

TEMA DE DEBATE: EL FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO

Reflexiones sobre el sistema financiero español del futuro

Fernando Pampillón Fernández

Finanzas para una sociedad justa: la visión ecléctica de Robert J. Shiller

José M. Domínguez Martínez

Finanzas para una sociedad justa: la visión ecléctica de Robert J. Shiller

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En esta nota se ofrece una síntesis de la visión acerca del sistema financiero del profesor Robert J. Shiller, quien, en la obra «Las finanzas en una sociedad justa», desarrolla un novedoso y enriquecedor análisis de la estructura de funcionamiento del sistema financiero y de sus deficiencias, además de plantear un repertorio de propuestas para mejorarlo con objeto de lograr una mayor democratización y potenciar su papel para el progreso económico y el bienestar social.

Palabras clave: «Las finanzas en una sociedad justa»; Robert J. Shiller; sistema financiero.

Códigos JEL: G10; G20.

1. Una visión ecléctica sobre el sistema financiero: luces y sombras

Simplemente la portada del libro sirve ya para delatar que estamos ante una obra aparentemente escrita a contracorriente. Ya el hecho de plantear en el título («Las finanzas en una sociedad justa») un papel para las finanzas en una sociedad justa se antoja casi como un desafío en los tiempos que corren; la exhortación contenida en el subtítulo («*Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo*»), instando a cesar en las acusaciones contra el sistema financiero para pasar a su recuperación, es otro rasgo que impele a catalogarla como una *rara avis* en el mercado editorial, que cabe presumir no hubiese sido tan receptivo de no tratarse su autor de una figura tan prestigiosa como el catedrático de la Universidad de Yale¹.

Se confundiría, sin embargo, quien creyese que nos encontramos ante una visión edulcorada del sistema financiero y exculpatoria de sus responsabilidades en la generación de la descomunal crisis iniciada en el año 2007. El autor no escatima críticas, entiende las posiciones de indignación popular, pero de principio a fin se mantiene firme en la tesis de que es absolutamente necesario recuperar el sistema financiero para el progreso económico y el bienestar social, introduciendo una conjunto de medidas para su democratización y humanización.

¹ La versión castellana ha sido publicada por Editorial Planeta, Barcelona, 2012.



2. Una defensa del sistema financiero y del capitalismo financiero

De igual modo, no oculta su encendida defensa del capitalismo financiero como sistema, al que atribuye un gran protagonismo en el avance económico y social, en claro contraste con las penurias causadas por las frustradas experiencias de los regímenes totalitarios.

Shiller propone extender, democratizar y humanizar el sistema financiero, lo que significa «*dar a las personas la capacidad de participar de igual a igual en el sistema financiero, con pleno acceso a la información y con los recursos, tanto humanos como electrónicos, para hacer un uso activo e inteligente de sus oportunidades*». Opina que la crisis financiera no se debió simplemente a la avaricia o a la falta de honestidad, sino a defectos estructurales de las instituciones financieras.

En una de sus múltiples alusiones a los planteamientos marxistas, Shiller cuestiona el hecho de que Marx no llegara a explicar por qué los trabajadores no tienen acceso al capital, atributo que el filósofo alemán asignó al sistema capitalista de forma destacada. El sistema financiero, a lo largo de la historia, ha propiciado vías en tal sentido y, con ello, ha abierto oportunidades financieras a todo el mundo, según el profesor estadounidense, que eleva la necesidad del sistema financiero a su máxima expresión: *«las instituciones financieras y las variables financieras son tanto una fuente de dirección y un principio de orden en nuestras vidas como el amanecer y la puesta del sol, las estaciones y las mareas»*. En cualquier caso, el carácter instrumental de las finanzas no pasa desapercibido: su existencia está justificada para dar apoyo a los fines de la sociedad; constituyen un medio imprescindible para que puedan materializarse proyectos y alcanzarse objetivos.

Las crisis financieras, el lado sombrío que hace acto de presencia en repetidas ocasiones, pueden inducir a algunas personas a descartar por completo el concepto de capitalismo financiero, pero, subraya Shiller, *«hacerlo sería una insensatez, puesto que el precio que habría que pagar es la pérdida de la capacidad de cumplir algunos de nuestros objetivos más deseados»*.

3. Los actores del sistema financiero: el reparto de roles

Dedica Shiller una gran parte de su obra a un pormenorizado repaso de las funciones desempeñadas por el extenso elenco de profesionales de las finanzas, que van de los consejeros delegados a los reguladores, de los banqueros a los contables y auditores, de los operadores de bolsa a los educadores, y así hasta un total de dieciocho colectivos. Sobre cada uno de ellos proyecta su experimentada capacidad analítica en la que la perspectiva económica se refuerza con aportaciones e investigaciones de otras disciplinas, en particular de las relacionadas con el estudio del comportamiento humano y la neurociencia.

Necesitamos del córtex prefrontal de un individuo –sostiene Shiller– para que coordine las actividades de los numerosos grupos de personas que intervienen en la actividad de una corporación, financiera o no financiera. Sobre la base de ese decisivo papel, considera que las elevadas remuneraciones de los consejeros delegados, a veces, son fácilmente comprensibles, pero ha existido una burbuja en los sueldos de los ejecutivos que reflejaban las burbujas inmobiliaria y bursátil,

como también en los de los asesores financieros. La utilización de indicadores de gestión, como la ratio Sharpe, es objeto de críticas. La existencia de riesgos importantes no necesariamente se ve reflejada en la trayectoria de una cartera de valores, pero el hecho de que no haya hecho acto de presencia hasta un momento dado no significa en modo alguno que no pueda hacerlo. A estas alturas, ya nadie duda de que los *«cisnes negros»* existen en los mercados financieros y pueden aparecer, para devorarlo todo, cuando menos se espera.

En línea con la visión tradicional, se atribuye a los banqueros un papel de guía o dirección de la comunidad entera. La transformación de vencimientos que se lleva a cabo a través de la actividad de intermediación financiera se concibe como una especie de milagro, que posibilita la coexistencia de depósitos con liquidez y créditos a largo plazo. Enfatiza Shiller que la grave crisis financiera comenzada en 2007 no se ha debido a algún fallo en el modelo de negocio tradicional de los bancos, sino, más bien, a ciertos tipos de nuevos modelos de negocio. Aplauda los intentos de democratización de la banca a través de formas institucionales que evitan la exclusión financiera de los colectivos más desfavorecidos.

La constitución de una hipoteca es el momento más delicado en la cadena de un préstamo hipotecario. Según Shiller, la crisis financiera de 2007 puede atribuirse en parte a los abusos en el proceso de apertura de hipotecas, que fueron concedidas a individuos que no podían permitirse endeudarse o hacerlo a determinados tipos de interés, lo que podría dar pie a su consideración como *«deuda odiosa»*. Una combinación de factores explica el fracaso del sistema. Entre estos debe hacerse mención especial a la creencia casi universal de que los precios de la vivienda no caerían nunca y al hecho de que los reguladores actuasen bajo la suposición de que las agencias de calificación crediticia eran infalibles.

Por otro lado, utilizando un paralelismo con los efectos de la dopamina en la actividad cerebral, en presencia de gratificaciones, se concluye que el mercado reacciona cuando aparece la información sobre la gratificación futura, no cuando el pago se hace efectivo. La crisis financiera no fue provocada principalmente por un estallido espontáneo de baja moral, sino, más bien, por la incapacidad de detectar y gestionar los riesgos. La asignación de ponderaciones de riesgo nulas en los casos de deuda pública es señalada como uno de los grandes fallos de la regulación de los requerimientos

de capital. Tampoco las familias y empresas llegaron a ser conscientes del peligro de acumular excesivos niveles de endeudamiento.

En el profuso examen de los protagonistas del sistema financiero, el autor de la obra reseñada califica a los abogados como los auténticos ingenieros que construyen los instrumentos financieros, y llega a defender la concesión de subsidios gubernamentales al asesoramiento financiero y legal, dadas las externalidades positivas proporcionadas por el mismo. Los «lobbies» financieros reciben también una valoración positiva, a partir del argumento de que sólo la comunidad financiera tiene la experiencia suficiente para entender los mercados financieros y la capacidad de evaluar las políticas que lo regulan. No obstante, propugna fomentar las actividades de presión en beneficio de los grupos más desfavorecidos.

No falta tampoco un reconocimiento hacia los contables y auditores, considerados necesarios para mantener el orden y la coherencia. La función contable debe excluirse de la responsabilidad del consejero delegado, a fin de evitar la tendencia a la manipulación y la autocomplacencia. Curiosamente, son los educadores quienes reciben una de las mayores dosis de crítica, al atribuirles un papel muy importante en la crisis financiera. El excesivo énfasis transmitido a favor de la teoría de los mercados eficientes ayudó a contribuir, según Shiller, a la formación de las burbujas especulativas: «*Muchos profesores parecían inculcar la visión extrema de que los mercados son perfectamente eficientes*».

En relación con la estabilización económica por parte de las autoridades públicas, aboga por la dedicación de personas que utilicen su criterio intuitivo, además de modelos formales. Después de esta significativa cura de humildad para quienes conciben la economía como una ciencia dura, el profesor de la Universidad de Yale se dedica a repartir un repertorio de acusaciones, en absoluto veladas, contra los organismos internacionales que fueron incapaces de prever la aparición de las burbujas.

4. Propuestas para la mejora del sistema financiero

El autor no se limita a hacer un recorrido por el complejo entramado de los mercados financieros, sino que plantea novedosas propuestas para mejorar su funcionamiento. Así, por ejemplo, defiende la hipoteca de desarrollo continuo, en la que se especificarían ajustes en sus condiciones en el caso de una contracción económica o de una disminución del precio de la vivienda. Asimismo, propone



la emisión de títulos de deuda pública ligados a la evolución del PIB, lo que equivaldría a la comercialización de participaciones en la economía nacional. Su comprometida posición favorable a aliviar la situación de las personas más desfavorecidas va de la mano de una crítica demoledora, comenzando por la propia Declaración Universal de los Derechos Humanos, a las declaraciones bien-intencionadas sobre el otorgamiento de derechos pero que descuidan completamente la forma de financiar su cobertura efectiva: «*quién las paga (las actividades) y cuál debe ser la situación económica de aquellos que pagan. La declaración no incorpora ninguna flexibilidad ni compromiso. Los derechos que tienen las personas, en cambio, se deberían describir en términos que hagan referencia al bienestar de todas las personas*».

Shiller hace uso de la noción de «*espíritus animales*», objeto de análisis en una de sus obras más conocidas: «*las fluctuaciones de instinto animal que se comparten entre un número amplio de personas son... fenómenos sociales, el resultado de un contagio social epidémico, que hace que estas fluctuaciones sean muy difíciles de comprender y predecir*». En este contexto, considera que el *crash* bursátil de 1929 en Estados Unidos no estaba justificado por la depresión que siguió. De otro lado, la institución de la responsabilidad limitada, que permite invertir en negocios arriesgados con pérdidas máximas tasadas, está especialmente diseñada para que la gente dé rienda suelta a su espíritu animal.

5. La herencia de las burbujas financieras y no financieras

Más adelante lleva a cabo una disección de las burbujas especulativas en los mercados financieros, que se ven alimentadas por un conjunto de errores cerebrales. Pero tales procesos no quedan restringidos al ámbito financiero, sino que pueden identificarse episodios históricos de enorme tras-

endencia que responden a las pautas típicas de las burbujas. En concreto Shiller trae a colación algunos errores de la planificación central comunista, como el plan de colectivización realizado en la Unión Soviética en 1929 y el «Gran Salto Adelante» de China entre 1958 y 1961, basado en la colectivización agrícola y en una promoción agresiva de la industria metalúrgica. Decenas de millones de muertos fue el calamitoso resultado de tales experimentos. «Por suerte, ninguna burbuja especuladora de ningún país financiero avanzado ha tenido nunca las desastrosas consecuencias de la colectivización soviética o del Gran Salto Adelante chino. La presencia de mercados libres, analistas, balances e informes de pérdidas e ingresos limita al menos la magnitud de estos desastres», reflexiona Shiller. Incluso la Primera Guerra Mundial tuvo, en su origen, un bucle destructivo de reacciones.

6. Medidas para la atenuación de la desigualdad económica

La desigualdad económica dentro de la sociedad es una preocupación manifestada por Shiller. Para contrarrestarla, se muestra partidario de recurrir a figuras impositivas progresivas, e incluso formula la propuesta de un sistema impositivo ajustable a la desigualdad, en el sentido de que los tipos de gravamen del impuesto sobre la renta pudiesen ajustarse automáticamente al alza en caso de que se registrara un avance de la desigualdad. Complementariamente, haciendo gala de un patente pragmatismo, no duda en plantear distintos fórmulas de incentivación a la filantropía, incluso canalizándolas a destinatarios concretos, de modo que personas en situación de necesidad puedan ser receptoras de donaciones. Igualmente pone sobre el tapete la propuesta de una participación corporativa sin afán de lucro, cuyas acciones generarían el derecho a un tratamiento fiscal especial.

Las políticas aplicadas en el pasado para extender la propiedad de fincas agrícolas, viviendas y

empresas son, según Shiller, parte de la explicación de que en la sociedad actual tengamos una sensación de igualdad y participación. El sistema financiero ha jugado un papel crucial en ese proceso. A fin de evitar la concentración de poder económico en el futuro, juzga imprescindible dispersar aún más la propiedad del capital. Pero alerta del peligro implícito en «la idea de que la gente buscará la riqueza implacablemente en los negocios, puesto que esta también indica desconfianza, lo que a su vez disminuye las posibilidades de negocio constructivo».

7. Las oportunidades financieras como alternativa a la agresión

Lejos de los peligros que a menudo se le imputan, Shiller sostiene que la interconexión financiera puede ayudar a evitar la guerra por razones más profundas que las asociadas con el riesgo percibido en los movimientos de capital. Acaba la obra con una reivindicación inequívoca del papel del sistema financiero: «La clave para alcanzar nuestros objetivos y potenciar los valores humanos se encuentra en mantener y mejorar continuamente un sistema financiero democrático que tenga en cuenta la diversidad de motivos e impulsos humanos. Necesitamos un sistema que permita a las personas hacer tratos complejos e incentivadores para lograr sus metas, y que proporcione una salida para nuestros instintos de agresividad y ansia de poder».

Sin duda alguna, la lectura de la obra de Robert J. Shiller, extraordinaria por su inducción a una reflexión sosegada del sistema financiero, es un primer paso necesario hacia esa loable meta de su democratización; un viaje altamente recomendable, aunque no haya que dejar de advertir al lector hispano que también los textos pueden estar jalonados de algunos riesgos, en este caso el de poder quedar, en algunos pasajes, «lost in translation».