto teme Alemania, convendría recordar los límites a la exposición a los pasivos comunes que obtuvo Virginia para estabilizar la Unión en Estados Unidos.

Quizás la lección principal de la experiencia de EE.UU. es que el camino para construir una estructura federal no es fácil y necesita sobre todo voluntad política, y esta no puede ser suplantada por comités de expertos y tecnócratas.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 17 de octubre de 2013 en *La Vanguardia*.

---

El Banco Central Europeo (BCE) acumula cada vez más responsabilidades. Nace con el mandato de mantener los precios estables. Al mismo tiempo debe apoyar las políticas generales de la Unión Europea (UE) como el objetivo del pleno empleo. No se le otorgan responsabilidades de prestamista de última instancia y supervisor del sistema financiero pero sí de contribuir al correcto funcionamiento del sistema de pagos. La crisis ha modificado estas obligaciones y añadido responsabilidades al banco central. Este se ha convertido en el prestamista último, y a veces único, de los bancos de la eurozona con programas renovados de liquidez que empezaron desde el mismo día que estalló la crisis en agosto del 2007. Las subastas de liquidez del BCE se transformaron en barra libre después de la quiebra de Lehman Brothers en el 2008 y los requisitos de garantías se rebajaron considerablemente. Y no se quedó aquí.

El BCE introdujo programas de compras de bonos, públicos y privados, para contrarrestar el mal funcionamiento de los mercados. La compra de 220.000 millones de euros en deuda pública de la periferia europea estuvo cerca de vulnerar la prohibición de monetarizar la deuda de los estados. Al arriesgar la crisis de la deuda, y el consiguiente peligro para la moneda única, Mario Draghi declaró en julio del 2012 que haría todo lo posible para salvar el euro e implantó el programa OMT de compras ilimitadas pero condicionales de deuda pública. Este programa ha sido un éxito porque no se ha utilizado. La amenaza de intervención del BCE calmó a los mercados y ha contenido los ataques especulativos a la deuda periférica. No acaban aquí los trabajos del BCE, puesto que en los paquetes de ayuda financiera a los estados, como el otorgado a España de 100.000 millones para su sistema bancario, ejerce de supervisor dentro de la troika junto con el FMI y la UE.

A estas tareas se va a añadir dentro de un año la supervisión del sistema bancario de la eurozona. Además, deberá decidir la autorización o cierre de los bancos y realizar pruebas de solvencia de las entidades a supervisar. La supervisión del sistema financiero será tanto de las entidades individuales (microprudencial) como de prevención y control del riesgo sistémico (macroprudencial). Pero seguirá en manos de los reguladores nacionales imponer límites a los créditos en relación con el balance de una entidad.

El BCE ve cuestionada su organización interna y se visualizan conflictos de interés por su acumulación de tareas y necesidad de resolver fallos en la arquitectura de la eurozona. En su consejo de gobierno hay representantes de los bancos centrales nacionales cuando debería tener una estructura como la de la Reserva Federal en EE.UU., en donde hay doce bancos regionales que no se corresponden con estados sino con distritos más grandes. En segundo lugar pueden existir tanto sinergias como tensiones entre la política monetaria, el objetivo de estabilidad financiera, y la supervisión.

Existe un riesgo de reputación en que una decisión fallida del supervisor afecte la credibilidad de la política monetaria. Sin embargo, hay un beneficio en que la política macroprudencial pueda actuar de

manera diferenciada allí donde la política monetaria es uniforme. Por ejemplo, limitando el crecimiento del crédito en una zona con precios inmobiliarios con crecimiento fuerte y sostenido cuando para ella la política monetaria es demasiado laxa. En una situación de crisis el conflicto entre supervisión y política monetaria no es probable. Por ello no es evidente que deba haber una muralla china entre el supervisor y la política monetaria. No la hay en la Reserva Federal o en el Banco de Inglaterra, en donde la crisis de Northern Rock visualizó la falta de comunicación entre la autoridad supervisora y el banco central.

Los flujos de información entre supervisor y autoridad monetaria son muy importantes en los dos sentidos, entre otras razones porque la supervisión macroprudencial se nutre de la microprudencial. El modelo del Bundesbank es el que guía el proyecto europeo de separación entre política monetaria y supervisión. En tercer lugar, el papel de supervisor del BCE para ordenar el cierre o reestructuración de un banco, que ha autorizado y supervisado, puede ser problemático porque puede tender a dejar que el tiempo solucione el problema. Si a esto le añadimos la falta de una autoridad de resolución europea con fondos suficientes para reestructurar bancos, el panorama se complica más. Finalmente, los conflictos de interés sustanciales están en los programas de compra de deuda pública. El BCE se opuso a que se reconocieran pérdidas en los bonos griegos al punto que negoció una excepción para su cartera. En el programa OMT las compras de deuda del BCE son condicionales al cumplimiento de un programa de ajuste por parte del país ayudado. Si el programa no se cumple pero la interrupción de la ayuda acarrea un riesgo sistémico para la eurozona, se plantea un dilema que pone en juego la reputación del BCE. En definitiva, los trabajos de Hércules parecen poca cosa frente a las demandas que la eurozona plantea al BCE. Hasta ahora este ha sido el dique de contención de la crisis, pero sin las reformas institucionales necesarias la presión aumentará y se podría producir su desbordamiento.

## ¿Pago directo por uso, tarifa plana o gratuidad?

---

Carles Vergara, Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y profesor de Dirección Financiera del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 29 de octubre de 2013 en *El Periódico de Catalunya*.

---

- El escenario actual es muy mejorable. Es necesario un modelo de pago por el transporte privado de carretera que incluya impuestos y peajes. El modelo debe ser claro para que lo entienda todo el mundo, completo y racional. Esto es, que responda a criterios económicos y de eficiencia.
- No tiene sentido económico que todos los contribuyentes paguen las autopistas libres de peaje a un grupo de usuarios.

Las redes de autopistas y vías de alta capacidad son infraestructuras de dominio y uso público, que permiten que se proporcione un servicio de transporte. Esencialmente, permiten al usuario trasladarse con un vehículo de un punto A a un punto B con unas garantías de calidad. ¿Cómo paga el usuario por este servicio? Pues la verdad es que en muchos países no existe un modelo de pago por uso de autopistas que sea claro y racional, a diferencia del pago por otros servicios como por ejemplo la telefonía o internet.

Pensemos en cómo pagamos por estos dos últimos servicios de telefonía e internet. A grandes rasgos, existen dos modelos de pago distintos. Primero, algunos servicios se pagan por uso. Las llamadas de telefonía móvil son un ejemplo. Se paga una tarifa por cada llamada realizada dependiendo principalmente de la duración y de la franja horaria de la misma, y de si la llamada es nacional o internacional. Segundo, algunos servicios se pagan con un modelo de tarifa plana. Ejemplos bien conocidos son los planes de tarifa plana para llamadas locales o nacionales, o la tarifa plana en los servicios de internet DSL o fibra óptica.

Tres tipos de autopistas

Volvamos al pago por el uso de las autopistas. Estas pueden clasificarse en tres grupos según como el usuario paga por este servicio. En un primer grupo, encontramos autopistas con peaje directo en las que el usuario abona una cantidad al operador de la infraestructura por cada desplazamiento. Los peajes directos están, normalmente, relacionados con la distancia recorrida y el coste de construcción de la infraestructura -por ejemplo, los peajes para cruzar un túnel son más caros que los peajes para recorrer una autopista convencional-. Las primeras autopistas construidas en Catalunya entre finales de los años 60 y los 70, como la AP-7 o la AP-2, pertenecen a este grupo.

En un segundo grupo, encontramos autopistas de pago para el usuario, pero no en forma de pago directo por uso, sino en forma de tarifa plana. El pago de una tarifa plana permite al usuario utilizar la autopista por un periodo de tiempo limitado. Un ejemplo de infraestructuras que pertenecen a este grupo, es la red de autopistas suiza. Para transitar por ella, se necesita una viñeta que cuesta 40 francos suizos al año.

En un tercer grupo, encontramos las autopistas gratuitas para el usuario en las que este no abona ninguna cantidad al operador de la infraestructura por su uso. La Administración pública se hace

cargo de los costes de diseño, construcción, operación y mantenimiento, por gestión directa de la infraestructura o mediante el pago de un peaje a la sombra a una empresa concesionaria. Las autovías A-2 y C-2 5 o Eix Transversal (que discurre entre Cervera y Caldes de Malavella), pertenecen a este último grupo.

En el primero -el de autopistas de pago directo por uso- cada usuario paga su tarifa. Pero tanto en el segundo como en el tercer grupo, una serie de personas subvenciona a otras. Me explico. En el segundo grupo -el de autopistas con tarifa plana-, los usuarios que utilizan poco la autopista *subvencionan* a los que la utilizan mucho porque todos pagan la misma cantidad. En el tercer grupo -el de autopistas gratuitas para el usuario-, los contribuyentes, sean usuarios de la autopista o no, *subvencionan* a los usuarios. Pero, ¿tiene sentido que todos los contribuyentes paguen las autopistas libres de peaje a un grupo de usuarios? ¿Se imaginan a alguien reclamando llamadas de móvil gratuitas, es decir, pagadas con dinero del contribuyente? La verdad es que no tiene mucho sentido económico.

Entonces, ¿por qué muchos ciudadanos piden autopistas gratuitas para el usuario, incluso sin ser usuarios? Se me ocurren dos razones. Primera, porque como existen algunas autopistas gratuitas, los usuarios de las autopistas de pago, por uso o por tarifa plana, protestan porque se sienten discriminados. Segunda, porque el transporte por carretera ya soporta una carga impositiva elevada. El impuesto de circulación, los impuestos sobre los carburantes y el IVA pagado en la adquisición del vehículo son tres ejemplos. Si el usuario paga tantos impuestos por el transporte privado por carretera, es comprensible que uno se pregunte por qué debería además pagar peajes. ¿Cubren todos estos impuestos los costes del transporte por carretera, incluyendo las externalidades como los costes de los accidentes o las congestiones? Pues la verdad es que el usuario no tiene ni idea y le da la sensación de que paga mucho y por duplicado. En este sentido, el escenario actual es muy mejorable.

Por lo tanto, es necesario un modelo de pago por el transporte privado de carretera -preferiblemente a nivel europeo- que incluya impuestos y peajes. Un modelo de pago directo por uso es, a priori, la alternativa más eficiente desde el punto de vista de incentivos económicos. Sin embargo, cualquier propuesta de nuevo modelo debería englobar todos los impuestos y los peajes derivados del transporte privado por carretera. El modelo debe ser claro, completo y racional. Claro, para que lo entienda todo el mundo. Completo, para que incluya todas las autopistas y vías de gran capacidad europeas. Y racional, para que responda a criterios económicos y de eficiencia, es decir, que incorpore criterios de calidad y los incentivos económicos necesarios para que los usuarios tomen sus decisiones de transporte teniendo en cuenta las externalidades que crean al resto de usuarios y a la sociedad.

Ramon Xifré, Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center de IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa, ESCI – Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 29 de octubre de 2013 en *El País*.

---

- **La crisis puede marcar la entrada de España en una fase de decadencia que nos hará más pobres y desiguales. Una reforma de verdad se planea con tiempo, se negocia con los implicados y se desarrolla según un plan.**
- **España necesita repensar su futuro económico si quiere salvar el progreso acumulado desde 1975.**
- **Europa pide cambios al sur; cuando llegan, los aplaude a medio gas y reclama más intensidad.**

En lo tocante a las reformas económicas, probablemente todo el pescado ya esté vendido para lo que queda de legislatura. A menos que el presidente Rajoy tenga un desconocido gusto por los experimentos, y si ningún factor exterior obliga a tomar medidas imprevistas, la lógica preelectoral que gobierna a nuestros gobiernos será cada vez más implacable. En un momento en el que el país necesita diálogo y colaboración de todos para resolver los problemas pendientes, lo más probable es que en los dos próximos años el Gobierno siga a la defensiva frente a una oposición que es francamente poco constructiva. Cuando más necesitamos de la política para corregir la economía es cuando parece que menos podemos esperar de ella.

No es ahora el momento, ni mucho menos, de hacer balances. Como la labor del Gobierno no ha terminado, ello no es posible y, además, ya habrá tiempo. Ahora bien, no todo ni todos en España pueden esperar. Puede que para algunos, tanto en el poder como en la oposición, mantener el *status quo* signifique ganar tiempo, pero me temo para la mayoría de ciudadanos significa perderlo.

La realidad según la última EPA es que en España hay casi 6 millones de parados y más de 1,8 millones de hogares con todos sus miembros en paro. Las cifras conocidas a finales de octubre representan unos incrementos del 2% y del 4% respectivamente en relación a las del año anterior. El paro se extiende, la morosidad alcanza cotas nunca vistas y el sistema financiero, auténtico pozo sin fondo de recursos públicos e inyecciones de liquidez, sigue averiado y sin cumplir su función social fundamental de apoyar a la actividad económica y la creación de empleo.

Debería ser evidente que la crisis económica es algo mucho más serio que un bajón cíclico o una cadena de trimestres de recesión. Puede marcar la entrada de España en una fase de decadencia más o menos lenta y prolongada, que nos dejará más pobres y, probablemente, desiguales entre sí. Nuestra situación económica actual es el resultado de la superposición de problemas a tres niveles. Empezando por lo más cercano, el modelo económico-financiero español de crecimiento iniciado a principios de los años noventa está agotado y sin recambio. En cuanto a la UE, todavía no está claro cómo nos coordinaremos en cuestiones clave de política económica, como la unión bancaria y la fiscal. Estas dudas, naturalmente, penalizan más a los Estados más débiles y que han necesitado asistencia, como España. Finalmente, lo que sí está claro es que el peso económico, comercial, demográfico -y por tanto, político de las economías desarrolladas se reducirá a favor de las

economías emergentes, cuyos menores costes de producción siguen ganando contratos internacionales.

A todo ello hay que añadir las mutaciones que el capitalismo experimenta en todo el mundo. Por citar sólo dos: se va desdibujando el perfil del empresario tradicional, que asumía riesgos propios en un negocio que conocía y que gestionaba de forma más o menos personal, y vamos hacia un mundo en el que las empresas mismas son bienes que se compran y venden. En paralelo, se están quebrando los fundamentos del contrato social vigente, dado que, por un lado, las rentas del capital crecen de forma sostenida más que la remuneración al trabajo y, por otro, la viabilidad de los Estados de bienestar, tal como están ahora, está seriamente comprometida.

Frente a este cuadro, relajarse y hablar de recuperación por una alegría de la prima de riesgo, unas décimas de mejora en las previsiones de crecimiento o el aumento del gasto de los extranjeros en nuestro país es pura superficialidad. España necesita repensar muy seriamente su futuro económico si quiere preservar el avance en nivel de vida y progreso social que, de forma tan clara y tangible, hemos alcanzado desde 1975. Mucho de lo anterior es también aplicable para el resto de la UE, pero esto no reduce la urgencia y la profundidad de los cambios que debemos operar aquí.

Para afrontar una situación tan delicada, el Gobierno ha optado por la paciencia, forzando a muchos ciudadanos a vivir la situación con resignación y abrazándose al mismo tiempo a la propaganda de las "reformas". Y en este punto España sí que es algo original. Aquí las reformas se definen por exclusión: todo aquello que hace el Gobierno y que no son recortes son necesariamente reformas. Como atenuante, cabe decir que parte de Europa participa de este juego. Pide reformas en el sur y luego, cuando llegan, sea lo que sea lo que llegue (salvo en casos muy exagerados, como la propuesta española inicial de creación de la CNMC), las aplauden a medio gas, se felicitan por la dirección pero demandan más intensidad. Naturalmente, estos juegos de cubrimiento mutuo terminan por minar la credibilidad de las instituciones.

¿Cómo son las verdaderas reformas? Los estudios internacionales, por ejemplo los de la OCDE, muestran que las reformas más eficaces son aquellas que se preparan con tiempo (el periodo de preparación activa parece rondar los dos años en promedio), en las que se dialoga con las partes implicadas, cuentan con un mandato electoral claro y se desarrollan de forma gradual y conforme a un plan. Por contra, las reformas rápidas e impuestas suelen ser de diseño defectuoso, vuelo bajo y corto recorrido. En definitiva se trata de relajar al máximo la tensión que genera toda reforma verdaderamente estructural: sus perjuicios suelen estar concentrados pero sus beneficios, dispersos. En España quedan unas cuantas pendientes: la educación, las políticas activas de empleo, la administración pública, el sistema impositivo, el Estado de bienestar o la agencia de investigación, por citar algunos ejemplos. No es este el lugar para hablar de todas ellas en detalle, pero en todos estos expedientes contamos con experiencias internacionales que se pueden estudiar a fondo para tomar o dejar los elementos que más nos convengan. Un trabajo de este tipo sería el primer paso para hacer reformas en condiciones.

¿Cómo se sacan adelante las reformas? En una democracia no hay otro camino que las explicaciones claras y la participación ciudadana. Además es importante que los que las proponen muestren con objetividad los costes de no reformar y que se prevean mecanismos para compensar a los perjudicados. Por supuesto, una primera condición para reformar con legitimidad es incluir el plan de la reforma con suficiente definición en el programa electoral, sin perjuicio de que se encargue a los expertos la concreción final. Estas condiciones pueden parecer elementales en otros países pero, desgraciadamente, resultan utópicas en España.

¿Es fácil reformar? Naturalmente que no. La historia reciente de Italia es aleccionadora y muestra con claridad lo complejo de la cuestión. Muchos en España envidiaron durante un tiempo a los italianos por contar con una figura como la de Mario Monti que parecía acercarse al reformador ideal. Se trata de un político experto, serio, honesto y bien relacionado con Bruselas. Sea como fuere, Mario Monti gobernó por virtud de gestiones de despacho y cuando llegó el momento de la verdad y presentó a los votantes su proyecto, obtuvo una rotunda (y tal vez injusta) derrota.

¿Es imposible reformar? Como contrapunto, y por citar sólo algunos, los casos de Suecia, Finlandia, Australia, Holanda, Alemania (éste, con luces y sombras) y, sin ir más lejos, el de España al inicio de la Transición, muestran que las reformas de calado son posibles. Además, un suceso reciente ocurrido dentro de la península italiana, pero ajeno a la política, puede que tenga algo que enseñarnos sobre el espíritu y la dinámica de las reformas: la elección del papa Francisco. El nuevo papa, que se enfrenta también a una tarea compleja, empezó por renovar los gestos y siguió con las palabras. Ahora faltan por llegar los hechos; veremos qué hace y qué le dejan hacer. Pero quizá lo más importante es hasta qué punto sus reformas movilicen y motiven a su gente y generen un clima "prorreforma" en la base, que a su vez, mueva a las estructuras a avanzar en esta dirección. Ese clima es, precisamente, otro de los factores que los estudios internacionales citan como condición para realizar con éxito las reformas estructurales.

Salvando todas las distancias, puede que algo así nos viniera bien por aquí. Y tenemos dos años por delante.

Carles Vergara, Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y profesor de Dirección Financiera del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 01 de noviembre de 2013 en *Capital*.

---

La compra de Bill Gates del 6% de FCC, es una gran oportunidad para el magnate estadounidense de convertirse en el segundo accionista de una empresa de construcción emblemática en España, y por un precio relativamente bajo (113,5 millones de euros). Además, le permite invertir en un sector, el de la construcción, que parece que ya tocó fondo y ahora puede empezar a remontar.

Por otra parte, esta operación puede tener sus riesgos porque aun viendo algunos síntomas de salida de la crisis, la recuperación de la economía española todavía no está clara. Sin embargo si Gates lo toma como una inversión a largo plazo, podría obtener buena rentabilidad. Aun así. Gates no ha comprado en el mejor momento, ya que en el último año, el valor de la acción de FCC se ha revalorizado un 67,24%.

De lo que no cabe duda es que el hombre más rico del mundo ha elegido nuestro país para invertir parte de su fortuna y esto supone una buena imagen de España a nivel mundial. Además, los mercados han reaccionado bien a la noticia, muestra de ello es la subida del 8,3% de las acciones de la constructora el mismo día de la operación.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 21 de noviembre de 2013 en *La Vanguardia*.

---

¿Es la Tierra el centro del universo como pensaba Ptolomeo o da vueltas alrededor del Sol como afirmó Aristarco de Samos en el siglo III a.C? La cuestión fue resuelta mucho más tarde en contra de Ptolomeo por el modelo matemático de Copérnico. Se utilizó el método científico que consiste en formular unas hipótesis, desarrollarlas mediante las reglas de la lógica, obtener unos resultados, y finalmente contrastarlos con la evidencia empírica y la observación. En octubre de este año se concedió el premio Nobel en ciencias económicas a los investigadores Eugene Fama y Robert Schiller, con la particularidad de que presentan teorías opuestas. Fama propuso la teoría de que los mercados son eficientes en cuanto a información al considerar que los precios de los activos financieros incorporan, como mínimo, la información pública que existe sobre ellos. Contrariamente, Schiller postula que los inversores son esclavos de sus sesgos y debilidades psicológicas, y que los precios siguen modas y olas de pesimismo y optimismo.

Es como si se hubiese dado el premio Nobel de física o astronomía a Ptolomeo y Copérnico conjuntamente. De hecho, no es la primera vez que se otorga el Nobel a dos investigadores que discrepan abiertamente, como en 1974 con Friedrich Hayek y Gunnar Myrdal, pero ahora el Comité Nobel ha dado un paso más, porque las teorías de los dos premiados no son compatibles. El carácter científico de las finanzas se pone, pues, en cuestión.

Un ejemplo muestra la diferencia entre las teorías. Si el mercado en el que se negocian las acciones de una empresa es informacionalmente eficiente, el precio de la acción reflejará toda la información disponible sobre la compañía, como mínimo la de dominio público. Esto significa que toda novedad tecnológica y de estrategia de la empresa se trasladará al valor de la acción. No servirá, por tanto, observar los precios pasados para adivinar su evolución futura (puesto que estos precios solamente reflejarán noticias que se producirán en el futuro). Si los inversores pudieran predecir que el precio de la acción va a subir, entonces comprarían hasta que el precio se ajustase y no se pudiera obtener un rendimiento extraordinario.

Sin embargo, si el mercado está dominado por inversores que tienen ráfagas de pesimismo u optimismo, una subida de precios hoy puede animar a los inversores a comprar mañana, generando un movimiento alcista que no necesariamente debe reflejar la evolución de la empresa. Los inversores actuarían, pues, como un rebaño de animales donde unos siguen a otros. Schiller cree que la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos se debió a la "exuberancia irracional" de los inversores, basada en un exceso de optimismo, que incluso en los máximos del mercado siguen creyendo que los precios continuarán al alza. La frase "los precios inmobiliarios siempre suben" les resultará familiar. Fama, por el contrario, seguramente interpretaría estos movimientos de precios como cambios en el apetito por el riesgo de los inversores.

Los trabajos de los premiados, junto con el también galardonado Lars Peter Hansen, han impulsado multitud de estudios empíricos sobre el comportamiento del mercado que han demostrado que es

muy difícil batirlo como inversor, porque la gran mayoría de fondos de inversión no logran superar los índices del mercado. Al mismo tiempo, se han detectado desviaciones de la teoría de Fama que permiten predecir los precios en algunos casos.

Las discrepancias teóricas entre los premiados no han evitado que tuvieran una gran influencia en los inversores. Según el Comité Nobel, la contradicción entre Fama y Schiller es solamente aparente, puesto que "no se puede predecir si el precio de las acciones o de los bonos subirá o bajará en los próximos días o semanas", pero "es posible predecir el curso de los precios de estos activos en un horizonte más amplio, como los próximos tres a cinco años". Fama y Schiller seguramente estarán de acuerdo con estas afirmaciones, pero diferirán en su explicación. Lo que los une de verdad es el impacto que han tenido en la comunidad de inversores. De la teoría de Fama se deriva el auge de los fondos de inversión pasivos, que siguen un índice, así como algunos fondos especializados para aprovechar las imperfecciones del mercado. Schiller ha popularizado un índice de precios inmobiliarios en Estados Unidos y ha propuesto un método para averiguar cuándo el mercado está sobre o infravalorado.

La decisión del Comité Nobel plantea la cuestión de si las finanzas son un arte o una ciencia. El resultado salomónico indica que el Comité tira por la calle de en medio. Sin embargo, hay que recordar que el premio se da a las "ciencias económicas" y, por consiguiente, nos podemos preguntar si contribuirá a prestigiarlas.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 20 de diciembre de 2013 en *La Vanguardia*.

---

Paul Volcker fue el presidente de la Reserva Federal con Jimmy Carter y Ronald Reagan desde 1979 hasta 1987, periodo en el que residí en EE.UU. Volcker fue el gran artífice de la lucha contra la inflación en EE.UU. en los años setenta y primeros ochenta. Ahora será recordado también por la norma Volcker, aunque él no sea su redactor, recientemente aprobada por los cinco reguladores del sector financiero en EE.UU. El presidente Obama respondió a la crisis financiera del 2008 con la Dodd-Frank Act, aprobada en el 2010, que incorporaba el principio de la norma Volcker: los bancos no podrán especular en su propio beneficio en los mercados de valores. Esta norma, aplicable en principio a los bancos de un cierto tamaño, intenta atajar la capacidad del sector bancario moderno, y la banca de inversión en particular, de tomar grandes riesgos en un corto espacio de tiempo mediante apuestas en los mercados financieros utilizando los depósitos de los clientes. Hay conocidos casos de *traders* individuales que han puesto en peligro a grandes bancos y que han supuesto pérdidas para estas instituciones que se miden en miles de millones de euros. Recordemos a Nick Leeson en Barings, Jérôme Kerviel en Société Générale y el reciente caso de la *ballena de Londres* en JP Morgan Chase. De hecho, sin este último caso la presión de la banca de inversión contra la norma hubiera sido mucho más fuerte todavía. Estos incentivos a tomar riesgos excesivos se han visto magnificados por la tendencia a ayudar a las entidades "demasiado grandes para quebrar" y a salvar a sus acreedores, e incluso, a veces, a los mismos accionistas. Esta especulación bancaria no era posible cuando la Glass-Steagall Act estaba vigente en EE.UU. Esta ley de 1933 fue la respuesta a la crisis bancaria de principios de los años treinta y separaba a la banca comercial de la banca de inversión. La primera tomaba depósitos, que estaban asegurados hasta un cierto límite, y no podía actuar en los mercados de valores, y la segunda comerciaba en valores y garantizaba su colocación en el mercado. La ley Glass-Steagall presidió un periodo de gran estabilidad en el sector bancario, pero a costa de una regulación colateral muy intrusiva que prohibía, por ejemplo, que los depósitos a la vista pagaran interés. Al final en 1999 esta ley fue revocada, en parte por la presión de la banca de inversión, y dio paso a grandes conglomerados financieros en Estados Unidos.

La ley Dodd-Frank, con 848 páginas, y la norma Volcker ahora adoptada, con un preámbulo de nada menos que 882 páginas, no son tan simples como las 37 sucintas páginas de Glass-Steagall. En efecto, la nueva regulación prohíbe a los bancos especular en el corto plazo por cuenta propia, con la excepción, ¡oh sorpresa!, de la especulación con bonos del gobierno y de otras entidades públicas. Sin embargo, los bancos podrán asegurar emisiones de valores y ser creadores de mercado siempre que las posiciones tomadas no excedan las demandas esperadas de los clientes. Asimismo, los bancos pueden cubrir su cartera de inversión siempre que se demuestre que mitiga un riesgo específico y concreto. Ahora bien, el regulador deberá supervisar las coberturas para ver si se ajustan a los riesgos específicos o constituyen especulación. Y aquí radica el gran problema, puesto que distinguir la cobertura de la especulación no es fácil, como tampoco lo es distinguir la creación de mercado para el cliente o en beneficio propio. El resultado es que una determinada operación financiera puede ser autorizada o no dependiendo del contexto y de las circunstancias en las que se lleve a cabo. Esto

implica que el papel del supervisor es muy directo y recurrente y, por ende, los incentivos de los bancos a influenciarlo, grandes. El contraste entre la regulación estructural que representaba Glass-Steagall y la regulación actual, con un importante componente de regulación directa del comportamiento, no puede ser mayor. La experiencia nos demuestra que los resultados de esta última tienden a ser mucho más problemáticos, máxime cuando la ley es prolija y compleja.

Existen otras iniciativas para controlar el riesgo que toman las instituciones bancarias mediante una regulación estructural. En el Reino Unido la comisión presidida por John Vickers propuso el aislamiento y protección de la banca minorista con requisitos de capital más elevados dentro de un mismo grupo bancario. Esta propuesta está en vías de ser puesta en práctica y se está considerando *electrificar* la barrera de separación entre banca minorista y de inversión, de manera que los intentos de sobrepasarla llevarían a la separación de los dos tipos de banca. En la Unión Europea el grupo liderado por Erkki Liikanen, gobernador del Banco de Finlandia, propuso aislar las actividades de especulación y creación de mercado de alto riesgo en una filial dentro del grupo bancario si eran lo suficientemente importantes. Esta propuesta está siendo considerada en la Unión Europea ahora.

Todas estas propuestas están encaminadas, acertadamente, a controlar el riesgo bancario, pero se enfrentan a dos problemas fundamentales: cómo evitar que las actividades de alto riesgo migren a segmentos opacos y no regulados del sistema bancario, y cómo las autoridades se pueden comprometer a no salvar otra vez instituciones que, aunque no lleven la etiqueta bancaria, puedan crear un riesgo para todo el sistema financiero.

Jordi Gual, Economista jefe de "La Caixa", profesor de Economía y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 5 de enero del 2014 en *La Vanguardia*.

---

- Lynn Stout argumenta que existen paradigmas alternativos a maximizar el valor de la acción que se adecuan mejor a la realidad empresarial.
- El derecho a voto tiene muy poco impacto debido a los escasos incentivos al control por parte de accionistas individuales.

La crisis financiera internacional ha puesto en cuestión muchas de las reglas básicas del mundo de la economía y las finanzas. También ha incidido en la polémica sobre los distintos modelos de gobierno empresarial y, en particular, en la vieja discusión sobre las ventajas e inconvenientes de la cotización de las compañías en mercados de valores.

A lo largo de las últimas décadas ha ganado influencia la visión que considera que la cotización en mercados organizados y, en ese marco, la persecución de objetivos de maximización del valor de la acción son principios de gestión que repercuten en un mejor gobierno corporativo, beneficiando a los accionistas de las compañías.

El dominio del paradigma del valor para el accionista se fundamenta, en primer lugar, en la teoría ortodoxa, que establece que las compañías deben perseguir objetivos corporativos de maximización de beneficios, puesto que ello conlleva una asignación eficiente de los recursos. Los objetivos de carácter social o medioambiental que tengan los inversores individuales deben perseguirlos a través de las decisiones que toman con el rendimiento que obtienen de las compañías en las que tienen acciones. Así lo enunciaba ya en 1970 Milton Friedman en un famoso artículo en *The New York Times*.

El paradigma ofrece prescripciones de política de gobierno corporativo sencillas: disminuir el poder de los consejos de administración, aumentar el poder de las juntas generales de accionistas e incentivar a los gestores ligando su retribución a la evolución del precio de la acción. En muchos países, y especialmente en EE.UU. y el Reino Unido, las reformas del gobierno corporativo han avanzado en esta dirección.

Sin embargo, y sin entrar en una revisión exhaustiva de los hechos, la experiencia de los últimos años muestra que no existe correlación entre el éxito empresarial y si una empresa cotiza o no en mercados bursátiles.

En un libro reciente, la profesora de derecho mercantil de la Universidad de Cornell Lynn Stout ha presentado de manera sugerente diversos argumentos contra la idea de que la maximización del valor de la acción es la mejor manera de servir a los intereses de los accionistas. Según Stout, esa idea no responde a la realidad de cómo actúan las sociedades anónimas.

Para Stout, los accionistas no son los "únicos" propietarios. Los tenedores de bonos, proveedores y empleados también tienen relaciones contractuales con la compañía, que les otorgan determinados derechos sobre los ingresos generados por la empresa.

Tampoco es cierto que los accionistas por el mero hecho de serlo tengan derecho a los beneficios residuales una vez se ha cumplido con todas las obligaciones comerciales y legales. Dicho derecho depende del reparto de dividendos por parte del consejo de administración y este, a su vez, se decide en función de la situación financiera de la compañía.

Finalmente, según Stout, el control de la dirección lo ejerce el consejo de administración y los mecanismos que tienen los accionistas para controlarlo son muy limitados: los derechos de voto, el derecho al control judicial de sus acciones y, finalmente, el derecho a votar mediante la venta de sus acciones en el mercado. El derecho a voto tiene poco impacto debido a los escasos incentivos al control por parte de accionistas individuales. La reclamación judicial es compleja. Salvo en el caso de fraude o apropiación indebida, la legislación comercial concede amplia libertad al consejo. Por último, el derecho a la venta sólo es una verdadera amenaza en caso de compras hostiles, contra las cuales en la práctica muchas compañías están protegidas con cláusulas defensivas.

Por otro lado, cuando la legislación ha dado más poder a los accionistas (eliminación de cláusulas de protección ante opas hostiles, posibilidad de votar directamente sobre cuestiones como la distribución de dividendos), no parece que los accionistas hayan invertido más en compañías en las que esto ha sucedido.

Lynn Stout argumenta que existen paradigmas alternativos a la maximización del valor de la acción que se adecuan mejor a la realidad empresarial. Se fundamentan en reconocer la complejidad y la diversidad de objetivos e intereses de los accionistas y tienen el objetivo de conseguir lo mejor para el accionista, aunque ello no suponga siempre maximizar la cotización de la acción.

La perspectiva más novedosa que aporta Stout, inspirada en los trabajos pioneros del economista Harold Demsetz, es la que compara al accionista con Ulises en *La Odisea*. La idea esencial es que el inversor, cuando compromete sus recursos financieros en el capital de una compañía y, por tanto, dejan de ser completamente líquidos, lo hace para "atar sus manos", como Ulises se encadenó al mástil para evitar la seducción del canto de las sirenas. El accionista se compromete a no retirar sus fondos de la empresa, lo que facilita que otros actores (otros inversores, posibles prestamistas, empleados...) tengan también interés en comprometerse a largo plazo, invirtiendo en habilidades o en activos que son específicos al proyecto empresarial en cuestión.

Las reglas, que en teoría benefician a los accionistas al permitirles retirar dinero de una empresa, pueden, en el fondo, ser contraproducentes, puesto que su propia existencia dificulta a la compañía, ya de buen principio, captar tanto recursos financieros como talento directivo.

Stout argumenta que la existencia de los consejos constituye una solución institucional para encontrar un equilibrio entre los intereses a posteriori de los accionistas y los del conjunto de *stakeholders*. Ese papel mediador del consejo garantiza que su inversión en activos no será objeto de apropiación a posteriori por parte de los accionistas. Y permite a la compañía acometer proyectos que de otro modo no podría abordar.

En definitiva, algunas de las restricciones de gobierno corporativo (renovación parcial de los consejos, la existencia de distintas clases de acciones), lejos de constituir anomalías, son, según Stout, mecanismos que les benefician, al garantizar que no habrá comportamiento oportunista por parte de

los accionistas y que, de este modo, la empresa podrá llevar a cabo proyectos a largo plazo que exigen el compromiso en gran medida irreversible de recursos y capacidades por parte de todos los *stakeholders*.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 16 de enero de 2014 en *La Vanguardia*.

---

Ahora empezamos a ver la luz al final del túnel este año 2014 después de que en los años anteriores nuestros políticos confundieran repetidamente la salida del túnel con las luces de un tren que venía en dirección contraria y, en una muestra de galopante daltonismo, hierbajos resecaados con brotes verdes. Hace ya casi siete años del estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en agosto del 2007. La crisis fue negada con vehemencia durante mucho tiempo en España, prácticamente hasta el fatídico mes de mayo del 2010, cuando el presidente Zapatero, a instancias internacionales, tuvo que admitir la magnitud de la tragedia y empezar el ajuste de la economía. Hasta este momento, naturalmente, no había necesidad de hacer reformas en España puesto que el país gozaba de unas instituciones del mercado laboral óptimas, el mejor sistema bancario del mundo, un sistema de tren de alta velocidad con más kilómetros que en los más avanzados países europeos y un Estado de bienestar que podía hacer frente a cualquier crisis y que permitía visibles gestos de generosidad.

Cuando en el 2008 y el 2009 insistía en la necesidad de reformas de calado en la economía española, para aumentar su competitividad y dar una señal de solvencia a los mercados internacionales, siempre obtenía por respuesta que la sugerencia era ingenua puesto que no era políticamente viable. La crisis de la deuda griega hizo inevitable que se iniciara un ciclo de reformas. Nuestra política económica había sido temeraria, y se impuso la realidad mediante la intervención de la UE y de los mercados financieros internacionales. Estábamos en el túnel y las reformas podían ayudar a que saliéramos de él o bien, en términos un tanto más cínicos, eran el requisito de los únicos que nos podían ayudar, UE, BCE y FMI. Se inició entonces la reforma del mercado de trabajo y, más recientemente, se ha abordado la de las pensiones para afrontar los retos del envejecimiento de la población, los cambios en la esperanza de vida y los moderados aumentos previsibles de la productividad en España. La del mercado de trabajo no garantiza eliminar la dualidad entre trabajadores protegidos y desprotegidos (temporales) y no reforma las políticas activas de empleo.

Otras muchas reformas son necesarias. La de la educación, con la ley Wert, y la de los entes reguladores, con la novedosa fusión de reguladores sectoriales con el de competencia en la nueva Comisión Nacional de Mercados y la Competencia (CNMC), se han realizado sin consenso y prometen crear más problemas de los que van a resolver. El sector eléctrico ha sido pésimamente regulado, acumula un déficit insostenible y necesita una reforma integral urgente. Las reformas profundas y duraderas necesitan preparación, rigor y consenso. La sucesión de leyes de educación en España, mientras los resultados de nuestros estudiantes empeoran, no es propia de un país avanzado. La regresión hacia los poderes de los ministerios en detrimento de los reguladores en la nueva CNMC no augura nada bueno. La misma Comisión Europea expresó reticencias al respecto. La administración pública sigue sin reformarse, así como la administración de justicia, por no hablar del sistema impositivo. España es un país en que se recauda poco pese a que los tipos marginales del impuesto de la renta son elevados. Parece que está claro que aumentar la competitividad y el tamaño del sector exportador es crucial para salir de la crisis. Pero las medidas para aumentar la productividad

brillan por su ausencia. España está dejando de invertir en investigación con una visión cortoplacista; el esfuerzo en investigación se traduce en aumentos sostenidos de la productividad.

El gran problema es que las reformas, con distintas administraciones, se han llevado a cabo sin convicción e impuestas desde el exterior. Un recorte es una respuesta de corto plazo para intentar cuadrar el objetivo de reducción del déficit. El problema es que el recorte normalmente no reduce el déficit estructural, y este resurge una y otra vez. Una reforma apropiada ataca el problema de fondo. Hacer reformas no es fácil, pero tampoco imposible. Hay países que lo han conseguido. Alemania planteó reformas ambiciosas que aumentaron su competitividad con Schröder. Los ejemplos paradigmáticos son países nórdicos como Finlandia y Suecia, que superaron situaciones de grave crisis con reformas muy profundas. La clave del éxito fue la determinación política y el consenso de la sociedad. Aquí hemos tenido una grave crisis, pero los dos factores anteriores han sido sustituidos por la imposición exterior. Los aumentos de competitividad a costa de un desempleo de más del 25% han representado un camino de reforma brutal y muy problemático para el futuro.

La presión externa europea seguirá, puesto que se está avanzando a trancas y barrancas en la integración europea, con la unión bancaria por ejemplo. La cuestión es que las leves mejoras de la economía y, sobre todo, de la percepción externa de la economía española, junto con la perspectiva de elecciones, pueden relajar los intentos reformistas. Si esto sucede, nos podemos preparar para un estancamiento de largo plazo, la luz al final de túnel se alejará una y otra vez.

Jordi Gual, Economista jefe de "La Caixa", profesor de Economía y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 16 de febrero del 2014 en *La Vanguardia*.

---

- **El gran riesgo de la estrategia de salida de la política monetaria es que los mercados no se la crean.**
- **Yellen se enfrenta a un reto de gestión monetaria muy complejo.**

Con el nombramiento de la prestigiosa economista Janet Yellen como presidenta de la Reserva Federal estadounidense (Fed), una mujer accede por primera vez a esta posición, de excepcional influencia en la economía mundial. Yellen, profesora emérita de la Universidad de California en Berkeley, inicia su mandato enfrentándose a un reto excepcional que marcará el devenir del año 2014. El desafío es avanzar en el repliegue de la política monetaria heterodoxa que la Reserva ha desarrollado desde 2008, y hacerlo al ritmo adecuado para no cercenar la recuperación de Estados Unidos.

Es un reto colosal porque el experimento monetario de los últimos cuatro años no tiene precedentes. En este periodo, el balance de la entidad ha pasado de 800.000 millones de dólares a casi cuatro billones, o, lo que es lo mismo, de representar un 6% del PIB estadounidense a suponer un 22%.

La retirada de esta ingente liquidez, lo que se conoce como *tapering*, consiste inicialmente en una reducción de las compras regulares de bonos que lleva a cabo la Reserva Federal. Plantea interrogantes, puesto que no estamos ante el inicio de un ciclo clásico de política monetaria contractiva. El simple anuncio hace unos pocos meses ya provocó serias alteraciones en los mercados. La perspectiva de una menor inyección de liquidez en la economía mundial afectó negativamente a las Bolsas y también a los mercados de bonos. Además, tuvo repercusiones desfavorables en los países emergentes, especialmente en aquellos con una situación macroeconómica y financiera más vulnerable.

Posteriormente, la autoridad monetaria pospuso el *tapering* hasta que la recuperación se confirmara de manera más clara. Su inicio efectivo, aún bajo la presidencia de Bernanke, de momento ha sido razonablemente aceptado por los mercados, si bien persiste la incertidumbre sobre sus repercusiones cuando el balance de la Reserva empiece a contraerse.

La clave para evitar un exceso de volatilidad en el mercado, además de efectos adversos serios, como rápidas subidas de los tipos de interés a largo y caídas de los activos de riesgo, está en la política de comunicación que lleve a cabo la Reserva. La denominada "estrategia de salida" debe ser comunicada de forma clara al mercado y, lo que es más importante, debe ser creíble.

En este sentido, la entidad ha modificado sustancialmente su estrategia de comunicación a lo largo del último año, añadiendo un elemento de condicionalidad a su voluntad de mantener bajos los tipos de interés a corto plazo durante un largo periodo de tiempo. Ahora se vincula explícitamente el mantenimiento de la política monetaria laxa a la evolución de determinadas variables económicas,

como la tasa de desempleo, siempre y cuando las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas.

Janet Yellen, por tanto, se enfrenta a un reto de gestión de la política monetaria muy complejo. La institución ha vinculado el fin de la política laxa a la evolución de unas pocas variables de la economía real, lo que permite dibujar con claridad la estrategia de salida. Sin embargo, la cuestión de la credibilidad dista de estar resuelta. Por un lado, la propia Reserva Federal se ha reservado un margen de discrecionalidad, y, por otro, la explicitación de un número reducido de indicadores plantea incertidumbres, dado que la reactivación económica no siempre se manifiesta de manera armónica en toda la economía. Las contradicciones de este tipo de políticas de orientación (*forward guidance*) se han puesto ya claramente de manifiesto en el caso británico. Los objetivos en función de la tasa de desempleo se han alcanzado con inesperada rapidez, obligando a revisar la política de orientación que inicialmente se había transmitido a los mercados.

En definitiva, el gran riesgo de la estrategia de salida de la política monetaria heterodoxa seguida en los últimos años es que los mercados no la consideren creíble. Es decir, que perciban que la Reserva Federal se compromete a un plan de acción insuficientemente preciso y que, además, puede no estar interesada en respetar cuando llegue el momento de ejecutarlo.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 20 de marzo de 2014 en *La Vanguardia*.

---

La extinta Comisión del Mercado de Telecomunicaciones (CMT) se ha subsumido en la recientemente creada Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (CNMC). En julio del 2004, hace casi una década, di la bienvenida en estas mismas páginas a la CMT cuando la "España plural" de Rodríguez Zapatero decidió el traslado de su sede de Madrid a Barcelona. La CMT se estableció en Barcelona a finales del 2005 y estrenó su flamante sede en el 22@ en el 2010. La idea era que no todas las estructuras de Estado debían estar concentradas en Madrid tal como sucedía, y sucede, en países descentralizados. En Alemania, por ejemplo, el Tribunal Constitucional está en Karlsruhe. Era evidente el componente político del traslado, tal como había propugnado Pasqual Maragall con la idea de la bicapitalidad Barcelona-Madrid en España. Pensaba entonces también que el traslado era un gran acierto puesto que podía dar más independencia al regulador y establecer un polo de atracción en Barcelona para las empresas de telecomunicaciones. Esto reforzaría la localización de centros de decisión empresarial en la región metropolitana, y contribuiría a desarrollar un sector de servicios a las empresas y un mercado de trabajo de alta calificación, con particular incidencia en el distrito del 22@. En un estudio sobre regiones metropolitanas en Europa habíamos concluido que el potencial de Barcelona como atracción de sedes empresariales estaba muy por debajo de los indicadores de potencial. Una de las razones que podrían explicar el fenómeno era la falta de capitalidad de Barcelona en términos de entes reguladores.

El nuevo macrorregulador, la CNMC, acumula las competencias de política de defensa de la competencia y la regulación sectorial en energía, telecomunicaciones, audiovisual, transporte y correo postal. Pero esto no es todo: con la reforma se traspasan competencias en materia de energía y audiovisual al Ministerio de Industria, y la nueva ley de Telecomunicaciones prevé prácticamente vaciar de contenido competencial al nuevo regulador en esta materia a favor del ministerio. Esto es así cuando el regulador español ya es de los que tiene menos competencias en el contexto europeo al no ocuparse del espectro radioeléctrico, protección del consumidor, y seguridad de las redes, por ejemplo. Todo ello apunta a que el ya infrautilizado edificio de la CMT en Barcelona puede pasar a ser próximamente un (espléndido) edificio fantasma.

Transcurridos diez años y a la hora de la desaparición de la CMT el balance es claroscuro. Dejemos de lado la (buena) idea de la bicapitalidad Barcelona-Madrid que ha pasado a mejor vida y que en Catalunya se ha transformado en reivindicación de estructuras de Estado propio. No tengo claro tampoco que la CMT ganara en independencia por su ubicación en Barcelona como atestiguan sus desencuentros con las autoridades de Bruselas y consecuentes llamadas de atención. Hay que concluir que, políticamente, ha sido un experimento fracasado y otra oportunidad perdida para que las estructuras de Estado se descentralizaran en España. Por otra parte, no parece que el traslado de la CMT sirviera para que grandes operadoras de telecomunicación se instalaran en Barcelona. Aquí la falta de suficiente independencia del regulador se ha hecho notar. Las sedes de las empresas siguieron localizadas donde las decisiones importantes se tomaban. Sí que es posible que algunas

empresas de servicios jurídicos y de consultoría hayan ampliado su actividad en Barcelona, y que la localización de la CMT ayudara para que Barcelona obtuviera la capital mundial del móvil.

Las razones de este balance mixto son complejas, pero una fundamental es la falta de una voluntad clara por parte de los sucesivos gobiernos en España de dar independencia real a los entes reguladores. Los anteriores ya vieron comprometida su independencia en varias ocasiones, y la nueva CNMC ha tropezado inmediatamente con el galimatías eléctrico y la polémica suspensión de una subasta para el suministro de los consumidores a finales del año pasado. El presidente de la CNMC ha echado leña al fuego al afirmar, refiriéndose a las inversiones en tecnologías renovables, que las empresas han de tener en cuenta el riesgo regulatorio. La frase ha sorprendido a propios y extraños, puesto que la CNMC es, al menos en teoría, el regulador de la energía. La transferencia de competencias de los reguladores a los ministerios es una señal inequívoca de que se desconfía de los organismos independientes y ya ha habido diversas advertencias por parte de la Comisión Europea en este sentido. A esta desconfianza se añade la animadversión, que parece creciente, hacia toda descentralización real. La marcha de la CMT de Barcelona parece cerrar el círculo del proceso de recentralización en el que estamos inmersos.

En términos prácticos, Barcelona debe suplir la falta de capitalidad con iniciativas imaginativas de ámbito internacional que la consoliden como punto de referencia de las telecomunicaciones y del audiovisual. Por ejemplo, Barcelona pierde un regulador de perímetro español, pero podría constituir un centro de referencia internacional para el estudio de la regulación en telecomunicaciones y audiovisual. El capital humano existe y la calidad de vida en la ciudad atraerá el resto si hace falta. La capital mundial de la telefonía móvil es una iniciativa excelente pero necesita ser complementada con proyectos ambiciosos para que se consolide.

Ramon Xifré, Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center de IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa, ESCI – Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 15 de abril de 2014 en *El Periódico*.

---

- **Por eficiencia y justicia, hay que poner coto a los abusos en un mercado de tipo oligopólico.**

Se acumulan los indicios de comportamientos poco competitivos en el sector de los carburantes. A raíz de las primeras sombras de duda, la extinta Comisión Nacional de la Competencia (CNC) ya inició una investigación sobre las conductas de los principales operadores y en los últimos tiempos han aforado evidencias de curiosos movimientos de los precios en este sector, los llamados efectos *lunes*, *cohetes* o *pluma*. Demasiado argot como para pensar que este mercado funciona correctamente.

En primer lugar es preciso destacar el buen papel que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), sucesora de la CNC, está realizando en el seguimiento del caso. Sus informes, que incluyen comparativas con los precios desglosados de los carburantes en los países vecinos, son claros y muy útiles. La Comisión cumple así con su función de inspección y, sirviendo los datos debidamente analizados, permite además que los ciudadanos hagan sus propios juicios sobre la situación. Así sabemos que en enero del 2014 la gasolina en España, antes de impuestos, era la tercera más cara de la UE, y también que el margen bruto (es decir, precios antes de impuestos y detrayendo la cotización internacional) en España ha crecido un 13% desde el 2012 mientras que el promedio de la UE se ha mantenido casi constante.

Pero no basta con realizar informes, es necesario asegurarse de que este mercado es competitivo, tanto por razones de eficiencia como de justicia. De eficiencia, porque los carburantes se encuentran al principio de la cadena de valor de casi todas las actividades económicas y por ello sus precios afectan a la competitividad de la economía en su conjunto. De justicia, porque si no se corrigen las hipotéticas conductas anticompetitivas el Estado estaría amparando una masiva redistribución de renta, empobreciendo a casi todos para enriquecer a un grupo mucho más reducido que el ya famoso 1%.

Pero además, el Gobierno debería ver con claridad la oportunidad política de tener una estrategia potente en este frente. Después de que, entre Europa y nosotros mismos, hayamos hecho recaer la carga de devaluación interna en los salarios (a pesar de lo que diga **Montoro**), sería reconfortante para los ciudadanos comprobar que también se puede recuperar competitividad recortando márgenes. No se trata en absoluto de tomar medidas arbitrarias y populistas para ganarse el favor de la opinión pública. Se trata de emplearse, con la misma determinación que se ha tenido para introducir *flexibilidad* en los salarios, en poner coto a los abusos empresariales que se basan en estructuras de mercado oligopólicas. Como nota al margen: para avanzar en esta dirección conviene dar más, y no menos, independencia y competencias a la CNMC.

Si el Gobierno actúa con precisión puede ayudar a que la gente comprenda que esto de la competitividad es un concepto doméstico y muy cercano, y no solo una excusa para llevar a cabo más recortes. En el fondo, que la disciplina se debe aplicar a todos.

## El juego de la gallina

---

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 17 de abril de 2014 en *La Vanguardia*.

---

En la película *Rebelde sin causa*, Jimmie (James Dean) y Buzz, líder de una banda local, se dirigen a toda velocidad con sus vehículos a un precipicio. El primero que se tire del coche o frene para no despeñarse, perderá, será denominado *gallina* y perderá el favor de chica (Natalie Wood). En la versión clásica de este juego, estudiado por la teoría de juegos, dos jóvenes encaran sus coches en los extremos de la calle principal del pueblo y se dirigen el uno hacia el otro en curso de colisión. En este juego cada jugador tiene una estrategia dura (continuar) y una blanda (ceder). Si los dos ceden se queda como estaban, pero si ninguno capitula se produce la catástrofe. Naturalmente, cada jugador prefiere que desista el otro. En este juego hay dos posibles estrategias consistentes bien que conceda sólo Jimmie o bien que conceda sólo Buzz. Pero si se añade la dimensión temporal, que es la que se da en la realidad, el juego no tiene una solución estable con estrategias consistentes. Si Buzz piensa que Jimmie aflojará dos segundos antes del precipicio, entonces Buzz seguirá un segundo más. Pero en este caso Jimmie preferirá aflojar medio segundo antes del precipicio para dejar como gallina a Buzz, y así sucesivamente. Ya se pueden imaginar el resultado.

El problema es que nadie quiere desistir y, por tanto, cada parte hace los esfuerzos posibles para convencer a la otra de que está comprometido a no hacerlo. De hecho, si Buzz y Jimmie hubieran jugado la versión clásica del juego (en la calle principal) y a Buzz se le hubiera enganchado el acelerador y bloqueado el volante, y esto fuera evidente para Jimmie, Buzz habría ganado, puesto que el aflojar o no estaría fuera de su control (desafortunadamente, en la película se dirigían al precipicio y a Buzz se le enganchó la manga de la chaqueta en el asidero de la puerta del coche y se despeñó al no poder saltar a tiempo). Un accidente puede determinar que gane un contendiente u otro, o un resultado catastrófico.

El lector se preguntará por el interés de este juego, aparte de como entretenimiento. Bertrand Russell lo comparó con la carrera armamentística nuclear, y temía que el hecho de que la carrera no hubiera conducido a la destrucción mutua entre las superpotencias no era garantía para que la catástrofe no acabara sucediendo. El problema es que la estructura del juego lleva a los jugadores a una política de riesgo calculado (*brinkmanship*) de resultado incierto. El ejemplo clásico es la crisis de los misiles que enfrentó a Kennedy y a Jruschov en 1962. Kennedy fue hábil y desoyó a los militares que querían arrasar Cuba y estableció un bloqueo naval que conforme transcurría el tiempo elevaba la probabilidad de que los *halcones* del ejército ganaran la partida y EE.UU. atacara. La opción presentada por Kennedy a Jruschov era pues: usted puede desactivar esta amenaza de los *halcones* cediendo (y es lo que acabó haciendo Jruschov). Es importante darse cuenta de que el juego de la gallina no se juega normalmente entre dos personas sino entre dos conglomerados de intereses y que siempre el jugador titular (Kennedy, por ejemplo) puede decir que no sabe cuánto tiempo podrá controlar a los extremistas de su bando (los militares *halcones* en este caso). Las dos partes enfrentadas tienen sus componentes que no quieren transigir mediante alguna cesión a la otra parte y al mismo tiempo tienen incentivos a presentarse más rígidas de lo que en realidad son.

El conflicto entre las instituciones de Catalunya y de España me recuerda el juego de la gallina. Se trata de ver quién concede primero. Voy a dejar a la imaginación y preferencias del lector la posible identificación de Jimmie y Buzz, o de Kennedy y Jruschov, con Mas y Rajoy (o Rajoy y Mas).

El arte de la política de riesgo calculado es muy difícil y sutil. Hay que incrementar los riesgos gradualmente y dejarse un margen de maniobra suficiente para retroceder en cuanto el rival accede a negociar. Hay que intentar controlar, precisamente, mediante la cesión temporal de control. Esta fue la estrategia de Kennedy. Intentar ganar en el juego de la gallina es peligroso. El riesgo calculado se puede descontrolar. El actual conflicto entre Catalunya y España no ha tenido consecuencias por el momento en la economía (ni en la catalana ni en la española). Pero esto puede cambiar si no hay perspectiva de una solución negociada y el conflicto se enquistaba, mientras los trenes se aproximan y la incertidumbre aumenta. La sesión del pasado 8 de abril en las Cortes abona esta impresión. Los mercados de capitales tienen una capacidad de atención limitada pero cuando un país atrae el interés por un posible problema, los movimientos son rápidos (sólo hace falta recordar lo que pasó con los flujos de capital como reacción a la prima de riesgo española en la crisis de la deuda).

Sin embargo, existe otra posibilidad, cambiar las reglas del juego de modo que se amplíe el abanico de alternativas y se haga posible la negociación. Esto es factible como lo demuestra el caso de Escocia en el Reino Unido. Allí se ha evitado el choque frontal del juego de la gallina mediante una negociación y pacto de una consulta. Al mismo tiempo las autoridades del Reino Unido han garantizado la estabilidad afirmando que en cualquier escenario el pago de la deuda pública estaría garantizado. Esto no significa que el Gobierno británico esté a favor de la independencia de Escocia, todo lo contrario, sino que se ha pactado un mecanismo de resolución del conflicto. El debate de los pros y contras de la secesión, como la adopción o no de la libra esterlina por parte de una Escocia independiente, se lleva a cabo de forma abierta y rigurosa. Si en España no se cambia de juego y se toma el camino de la negociación, la confrontación acabará pasando factura a la economía, y seguiremos a la expectativa del resultado del juego de la gallina.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 22 de abril de 2014 en VoxEU.org.

---

- Since capital flows to and from hedge funds are strongly related to past performance, an exogenous liquidity shock can trigger a vicious cycle of outflows and declining performance. Therefore, 'noise' trades – usually thought of as erratic – may in fact be persistent. Based on recent research, this column argues that there can be multiple equilibria with different levels of liquidity and informational efficiency, and that the high-information equilibrium can under certain conditions be unstable. The model provides a lens through which to interpret the 'Quant Meltdown' of August 2007 and the recent financial crisis.

The recent financial crisis has revived interest in the question of what triggers crashes and meltdowns in financial markets. An important reason for abrupt and large price dislocations is the lack or 'slow motion' of arbitrage capital (Duffie 2010) that weakens the risk-bearing capacity of liquidity providers.

We suggest that there is an alternative explanation based on expectations dynamics in the presence of persistent market noise.

In the market:

- There are traders who operate on the basis of public and private information.

Their actions are persistent across time and tend to anchor asset prices to the fundamentals.

- There are traders who act on motives unrelated to information, such as hedging, or the need for liquidity ('noise' traders).

Their trades are generally thought to be erratic. They reduce the extent to which price movements reflect the real value of the asset.

The question that arises seems therefore to be a rather empirical one, that is:

- How can we estimate the amount of noise in asset prices?

The problem is not easy to solve, since the motives that drive traders' decisions are often unknown to other traders in the market, as well as to outside observers. In principle, an order to sell given by a fund to satisfy savers who need to liquidate their positions can be mistaken for the decision to unwind a position at a profit, prompted by information about the asset's fundamentals.

However, there are conditions in which trading decisions can to some extent be safely ascribed to liquidity needs. A case in point is the behaviour of funds that face huge redemption orders from their investors (Coval and Stafford 2007). The idea is that, pressed with the need to satisfy investors' orders, funds liquidate their positions without looking too much at market conditions, thereby trading as uninformed investors.

- The next step in the logic is to connect this behaviour with the evidence that capital flows to and from funds are strongly related to past performance (Chevalier and Ellison 1997).

Plainly this can induce a vicious cycle.

- An exogenous shock (such as, for example a large redemption order) leads funds to liquidate their positions;
- This negatively affects their performance, which subsequently feeds back to additional outflows from the fund (Lou 2012).

A vivid example of this dynamic is offered by the 'Quant Meltdown' episode, when some of the most profitable hedge funds steadily unwound their positions during the second week of August 2007 (Khandani and Lo 2011).

Taken as a whole, this mechanism suggests that 'noise' trades, far from being erratic across time, can actually display persistence. Does this apparently innocuous feature of uninformed orders change in some way our understanding of the way asset prices reflect information about fundamentals?

New research

This is the starting point of a recent paper (Cespa and Vives 2014) in which we explore the effect of persistent liquidity trading on asset prices. We show that persistence in uninformed orders, when coupled with the short horizons that informed traders usually exhibit, causes co-movement in investors' behaviour in terms of their response to private information. This may yield multiple situations with self-fulfilling expectations, and has important implications for the informational content of equilibrium prices, as well as for return volatility and the liquidity of the market.

Suppose that fundamentals information and persistent liquidity trading – 'noise' for short – affect asset prices. In these conditions, any news that accrues to our information set about one of these factors affects our present and, crucially, past understanding of the other factor. This means that dynamic learning involves reconsidering the assessment investors have made about the relative impact of noise trading and fundamentals at the early stages of the trading game, under the lenses of newly gathered information. We refer to this backward-looking expectation revision mechanism as 'retrospective' inference.

Here is how retrospective inference works. Consider a two-period setup and suppose that in the first period dealers receive a sell order from investors with unknown trading motives. In order to absorb it, they mark the price down for two reasons:

- First, the order may come from informed investors, who know the asset is overvalued.
- Second, independently from the investors' trading motives, absorbing the order increases the dealers' asset inventory, exposing them to a potentially larger loss when they rebalance it one period ahead, at a random (possibly much lower) price.

Suppose now that in the next trading round a new order to sell arrives. How should dealers interpret this renewed selling pressure? Due to persistence, a first possibility is that noise trading is the main driver of both orders. However, it could as well be that informed traders have taken advantage of the price dislocation created by (a large buy order from) noise traders, so that fundamentals information is a strong driver of one, or both orders. Which among these alternatives is more likely to arise? The answer turns out to crucially depend on dealers' opinion about the first order.

Suppose first-period dealers trust the order they face to be mostly information-driven. In this case, the bulk of the price adjustment to fundamentals information must occur in the first period. But then, in the second period the asset is no longer likely to be very much overvalued. This lowers the odds that the new sell order comes from informed investors, while increasing the chances of noise trading. But if noise trading is driving the current order, due to persistence, its impact in the first period must have been underestimated. Equivalently, dealers' previous assessment of the fundamentals must have been too low and, working retrospectively, dealers revise up their expectation of the asset. As a result, the usual, inventory-driven downward price adjustment is now mitigated by the retrospective inference-operated expectation correction, and the order commands a

mild price change. But if dealers in the first period envisage a small future price adjustment, they see their increased exposure to the asset as less risky, and therefore are willing to accommodate the sell order at better terms, supplying more liquidity. This implies a milder price impact of noise trades that allows fundamentals information to prevail. In this case, a high-liquidity equilibrium, in which prices are driven by fundamentals, arises.

Of course, if dealers are instead convinced that the initial order was mostly driven by noise/liquidity trades, they attribute the new sell order to informed speculation. This means that probably the effect of liquidity trading in the first period was smaller than they previously thought, which leads them to revise downwards their expectation of the asset payoff. This reinforces the downward price adjustment they require as compensation for their increased exposure to the asset, magnifying the total price change. As a result, first-period dealers are now less willing to accommodate the order. In this case, the equilibrium level of liquidity is instead low, and noise/liquidity trading is the main price driver.

Thus, retrospective inference teaches us that when the demand for an asset is driven by different – information- and non-information-motivated – persistent factors, a given order to sell (or buy) can have a large or small impact, depending on investors' opinions about the drivers of the asset demand. Equivalently, the market can hover in a high-liquidity, high-informational-efficiency state, or be mired in a low-liquidity, poor-informational-efficiency trap. What determines which state prevails?

#### Concluding remarks

Our results show that the high-liquidity equilibrium can be fragile. For example, if public information about the asset is scant, investors over-rely on the information they extract from the orders they observe, and the retrospective inference loop becomes very strong. As a consequence, the high-liquidity equilibrium becomes unstable. In this case, only the noise-driven equilibrium, in which the price impact of trades is large, survives. Of course, in such a situation, liquidity provision is a very profitable, albeit very risky, activity. Interestingly, some authors (Nagel 2012) find that during the recent financial crisis 'contrarian', liquidity-providing strategies that loaded on losers and shorted winners turned out to be highly profitable. If we couple this with the observation that public information on the financial health of important players became abruptly scarce during the financial crisis (see e.g. Gorton and Metrick 2010), our paper provides a narrative of the crisis that emphasises the importance of public information provision. Through the lenses of our model, a paucity of reliable public information may have reduced the risk-bearing capacity of the market, relegating most of the economy to the low-liquidity equilibrium.

The low-liquidity equilibrium also prevails when the demand of noise traders becomes more volatile. In this case, the loop weakens, and the high-liquidity equilibrium disappears. This observation illuminates the Quant Meltdown of August 2007. Indeed, when several hedge funds started unwinding their holdings (arguably for non-informational reasons), the price impact of trades jumped. According to Khandani and Lo (2011), a lack of arbitrage capital (together with the rising importance of high-frequency trading for market making) was largely responsible for the meltdown. An alternative interpretation derived from our model is that the large increase in price impact was due to an increase in the volume (and volatility) of noise trading which fostered a switch from the high-liquidity to the low-liquidity equilibrium.

#### References

- Cespa, G and X Vives (2014), "Expectations, Liquidity, and Short-Term Trading", CEPR Working Paper 8303.
- Chevalier, J and G Ellison (1997), "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", *Journal of Political Economy*, 105(6): 1167–1200.

Coval, J and E Stafford (2007), "Asset Fire Sales (and Purchases) in Equity Markets", *Journal of Financial Economics*, 86: 479–512.

Duffie, D (2010), "Asset Price Dynamics with Slow-moving Capital", *Journal of Finance*, 65(4): 1237–1267.

Gorton, G and A Metrick (2010), "Haircuts", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92(6): 507–519.

Khandani, A and A Lo (2011), "What Happened to the Quants in August 2007? Evidence from Factors and Transactions", *Journal of Financial Markets*, 14: 1–46.

Lou, D (2012), "A Flow-based Explanation for Return Predictability", *Review of Financial Studies*, 25(12): 3457–3489.

Nagel, S (2012), "Evaporating Liquidity", *Review of Financial Studies*, 25(7): 2005–2039.

\* La autoría del artículo es compartida con Giovanni Cespa.

## ¿Voluntarios o forzados?

---

Ramon Xifré, Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center de IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa, ESCI – Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 18 de mayo de 2014 en *El Periódico de Aragón*.

---

Muy poco a poco parece que se van dibujando los caminos que pueden conducir al final de la crisis y generar ocupación neta en España. Otra cosa es que estos caminos sean los más deseables y los que nos convienen a la mayoría o, sencillamente, vías de escape.

El Gobierno aprobó la reforma laboral de 2012 con el objetivo declarado de reducir la dualidad del mercado laboral. Para ello, recortó el importe del despido en los contratos a los trabajadores fijos, de forma que la diferencia entre los despidos de fijos y temporales se aminorara. La última EPA muestra que, aun así, si algo se mueve en el mercado laboral es la contratación temporal. Además la tasa de paro mejora porque se reduce la población activa, es decir, hay gente que, fatigada de crisis y de promesas de reformas, se descuelga del mercado laboral y pierde la ilusión de encontrar un trabajo. Terrible.

Es muy probable que estas dos formas de recuperación económica, un mayor peso de la contratación temporal y una desaparición de trabajadores activos, no sean consecuencia directa de las medidas que toma el Gobierno, sino que reflejen decisiones empresariales. En algunos casos, decisiones difíciles para salvar la situación; en otras, decisiones fáciles que aprovechan la crisis para apretar.

Otro camino que se va abriendo paso es el aumento del número de autónomos y, en especial, de aquellos que se consideran económicamente dependientes, una categoría que tiene reconocimiento legal en España, pero no estadístico, ni en España ni en la UE. Son trabajadores para los cuales el grueso de sus ingresos procede de un solo cliente y que no cuentan con empleados a su cargo. Están creciendo de forma muy marcada y surge una duda sobre la causa de este auge: ¿estamos hablando de emprendedores de éxito que se independizan buscando mayor margen de maniobra o simplemente de una externalización dirigida a pagar menos a cambio de lo mismo o incluso de más?

Como no se dispone de estadísticas oficiales al respecto, la base para responder a esta pregunta es muy débil. Lo poco que conocemos apunta a que la respuesta depende del sector de actividad y, quizá, también del nivel de estudios de este tipo de autónomos (por lo general, elevado). Según los datos disponibles, cuya representatividad no está contrastada, la mayor parte de estos trabajadores declara que tomó la decisión por iniciativa propia pero, por ejemplo, en el sector de la hostelería y el turismo, más de la mitad responde que se trató de una imposición por parte de su empresa/cliente único.

De nuevo, puede que en este asunto el Gobierno no tenga margen para intervenir y no tenga posibilidad de saber qué condiciones se pactan en los despachos. Pero, en cualquier caso, y aunque no disponga de todas las palancas en su mano, el Gobierno está obligado a gobernar con los ojos y los oídos abiertos, y velar para que no construyamos nuestra recuperación sobre la base del abuso, la imposición y de «ofertas que no se pueden rechazar».

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 22 de mayo de 2014 en *La Vanguardia*.

---

¿Es Europa el problema o la solución? El proyecto europeo está en horas bajas y las encuestas señalan un declive del apoyo tanto a la Unión Europea en general como a la integración económica en particular. Este declive es notable en el sur de Europa y en Francia. Aun así el porcentaje de la población favorable a mantener el euro en los países que lo adoptaron es alto, supera el 60%, aunque sólo una minoría ve favorablemente al Banco Central Europeo (BCE). Sucesivos gobiernos en países del sur de Europa insisten en que se han visto forzados a efectuar reformas e importantes ajustes presupuestarios por el dictado europeo materializado en la troika (Comisión Europea-BCE-Fondo Monetario Internacional). Los gobiernos del norte insisten, por su parte, a sus ciudadanos que no había otra salida sino ayudar a los países del sur. Según esta visión la austeridad ha sido impuesta en el sur y se ha forzado la reducción de salarios y prestaciones públicas. Sin embargo, la gestión por parte de Angela Merkel de la crisis económica en Europa (según la reciente encuesta del Centro Pew) es aprobada por una mayoría en Alemania, Francia, Reino Unido, Polonia y Chequia, pero no en España y Grecia, y en menor medida en Italia. Hay una fractura norte-sur. La visión negativa sobre el papel de Europa dada por los dirigentes políticos explica en parte el auge de los partidos populistas, que pueden constituir una fuerza relevante en el nuevo Parlamento que surgirá de las elecciones del 25 de mayo. La participación en los comicios europeos ha descendido desde el 60% en los años ochenta hasta cerca del 40% (más recientemente), y todavía más bajo en la tan europea Catalunya.

Hay dos cuestiones por dilucidar. En primer lugar, debemos examinar qué hubiera ocurrido a la economía española si cuando la crisis estalló en el 2007 no hubiéramos pertenecido a la eurozona. La parada en seco de los flujos de capital y financiación a la muy endeudada economía hubieran supuesto una crisis mayúscula de balanza de pagos y una devaluación, o sucesivas devaluaciones, de nuestra moneda así como impagos de la deuda denominada en moneda fuerte. Todo esto acompañado de una recesión muy profunda con un descenso del nivel de vida superior al experimentado en la crisis actual. El (denostado) FMI hubiera tenido que intervenir con un programa de ayuda y de ajuste de la economía. En resumen, la debilidad tradicional de nuestra economía se hubiera resuelto por los métodos usuales, y así hubiéramos seguido hasta... la próxima crisis, siguiendo la tradición de nuestra historia económica reciente. Cabe objetar, y esta es la segunda cuestión, que si España no hubiera formado parte de la eurozona no se habría endeudado tanto con el exterior puesto que los flujos de capital al sector inmobiliario hubieran sido mucho más reducidos. Probablemente esto es cierto, pero también lo es que los esfuerzos de estabilización macroeconómica que se llevaron a cabo para que España entrara en el euro tampoco se hubieran realizado. En todo caso, la pertenencia a la eurozona ha evitado la crisis de balanza de pagos a través de los mecanismos de financiación del BCE. Sin Europa la crisis en España hubiera sido mucho más aguda. La imposición de medidas de austeridad es, en primera instancia, la consecuencia de la imposibilidad de España de financiarse en los mercados internacionales. La austeridad hubiera sido mucho más drástica sin la ayuda de los fondos europeos.

La fase aguda de la crisis del euro se ha superado, con la ayuda de las palabras mágicas de Mario Draghi en el verano del 2012, pero los retos pendientes son formidables. Los líderes europeos han avanzado en la construcción del edificio necesario para la estabilidad del euro (con la unión bancaria y un mayor grado de control de los presupuestos) pero estamos lejos de la unión fiscal necesaria. Para ello hay que avanzar en la unión política y en el control democrático de las decisiones. Veo difícil avanzar en este camino hasta que no haya un presidente europeo elegido directamente en las urnas. Por otro lado, en el medio plazo el posible estancamiento crónico de los países del sur de Europa puede cuestionar la consolidación del euro. La evolución de distinto signo del desempleo en EE.UU. y en Europa desde 2010 indica que la política macroeconómica en esta última no ha sido la adecuada. En efecto, con una austeridad menor en el sur y medidas de estímulo en el norte, a cambio de un programa de reformas profundo, el ajuste hubiera podido ser más suave en los países del sur, y las perspectivas de estancamiento y de fragmentación social se hubieran minimizado. No ha sido así y ahora recae otra vez la responsabilidad en el BCE de prevenir el estancamiento y posible deflación en estos países. Para que el sur periférico pueda recuperar competitividad es necesario que tenga una inflación menor que la alemana. El problema es que si Alemania tiene una inflación que no llega al 1% la perspectiva del sur debe ser deflacionaria para mantener un diferencial suficiente.

Para los ciudadanos del sur, Europa ha sido más tabla de salvación que interferencia problemática. Ahora bien, sin una acción decidida a favor del crecimiento y de superación de la fractura social en los países de alto desempleo, la amenaza de los populismos, con su denominador común que los estados nacionales recuperen soberanía y tendencia proteccionista, crecerá e infiltrará todavía más a los partidos tradicionales en todos los países. En las circunstancias actuales, una Europa sin una política exterior y energética común camina hacia la irrelevancia, y sin una política económica adecuada, hacia la implosión. Esperemos que las elecciones sirvan de revulsivo que ilumine a los dirigentes europeos.

Jordi Gual, Economista jefe de "La Caixa", profesor de Economía y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 30 de mayo del 2014 en *El País*

---

- **Hay que convencer, con liderazgo, de que la UE es la solución y no el problema.**
- **La soberanía nacional remanente lastra la unificación del mercado.**

Las elecciones del pasado fin de semana, con su elevada abstención y el auge de los partidos extremistas y aislacionistas, son una muestra más del gradual proceso de distanciamiento entre la ciudadanía y el proyecto de integración del continente impulsado por las élites políticas y económicas. El creciente peso de los partidos que reclaman el refuerzo de las naciones-Estado y la devolución de competencias desde Bruselas tiene muchas explicaciones.

Desde la vertiente política, el complejo engranaje comunitario, impulsado de hecho por los propios Estados miembros, carece de suficiente legitimación democrática. El ciudadano siente que decisiones muy importantes sobre su vida diaria se adoptan desde instancias tecnocráticas, que no están sujetas al control democrático. Esta percepción, que sólo es parcialmente cierta, se refuerza cuando las autoridades políticas locales se escudan en Europa para introducir medidas impopulares.

Más allá de la perspectiva política, la creciente desafección hacia Europa tiene también profundas raíces económicas. No me refiero aquí ni a la crisis de deuda soberana y la consiguiente recaída en recesión de la zona euro, ni tampoco a la incipiente y heterogénea recuperación económica que apuntan los datos de crecimiento del PIB del primer trimestre en la eurozona. El problema es más estructural.

El fracaso de Europa queda patente si examinamos los resultados económicos más a largo plazo, por ejemplo desde 1997, año en el que los tipos de cambio de las monedas que formaron el euro quedaron definitivamente establecidos. La comparativa para este periodo entre los Estados Unidos y la eurozona es concluyente. En media, a lo largo de estos años la economía norteamericana ha aventajado a la europea en un 1% anual en tasa de crecimiento del PIB. La eurozona ha crecido un mísero 1,4% al año.

Este diferencial es el resultado tanto del escaso crecimiento de la productividad en la eurozona (cada año 0,7% menos que los EE UU y a fecha de hoy ya con una desventaja del 23%), como de la menor capacidad de generar empleo. En EE UU en estos años las horas trabajadas han aumentado a una tasa anual del 0,6%, mientras que en Europa nos hemos quedado en un raquítico 0,3%. En Europa trabajamos menos, ¡pero no precisamente porque seamos más productivos!

Estos magros resultados en crecimiento y empleo son, qué duda cabe, factores determinantes del malestar europeo, puesto que el modelo social del continente, su Estado de bienestar, es insostenible de mantenerse estas tendencias en el futuro.

Es tentador achacar los pobres resultados económicos de Europa precisamente a las disfunciones que genera su peculiar modelo socio-económico. Sin embargo, la evidencia muestra que algunos de los países más exitosos del planeta, por ejemplo Suecia, se basan exactamente en este modelo, adecuadamente gestionado, para alcanzar sus elevados niveles de competitividad. En el seno de la propia Unión Europea, por otro lado, conviven países con diversos grados de intervencionismo estatal en la economía y desarrollo del Estado de bienestar. No parece existir un modelo que domine claramente en términos de resultados de crecimiento y empleo.

También es tentador atribuir el fracaso de Europa a la propia introducción de la moneda única. Especialmente cuando aún estamos sufriendo los coletazos de una gran recesión, que en la zona euro ha sido especialmente dura debido a la recaída de los años 2012-2013. Es cierto que la introducción del euro ha estado en la raíz del brutal ciclo económico que ha vivido el continente. Sin embargo, estos perversos efectos cíclicos son el resultado de los graves errores de diseño de la Unión Económica y Monetaria. Son la consecuencia de haber avanzado agresivamente en la integración económica de Europa sin hacerlo en paralelo con una imprescindible mayor integración política: en el seno de una unión económica y monetaria las divergencias persistentes de competitividad solo pueden resolverse con cierto grado de control político central que permita, o bien imponer desde el centro reformas estructurales que corrijan los desajustes, o financiar fiscalmente las transferencias entre países para aliviar el impacto de los desequilibrios de productividad en los niveles de vida de la población.

Los pobres resultados de Europa en los últimos 15 años son también consecuencia de la falta de liderazgo político para avanzar de una manera sólida en la principal política de oferta comunitaria: la creación de un verdadero mercado interior único, comparable al de los EE UU. En todos aquellos sectores económicos en los que por su naturaleza el Gobierno continúa teniendo un papel significativo (sectores regulados como, por ejemplo, las telecomunicaciones, el energético o el transporte) los avances en la integración europea han sido a todas luces insuficientes. Ello se traduce en la persistencia de mercados fragmentados y empresas poco competitivas a escala global.

Las razones por las que las empresas europeas de estos sectores son comparativamente pequeñas son muy claras: son sectores en los que las fusiones transfronterizas son complejas y a menudo politizadas, cuando no bloqueadas directamente por intereses nacionales. Son sectores con regulaciones aún poco armonizadas, con predominio de legislación no comunitaria y reguladores locales. En muchos casos se requieren interconexiones y recursos compartidos a nivel de la UE, que los Estados miembros no han concedido. En definitiva, la soberanía nacional remanente, que aún es muy significativa, es la que impide la unificación del mercado y la verdadera integración económica del continente.

Es irónico. El voto favorable a la renacionalización de competencias crece en Europa, en parte como rechazo a los pobres resultados económicos del continente. Sin embargo, es precisamente la nacionalización *de facto* de muchas de las políticas clave de la Unión la que está conduciendo a la UE a una crónica e insostenible situación de bajo crecimiento y bajo empleo.

Serán necesarias dosis enormes de liderazgo y creatividad para dar la vuelta a esta situación. Se empieza a instalar en el imaginario colectivo la idea de que Europa no es tanto la solución, sino el problema. Va a ser difícil cambiar esta narrativa, pues, al fin y al cabo, son muchos los interesados, en todos los Estados miembros, en que la integración no avance, no fuera a poner en peligro su privilegiada situación.

Ramon Xifré, Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center de IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa, ESCI – Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 6 de junio de 2014 en *El Periódico*.

---

- **El aviso del BCE de que hará lo preciso para sostener el euro es toda una señal de la gravedad del momento.**
- **Para que se afiance la recuperación deben mejorar las cuentas públicas y avanzarse en las reformas.**

Como muchos esperaban, el Banco Central Europeo tomó ayer una batería de decisiones de calado que, al menos sobre el papel, deberían poner más dinero en circulación y reforzar así la recuperación económica en la zona euro. Se persiguen dos objetivos: en el frente interior, evitar una inflación baja que frene el consumo y castigue a los deudores; en el exterior, depreciar el euro para estimular las exportaciones de la zona al resto del mundo.

El paquete de medidas consta de tres bloques. El primero relaja hasta el máximo la política monetaria: el tipo de interés baja y seguirá bajo durante mucho tiempo, mientras que los bancos serán penalizados por depositar en el BCE. El segundo busca que la nueva liquidez se transmita a la economía real, con un programa de préstamos a los bancos, a cuatro años, condicionados a que el dinero termine en las empresas. Finalmente, y no es menos importante, el tercer elemento del paquete consiste en advertir de que no todo está hecho y que el BCE está dispuesto, de nuevo, a hacer lo que convenga para sostener el entramado económico del euro; toda una señal de la gravedad del momento.

El alcance y la variedad de las medidas que ha tomado el BCE son muy notables y su envergadura es solo comparable con el movimiento del verano del 2012, que, para muchos, salvó al euro. Ahora bien, ¿funcionará?, ¿será este el empujón que necesitamos para salir definitivamente de la crisis? Existen, por lo menos, dos factores que pueden limitar seriamente la efectividad del plan.

### Solvencia y liquidez

En primer lugar, en términos estrictamente monetarios y financieros, es posible que este paquete se haya quedado corto. Hay que recordar que el BCE lleva tiempo inyectando liquidez sin que el crédito se reanime, especialmente en los países periféricos. Una de las explicaciones más convincentes para ello es que en las zonas del sistema financiero donde todavía hay problemas, estos son de solvencia, no de liquidez. Si este es el caso, hasta que no tengamos sobre la mesa los análisis detallados de los balances de todas las principales entidades de la zona euro, y se tomen las medidas oportunas, seguirá el cortocircuito en el motor del crédito. Aceptando este escenario, mientras el BCE no adopte medidas no convencionales de compras de activos (como las que la Reserva Federal de EEUU adoptó por primera vez cuatro años atrás), no despegaremos. Al respecto, es significativo que **Mario Draghi** admitiera ayer que el BCE se prepara para estas medidas.

En segundo lugar, hay que ser realista y reconocer que la política monetaria no puede arreglarlo todo. Para que la recuperación económica se afiance y se extienda a toda la zona euro es necesario que haya avances, en todos los países de la zona, en otros dos frentes: las cuentas públicas y las reformas estructurales.

España, precisamente, no puede presumir ni de lo uno ni de lo otro. En el terreno fiscal nos movemos en dirección opuesta a la de la UE. Mientras que nuestra deuda pública sobre el PIB sigue creciendo de forma alarmante, la de la UE en su conjunto ha empezado ya a reducirse. En cuanto a las reformas estructurales, el pulso era muy tímido antes de las elecciones europeas, pero todo apunta a que el tiempo hasta las elecciones generales será tiempo perdido.

En definitiva, el BCE de nuevo cumple con su parte del guion y proporciona tiempo y oxígeno. De hecho, es probable que las decisiones tomadas ayer en Fráncfort busquen, como en ocasiones anteriores, precisamente que el foco de la atención vuelva a los gobiernos y los parlamentos nacionales para ver si así se deciden a cumplir con su parte.

Manuel Mueller-Frank, Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 17 de junio de 2014 en *El Mundo*.

---

- **Los incentivos de maximización de los ingresos de la plataforma no coinciden siempre con los objetivos del bienestar.**

Transcurridos diez años desde la creación de Facebook, la red social online continúa acaparando titulares. Desde sus comienzos, las redes sociales online como Facebook o Twitter han desarrollado una cantidad de usuarios espectacular. Cada mes, más de 1.200 millones de internautas están activos en Facebook al menos una vez, mientras que en Twitter son 241 los millones de usuarios con actividad en ese mismo periodo de tiempo.

La facilidad con que los usuarios pueden compartir su vida con sus amigos online da lugar a la generación de cantidades enormes de información. En un día normal, se hace clic en el botón «Me gusta» de Facebook más de 4.500 millones de veces, se comparten unos 5.000 millones de elementos y se suben 350 millones de fotos.

Esto implica que los 190 amigos de un usuario medio de Facebook generan 712 «Me gusta», comparten 790 elementos y suben 55 fotos cada día. Debido a su enorme magnitud, las plataformas virtuales utilizan algoritmos para seleccionar y filtrar el material que se muestra al usuario de entre la información generada por sus amigos. Para Mark Zuckerberg, fundador y CEO de Facebook, cuanto mayor es la cantidad de información social generada en Facebook mejor es el mundo.

¿Es cierto que el mundo mejora si la gente comparte más? Una consecuencia inmediata de compartir más es menos privacidad. Entre las principales críticas realizadas a Facebook se encuentran, precisamente, las relacionadas con la privacidad.

Un aumento en la cantidad de información social generada implica un aumento de la cantidad de información filtrada a través del algoritmo «Últimas noticias». Como solo puede mostrarse una cantidad fija de datos, su aumento supone un mayor control por parte de Facebook, ya que el algoritmo selecciona la información que se expone.

Para comprender las implicaciones del poder de control sobre los flujos de información, hay que considerar los objetivos de la plataforma y sus incentivos. Dos son los objetivos que vienen a la mente de inmediato. El primero es conservar y ampliar la base de usuarios; el segundo, generar ingresos. ¿Y cómo se generan los ingresos? En el caso de la red social de Zuckerberg, un 89% de sus 7.870 millones de dólares en ingresos procede de la publicidad (2013).

En este sentido, merece la pena considerar el impacto de un anuncio con contexto social y un banner publicitario. Podría decirse que un usuario se siente más predispuesto a adquirir un producto si recibe como respaldo el «Me gusta» de un amigo con gustos similares a través de un anuncio con contexto social que si observa un anuncio destacado para el mismo producto.

Zuckerberg afirma que un mayor intercambio de información privada en Facebook aumenta el bienestar social general.

Los incentivos de maximización de los ingresos y beneficios de la plataforma no coinciden necesariamente con los objetivos del bienestar social, pero tienen un impacto sobre la filtración y la exposición de la información socialmente generada.

Si bien es difícil argumentar que las redes sociales online hacen del mundo un lugar peor, su creciente control de los flujos de información social requiere un cuidado especial a fin de evitar los efectos negativos sobre el bienestar.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 19 de junio de 2014 en *La Vanguardia*.

---

Mario Draghi declaró en julio del 2012 que "el Banco Central Europeo está dispuesto a hacer lo que sea para preservar el euro" y, posteriormente, sacó un conejo de la chistera en forma de programa de compras ilimitadas, aunque condicionadas, de deuda pública soberana. El programa ha sido un éxito rotundo puesto que los mercados no se han atrevido a tantear si la promesa era cierta, y las primas de riesgo de la deuda soberana de la periferia europea se han reducido de forma dramática. Sólo hace falta notar que España se financia ya más barato que Estados Unidos. A esta disminución de los costes de financiación también han contribuido variaciones en los flujos de capital hacia los países emergentes y, en menor medida, las medidas tomadas por los países de la periferia europea. En efecto, la reducción de la prima de riesgo es generalizada mientras que las políticas de los distintos países han sido diferentes. Draghi conjuró, pues, el peligro de ruptura del euro. Ahora el problema es la amenaza de deflación. La eurozona se queda lejos del objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE), que es cercano y por debajo del 2%. Y, aún más, existe el peligro de fractura con una periferia atrapada en un estancamiento crónico. Como ejemplo basta constatar que empresas de tamaño medio en España o Italia se financian mucho más caro que empresas similares en Alemania. Además, el BCE se ha visto atrapado en una guerra de devaluación de divisas, con las medidas excepcionales tomadas por la Reserva Federal en EE.UU. y el Banco de Japón, que ha mantenido el euro apreciado con la consiguiente presión deflacionista.

La cuestión es que Draghi tiene muchas más restricciones que Janet Yellen, de la Reserva Federal, o Mark Carney, del Banco de Inglaterra. El BCE no está respaldado por un Tesoro europeo y es responsable de unas economías no muy coordinadas ni política ni económicamente. El resultado es que tiende a ser lento en actuar y tiene que ir con pies de plomo. Ahora Draghi ha anunciado medidas de relajación monetaria. Además, lo que es más importante, ha conseguido la unanimidad de su consejo de gobierno -léase del Bundesbank- para usar todos los instrumentos no convencionales. Esto se hará dentro del mandato del BCE si fuera necesario para combatir "un periodo demasiado largo de inflación baja". Y añadió otras palabras mágicas: "¿Hemos acabado? La respuesta es no".

La relajación monetaria se ha concretado en una rebaja del tipo de interés y el cobro de un tipo negativo para los depósitos de los bancos en el BCE. La primera medida es más bien simbólica. La segunda es novedosa e incitará a los bancos a retirar buena parte de sus depósitos y quizás puede contribuir a animar el disecado mercado de préstamos interbancarios. Además, el BCE no compensará las inyecciones de liquidez que provienen de la compra en su día de bonos soberanos, mantendrá indefinidamente la barra libre de liquidez para las instituciones financieras y establecerá unos nuevos préstamos de liquidez a la banca -condicionados a la financiación empresarial- con la excepción del crédito hipotecario. Este programa de 400.000 millones facilitará financiación a los bancos siempre que no reduzcan o reduzcan en menor medida su crédito a las empresas. El intento es suavizar el proceso de desapalancamiento de economías como la española en el crédito a las empresas. Está por

ver el efecto de este programa inspirado en uno similar del Banco de Inglaterra. Hay una tensión entre la visión de falta de crédito por falta de demanda empresarial solvente y por problemas de oferta bancaria. En cualquier caso, no se puede forzar a los bancos a dar crédito en condiciones que puedan poner en peligro otra vez su solvencia.

Si las medidas no tuviesen los efectos deseados, Draghi avisa de que el BCE ya está trabajando para hacer posible la compra de bonos respaldados por paquetes de préstamos a empresas. Para ello son necesarios cambios regulatorios que no están en manos del BCE. Si se lanzara por esta vía, y esta posibilidad se evaluará a finales de año, el BCE entraría de lleno en el uso de medidas no convencionales, de "relajación cuantitativa" en la jerga de los banqueros centrales, como ha hecho y sigue haciendo la Reserva Federal. Mi pronóstico es que esta vez las palabras mágicas de Draghi no serán suficientes y el BCE acabará lanzando este programa dado el lento proceso de desendeudamiento de la periferia y de que no se pueden esperar milagros de las medidas anunciadas. La acción del BCE, junto con el cambio de ciclo en EE.UU., con subidas del tipo de interés en el horizonte, contribuirá a la necesaria devaluación relativa del euro en relación al dólar. El BCE ha ignorado hasta el momento la soterrada política de devaluación de los principales bancos centrales por su peculiar constitución y por la ARBA restricción política que supone la, de facto, desunión europea. Ello no permite compras masivas de bonos soberanos y cierra la puerta, por tanto, a una vía de relajación cuantitativa ampliamente utilizada. En resumen, el BCE aparece otra vez como el salvador de última instancia no sólo de la economía sino de la misma construcción política europea, y este es un papel que hace por defecto pero que no podrá hacer siempre. La magia tiene unos límites y el BCE está cerca de agotarlos.

Xavier Vives, director académico del Public-Private Sector Research Center y profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 17 de julio de 2014 en *La Vanguardia*.

---

Existe un cierto consenso de que fallos en el diseño y en la implementación de la regulación y supervisión del sistema financiero fueron, como mínimo, parcialmente responsables de la reciente crisis financiera internacional. No hay duda de que la regulación del sistema financiero es necesaria porque en él se concentran todos los fallos posibles del mercado. En primer lugar encontramos las externalidades o repercusiones negativas causadas por la quiebra de una institución bancaria al resto del sector financiero y a la economía en general, tal como hemos comprobado, dolorosamente, en esta crisis. En una economía moderna los bancos y el sistema financiero son fundamentales. En segundo lugar, las diferencias en la información de la que disponen los participantes en el mercado financiero pueden dejar desprotegido al pequeño inversor. Asimismo, pueden provocar que el mercado se derrumbe debido al temor de que las contrapartes en una operación de transacción negocien con ventaja. A esta situación se añade la falta de experiencia de los pequeños ahorradores que les puede llevar a cometer errores sistemáticos si no están protegidos adecuadamente. En tercer lugar, los mercados pueden no ser suficientemente competitivos si están muy concentrados y existen barreras importantes a la entrada de nuevos competidores.

La actual regulación del sector financiero se ha demostrado inadecuada en la reciente crisis. En primer lugar, una regulación dual permitió un arbitraje regulatorio entre el sector regulado de las instituciones de depósito y el sistema bancario paralelo "en la sombra", no regulado. En segundo lugar, insuficientes requisitos de capital, en términos de calidad, cantidad y adecuación al ciclo económico, y liquidez provocaron una mayor fragilidad del sistema. En tercer lugar, hubo un nivel de transparencia muy bajo. En efecto, la opacidad del sistema bancario paralelo y de las transacciones de productos complejos derivados disimularon el riesgo sistémico. Asimismo, las agencias de calificación crediticia competían entre ellas para rebajar las calificaciones sin la vigilancia suficiente por parte de las autoridades de supervisión financiera. Finalmente, la regulación confió demasiado en los controles internos del gobierno corporativo de las instituciones financieras.

Los fallos en la regulación y supervisión han cuestionado también la misma arquitectura de las instituciones reguladoras. En el Reino Unido, el famoso "arreglo tripartito" para afrontar crisis entre el Tesoro, el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) se vino abajo con la crisis del banco Northern Rock. La FSA y el Banco de Inglaterra no compartieron información eficazmente, este último no proporcionó liquidez en el momento apropiado, y el sistema de seguro de depósito se reveló inadecuado. El Reino Unido se dio cuenta de que la responsabilidad de la estabilidad financiera no se puede dividir, y de que el banco central necesita plena capacidad supervisora. Así se reformó la supervisión financiera de manera que esta quedara firmemente anclada en el Banco de Inglaterra con responsabilidad tanto en la gestión prudencial del sistema, macroprudencial, como de las entidades individuales, microprudencial. Al mismo tiempo se creó una autoridad (FCA) para supervisar la conducta de las entidades financieras que trata de la competencia, integridad del mercado y protección del consumidor. La regulación moderna tiende a poner bajo un

mismo techo la defensa de la competencia y la protección del consumidor. Este regulador velará conjuntamente con la autoridad general de competencia para que el mercado financiero sea competitivo y favorezca a los consumidores.

En la eurozona la crisis puso de manifiesto, si cabe, problemas mayores con una moneda única pero multitud de agencias supervisoras nacionales, el Banco Central Europeo (BCE) sin capacidad supervisora, métodos de resolución dispares de entidades con problemas y sin una agencia europea unificada, así como sistemas de seguro de depósito descoordinados. La conjunción y refuerzo mutuo del riesgo bancario y del riesgo soberano pusieron a la eurozona al borde del abismo. La unión bancaria, centralizando la supervisión en el BCE, constituyendo una agencia común de resolución de entidades y los pasos previstos para coordinar los sistemas nacionales de seguros de depósito, constituye la nueva arquitectura financiera que ha devuelto la confianza en el euro. En este esquema la Comisión Europea sigue velando por la competencia en el mercado financiero pero todavía hace falta avanzar en la protección eficaz del consumidor de servicios bancarios y la protección de la integridad del mismo mercado integrado europeo.

La crisis dejó al descubierto las principales debilidades en el modelo de la regulación y supervisión del sistema financiero. El Reino Unido había innovado, y diversos países siguieron su ejemplo, con su regulador integrado (FSA) para bancos, seguros y mercados. El experimento embarrancó en la crisis. Esperemos que las instituciones de la nueva arquitectura financiera en Europa, y en el mundo, sean más resistentes; lo comprobaremos en la próxima crisis de la misma manera que se comprueba con los edificios construidos después de un terremoto.

Jordi Gual, Economista jefe de "La Caixa", profesor de Economía y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 22 de julio del 2014 en *La Vanguardia*.

---

Recientemente, estas últimas han tendido a fortalecer el euro frente al dólar, puesto que en la eurozona la política monetaria ha sido mucho menos expansiva que en EE.UU. y la política fiscal también ha tenido un tono contractivo. Las medidas que adoptó el BCE el mes pasado apenas han incidido en la cotización puesto que están orientadas a generar una mayor demanda interna y alejar el riesgo de deflación. Su efecto en el tipo de cambio es secundario e incierto. En cuanto a la competitividad, como no es la misma en toda la eurozona, las áreas más débiles, como España, tienden a considerar que el tipo de cambio está excesivamente sobrevalorado. Y lo contrario sucede en las zonas más fuertes, como Alemania, que pueden exportar con un tipo de cambio más bajo del que tendrían en el caso de tener moneda propia.

Las repercusiones de este efecto promedio pueden leerse en clave positiva, pero también pueden ser negativas si los sistemas económicos nacionales no se adaptan a este régimen cambiario. Si lo vemos en positivo, para las zonas que creen que el tipo de cambio es algo caro, la cotización proporciona un estímulo para conseguir mejoras de productividad. Estas son necesarias para evitar un serio deterioro de la cuenta corriente y, en todo caso, para ajustar los precios y costes de tal modo que se correspondan con el nivel de productividad real de la economía.

Para las zonas más productivas, el tipo de cambio comparativamente bajo facilitará unos buenos resultados exportadores que, en último término, se traducen en un creciente nivel de vida, lo que comporta una minoración de la ventaja competitiva a través del incremento en los precios y costes. Incluso para las zonas más fuertes el riesgo de retroceder en la posición competitiva siempre está presente.

Pero también es posible una lectura negativa de las consecuencias de estos diferenciales de competitividad en el seno de la eurozona. Si no se produce una convergencia en competitividad, bien porque los incrementos de productividad no son más rápidos en las zonas débiles, o bien porque estas registran aumentos excesivos de precios y costes relativos dado su nivel productivo, se genera una brecha creciente en la zona monetaria, con países que de manera crónica son deficitarios con el exterior, y otros que están en permanente superávit. Dicho escenario no es sostenible, a medio y largo plazo, en una zona monetaria única como la eurozona que, al no ser una unión política, no cuenta con los otros mecanismos de ajuste, fiscales y laborales básicamente, que permiten acomodar, al menos parcialmente, estos desequilibrios crónicos. Esto es lo que sucedía en la España de la peseta, en la que la movilidad laboral y las transferencias fiscales permitían, y hay quien diría incluso alimentaban, déficits por cuenta corriente crónicos de los diferentes territorios. Es fundamental que la ardua reducción de los desequilibrios que ha tenido lugar a lo largo de la recesión que ahora termina, sea una corrección duradera. La unificación política de Europa no se vislumbra en el horizonte, y la unión monetaria difícilmente aguantaría un segundo episodio de tensiones como el que hemos vivido estos años.

Ramon Xifré, Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center de IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa, ESCI – Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 15 de agosto de 2014 en *El Periódico de Catalunya*.

---

- **Si la economía europea aún está débil no es solo por la falta de reformas estructurales, sino también de apoyo monetario y fiscal.**

La economía de la zona euro se estancó en el segundo trimestre y los culpables no son los sospechosos habituales. El crecimiento nulo global resulta de tasas negativas en Alemania e Italia y de un crecimiento nulo en Francia. Frente a estos datos, España y Portugal crecieron un 0,6% entre abril y junio. ¿Podemos hablar de convergencia entre los países de la zona euro? ¿Han funcionado las reformas adoptadas por los gobiernos periféricos y los datos recientes ponen así en valor los esfuerzos de los ciudadanos? Con toda prudencia, desgraciadamente no hay mucha base para responder afirmativamente a estas preguntas.

En primer lugar, los países de la zona euro han dejado atrás la etapa más severa de la crisis, pero como sus problemas eran distintos, también lo son los obstáculos que les quedan por superar. Por eso no hay todavía una recuperación generalizada. En el caso de Alemania, lo que lastra su crecimiento es el comportamiento conservador de la inversión empresarial, acentuado por la inestabilidad que se ha generado recientemente en el este. En el caso Francia, Italia y España, el problema más acuciante es el precario estado de las finanzas públicas. En España, además, padecemos una recuperación que apenas genera empleo estable y, por si fuera poco, nuestros principales clientes exteriores -los que deben tirar de nuestro PIB cuando se marchen los turistas- no están en su mejor momento.

En segundo lugar, observando el mapa con mayor campo visual, en los últimos 12 meses la economía de la zona euro ha crecido un 0,7%, frente al 2,4% de Estados Unidos y el 3,1 % del Reino Unido. Estos números no casan con una historia de superación colectiva y de éxito de políticas económicas en la zona euro. De hecho, los malos datos de estos días no son realmente una sorpresa sino que hacen que tome más cuerpo una pregunta de fondo que se arrastra desde finales del 2010. Todo el planeta sufrió la crisis, pero no todos los países reaccionaron idénticamente ni todos los países se han recuperado igual. Es indudable que hace falta más ambición política nacional para reformar las economías de la zona euro, pero se va abriendo paso la certeza de que en ella y en la UE ha faltado apoyo monetario y fiscal. En otras palabras, no estamos así solamente por la falta de reformas estructurales.

¿Qué hará ahora el Banco Central Europeo al respecto? En el verano del 2012, con un sencillo anuncio redujo los diferenciales en los bonos soberanos; en junio de este año dio un paso más y anunció créditos baratos a largo plazo. El BCE seguramente esperará hasta septiembre, cuando precisamente se celebrará la primera subasta para adquirir esos préstamos. Lo que los mercados esperan entonces es ver un apetito considerable de las entidades financieras por la medicina del BCE.

Si eso no ocurre, posiblemente nos esperan todavía más anuncios y operaciones de Fráncfort. En cualquier caso, todo apunta a que, lamentablemente, las noticias de estos días no son un espejismo sino más bien un incómodo recordatorio.

Jordi Gual, Economista jefe de "La Caixa", profesor de Economía y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE Business School

Este artículo fue publicado el 24 de agosto del 2014 en *La Vanguardia*.

---

- **Piketty aplica a inicios del siglo XXI un análisis que evoca el siglo XIX, centrando la atención en el proceso de acumulación de capital.**
- **La rentabilidad del capital que debe compararse con la tasa de crecimiento de la economía no debe ser la bruta sino la neta.**

Thomas Piketty, con su reciente obra *El Capital en el siglo XXI*, ha vuelto a poner sobre la mesa la perenne cuestión de la relación entre el capitalismo y sus efectos en términos de la distribución de las rentas en la sociedad: la desigualdad social.

La excelente acogida del libro probablemente responde a su oportunidad. Tras la peor crisis del capitalismo en los últimos setenta años la sensibilidad social y política es, lógicamente, muy alta. Muchas personas tratan de comprender y reaccionar ante lo que ha sucedido, y el libro de Piketty ofrece datos abundantes y una posible explicación. Permite, además, construir un potente discurso político.

Con la destacada excepción de algunos medios financieros internacionales, existe bastante acuerdo en ensalzar la contribución del economista francés por su documentación detallada de la evolución de las desigualdades a lo largo de los dos últimos siglos. Sin embargo, las discrepancias surgen en el momento de establecer las causas de estos hechos. Esta es una cuestión clave ya que si la sociedad desea atajar el problema de las crecientes desigualdades, un buen diagnóstico es crucial para diseñar las políticas económicas adecuadas.

Piketty aplica a principios del siglo XXI un análisis que evoca el siglo XIX, centrando la atención en el proceso de acumulación de capital. Argumenta que la economía crece a ritmos menores que la rentabilidad del capital ya acumulado y que, por tanto, los rendimientos de dicho capital constituirán una parte cada vez mayor de las rentas generadas. Según él, si bien es cierto que el capital muestra una menor productividad cuando se acumula, este efecto es débil comparado con la rápida expansión del capital provocada por una tasa de ahorro elevada y constante. Esta es una proposición sorprendente a la vista de los muchos estudios previos que muestran lo contrario. Como ha puesto de relieve el profesor Larry Summers, exsecretario del Tesoro en la primera administración del presidente Obama, el resultado anómalo de Piketty surge porque no tiene en cuenta que la tasa de ahorro de una economía financia no sólo la inversión en equipos nuevos sino también la reposición del capital que se deprecia.

La tasa de ahorro que es constante es la tasa de ahorro bruta, y conforme el capital se acumula la tasa de ahorro neta desciende, puesto que una parte cada vez mayor de la inversión es pura reposición. Dicho de otro modo, la rentabilidad del capital que debe compararse con la tasa de crecimiento de la economía no debe ser la rentabilidad bruta sino la neta, que es inferior y decrece con el tiempo.

A lo largo de los últimos veinte años se han planteado otras explicaciones alternativas del fenómeno de la creciente desigualdad en el mundo desarrollado. Las más destacadas son dos, que en la práctica pueden incidir simultáneamente.

La primera es el impacto de la digitalización de la economía. Las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) han revolucionado el mundo de la empresa y brindan a los ciudadanos cada día mayores oportunidades. Sin embargo, desde la perspectiva de los ingresos generados en el proceso productivo, estas tecnologías propician la concentración de rentas en unos pocos grupos sociales.

Esto ocurre, por un lado, por cómo se distribuyen en la población las habilidades para generar y usar estas tecnologías. Y, por otro, que tal vez es aún más importante, por el hecho de que en los mercados digitales las tendencias a la concentración empresarial son muy potentes. Elevados costes fijos, bajísimos costes incrementales y los denominados efectos de red conllevan escenarios en los que el ganador acapara todas las rentas.

Esta perspectiva se aborda de manera sugerente en el nuevo y brillante libro de Eric Brynjolfsson y Andrew McAfee, *The Second Machine Age* (MIT Press). Estos autores resaltan, por otra parte, que la propia naturaleza de la digitalización comporta que su aportación real a nuestro bienestar no se incorpore correctamente en las estadísticas oficiales, de tal modo que estas podrían estar infraestimando la tasa de crecimiento de la economía en aproximadamente un 20%. Recuérdese que esta es una variable clave en el análisis de Piketty.

La segunda gran explicación adicional es la globalización. Actúa, por una parte, deprimiendo los salarios de los trabajadores menos cualificados de los países desarrollados, ya que se enfrentan a la competencia de trabajadores de todo el planeta. Y, por otra, ofreciendo a los trabajadores cualificados acceso a los mercados internacionales. Con la caída de los costes de transporte y el uso de las TIC la globalización permite a estos trabajadores disponer de un mercado planetario, lo que acentúa si cabe el fenómeno de concentración empresarial antes mencionado.

En definitiva, es muy importante dilucidar cuáles son las causas de la desigualdad creciente que se observa en el mundo desarrollado. Si el origen es la distribución inicial de la riqueza, las consecuencias de política económica son muy diferentes a si la causa se encuentra en las tecnologías digitales y la globalización. En estos últimos casos se trata de fenómenos beneficiosos en términos generales y el reto es distribuir dichos beneficios armónicamente en la sociedad sin menoscabar los incentivos a innovar.

El Public-Private Sector Research Center nace en octubre de 2001 con la finalidad de fomentar la investigación en el ámbito de las relaciones entre el sector privado y las administraciones públicas. Su misión es contribuir en el avance de las fronteras del conocimiento, aportando investigación de primer nivel dentro de sus campos de especialización.

La investigación es el eje principal de su actividad y se centra en las siguientes áreas de actuación: regulación y competencia, innovación, economía regional y política industrial, economía del estado del bienestar y colaboración público-privada. Los resultados de la investigación se difunden a través de conferencias académicas, seminarios de investigación, publicaciones, foros y coloquios. Con todo ello, se desea abrir una puerta a la cooperación y al intercambio de ideas e iniciativas, fomentando el diálogo entre la academia, la empresa y la Administración.

El Centro forma parte de IESE Business School, la escuela de negocios de la universidad de Navarra. Puede consultar más información en: [www.iese.edu/ppsrc](http://www.iese.edu/ppsrc).

- Ajuntament de Barcelona
- Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya
- Departament d'Empresa i Ocupació de la Generalitat de Catalunya
- Diputació de Barcelona
- Fundació AGBAR
- Institut Català de les Empreses Culturals
- PricewaterhouseCoopers
- Sanofi
- FGC

Con la colaboración de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas.



Public-Private Sector  
Research Center