



OPINIÓN Y REFLEXIONES



REVISTA DE PRENSA

2014-2015

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".



Morten Olsen

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

Escocia, la libra y la soberanía

Xavier Vives, La Vanguardia, 18/09/2014

Nobel a la Economía Industrial

Xavier Vives, Expansión, 16/10/2014

La cooperación hace más difícil el contagio

Ramon Xifré, El Periódico, 17/10/2014

El Nobel de Economía a Europa

Xavier Vives, La Vanguardia, 23/10/2014

¿Hay un plan?

Ramon Xifré, El Periódico, 29/11/2014

Padres pobres: ¿hijos ricos?

Morten Olsen, El País, 3/12/2014

Cap on va el sector immobiliari? Quatre tendències

Carles Vergara, Ara, 6/12/2014

De Lima a París

Xavier Vives, La Vanguardia, 18/12/2014

Will Basel III work?

Xavier Vives, VoxEU.org, 22/12/2014

Las instituciones del BCE

Ramon Xifré, El Periódico, 19/01/2015

Draghi, del abismo al pantano

Xavier Vives, La Vanguardia, 22/01/2015

La paradoja monetaria

Jordi Gual, La Vanguardia, 8/02/2015

Facturas pendientes

Ramon Xifré, El Periódico, 11/02/2015

Grecia: solo hay una salida

Xavier Vives, El País, 26/02/2015

A framework for banking structural reform

Xavier Vives, VoxEU.org, 17/03/2015

¿Unión o desunión energética?

Xavier Vives, La Vanguardia, 19/03/2015

Japón, ¿sol (re)naciente?

Xavier Vives, La Vanguardia, 16/04/2015

Las cuentas que de verdad importan

Ramon Xifré, El Periódico, 5/05/2015

Cinco reglas de oro del euro

Jordi Gual, La Vanguardia, 17/05/2015

Crisis e innovación en España

Xavier Vives, La Vanguardia, 21/05/2015

La dictadura del BCE

Jordi Gual, La Vanguardia, 14/06/2015

Nash y el dilema griego

Xavier Vives, La Vanguardia, 18/06/2015

Grecia y el futuro del euro

Xavier Vives, La Vanguardia, 16/07/2015

Grecia y la soberanía nacional

Jordi Gual, La Vanguardia, 19/07/2015

En la tónica

Ramon Xifré, El Periódico, 5/08/2015

Sobra retórica y faltan ideas

Ramon Xifré, El Periódico, 26/08/2015

Por qué Janet Yellen puede y debe subir tipos

Jordi Gual, Expansión, 29/08/2015

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 18 de septiembre de 2014 en *La Vanguardia*.

Hoy es el gran día para Escocia. No voy a aventurar un pronóstico sobre el resultado del referéndum sobre su posible independencia. El día que entrego el artículo el resultado sigue incierto y con ligera ventaja para el no. Lo único cierto es que va a haber un antes y un después en la estructura de poder en el Reino Unido. El referéndum, con una pregunta clara y exclusiva sobre la independencia de Escocia, es fruto de un error de cálculo del premier británico David Cameron. La preferencia escocesa era por un amplio autogobierno, en un proceso de devolución de poderes, la denominada devolution max. Cameron la quería evitar proponiendo el todo o nada con la convicción de que el no a la independencia ganaría. Ahora ya ha tenido que prometerla in extremis para intentar decantar a los escoceses al no. En cualquier caso, la evolución del Reino Unido hacia una estructura federal recibirá un impulso importante.

Las raíces del descontento de buena parte de los escoceses están en una serie de factores entre los que destaca que Escocia es tratada como una mera región a partir de los años cuarenta del siglo XX. Si añadimos la crisis industrial y la naval en particular, víctimas de la globalización, y una política económica dictada por la City de Londres sin tener en cuenta los problemas de las regiones industriales, junto con la antipatía general escocesa a los tories y los efectos de la crisis, tenemos una confluencia muy potente para explicar el sentimiento antiinglés. Escocia mira tanto al modelo social escandinavo como al modelo anglosajón más pro-mercado. Escocia ya recibe del Tesoro del Reino Unido una transferencia que permite un gasto por habitante entre el 10% y el 15% por encima de la media. Detractores del nacionalismo escocés apuntan, con cierta sorna, que se quiere un gasto escandinavo con unos impuestos anglosajones.

El establishment de Londres ha pasado de ignorar la cuestión escocesa a reaccionar presa del pánico. Los tres partidos unionistas y la prensa inglesa, con el Financial Times y The Economist a la cabeza, han apuntado a los problemas políticos y económicos de la separación; el Banco de Inglaterra ha avisado de las dificultades para Escocia de mantener la libra; y las grandes empresas y bancos han amenazado con mover sus sedes de Edimburgo a Londres. Esto último podría ser otro error de cálculo que el hábil Alex Salmond ha aprovechado: "No nos dejaremos intimidar ni por los banqueros ni por las multinacionales". Además, una empresa que se aleja de sus raíces muestra a sus clientes, trabajadores y accionistas que sus valores no son muy sólidos. Incluso George Soros, artífice del ataque especulativo más sonado contra la libra, ha advertido que una Escocia independiente sería inestable financieramente. Ha aportado, sin embargo, junto con otros analistas como Paul Krugman y Martin Wolf, el argumento de que una unión monetaria sin un grado de integración política elevado es una receta para el desastre. Esta es la experiencia del euro. El debate sobre el régimen monetario de una Escocia independiente es muy importante. Salmond quiere mantener la libra esterlina pero el gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, dice que para ello Escocia debe renunciar a su soberanía. Carney considera que la unión monetaria requiere una unión bancaria con un banco central y una regulación financiera centralizada, así como acuerdos fiscales en caso de que haya que ayudar a los bancos (todo ello a imagen de la unión bancaria que se está construyendo en la

eurozona). Esta no es una cuestión baladí puesto que los activos de los bancos escoceses alcanzan doce veces el PIB de Escocia. Si el Banco de Inglaterra tiene que hacer de prestamista para estos bancos, y los recursos del Tesoro británico se pueden ver comprometidos, parece claro que el Banco de Inglaterra los debe supervisar y debe haber un acuerdo fiscal entre el resto del Reino Unido y Escocia. No se comparte la libra con todos sus derechos y deberes sin un tratado de unión monetaria que requiere asimismo unas reglas de control fiscal del estilo de la eurozona. Habría alternativas a la unión monetaria. Una primera es la simple adopción de la libra como Montenegro o Kosovo han hecho con el euro, pero estos países no tienen bancos importantes. Otra es que Escocia acumulara suficientes reservas en libras y tuviera una política fiscal suficientemente estricta para mantener una junta monetaria (currency board) que mantuviera la paridad de una nueva libra escocesa con la esterlina. Estas juntas tienden a ser inestables, como muestra el caso de Argentina. Asimismo, Escocia podría entrar en el euro una vez aceptada en la UE. Finalmente, Escocia podría establecer su propia moneda.

La cuestión de la libra apunta al significado mismo de la independencia o soberanía en el mundo actual. Puede parecer paradójico que el primer acto de una Escocia independiente pueda ser renunciar a su soberanía monetaria y a parte de su soberanía fiscal para integrarse en una unión monetaria, ya sea con el Reino Unido o en la eurozona. Pero hoy hay interdependencia más que independencia. La renuncia a parte de la soberanía no es tan sorprendente cuando, tanto en Escocia como en el proceso en Catalunya, lo que se reclama es que estas naciones sean consideradas sujetos políticos. En cualquier caso, el debate, el pacto, y los canales de resolución del conflicto en el Reino Unido son envidiables. Allí se ha transformado un juego peligroso como el de la gallina (chicken game, ver artículo en estas mismas páginas el 17/IV/2014), donde manda la inflexibilidad para hacer ceder al adversario, en un juego de persuasión y pacto de las reglas de resolución del conflicto que otorga estabilidad en los distintos escenarios. La tradición democrática y calidad institucional del Reino Unido siguen siendo un ejemplo.

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 octubre de 2014 en *Expansión*.

El Premio Nobel de Economía 2014 ha sido otorgado muy merecidamente a Jean Tirole, de la Universidad de Toulouse, "por su análisis del poder de mercado y la regulación". Esta mención del Comité Nobel ha sido malinterpretada por algunos como el "análisis del poder de los mercados". La mención, en realidad, se refiere al estudio de los mecanismos por los que las empresas pueden elevar los precios por encima del nivel competitivo y, por tanto, tienen "poder de mercado". Este comportamiento está relacionado con mercados con pocos oferentes u oligopolísticos, llevado al extremo de un monopolio con una sola empresa en el mercado. Estos mercados, y en particular el monopolístico, necesitan ser regulados o tutelados por la autoridad de defensa de la competencia para proteger los intereses de los consumidores. Es precisamente en el campo de la regulación donde Tirole ha contribuido de manera fundamental tanto a la teoría regulatoria como a su aplicación en sectores como las telecomunicaciones o el sector financiero. Su contribución en este campo está ligada al malogrado Jean-Jacques Laffont, que impulsó el grupo de investigación en Toulouse, y a quién posiblemente le hubiera sido otorgado conjuntamente el Premio Nobel.

Es un premio a la economía industrial, cuyo núcleo es el estudio del comportamiento de las empresas en los mercados y su regulación. Nos debemos remontar a 1982 para encontrar a otro premiado tan claramente centrado en este área, cuando el Comité otorgó el premio al profesor de la Universidad de Chicago George Stigler. La visión de Tirole de las virtudes del mercado es más matizada que la de Stigler, y el Comité Nobel, siempre atento a la opinión pública, ha querido premiar también, después de la reciente Gran Recesión, las razones para intervenir en los mercados cuando éstos presentan ineficiencias. En efecto, las externalidades, la asimetría en la información y el poder de monopolio son las tres fuentes principales de fallos de mercado. Tirole ha contribuido al análisis de las tres, pero ha privilegiado la incorporación de la asimetría informativa como problema fundamental de la regulación y ha creado escuela. Así lo afirma el comunicado del Comité Nobel. Es también un premio a la microeconomía, en un contexto en donde el prestigio de los economistas, por sus fallos en no ver las conexiones entre el comportamiento agregado de la economía y los mercados financieros, no está en su mejor momento.

Su influencia se debe no solamente a sus artículos académicos, sino a los numerosos libros publicados. Entre ellos destacan los manuales sobre Economía Industrial, Regulación y de Finanzas Corporativas. El manual de Economía Industrial de 1988 es un clásico que presenta una introducción muy completa a la renovación de los estudios de economía industrial basados en los desarrollos de la teoría de juegos, y que sigue siendo un punto de referencia 25 años después. Le siguió el manual sobre regulación en 1993 y el del sector de telecomunicaciones en 2000 (los dos últimos junto con Laffont).

Extensísima obra

La capacidad técnica y de trabajo de Tirole es legendaria. Así lo atestigua la cantidad y calidad de su obra, extensísima y en ámbitos muy diversos. Sus trabajos abarcan la teoría de juegos, formación de precios en condiciones de oligopolio, competencia en redes, innovación y patentes, mecanismos reguladores, economía política, teoría de las organizaciones, banca y finanzas corporativas, burbujas financieras, política de defensa de la competencia, y psicología y economía. El carácter de sus contribuciones ha sido incremental y acumulativo -el Premio no es tanto por una contribución singular específica, a pesar de la frase mencionada al principio del artículo, sino por el conjunto de su obra y en colaboración con numerosos coautores, algunos también galardonados con el Premio Nobel como Eric Maskin, y algunos otros que posiblemente lo conseguirán en el futuro. Es, por tanto, también un Premio a una manera colaborativa de hacer avanzar el conocimiento científico.

En resumen, la concesión del Premio a Jean Tirole es una noticia magnífica para todos los interesados en los estudios rigurosos y con relevancia práctica en economía.

La cooperación hace más difícil el contagio

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 17 de octubre de 2014 en *El Periódico*.

- El crédito abundante volvería a aumentar la deuda, pero sin crédito no habrá recuperación

La volatilidad en los mercados financieros internacionales ha repuntado con fuerza en los últimos días. Vistos desde aquí, estos altibajos recientes son en el fondo un síntoma claro de que la eurozona, y la UE por extensión, está lejos de haber logrado la recuperación económica. Dejando tecnicismos aparte, no es que la eurozona esté entrando en la tercera recesión, sino que más bien todavía no ha dejado atrás la gran crisis y sus efectos. Además, todo apunta a que la forma de superarla será pasar por un prolongado periodo que oscilará entre el crecimiento débil y el puro estancamiento. A lo largo de este camino, desgraciadamente es muy probable que cuando se produzca un accidente económico -o los mercados lo teman- la inestabilidad retorne.

¿Cuáles son las causas de esta dinámica tan inestable y cómo se puede remediar? Se puede hablar de dos grandes tensiones o contradicciones latentes. En primer lugar, tres de las cuatro principales economías de la eurozona (España, Italia y Francia) han dejado tras de sí grandes cantidades de deuda -pública y privada- pendientes de pagar. Además, las cuatro grandes (incluyendo Alemania) tienen tasas anémicas de crecimiento. Y finalmente España está en estado de excepción laboral. De ahí el frente común Renzi-Hollande ante Merkel, con un Rajoy que de nuevo no sabemos si sube, baja o nada de lo anterior. España, Italia y Francia han empezado a devolver algo de lo que deben, pero, guste o no, todavía queda mucho por delante. En estas circunstancias será muy difícil que en estos países haya crédito nuevo en cantidades importantes, porque ello fácilmente haría aumentar la deuda. Y sin crédito difícilmente habrá crecimiento. Además, estos países son los principales clientes comerciales entre sí. Este es un caso claro en el que la coordinación es la única salida, pero lo que parece claro sobre el papel cuesta mucho de llevar a la práctica. El último ejemplo es el discurso de ayer de la cancillera Merkel en el Parlamento alemán: en síntesis, la salida de la crisis requiere reglas, reglas y reglas.

La segunda gran tensión es entre la eurozona como bloque y EEUU. La gran pregunta de la Reserva Federal no es cómo facilitar que se devuelvan las deudas, sino cuál es la forma más inteligente de ir replegando, de forma paulatina, los estímulos que ha introducido en la economía. De hecho, al parecer, uno de los factores que han frenado la espiral alarmista de los últimos días ha sido el rebote de Wall Street, que a su vez habría venido provocado por las declaraciones de un miembro de la Reserva Federal defendiendo retrasar algo más el apagón de los estímulos. La cuestión de fondo, más allá de las declaraciones y los altibajos del mercado, es que la UE y EEUU no están sincronizados en términos de política monetaria, y puede que tampoco en política fiscal. ¿Qué se puede hacer? De lo sucedido con el virus del ébola se puede extraer alguna lección, porque se trata igualmente de un fenómeno global con gran capacidad de contagio: hay problemas que sin coordinación y cooperación efectivas no se pueden resolver.

El Nobel de Economía a Europa

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 23 de octubre de 2014 en *La Vanguardia*.

Jean Tirole, de la Universidad de Toulouse, ha ganado el premio Nobel de Economía, y lo ha recibido en solitario, un hecho que no sucedía desde el año 2008, cuando fue concedido a Paul Krugman. Este ha sido un reconocimiento esperado y muy merecido. El premio reconoce su extensa labor investigadora, en particular, en el campo de la economía industrial, que estudia la competencia entre empresas en los mercados y su regulación. Es precisamente en el diseño de la regulación en donde ha brillado más junto con Jean-Jacques Laffont, el malogrado fundador de la escuela de Toulouse.

Los estudios de economía industrial fueron impulsados de manera fundamental por la aplicación de las herramientas de la teoría de juegos a finales de los años setenta y principios de los ochenta del siglo pasado. La teoría de juegos proporciona el instrumental matemático necesario para analizar las situaciones de conflicto y de cooperación, y ha sido reconocida por la Academia Sueca en cuatro ocasiones: 1994, 2005, 2007 y 2012. En efecto, muchas explicaciones verbales sobre los mecanismos de competencia entre las empresas fueron formalizadas y cuantificadas por los nuevos análisis. La conclusión de estos estudios fue que se debían estudiar las condiciones particulares de competencia en cada industria cuando había problemas en el funcionamiento del mercado, para poder regularlas de manera apropiada. Esta es precisamente una de las menciones en la nota de prensa del Comité Nobel en donde especifica que el premio se otorga "por su análisis del poder de mercado y la regulación". Tirole es, quizás, el representante más prolífico de la numerosa generación de investigadores que renovó los estudios de economía industrial entre los que hay verdaderos gigantes como Avinash Dixit, Michael Spence (premio Nobel en el 2001 con George Akerlof y Joseph Stiglitz), Paul Milgrom, Eric Maskin y Roger Myerson (premios Nobel en el 2007 junto con Leonid Hurwicz), y Bengt Holmstrom, siendo Maskin y Holmstrom coautores de Tirole. El premio se ha dado por el conjunto de su obra, es un premio a una trayectoria y a una manera de hacer investigación de la más alta calidad en colaboración con muchos coautores.

La reputación de los economistas ha sufrido con la reciente crisis por su falta de visión de los problemas que condujeron a la crisis financiera del 2007-2008, y la grave recesión que provocó, de la que todavía estamos sufriendo las consecuencias. En el mercado idealizado sin fricciones de los modelos macroeconómicos no tenían cabida las crisis bancarias y las depresiones económicas siempre que el banco central siguiera unas determinadas pautas. Este esquema se ha venido abajo con la crisis. Sin embargo, en la mayoría de los estudios de Tirole, así como de muchos otros expertos en microeconomía, el objeto del análisis son precisamente los fallos del mercado. Los principales son tres: los efectos externos -como cuando una empresa no tiene en cuenta los costes en términos de polución que ocasiona su producción-; la asimetría informativa -como cuando el regulador quiere fijar las tarifas pero no conoce los costes de la empresa regulada-, y el poder de mercado -cuando la empresa puede elevar los precios por encima del nivel competitivo-. Tirole ha contribuido al análisis de los tres. Sin ir más lejos, con relación al tercero, el comisario de Competencia de la UE, Joaquín Almunia, ha afirmado que debemos mucho a Jean Tirole. Sin embargo, ha contribuido en particular a incorporar la asimetría informativa en el análisis económico y a considerarla como el problema

principal al que se enfrenta el regulador. El premio a Jean Tirole es una buena noticia para Europa por diversos motivos. Primero, porque no abundan los premios Nobel de Economía otorgados a investigadores situados en Europa. Segundo, porque da cuenta de la mejora de la investigación en economía en el continente y reconoce la labor destacada realizada en la Universidad de Toulouse siguiendo el liderazgo de Laffont. Tercero, porque permite que la sensibilidad y las visiones desarrolladas en Europa tengan una mayor influencia. Este es el caso, por ejemplo, del estudio de la competencia en redes y plataformas digitales y su regulación. Puede tener consecuencias importantes para la política de defensa de la competencia.

Tirole ha mantenido el contacto con su alma máter en EE.UU., el MIT, de donde fue profesor. Conocí a Jean cuando visitó la Universidad de California en Berkeley a principios de los ochenta mientras yo realizaba el doctorado sobre la teoría del oligopolio y economía industrial. Desde entonces, ha sido una fuente de inspiración en mi trabajo académico. Un legado de la crisis es el cuestionamiento del papel de los mercados y de una regulación poco efectiva. El Comité Nobel ha dado el premio a un investigador riguroso que se ha preocupado porque los mercados mantengan su papel esencial en la asignación de recursos mediante su regulación adecuada. Reconforta.

¿Hay un plan?

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 noviembre de 2014 en *El Periódico*.

- Siendo optimistas, las advertencias de la UE formarían parte de un proyecto de estímulo

La Comisión Europea, cumpliendo con las nuevas reglas de gobernanza económica en la Unión Europea, ha dado avisos serios a diversos países por sus déficits. Si estos países no cambian sus presupuestos o, en cualquier caso, si las desviaciones de sus presupuestos se materializan, los nuevos tratados facultan a la Comisión a imponer multas. Los tres países con una situación más comprometida son Francia, Italia y Bélgica (la periferia del euro es un territorio cada vez más extenso). También están bajo vigilancia España y tres países más.

Los avisos en público de la Comisión llegan después del habitual cruce de correspondencia, más o menos reservada, entre el Ejecutivo comunitario y las capitales. De hecho, las reprimendas se producen al considerar que las respuestas y la información que dan los gobiernos a los requerimientos de Bruselas son insuficientes e insatisfactorias. En marzo se volverá a examinar la situación y podrían empezar a tomarse medidas. Estos hechos admiten varias lecturas. En primer lugar, desde la perspectiva más optimista los avisos de Bruselas serían un elemento más del guion tripartito previsto (BCE, Comisión y gobiernos) para estimular la economía de la UE. Según esta visión, Mario Draghi necesitaría pruebas fehacientes, de cierto coste político, de que los países con problemas cumplen con su parte de las reformas/recortes para convencer al núcleo de la eurozona para actuar, un núcleo que es un territorio cada vez más reducido. Un elemento a favor de esta lectura sería el reciente plan de inversión anunciado por Jean-Claude Juncker por un montante total de 315.000 millones de euros. Siguiendo con esta lógica, las advertencias de ayer son el palo, y el plan de inversiones, la zanahoria.

Puede que haya algo de cierto en esto, pero dar esta visión por buena equivale a dar por sentados unos niveles de coordinación y congruencia de objetivos entre países demasiado altos. La idea reconfortante de que existe un gran plan de salvación de la zona euro que se entrega por fascículos no encaja con los episodios de precipitación que hemos vivido desde el 2010. Además, el plan de inversiones de Juncker contaría de hecho solo con 16.000 millones del presupuesto de la UE, y el resto se espera obtenerlo de capital privado.

Viraje del clima político

Ahora bien, si estas advertencias no forman parte de un macroplan concertado para superar la crisis y recuperar el crecimiento y el empleo en la UE, la cosa es todavía peor. En otras palabras, si la nueva Comisión lanza estas advertencias como continuación de la vieja política económica que se ha realizado hasta ahora en la UE, la recuperación va para largo. Además, parece que en Bruselas no se han dado cuenta de que el clima político en la periferia está virando y de que emergen fuerzas políticas y movimientos poscrisis, nada minoritarios, que cuestionan de raíz el statu quo.

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

Este artículo fue publicado el 3 de diciembre de 2014 en *El País*.

- La movilidad social es una cuestión clave a la hora de abordar la desigualdad

La desigualdad de ingresos se ha convertido en una de las principales preocupaciones entre los ciudadanos y los legisladores. Sin embargo, no hemos prestado atención a una cuestión que guarda relación con esta desigualdad y que, en mi opinión, es clave para explicarla. Me refiero a la movilidad de ingresos, es decir, a qué probabilidades tienen los hijos de padres con bajos ingresos de llegar hasta lo más alto.

A todos nos gustaría creer que todos los niños cuentan con las mismas oportunidades de convertirse en personas prósperas y que el denominado "sueño americano" es posible. Es decir: un gran esfuerzo y una buena aptitud deberían bastar para elevarnos hasta la cima. Ahora bien: ¿es esto una verdad científica?

Si dividimos la población en cinco niveles de riqueza, una movilidad intergeneracional perfecta implicaría que, independientemente del quintil de ingresos al que pertenezcan los padres, un niño tiene un 20% de probabilidades de situarse en cualquier otro quintil de ingresos en el futuro.

Sin embargo, la realidad nos muestra que la movilidad intergeneracional perfecta no existe. Un documento de trabajo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de 2009 reveló que existe una relación entre el origen socioeconómico de los padres, los resultados educativos y el salario de sus hijos en todos los países para los que existían datos. Países como Reino Unido, Italia, Estados Unidos y Francia presentan una movilidad generacional especialmente baja; en cambio, en Canadá, Finlandia, Noruega y Dinamarca, la movilidad es más elevada.

Un trabajo reciente de Chetty muestra diferencias incluso dentro de Estados Unidos. La "tierra de las oportunidades" lo es únicamente en algunas áreas concentradas geográficamente. Por ejemplo, en Charlotte, en el Estado de Carolina del Norte, la probabilidad de que un niño proveniente de una familia del quintil más bajo de la distribución nacional de los ingresos llegue al quintil más alto es de un 4,4%; mientras que en San José, en California, es de un 12,9%.

¿Por qué debería importarnos entonces la movilidad social? En primer lugar, desde el punto de vista de los ciudadanos, parece injusto estar condicionado por nuestro origen. En segundo lugar, desde el punto de vista de la sociedad, una baja movilidad social contribuye al riesgo de que los individuos no desarrollen todo su potencial, dando lugar al desperdicio de talento. Por último, una movilidad social baja parece estar relacionada con una mayor desigualdad global.

Incluso si decidimos que la movilidad social debería ser un objetivo político, surgen una serie de preguntas. La primera es qué nivel de movilidad de ingresos deberíamos tener como objetivo. Una movilidad de ingresos perfecta parece ser el objetivo adecuado al que aspirar, pero esto no es tan

obvio. Si en cierta medida los ingresos están determinados por la aptitud y esta es hereditaria, incluso una sociedad que ofreciera una igualdad de oportunidades perfecta carecería de cierta movilidad de ingresos. No obstante, el hecho de que la movilidad varíe enormemente entre países sugiere que al menos algunos de ellos podrían mejorar algunas cosas.

La segunda pregunta es cómo alcanzarla. Hay investigadores que señalan que, al menos en Estados Unidos, existen cinco características significativas que persisten en áreas con alta movilidad: menos segregación racial y de ingresos entre barrios; sistemas educativos de mejor calidad; mayor nivel de participación de la comunidad y las redes; menor desigualdad de ingresos, y estructuras familiares más fuertes.

Varios estudios destacan la inversión en educación como puente hacia un aumento de la movilidad social. Un aspecto importante es que la financiación de la educación varía considerablemente entre los diferentes países. En muchos países europeos está financiada principal o exclusivamente por el Gobierno, mientras que en Estados Unidos hay una parte importante de financiación privada. Así, los datos demuestran que las familias de los quintiles de ingresos altos gastan más en la educación de sus hijos, y parece que es una tendencia en aumento.

Hay muestras de que los sistemas gubernamentales universales de préstamos para la educación superior están asociados a una mayor movilidad social, medida por la probabilidad que tienen los niños de familias desfavorecidas de completar estudios superiores (OCDE, 2009).

Por tanto, la solución para impulsar la movilidad social resulta ser la misma que para muchos otros problemas de la sociedad: una mejor educación. Esto implica, además, una educación dirigida a los niños de familias carentes de recursos (financieros o de otro tipo) para ayudarlos a empezar su vida de la mejor forma posible.

Cap on va el sector immobiliari? Quatre tendències

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

Este artículo fue publicado el 6 de diciembre de 2014 en *Ara*.

- **Mentalitat.** L'inversor s'ha d'oblidar de l'especulació i ha de buscar el cobrament estable
- **Instruments.** Creixeran les societats d'inversió amb molts recursos propis i poc deute

El sector immobiliari ha sigut, sens dubte, un dels més castigats arran de la devastadora crisi econòmica que hem viscut els últims anys, de la qual encara no ens hem acabat de recuperar. Els últims anys s'han agreujat els efectes d'una sèrie de deficiències cròniques del sector que han afavorit l'enfonsament del que semblava una de les inversions més segures que teníem a l'abast. El panorama ha canviat completament, i això ens ha portat a aprendre, a la força, una sèrie de lliçons que ens haurien de dirigir en última instància cap a un sector immobiliari més eficient. Tot seguit, destacarem quatre tendències del sector a curt i mitjà termini.

Industrialització

En primer lloc, el futur del mercat passa, en bona part, per la industrialització del sector. Hem de reduir la improvisació, que ha sigut tan habitual en la construcció d'immobles. Hem d'enfocar tots els esforços cap a una planificació eficaç dels recursos que permeti una reducció significativa dels temps de disseny, tràmits burocràtics i construcció. Cal també reduir les desviacions de pressupost. I reduir la producció de residus. Hem de tenir present que, actualment, entre un 20% i un 30% del material utilitzat en una obra es llença, fins al punt que el primer que arriba a una obra, abans que el material o els mateixos paletes, és el contenidor de la runa! ¿S'imaginem un fabricant de cotxes llençant entre un 20% i un 30% del material del qual estan fets els vehicles? I més encara, ¿s'imaginem les pèrdues econòmiques que significaria que innovéssim i improviséssim en la construcció de cada cotxe? Per què innovem i improvisem en la producció de cada immoble? D'aquí sorgeix la imperant necessitat d'industrialització del sector, que ens portarà, de ben segur, a un augment de la construcció modular. I això vol dir dissenys més estàndard, però amb capacitat de ser personalitzats: el model de negoci Ikea importat al sector immobiliari.

Mida i eficiència

Aquesta necessitat d'optimitzar els recursos en la construcció fa també necessari un nou escenari on les protagonistes seran empreses immobiliàries més grans i més eficients. En aquest sentit, la concentració d'actius que hi ha hagut en el sector bancari ha donat lloc a una situació en què poques empreses grans s'han especialitzat a donar sortida als immobles que anaven a parar als balanços de les entitats financeres. Ho hem vist al nostre país en exemples clars com ara Solvia, del Banc Sabadell, Servihabitat, de Caixabank, o Catalunya Caixa Immobiliària. Aquestes empreses han crescut molt en pocs anys i han professionalitzat els seus processos. I, en general, les empreses més grans són més eficients que les empreses petites. Els bancs, possiblement, es vendran aquestes empreses, perquè no són part del core del seu negoci, i veurem com un sector tan atomitzat com és l'immobiliari acaba

sent una mica més concentrat. D'altra banda, constructors i agències immobiliàries també s'haurien de plantejar fusions o associacions per crear empreses més grans i eficients. Escenaris amb empreses amb més volum són els que veiem en aquests moments en països on el sector immobiliari està més professionalitzat que al nostre, com ara als Estats Units.

Llarg termini

El canvi de mentalitat postcrisi immobiliària l'ha d'adoptar també l'inversor, que s'ha d'oblidar de l'especulació que busca elevats retorns a curt termini. Les inversions immobiliàries a curt termini són equivalents a les inversions de capital de risc. I podem trobar inversions amb elevades rendibilitats potencials a curt termini..., però això vol dir que són inversions amb molt risc! El nou panorama obliga a pensar a llarg termini, buscant cobraments estables de lloguers, una mica com si ens plantegéssim una inversió en bons a llarg termini. Estretament lligada amb aquest canvi de mentalitat de l'inversor local tenim la necessitat de canalitzar la inversió estrangera. Hi ha molt capital estranger que vol invertir en el sector immobiliari al sud d'Europa. Alguns s'ho plantegen com una via per treure'n bones rendibilitats comprant a bon preu, posant l'actiu en valor i venent més car uns anys més tard. Per això cal tenir empreses en el sector amb un cert volum i, principalment, oferir seguretat als inversors. D'altra banda, cal finançar inversions amb més recursos propis i menys deute. La situació que acabem de viure, amb nivells de deute tan elevats, amb crèdits a molt llarg termini i a interessos molt baixos, serà difícil que es repeteixi. Per això, societats d'inversió immobiliària com ara les noves socimi a Espanya o els no tan nous REIT als Estats Units, amb els quals s'inverteix en el sector immobiliari amb molts recursos propis i poc deute, podrien créixer amb força en els propers anys com a resposta a la reducció del nivell de deute en el sector.

Transparència

Quarta tendència: cal anar cap a un sector més transparent. Al nostre país, el sector immobiliari ha sigut poc transparent en termes de costos i de preus. Trobar avui dia dades fiables i no esbiaixades com tenen altres països és una tasca gairebé impossible. Dos exemples de bona praxi els trobem als Estats Units. D'una banda, s'han creat portals immobiliaris com ara Zillow.com, on podem veure els preus de les transaccions reals dels habitatges. D'altra banda, s'han desenvolupat uns índexs immobiliaris amb dades fiables sobre compravendes seguint una mateixa cartera d'immobles, com ara els índexs de CaseShiller o de la Federal Housing Finance Agency (FHFA).

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 18 de diciembre de 2014 en *La Vanguardia*.

La cumbre de Lima sobre el cambio climático acabó el pasado fin de semana con un acuerdo débil in extremis. Según este los países se comprometen a presentar de forma genérica compromisos individuales de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero con fecha 31 de marzo del 2015, con la perspectiva de la cita de París de diciembre del mismo año para sustituir al protocolo de Kioto. En Lima se vivió la tensión entre países desarrollados y en vías de desarrollo. Estos últimos exigen ayuda para limitar sus emisiones porque no se consideran responsables de las emisiones realizadas ya por los países desarrollados desde el principio de la revolución industrial. El gran problema del protocolo de Kioto es que no fue un acuerdo global de reducción de emisiones sino limitado a una treintena de países. Ni EE.UU. ni China ratificaron el protocolo. Los objetivos ambiciosos de la Unión Europea en conservación han servido para que otras regiones del mundo expandieran la producción y las emisiones. Así China e India han primado obtener una energía a bajo coste mientras que EE.UU. ha priorizado la seguridad del suministro energético. Sólo Europa ha primado el (caro) objetivo de la energía limpia. Es el conocido problema de la "fuga del carbono"; la UE aporta sólo el 11% de las emisiones globales de CO₂. La conservación es un bien público cuyo coste muchos países desean que sea asumido por el vecino. El problema persiste a pesar del avance que supuso el acuerdo de intenciones reciente entre China y EE.UU. sobre el control de emisiones. La ambición de la cumbre de París es establecer por primera vez un acuerdo global que reparta los costes de la lucha contra el cambio climático de manera equitativa, con compromisos por países que se deberían implementar a partir del 2020. No será fácil y será necesaria la imaginación y generosidad en las propuestas, sobre todo por parte del mundo desarrollado.

He dado por hecho que hay que luchar contra el cambio climático. Según los paneles científicos sobre el tema, un calentamiento de más de dos grados centígrados por encima de la época preindustrial puede desestabilizar el clima y provocar efectos devastadores. La cuestión es que la desestabilización no es una certeza sino un escenario probabilístico. ¿Por qué hay que actuar? Actuando se evita la posibilidad, aunque sea un tanto remota, de que ocurra un desastre de gran magnitud. Es como asegurar la casa contra un incendio. La probabilidad del desastre puede ser baja pero si ocurre es devastador. Vale la pena incurrir en un coste cierto pero acotado para evitar un escenario potencialmente catastrófico. Para limitar el aumento de temperatura a dos grados hay que reducir las emisiones de manera sustancial en el horizonte del 2050 para que en el planeta no se emita más que una determinada cantidad adicional de CO₂. El esfuerzo será enorme pues la proyección es que las emisiones globales van a seguir creciendo hasta la década del 2030.

La UE planteó el paquete 20-20-20 en el 2007 para el 2020. Se trataba de reducir como mínimo un 20% las emisiones con relación a 1990, obtener un ahorro energético del 20% sobre las proyecciones, y una cuota de energía renovable del 20%. Estos objetivos están en proceso de ser cumplidos y ahora la UE ofrece un recorte de emisiones del 40% para el 2030 en relación con 1990 y un aumento de la cuota de las renovables de hasta el 30% así como de la eficiencia energética. La UE ha desplegado una batería de medidas y regulaciones para cumplir los objetivos del cambio climático:

un sistema de certificados de emisiones que pueden ser comerciados en el mercado, ayudas a las tecnologías renovables y directivas de ahorro energético. Si el objetivo es reducir las emisiones, en principio un solo instrumento sería suficiente, ya sea poner un impuesto sobre el carbono o unas cuotas de emisión equivalentes al impuesto (el sistema de certificados de emisión). Utilizar más instrumentos puede tener efectos no deseados, como hemos visto en el caso de las renovables. En efecto, la mala calibración de los subsidios a las energías renovables ha llevado a una mala asignación de recursos. El caso de España es paradigmático: algunos objetivos se alcanzaron en meses en lugar de años y la sobreinversión ha inducido una marcha atrás en las remuneraciones que dejan malparada la seguridad jurídica en el Estado Español. En el 2008 España era el mercado más grande del mundo para la nueva generación solar pero tanto la manufactura como la instalación de nueva capacidad se colapsaron en el 2009 cuando se redujeron los subsidios. Un fenómeno similar ha sucedido en Alemania entre el 2008 y el 2010. La ayuda a las renovables se justifica a veces también por los efectos inducidos en la estructura industrial en base a la teoría de la industria naciente. El subsidio a una industria nacional sujeta a la curva de aprendizaje, en donde una mayor producción acumulada rebaja JOMA los costes, le proporciona una ventaja en la competencia internacional que redundará en beneficio de todo el país. En la práctica, esta política de algunos países europeos ha dado excelentes resultados para desarrollar la industria de paneles solares de China y Taiwán.

La crisis económica rebajó las emisiones de modo notable pero la bajada del precio del petróleo tenderá a reanimar el consumo de los combustibles fósiles. El control del cambio climático seguirá siendo un tema de primer plano y habrá que afinar los instrumentos de política económica para evitar errores pasados. Todas las decisiones difíciles se han pospuesto a la cumbre de París. Si de ella sale un acuerdo global vinculante de control de emisiones y, aunque sea implícitamente, un precio adecuado para el carbono, se habrá avanzado de manera muy importante.

Will Basel III work?

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 diciembre de 2014 en VoxEU.org.

Banking has recently proven much more fragile than expected. This column argues that the Basel III regulatory response overlooks the interactions between different kinds of prudential policies, and the link between prudential policy and competition policy. Capital and liquidity requirements are partially substitutable, so an increase in one requirement should generally be accompanied by a decrease in the other. Increased competitive pressure calls for tighter solvency requirements, whereas increased disclosure requirements or the introduction of public signals may require tighter liquidity requirements.

The recent financial crisis has exposed the failures of regulation. We have witnessed how the three pillars of the Basel II approach – namely capital requirements, supervision, and disclosure and market discipline – have been insufficient to prevent or contain the crisis. Banking has proved much more fragile than expected. Among the problems that have surfaced is the danger of an overexposure to wholesale financing, as demonstrated by the demises of Northern Rock and Bear Stearns. Another startling development has been the large impact of public news, such as the decline of the ABX index of credit derivatives on subprime mortgages in 2007, credited with inducing the run on structured investment vehicles (SIVs) in the summer of that year (see, e.g., Gorton 2008). The effects of disclosure requirements have also been dramatic, such as the implementation in 2007 of FAS rule 157 – a piece of mark-to-market accounting legislation – which was credited with aggravating the consequences of the bursting of the real-estate bubble by forcing banks to disclose large losses on their portfolios of mortgage-backed securities.

The regulatory response has been, in the so-called Basel III process, to increase capital requirements, introduce liquidity requirements and strengthen transparency requirements.² Apart from this, structural reform has been proposed in the US, the UK, and the EU in order to separate traditional banking from market-oriented activities to a certain degree. Some of these measures have already been implemented. Furthermore, in the immediate response to the crisis, antitrust concerns were set aside and large banks were allowed to merge in the US, the UK, and Spain among other countries – not to mention the amount of state aid granted to the banking sector with the effect of distorting competition.

Problems with the Basel III approach

The approach in the Basel III process has been to calibrate capital and liquidity requirements independently, with the latter still not quite settled, and to think about disclosure requirements separately. With regard to competition policy, the standard idea has been to enforce it independently of the level of prudential regulation. I argue in Vives (2014) that this approach may prove problematic:

- Capital and liquidity requirements are both necessary but partially substitutable in the regulatory aims of keeping the probabilities of insolvency and illiquidity in check. This means that an increase in one requirement should be accompanied by a reduction in another requirement to accomplish regulatory objectives in an efficient way.
- The optimal levels of capital and liquidity requirements are not independent of the level of disclosure in the market. For example, more disclosure may need to be accompanied by a higher liquidity requirement in order to keep the probability of illiquidity in check.
- Optimal prudential policy is not independent of the level of competitive pressure that banks face.

I obtain these results in a model of crises that distinguishes solvency from liquidity problems, and which is based on a simple game of strategic complementarities with incomplete information (e.g. Morris and Shin 2004, Rochet and Vives 2004). The financial intermediary obtains unsecured wholesale financing that may not be renewed depending on the information received by fund managers. If this happens, the intermediary typically will need to liquidate some assets at fire sale prices in order to meet its debt obligations. Those sales can be moderated by holding more liquidity.

The result is that there is a range of fundamentals of the investment portfolio of the bank for which the entity is solvent but illiquid. The intermediary faces a coordination failure that leads to fragility in the sense that a small change in the environment may move the equilibrium of the investors' game from safe to unsafe. This fragility is linked positively to the co-movement of investors' actions or, in more technical terms, to the degree of strategic complementarity of their actions. I find then that strategic complementarity and fragility are increasing in the weakness of the balance sheet of the intermediary (high level of wholesale short-term financing and low level of liquid reserves), market stress parameters (such as the extent of fire sales penalties of early asset sales or of the cost of funding), and the precision of public signals about the fundamentals.

Partial substitutability of capital and liquidity requirements

The probabilities of insolvency and illiquidity can be controlled with capital and liquidity requirements. If the regulator aims to cap the probabilities of insolvency (to mitigate moral hazard) and illiquidity (to mitigate contagion risk), it can accomplish this by setting minimum capital and liquidity requirements. Those requirements are partially substitutable, and typically a change in the environment that calls for an increase in one will imply a decrease (at least weakly) in the other. For example, higher fire sales penalties to liquidate assets will call for an increased liquidity requirement and a relaxed solvency one, whereas increased competition raising funding costs will call for an increased solvency ratio and a stationary liquidity ratio. The latter prescription is important when the regulator faces a liberalisation episode such as that of Savings and Loans in the US in the 1980s. In this case the failure to tighten solvency requirements led to disaster.

Regulatory implications of public signals

A more subtle change in the environment is in disclosure requirements or the introduction of strong public signals. In an environment with weak balance sheets and market stress, bad news provided by a strong public signal may coordinate expectations on a run equilibrium.

This is what seems to have happened with the SIVs crisis in 2007. The SIVs were mostly funded short term in the wholesale market, and investors had poor information when deciding whether to roll over their loans given the opaque nature of residential-based subprime securities. The introduction of the ABX index in 2006 provided a potent public signal about the state of subprime mortgages, and when this index started to decline in early 2007 it eventually triggered a run on the SIVs. All the

conditions that make investors' actions co-move strongly were present: a high level of unsecured short-term financing in particular, coupled when the crisis started with high fire sales penalties, and a strong public signal in relation to the accuracy of private signals.

With hindsight, and according to my analysis, the regulator should have tightened liquidity requirements when the ABX index was established. If properly calibrated, the liquidity requirement would have decreased the profitability of SIVs but avoided the run. Similarly, the regulator should have established a liquidity ratio when introducing the mark-to-market accounting FAS rule 157 in 2007 in order to avoid increasing the risk of illiquidity.

Concluding remarks

In conclusion, independently of the debate on the right amount of capital (see e.g. Admati et al. 2013 and Corsetti et al. 2011), regulators should look at the interaction between capital, liquidity, and disclosure requirements. Regulators should take into account also the level of competitive pressure when setting prudential requirements. This implies that competition policy and prudential policy are not independent either. Taking these interactions into account in a holistic approach will lower the likelihood of regulatory blunders and improve the chances that the Basel III process delivers the expected results.

References

- Admati, A, P de Marzo, M Hellwig, and P Pfleiderer (2013), "Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive", Stanford University GSB Research Paper 13-7.
- BIS (2014), "Review of the Pillar 3 Disclosure Requirements", Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document.
- Corsetti, G, M Devereux, J Hassler, G Saint-Paul, H-W Sinn, J-E Sturm, and X Vives (2011), "A New Crisis Mechanism for the Euro Area", in The EEAG Report on the European Economy 2011, CesIfo: 71-96.
- Morris, S and H S Shin (2004), "Coordination Risk and the Price of Debt", European Economic Review 48: 133-153.
- Gorton, G (2008), "The Panic of 2007", in Maintaining stability in a changing financial system, Proceedings of the 2008 Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Rochet, J C and X Vives (2004), "Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?", Journal of the European Economic Association 2(6): 1116-1147.
- Vives, X (2014), "Strategic Complementarity, Fragility, and Regulation", Review of Financial Studies 27(12): 3547-3592.

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 19 de enero de 2015 en *El Periódico*.

- **Cinco años después de que EEUU activara algo similar, por fin parece que la UE se ha decidido a hacerlo**
- **Draghi quiere remover las excusas en las que se escudan algunos gobiernos para no tomar decisiones**

Se abre una semana que puede ser decisiva para el futuro de la Unión Europea. El jueves, el Banco Central Europeo podría finalmente instaurar un programa de compra de deuda pública y el domingo vota Grecia. En esas elecciones, muchos ciudadanos parecen inclinarse por dar la confianza a Syriza, un partido que no solo rechaza abiertamente cómo se ha gestionado la crisis en Europa sino que, curiosamente, incluye en su programa reclamar al BCE medidas parecidas a las que se espera que anuncie el jueves.

Sobre el programa del BCE, todavía no se sabe cómo será exactamente porque hay múltiples diseños y parámetros posibles, pero parece que se regirá por dos principios básicos que, a su vez, tratan de dar respuesta a dos restricciones fundamentales. En primer lugar, que cada Estado asuma el riesgo de estas operaciones de compra de deuda pública (peaje imprescindible para que el socio fundamental, Alemania, pueda explicar la jugada internamente). A cambio, el programa debe tener un tamaño y potencia suficientes (este tipo de estímulos solo son eficaces si se plantean a gran escala). Cinco años después de que EEUU activara algo similar, por fin parece que la UE se decide. Desde cierto punto de vista, un retraso injustificado y absurdo que ha perjudicado a muchos ciudadanos. Pero, mirando el vaso medio lleno, hace 10 años era prácticamente imposible imaginar que la integración económica europea llegaría a estos niveles.

Los objetivos inmediatos del plan de Fráncfort son frenar la caída de inflación en la zona euro, animar a las entidades financieras a conceder crédito nuevo al sector privado y facilitar que el sector público estimule a la economía. Naturalmente estas medidas se toman porque el BCE, a diferencia de Mariano Rajoy, percibe que la recuperación económica es débil, las perspectivas, pesimistas y los riesgos, múltiples.

Ahora bien, Mario Draghi ya ha dejado claro que, en su opinión, las medidas de política monetaria, convencionales o no, que adopte el BCE solo pueden crear las condiciones para la recuperación pero no bastan por sí solas. Es imprescindible que los países resuelvan sus problemas económicos internos y tomen decisiones. De hecho, en la medida en que el BCE toma nuevas medidas para estimular la economía, deja más al descubierto las acciones u omisiones de los Gobiernos en materia de política económica nacional. Con estos movimientos Draghi, y los apoyos que tiene en la UE, no buscan solo reparar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Probablemente pretendan algo más directo: remover las excusas y pretextos en los que algunos Gobiernos o partidos se escudan para no afrontar las decisiones políticas difíciles que el momento requiere.

Con toda seguridad, el BCE analiza muy atentamente los modelos de previsión de la inflación pero se hace difícil pensar que, llegado el momento de las decisiones, ignore lo que sucede en las plazas de Atenas, Madrid, Barcelona o Roma. De hecho, y aunque la política y los bancos centrales deberían ser como el agua y el aceite según el manual, es probable que en Bruselas, Fráncfort y Berlín compartan intuiciones sobre cómo tratar a nuevos líderes políticos que se presentan ante los ciudadanos con programas económicos heterodoxos pero con opciones reales de gobernar.

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 enero de 2015 en *La Vanguardia*.

Hoy es el gran día para el Banco Central Europeo (BCE). Se espera que anuncie un programa de inyección monetaria, "relajación cuantitativa" en la jerga de los banqueros centrales, con compras masivas de bonos, incluyendo bonos soberanos. La perspectiva deflacionaria en la zona euro, impulsada por el bajo tono de la economía y con la puntilla de la bajada del precio del petróleo, aleja mucho las perspectivas de la inflación del objetivo del BCE cercano, pero por debajo, del 2%. Se ha comprobado que la rebaja simbólica del tipo de interés en el 2014, el cobro de un tipo negativo para los depósitos de los bancos en el BCE y el programa de préstamos de liquidez a la banca no han sido suficientes. En junio del 2014 este fue mi pronóstico en estas mismas páginas. Las declaraciones de Draghi en el verano del 2012, con la promesa de compras ilimitadas pero condicionadas de deuda pública soberana, fueron suficientes para estabilizar al euro sin sacar la pistola de la cartuchera. Ahora las palabras no son suficientes.

La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón se lanzaron en su momento a la relajación cuantitativa. El BCE se enfrenta a dificultades añadidas, como es bien sabido, dado que no está respaldado por una unión fiscal como en los casos de los otros países mencionados. La Reserva Federal compra deuda de EE.UU. pero el BCE debe comprar deuda de distintos soberanos. Alemania se opone a la mutualización de la deuda soberana y presiona para que cada banco central de la eurozona compre su deuda o, como mínimo, se responsabilice de posibles quitas en su valor. Para Alemania la posible acción del BCE es como si la Reserva Federal comprara deuda de estados americanos como California, que han estado al borde la bancarrota. El Bundesbank está preocupado por los efectos disolventes que tendrá la compra de deuda en las necesarias reformas de la economía europea. Estas compras mantendrán artificialmente bajos los tipos de interés en las economías periféricas, así como en Francia, y relajarán toda presión reformista. La oposición en Alemania a toda mutualización y compartición de riesgos constriñe, de facto, la capacidad del BCE. El abogado general de la Corte Europea de Justicia la semana pasada echó un capote a la autonomía del BCE en política monetaria que permite actuar a Draghi, pero la partida no ha terminado y el BCE tendrá que sortear obstáculos importantes en el futuro.

Una vez decidida la relajación monetaria cabe preguntarse si será efectiva. Lo ha sido en EE.UU. y está por ver qué pasará en Japón, donde se ha abierto una puerta a la esperanza. En primer lugar, habrá que ver el tamaño de la operación y las condiciones restrictivas en torno a la mutualización de la deuda y los tipos de deuda que comprar (por ejemplo, de corto plazo). El compromiso en una senda de relajación monetaria puede no ser creíble si un socio como Alemania es reticente. En segundo lugar, hay que tener en cuenta una diferencia fundamental entre Europa y EE.UU. Así, mientras que en EE.UU. predominan los mecanismos de mercado para financiar las empresas, en Europa predomina el crédito bancario. La relajación cuantitativa, que opera directamente en los mercados tendrá sólo un efecto indirecto en el crédito bancario al hacer menos atractiva la inversión en deuda pública, y por tanto no será tan efectiva en Europa. En lo que sí será efectiva es en la depreciación del euro en relación con el dólar. De hecho, sólo la presunción de su futura implementación ya ha hecho caer el

euro de manera marcada y ha provocado la desvinculación del euro y del franco suizo. El banco central suizo no ha podido resistir la perspectiva de aumento de su balance si quería mantener la paridad con el euro en 1,20 francos. La depreciación del euro es una buena noticia para los exportadores en la eurozona y una buena herramienta para combatir la deflación puesto que estimula la economía y encarece las importaciones.

Ahora bien, la política monetaria, tal como el mismo Draghi ha explicado repetidas veces, no es y no será suficiente para levantar la economía europea y salvar al euro. Para ello se necesita estímulo fiscal, sobre todo en países como Alemania que se lo pueden permitir, para crear una inflación diferencial que haga ganar competitividad a la periferia, y reformas que hagan que esta, incluyendo al enfermo francés, sean más competitivos. El plan de inversión de Juncker sería mucho más efectivo si fuera financiado con bonos emitidos por el Banco Europeo de Inversiones y comprados por el BCE.

Europa se ha construido a golpe de crisis. El mercado común surge de la necesidad de hacer imposible una nueva guerra. La unión bancaria, con el BCE como supervisor financiero y una autoridad de resolución bancaria coordinada, es la respuesta al abismo al que la crisis de la deuda había acercado a la eurozona. Se actuó a un paso del abismo en junio del 2012 y Draghi remató con sus palabras mágicas. El BCE compró tiempo, pero no se avanzó en la unión fiscal y en las reformas necesarias en muchos países, Francia e Italia en particular. La eurozona no está ahora delante de un abismo, sino encallada en un pantano del que se necesita para salir un motor potente y resistente (reformas), combustible (estímulo monetario y fiscal) y un seguro (compartición de riesgos) por si algún país se atasca.

Esperemos que Draghi, el europeo con un trabajo más difícil, siga acertando las políticas para salvaguardar la moneda y la economía de la eurozona. Si tiene éxito, comprará más tiempo, que deberá ser aprovechado por los países e instituciones europeas para hacer los deberes.

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 8 de febrero del 2015 en *La Vanguardia*

- **Los bajísimos niveles de inflación actuales coinciden con una época en la que las políticas monetarias han sido más expansivas que nunca**
- **De momento, estamos conviviendo con la paradoja: una enorme creación de dinero coexiste con bajísimos niveles de inflación**

Desde hace algunos años, especialmente tras el estallido de la gran recesión, las principales economías occidentales se han visto aquejadas de una presión a la baja en los niveles de inflación.

Es paradójico que ello haya coincidido con una época en la que las políticas monetarias han sido más expansivas que nunca, mediante la implantación en las economías avanzadas de las denominadas políticas no ortodoxas de expansión cuantitativa. ¿Cómo podemos racionalizar estos dos fenómenos, aparentemente contradictorios?

Un modo de entenderlo es que la economía occidental lleva ya años inmersa en una expansión económica artificial. Un crecimiento alimentado por el endeudamiento progresivo de los agentes económicos, que han tratado de mantener niveles crecientes de consumo que eran, de hecho, insostenibles. Es decir, no se fundaban en avances de las rentas, y por tanto del empleo y la productividad, de similar magnitud, sino en la extensión de crédito facilitada por las políticas monetarias laxas de los bancos centrales.

Esta larga expansión del crédito y la deuda, cuyos inicios se remontan a finales de los años ochenta, ha sufrido correcciones en diversas ocasiones, con serias caídas de las bolsas y recesiones más o menos graves. En todos los casos, los bancos centrales han acudido al rescate con sus políticas de reducción de tipos, pero cada crisis ha conducido a la siguiente de tal modo que al final la política monetaria convencional quedó sin margen de maniobra, al alcanzarse tipos de interés prácticamente nulos.

Cuando estalló la última crisis financiera, las autoridades monetarias ya no tenían margen para bajar los tipos a corto plazo y recurrieron a la expansión cuantitativa con el objetivo primordial de incidir directamente en los tipos a largo plazo para reanimar la economía.

En teoría, la expansión cuantitativa, reduciendo los tipos a largo, debía contribuir a facilitar la financiación de empresas y familias, y a una mejora de las cotizaciones bursátiles, que actuarían como factor propulsor del consumo vía el efecto riqueza. En la práctica esta política no ortodoxa ha servido a Estados Unidos para aliviar la carga de los agentes económicos, y sólo muy gradualmente ha impulsado el consumo y la inversión para acercarse a los niveles de plena utilización de la capacidad productiva del país, con un largo periodo en el cual el exceso de oferta existente ha contribuido a mantener unos niveles de inflación comparativamente bajos.

La expansión cuantitativa estadounidense tuvo, sin embargo, importantes efectos en los países emergentes y también en otros países occidentales aquejados por las secuelas de la gran recesión. El impacto fue especialmente negativo en la zona euro, cuya moneda registró una apreciación muy significativa desde mediados del 2012 hasta bien entrado el 2014. De este modo, la zona euro, que sufría un elevado exceso de oferta debido a los shock de demanda de la gran recesión y la crisis del euro del 2012, vio agravada su situación y de hecho pasó a importar deflación de Estados Unidos vía la apreciación del tipo de cambio.

En efecto, los países o bloques que están totalmente abiertos a la libre circulación de capitales y no llevan a cabo la política monetaria no ortodoxa, tienen de facto una política monetaria contractiva en términos relativos, con unos costes potencialmente muy altos al importar la deflación en el momento menos oportuno.

Este efecto se ve claro en países como Suecia o Suiza. Son pequeñas economías abiertas en las que, sin encontrarse en una situación de exceso de oferta, se viven también presiones significativas a la baja en los niveles de precios. El dilema para estas economías es serio. Si mantienen su autonomía monetaria importan la deflación y la recesión. Si, por el contrario, inician una política monetaria no ortodoxa, estarán aplicando a su economía una receta ultraexpansiva que no es la que precisan y que puede alimentar un crecimiento excesivo del precio de los activos.

Vista desde esta perspectiva, la expansión cuantitativa que lanzó recientemente el Banco Central Europeo no es más que la reacción inevitable a la presión ejercida por las políticas que han llevado a cabo los bancos centrales de las otras grandes economías avanzadas. Otra cosa, muy diferente, es si esta conjunción de políticas monetarias globalmente tan expansivas va a servir para que las economías occidentales vuelvan a una senda de expansión estable o si, por el contrario, constituye una nueva y preocupante fase de crecimiento del endeudamiento global, prolongando la tendencia iniciada hace ya casi treinta años.

Milton Friedman afirmó en su día que, a largo plazo y para una zona económica con moneda propia, la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario. Sólo la perspectiva de los años nos permitirá dilucidar si esta proposición, sin duda un elemento central de la ortodoxia, ha resistido la prueba de la gran recesión. De momento, estamos conviviendo con la paradoja: una enorme creación de dinero coexiste con bajísimos niveles de inflación.

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 11 de febrero de 2015 en *El Periódico*.

Poco a poco van apareciendo las piezas del puzzle que definirá nuestra recuperación económica, a no ser que cambiemos de rumbo. En ciertos ámbitos, como las relaciones laborales, se impone la lógica del mercado, reforzada por las últimas reformas legislativas. En otros, como las pensiones o los servicios y prestaciones públicas, sigue imperando la consigna de reducir el gasto. En cambio, buena parte de las empresas en sectores regulados –y sus accionistas– prácticamente no han conocido la crisis: los precios de sus productos, en los que el BOE tiene mucho que decir, no bajan. Más bien lo contrario.

Desde 2008 se ha producido un desajuste entre, por un lado, las subidas de los precios de suministros básicos como el agua, el gas y la electricidad y, por otro, la caída en la renta disponible de los hogares a raíz del aumento del paro, la práctica congelación de las pensiones y la extensión de la precariedad a segmentos cada vez mayores de la sociedad. El discurso dominante y políticamente correcto entra aquí en una grave contradicción: las condiciones laborales deben estar sometidas al mercado, pero no así los ingresos de las compañías que operan en sectores regulados.

La disfunción genera un efecto regresivo y muchos ciudadanos en dificultades deben hacer un esfuerzo cada vez mayor que se dirige a aumentar los beneficios de un grupo de grandes corporaciones; ni más ni menos. Es cierto que en el año 2009 se instauró el bono social para el consumo eléctrico, pero pensado para cubrir únicamente los casos límite (perceptores de pensiones mínimas y hogares con todos los miembros en paro) y las familias numerosas (sin que se condicione la protección a un nivel de renta máximo).

La magnitud de esta brecha que se está creando entre los ingresos menguantes de los hogares y las tarifas crecientes de los servicios básicos, en otros tiempos conocidos como públicos, resulta difícil de medir con total seguridad y exactitud. Por ejemplo, en la variación del precio de la electricidad en el 2014, el Gobierno estima que bajó un 5% pero el INE muestra un incremento del 4,4%. El Ministerio de Industria, para explicar su discrepancia con el INE, señala que se debe tener en cuenta lo que las eléctricas cobraron de más a los consumidores en un principio y que luego les devolvieron, y, también, que hay que hacer los cálculos basándose en el consumidor medio. Es una cuestión simplemente de la facturación correcta, sería la réplica oficial.

En condiciones normales, cabría suponer buena voluntad por parte del ministerio a la hora de ofrecer sus estimaciones y, más importante, de legislar. Lamentablemente, la historia reciente de la regulación del sector eléctrico en España, y de la energía en general, va camino de convertirse en un compendio de malas prácticas digno de atención internacional. Hemos visto sistemas de fijación de precios que no aguantan su estreno, extracción de competencias del regulador para devolverlas al ámbito de decisión política del ministerio, puertas giratorias por las que cruzan altos cargos... Ciertamente, es una cuestión de facturas, pero en este caso, pendientes: la reformas que el Estado no afronta y que dejan perjudicados a los ciudadanos.

Grecia: solo hay una salida

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 26 de febrero de 2015 en *El País*.

- Si Atenas hace reformas que modernicen el sistema fiscal y rompan con las prácticas clientelares, la eurozona debería ser generosa para reestructurar su deuda y permitir más alegría presupuestaria
- Syriza intentó un plan b aliándose con la derecha extremista, pero el peso de la realidad se ha impuesto
- Hay que dar un voto de confianza al Gobierno de Alexis Tsipras, aunque el tiempo apremia

Las negociaciones entre Grecia y las instituciones, eufemismo de la denostada troika, nos han tenido en vilo, y prometen seguir haciéndolo. Así, el lunes de la semana pasada se saldaron con un fracaso y el viernes se llegó a un principio de acuerdo, que fue ratificado el martes pasado. Para prorrogar el programa de rescate por cuatro meses el Gobierno griego ha propuesto una lista de reformas que ha sido aprobada por el Eurogrupo, con reticencias expresadas en sendas cartas de Draghi por parte del Banco Central Europeo (BCE) y de Lagarde por parte del FMI. Asimismo, diversos Parlamentos europeos deberán aprobar la extensión del rescate, entre ellos el también reticente Bundestag.

El Ejecutivo griego pedía un crédito puente de unos meses para poner la casa en orden, realizar un 70% de las reformas propuestas sin tener que privatizar, reincorporar a los funcionarios despedidos, subir el salario mínimo y poner en práctica un plan contra la pobreza. Grecia plantea ideas como pagar la deuda según el crecimiento de su PIB, dado que no es realista pensar en devolverla cuando casi dobla el producto griego, y reducir el superávit primario (sin contar los pagos por intereses de la deuda) a un 1,5% en lugar del objetivo actual del 4,5%.

El resto de países europeos, con Alemania, Finlandia, y los países rescatados y austerizados (Irlanda, España y Portugal) a la cabeza, demandan que se cumplan los acuerdos del programa de rescate (de cerca de 200.000 millones de euros) y que la ayuda llegue mediante una extensión del programa. Alemania teme que si cede ante las demandas griegas ya no habrá ningún mecanismo para que los países rescatados hagan reformas en sus economías y a la larga el euro no sea sostenible.

En el proceso de negociación con Grecia amenaza implícitamente con Grexit, la salida del euro, con la convicción que la UE no lo puede permitir por el posible efecto contagio que produciría en la periferia europea. La salida del país heleno no importaría tanto por su peso económico, que es muy pequeño, ni por las posibles repercusiones en los acreedores, puesto que la mayoría de los privados han sido sustituidos por públicos. Importaría porque demostraría que el euro no es irreversible: si sale Grecia, entonces ¿por qué no Portugal y otros en cadena?

Sin embargo, la salida del euro no es deseada por la mayoría de los griegos ni por su Gobierno. En efecto, países con instituciones débiles, y Grecia es un caso paradigmático, prefieren delegar la política monetaria en manos más seguras que las domésticas. Al mismo tiempo una salida del euro

podría poner en peligro los subsidios -que no rescate que recibe Grecia en condiciones normales de la UE.

El punto débil de la posición negociadora de Grecia es que no tiene un plan b creíble. Syriza ha intentado plantear el fantasma de un plan alternativo aliándose con la derecha extremista y nacionalista griega, profundamente antieuropea, y haciendo amagos de que podría aceptar la ayuda de Rusia. Sin embargo, se ha impuesto el peso de la realidad con una fuga de depósitos de Grecia estimada en un 15% desde noviembre. El resultado es que Grecia cumplió el plazo del pasado viernes dado por el Eurogrupo para pedir la extensión del rescate. Sin este, Grecia no se podría financiar en los mercados y hubiera tenido problemas de liquidez tan pronto como el mes que viene. Sin el rescate el BCE hubiera podido retirar la financiación a la banca griega, y muy probablemente se habría impuesto un corralito en Grecia. Es preciso notar que la insistencia griega en que el país está quebrado implica que sus bancos también lo están, dado que en su cartera tienen mucha deuda emitida por el Estado griego. El problema es que el BCE solo puede prestar a bancos solventes.

El resultado nos recuerda otra vez el juego del gallina, en donde dos conductores van en curso de colisión y cada uno quiere convencer al otro de que ceda el paso. Así se pueden entender los desplantes de los negociadores griegos en relación a toda posibilidad de extensión del rescate y el ultimátum del Eurogrupo para aceptarlo. El Gobierno griego afirmaba que no quería contemplar la posibilidad de pedir una extensión del rescate que vence a finales de mes, al que consideraba "absurdo" e "inaceptable". Según esta interpretación Grecia habría cedido.

Sin embargo, hay otra interpretación, que se basa en el dilema del prisionero, otro modelo famoso de la teoría de juegos, de la cual el ministro griego de Finanzas, Yanis Varoufakis, es un experto. Aquí, Grecia y la eurozona tienen la posibilidad de cooperar: Grecia reformando su economía, y la eurozona extendiendo la ayuda, pero cada parte tiene incentivos para desviarse del acuerdo, puesto que si Grecia reforma, la eurozona puede tener la tentación de ahorrarse el dinero, y si la eurozona ayuda incondicionalmente, Grecia puede tener la tentación de seguir con su economía clientelar en lugar de reformarla. El acuerdo del pasado martes se puede leer como el primer paso de la cooperación.

El terreno común donde fundamentar un acuerdo, que de hecho no sería válido para Grecia solamente sino que se podría extender a la periferia europea, es pactar un programa serio de reformas y la relajación de las restricciones presupuestarias (la austeridad, para entendernos). Grecia necesita una profunda reforma que haga sostenible y amplíe su Estado de bienestar, y para ello es necesario un sistema fiscal moderno, equitativo y eficiente. Además, debe aumentar la competencia en los mercados para acelerar el crecimiento de su productividad y reconstruir su maltrecha economía.

El plan de reformas propuesto por Grecia contiene la terminología adecuada de manera que las partes implicadas se sientan relativamente confortables, aunque ya hemos visto las reticencias de Draghi y de Lagarde, que apuntan a su falta de concreción y posible incompatibilidad con el programa de rescate. El plan aborda los aspectos esenciales en una reforma de la economía griega, pero el lenguaje es suficientemente ambiguo para permitir interpretaciones divergentes. Promete el control del gasto público, que en un elevado 56% no es para salarios o pensiones; una reforma fiscal para recaudar más y de manera más justa; y un plan contra la pobreza. Es más vago en términos del mercado laboral, IVA y posibles aumentos de las pensiones.

En resumen, no queda claro si es un plan factible desde el punto de vista presupuestario. Por ejemplo, al mismo tiempo que se indica que se controlarán los gastos en sanidad se dice que se aumentarán las prestaciones y se garantizará el acceso universal.

En mi opinión, si el Gobierno griego se embarca en un programa de reforma integral que modernice el sistema fiscal y elimine las barreras a la competencia rompiendo con las prácticas clientelares, la eurozona debería ser muy generosa en términos de reestructurar su deuda y permitir más alegría presupuestaria. Esta es la oportunidad y el reto que tiene el Gobierno griego en los próximos cuatro meses.

El pacto de reformar y relajar la austeridad, y de que haya un mayor estímulo económico en los países más solventes como Alemania, es la única vía de salida a la crisis económica y para consolidar el euro. Ahora bien, si el Gobierno griego utiliza el margen que le puede dar la eurozona para mantener y ampliar las prácticas clientelares y no modernizar el país, entonces no habrá salida. O peor: sí que la habrá, pero será fuera del euro. Ahora hay que dar un voto de confianza al Gobierno de Alexis Tsipras, pero el tiempo apremia.

A framework for banking structural reform

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 marzo de 2015 en *VoxEU.org*.

The 2007–08 crisis revealed regulatory failures that had allowed the shadow banking system and systemic risk to grow unchecked. This column evaluates recent proposals to reform the banking industry. Although appropriate pricing of risk should make activity restrictions redundant, there may nevertheless be complementarities between these two approaches. Ring-fencing may make banking groups more easily resolvable and therefore lower the cost of imposing market discipline.

The present crisis has made evident the failure of the three pillars of the Basel II system. Disclosure and risk assessment have been deficient (think for example about the problems with rating agencies), and market discipline has been ineffective because of the blanket insurance offered by 'too big to fail' policies. To this a collective moral hazard problem of 'too many to fail' may have been added, since when many institutions choose correlated risks, as in the 2007–08 crisis with high direct and indirect exposure to real estate, the central bank and/or the regulator are compelled to bail out failing banks ex post. The incentives to herd are particularly strong for small banks (see Acharya and Yorulmazer 2007, Farhi and Tirole 2012). Furthermore, capital regulation has not taken into account systemic effects (the social cost of failure), and capital requirements have been softened and asset restrictions lifted, likely under the pressure of industry lobbies. Supervision has proved ineffective since it allowed a shadow banking system and systemic risk to grow unchecked. In summary, the crisis uncovered massive regulatory failure.

Post-crisis banking regulation

The regulatory response has been to engage in the Basel III process of increasing capital and liquidity requirements and to propose a structural reform of banking. Several initiatives post-crisis have been taken to regulate banking structure: the Independent Commission on Banking (ICB) in the UK (or Vickers Commission), the Dodd–Frank Act in the US, and the Liikanen Commission in the EU. The ICB launched the idea of ring-fencing retail activities from investment banking activities in separately capitalised divisions of a bank holding company. The retail part would be subject to higher capital requirements. This is a compromise to alleviate the gambling problem with public insurance while allowing some scope economies within banking activities (see ICB 2011). This structural measure is currently being implemented and will be effective in January 2019.

In the US the Volcker Rule adopted in Dodd–Frank forbids proprietary trading by banks on their own account but allows it in some permitted activities (market-making, trading in government securities, hedging, and underwriting) and its implementation is still in process. The Dodd–Frank Act was supposed to be the modern version of the Glass–Steagall Act of 1933 (repealed in 1999), which was itself a response to the banking crisis of the early 1930s. According to Glass–Steagall, commercial and investment banking are separated – commercial banks cannot deal with securities and their deposits are insured up to a certain amount, and investment banks cannot take deposits.

The Liikanen Commission (October 2012) took an intermediate route between the proposals of Vickers and Volcker. Vickers pushes most investment banking activities outside the ring-fenced retail division. Volcker separates proprietary trading and hedge and private equity fund investment. In both the Liikanen and Vickers proposals, but not in Dodd–Frank, banks may set up a holding company with banking and trading subsidiaries. According to those proposals, the deposit-taking subsidiary cannot provide market-making services or hedge and private equity fund investment, but other group companies may do so. Liikanen's proposal also adds a strengthened leverage limit for the trading subsidiary, and Dodd–Frank adds one on designated systemic institutions. In January 2014 the European Commission published the Bank Structural Reform proposal, which is partially based on the Liikanen report. It proposes the ban and separation of proprietary trading (but more narrowly defined than in Dodd–Frank) and fosters ring-fencing of wholesale market operations.

Sources of excessive risk-taking

The sources of potential excessive risk-taking in banking are: limited liability (for shareholders and managers); moral hazard (for managers and investors); explicit and implicit insurance ('too big to fail'); and excessive competition (eroding banks' charter value). To this we should add the capacity of modern banking to leverage the insured deposit base in high-risk bets in the marketplace. Traditional banks can lose money by making bad loans but, typically, the process is relatively slow. However, the weight of trading in the balance sheet of banks has increased due to the more extensive use of hard information, which erodes traditional relationship banking based on soft information. A bank with access to complex derivative products can bet the whole balance sheet overnight and induce the failure of the institution. Indeed, single traders at Barings (N. Leeson), Société Générale (J. Kerviel), or JP Morgan Chase (the 'London whale') have led to huge losses (in the billions of euros) for those institutions.

A framework for understanding regulatory failure and reform

In order to understand both regulatory failure and the rationale of the reform proposals, I propose a framework based on Matutes and Vives (2000). The framework considers that the three main frictions in banking are the limited liability charter of banks, imperfect competition (due say to differentiation and/or switching costs among banks), and a social cost of failure of an entity beyond its private cost. Banks compete for deposits and choose the riskiness of their portfolio of loans.

Different possible banking regimes, the incentives for risk-taking, and the appropriate regulation in a context with low charter values and a high social cost of failure are depicted in Table 1. With limited liability, banks will assume excessive risks on the asset side, unless the risk position is observable and market discipline becomes effective. Disclosure requirements help to uncover the bank's risk position (or, more realistically, ensure a better assessment). This is represented by the banking regime in the first row of the table, where the incentives to take risk are absent on the asset side and moderate on the liability side. If the asset risk position of the bank is not observable (second row of the table), then incentives to assume more risk increase considerably on the liability side and are maximal on the asset side. Those incentives become maximal on both sides of the balance sheet with risk-insensitive insurance (third row in the table), since it destroys investors' monitoring incentives. Properly priced risk-based deposit insurance (bottom row in the table) moderates risk-taking incentives and compensates for the bank's limited liability charter, but banks may still take too much risk in the presence of a large non-internalised social cost of failure. In the top and bottom rows, an instrument such as capital requirements may effectively control risk-taking, because the incentives to assume risk on the asset side are disciplined by the market, but in the middle rows asset restrictions need to

complement capital requirements. Asset restrictions basically mean that the amount of risk that the bank can take on the asset side is bounded.

Table 1. Possible banking regimes, the incentives to take risk on the liability and asset sides, and the necessary regulatory instruments, when charter values are low and the social cost of failure is high

Banking regimes	Risk-taking incentives		Regulation
	Liability (rates)	Asset (investment)	
Free banking (observable risk/high disclosure)	Medium-low	Absent	Capital requirements
Free banking (unobservable risk/low disclosure)	Medium-high	Maximal	Capital requirements + asset restrictions
Risk-insensitive insurance	High	Maximal	Capital requirements + asset restrictions
Risk-based insurance	Low	Absent	Capital requirements

The introduction of competition in banking in the 1980s was accompanied by checking risk-taking with capital requirements, allowing banks to rely on their own internal models to assess and control risk, and including disclosure requirements for financial institutions in order to increase transparency and foster market discipline. A flexible view of capital requirements, supervision, and market discipline were the three pillars of the Basel II framework. The rationale of this framework was to provide more risk-sensitivity to capital requirements. Advanced economies tried to move towards the top and the bottom rows of the table. Supervisors would assess how well banks were matching their capital to the risks assumed (substituting risk-based deposit insurance by risk-sensitive capital requirements) and banks would disclose information on their capital structures, accounting practices, and risk exposures. Risk-sensitive capital requirements and internal capital models proved ineffective because of their complexity and possibilities of being gamed. This regulatory strategy failed.

Evaluating the reform proposals

Will the present structural banking reform proposals be effective? The assessment of these proposals is complex since they are bound to have mixed effects. They will tend to lower the complexity of banking institutions and improve resolvability, as well as reducing the scope for conflicts of interest and interdependencies within groups and with financial markets. They may be important in increasing the credibility of resolution procedures. At the same time some versions of the proposed reforms may increase the burden on the supervisor and increase the danger of misidentifying prohibited or permitted activities, and limit scope and diversification economies. And the risk of migration of risky activities to the shadow banking system or other jurisdictions where regulation is lax is always present. The outcome may be that the investment bank part may need to be rescued if it becomes systemic. A proposal to counteract such incentives is to construct a 'wired' ring-fence such that if the boundary fails strict separation of activities would be imposed (and this is contemplated in the UK proposal).

The present regulatory reform is aiming at pricing risk, be it by the market with disclosure and market discipline (e.g. bail-in of subordinated and even senior debt in cases of trouble) or by the regulator (with risk-based insurance), and at the same time limiting activities of banks as in the structural banking reform proposals. Pricing risk corresponds to moving towards the top and/or the bottom

rows of the table, where, paradoxically, activity restrictions are not needed. Put another way, imposing mechanisms to price risk correctly should make activity restrictions redundant.

However, it may be argued that there is a complementarity between the two types of measures, since separation of activities may make banking groups more easily resolvable (reducing the social cost of failure) and therefore lower the cost of imposing market discipline. Indeed, important efforts are being made in order to improve resolution mechanisms so that it is credible to impose market discipline and commit to bail-in procedures when a bank fails, but most likely a relevant residual cost of liquidation will exist.

Furthermore, scrapping deposit and creditor insurance (explicit or implicit, as in 'too big to fail' policies) may increase fragility by aggravating coordination failure and/or increase information-based runs when coupled with more disclosure. That is, even maintaining a certain level of deposit insurance for retail deposits, runs may occur for uninsured debt if credible bail-in procedures are in place. Activity restrictions are justified then if insurance has to be provided and cannot be fully priced. This means that to a certain extent flat insurance mechanisms and 'too big to fail' policies stay in place. This is what the regulatory reform process seems to have implicitly concluded by proposing both mechanisms to price risk and a certain degree of separation of activities.

Will this 'carpet bombing' strategy be enough to deter, or at least alleviate substantially, financial crises? We will know the answer when the next crisis strikes.

References

- Acharya, V and T Yorulmazer (2007), "Too Many to Fail – An Analysis of Time-inconsistency in Bank Closure Policies", *Journal of Financial Intermediation* 16(1): 1–31.
- Boot, A W and L Ratnovski (2013), "Banking and Trading", mimeo.
- Cordella, T and L Yeyati (2002), "Financial Opening, Deposit Insurance, and Risk in a Model of Banking Competition", *European Economic Review* 46: 471–485.
- Farhi, E and J Tirole (2012), "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts", *The American Economic Review* 102(1): 60–93.
- Haldane, A (2012), "The Dog and the Frisbee", Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium, Jackson Hole.
- Hellman, T F, K Murdock, and J Stiglitz (2000), "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", *The American Economic Review* 90(1): 147–165.
- ICB (2011), Final Report Recommendations, UK Independent Commission on Banking, London.
- Kroszner, R and P Strahan (1999), "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions", *Quarterly Journal of Economics* 114(4): 1436–1467.
- Matutes, C and X Vives (2000), "Imperfect Competition, Risk taking and Regulation in Banking", *European Economic Review* 44(1): 1–34.
- Repullo, R (2004), "Capital Requirements, Market Power and Risk-Taking in Banking", *Journal of Financial Intermediation* 13: 156–182.
- Viñals, J, C Pazarbasioglu, J Surti, A Narain, M Erbenova, and J Chow (2013), "Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?", IMF Staff Discussion Note 13/4.
- Vives, X (2006), "Banking and Regulation in Emerging Markets", *World Bank Research Observer* 21(2): 179–206.

¿Unión o desunión energética?

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 marzo de 2015 en *La Vanguardia*.

La legislatura actual del Parlamento Europeo será juzgada probablemente por sus resultados sobre el proceso de unión energética lanzado por la Comisión Europea en febrero de este año. El objetivo último es proporcionar a los consumidores y empresas energía segura, limpia y a coste competitivo y razonable. Para ello se plantea una transformación del sistema energético que contribuya a la lucha contra el cambio climático al mismo tiempo que se integra el mercado europeo de la energía. En el campo de la energía la amenaza de Rusia a la seguridad del suministro en Europa puede tener un efecto catalizador para la unión energética, tal como lo tuvo la crisis financiera para impulsar la unión bancaria. Así como se realizan pruebas de solvencia para los bancos están en marcha también test similares para ver como ciertos países y la UE se verían afectados por la interrupción del suministro ruso.

La Unión Europea (UE) es muy dependiente de fuentes externas de energía. Las amenazas a la seguridad del suministro de gas por parte de Rusia (que representa casi un tercio de las importaciones europeas, de las cuales la mitad pasan por Ucrania) y la inestabilidad política en el norte de África y Oriente Medio han puesto sobre el tapete la vulnerabilidad europea. Y aquí no se acaban los problemas. Los precios que pagan la industria y los consumidores por la electricidad o el gas se multiplican en relación con Estados Unidos. Un porcentaje notable de consumidores tienen problemas para pagar la factura energética. Los mercados no están integrados y existen islas energéticas (como los países bálticos o la península Ibérica). Europa es líder en energías renovables pero el coste asumido en subsidios ha sido enorme. Además, tenemos 28 reguladores de los mercados energéticos y cada país tiene su política energética. Por ejemplo, Francia depende de la generación nuclear, mientras que Alemania quiere reemplazar rápidamente la energía nuclear y la de los combustibles fósiles por renovable mientras debe aumentar su consumo de carbón. Además, cada país trata con los suministradores externos de manera separada, disminuyendo de esta manera su poder de negociación. Así Rusia puede desarrollar una táctica de divide y vencerás frente a los países europeos. Bruselas no tiene autoridad supraestatal en este campo como la tiene en comercio exterior.

Las ventajas de un mercado integrado y de una política común en Europa son evidentes. Para empezar, la interconexión de los mercados los hace más estables. En efecto, cuando en Alemania el viento flaquea, la energía solar del sur de Europa puede suplirlo, y en caso contrario la potencia nuclear francesa puede entrar en acción. Asimismo, un mercado integrado permite tener empresas mayores sin poner en peligro la competencia. Empresas más grandes a escala europea pueden asegurar el suministro a un coste menor en los mercados internacionales, en particular si la UE tiene una política energética coordinada. Finalmente, una política común parece el único camino para encarar las grandes inversiones en infraestructuras y en I+D que el reto de descarbonizar la economía europea plantea.

El plan de la Comisión para lanzar la unión energética es un catálogo de buenos propósitos. La seguridad del suministro se pretende asegurar con la diversificación de las fuentes y una respuesta

más coordinada delante de una crisis con mecanismos de compra conjunta de gas, y que la Comisión esté informada de las negociaciones bilaterales con países terceros. La consecución de un mercado integrado de la energía necesita tanto más interconexiones (hardware) como una regulación adaptada (software). Los subsidios a los combustibles fósiles como el carbón y los precios regulados por debajo del coste deben ser eliminados, dado que la acumulación de déficit tarifario acaba perjudicando a los mismos consumidores que se manifiesta defender. Los gobiernos deben acompañar estas medidas de mecanismos para proteger a los consumidores vulnerables.

El plan de la Comisión se enfrenta a dos obstáculos fundamentales. El primero es la política de Rusia, que utiliza la energía como arma de confrontación y dominio en Europa del Este, y el segundo es la política de los gobiernos de la UE, que protegen a sus campeones nacionales. La política de defensa de la competencia puede resultar un instrumento efectivo en los dos casos. En efecto, la Comisión dictaminó que el gasoducto South Stream, propuesto por Rusia, bajo el mar Negro y a través de los Balcanes, era ilegal puesto que la misma empresa, Gazprom, no puede gestionar el gasoducto y proporcionar el gas. El proyecto fue cancelado. Ahora la nueva comisaria de Competencia, Margrethe Vestager, debe decidir si prosigue con el caso contra Gazprom por precios excesivos y discriminatorios entre países de la Europa del Este. Por otro lado, existen diversos ejemplos de interferencias de los países europeos en la integración del mercado energético. Sin ir más lejos, Francia se ha resistido a aumentar la interconexión eléctrica con España puesto que teme que la capacidad excedente renovable en España y Portugal inunde su mercado y genere un problema para la energía nuclear francesa, cuya oferta no es flexible. Aun así se ha inaugurado recientemente la línea MAT entre Francia y España, y la tensión reciente con Rusia ha llevado a Francia a aceptar también el resurgimiento del proyecto de gasoducto MidCat.

Esperemos que no tenga que suceder una crisis energética importante para que la unión energética se haga una realidad. Su necesidad es patente para conseguir acercarse a la tríada deseada de energía segura, limpia y a coste razonable, y que la UE tenga la influencia global en los mercados de la energía que le corresponde por su peso económico. El bienestar del consumidor europeo está en juego.

Japón, ¿sol (re)naciente?

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 abril de 2015 en *La Vanguardia*.

El primer ministro del Japón, Shinzo Abe, según un chiste común en medios empresariales japoneses, se merece una nota A (excelente) por su política de estímulo monetario, una nota B (notable) por su política fiscal, y una nota E (aprobado muy justo) por sus progresos limitados en reformas estructurales. La A se debe a que la política de relajación monetaria impulsada por Abe parece tener posibilidades de ganar la batalla a la deflación que siguió a la explosión de la economía de la burbuja (baburukeiki). Los precios inmobiliarios han tocado fondo y muestran signos de recuperación. La combinación de bajos precios del petróleo y la devaluación del yen impulsan la economía, presionan los salarios al alza y hacen probable una recuperación del consumo. La depreciación del yen impulsa no tanto las exportaciones de bienes, dado que muchas empresas japonesas tienen factorías instaladas en el extranjero, como el turismo, con Asia, China y Corea del Sur en particular, a la cabeza. La B se debe a los esfuerzos de Abe para reducir el déficit y la promesa de obtener un superávit primario para el 2020, el año que Japón organizará los Juegos Olímpicos. Sin embargo, la primera subida del impuesto sobre el consumo supuso una recaída en la recesión y la segunda prevista se ha pospuesto.

La E en las reformas estructurales se debe a la falta de progreso en la reforma del mercado laboral y en las pensiones. La fuerza de trabajo es menguante y por tanto se debe aumentar su versatilidad y productividad. El Gobierno de Abe está impulsando reformas en el gobierno corporativo y en las influyentes cooperativas agrícolas.

Japón fue considerado en los años ochenta como un ejemplo a seguir en sus prácticas empresariales y sus métodos se estudiaban con mucha atención. Japón se percibía como una amenaza en EE.UU. El valor de terrenos cerca del palacio imperial en Tokio valía como toda California y la capitalización de la bolsa nipona llegó a representar el 60% del total mundial. El estallido de la burbuja inmobiliaria y de la bolsa cambió la perspectiva y sumió al país en más de dos décadas de estancamiento y una crisis bancaria sistémica que se materializó en 1997. La crisis dañó los activos de los bancos y se siguió una política de "tirar la pelota hacia delante" sin limpiar los balances de las entidades financieras. El resultado fue que una buena parte de estas entidades sobrevivieron como zombis y se enquistó la deflación en la economía japonesa. Este escenario debería recordar al lector uno de más cercano. Además, se mostró la ineffectividad de la política monetaria convencional cuando los tipos de interés nominales se acercan a cero y la economía entra en la trampa de la liquidez de Keynes. La política fiscal se concentró en inversiones en infraestructuras que no levantaron el potencial de crecimiento. La innovación que transforma tanto EE.UU. como China no destaca, en general, en el Japón.

La crisis nipona fue premonitoria de la fragilidad de nuestras economías a las crisis financieras y al espectro de la deflación. Sin embargo, la persistencia de la crisis japonesa se vio como un fenómeno exótico y alejado cuando, en realidad, mostraba problemas comunes en las economías desarrolladas, que después han cobrado gran actualidad con la gran recesión a partir del 2008. La respuesta a la

reciente crisis en Estados Unidos con su reconocimiento de pérdidas y capitalización pronta del sistema financiero, y un programa muy agresivo de relajación monetaria contrasta con la actuación del Japón así como con la actuación más tardía en la eurozona, fundamentalmente aquí por problemas de falta de unión política y fiscal.

En una visita reciente a Japón, me preguntaba cómo puede ser que un país tan avanzado y organizado sucumba a una larga crisis económica sin acertar en sus políticas económicas durante un largo periodo de tiempo. Las razones inmediatas están en la capacidad de dilatar las consecuencias de una crisis (por su nivel de riqueza), la dilación en la resolución de entidades financieras con problemas, y la timidez en la política monetaria. Las razones profundas, en la economía política del Japón y sus mecanismos de toma de decisiones, así como en la falta de reformas estructurales que reemplacen el estímulo de la fase de convergencia con las economías avanzadas.

Japón tiene unos activos muy importantes, como su organización y tecnología (el tren bala Shinkansen es una maravilla de funcionamiento y de rentabilidad social, en contraste con nuestro sobredimensionado AVE), y un nivel de capital social muy elevado, como indican los altos niveles de confianza y los bajos índices de criminalidad. Japón se enfrenta al dilema de la globalización: abrirse al mundo o aislarse. Por tradición se inclina por la segunda opción, a pesar de que una obertura a la inmigración podría aliviar el pro del envejecimiento y fomentar la innovación. El turismo creciente es una puerta abierta al exterior, fomento del aprendizaje de idiomas, por ahora escaso, y una fuente de mejora de las relaciones con los vecinos, China y Corea del Sur en particular. En efecto, cuando un turista chino pierde la cartera y la encuentra intacta puede empezar a ver al vecino japonés de otra forma. En definitiva, Japón puede volver a ser el país del sol naciente pero tiene todavía importantes problemas por resolver. Su resolución constituirá un laboratorio para economías con una población que envejece inexorablemente.

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 5 de mayo de 2015 en *El Periódico*.

- **Resulta inexplicable que los datos que ahora conocemos no hayan sido proporcionados por la Administración**

La Fundación BBVA y el Ivie se distinguen por su trayectoria de realizar análisis rigurosos sobre cuestiones de primera importancia para los ciudadanos. Así es su último informe sobre la disparidad del gasto en servicios públicos fundamentales en España. Es un trabajo de envergadura para el cual los autores han tenido que crear una base de datos sobre la distribución territorial del gasto en los principales servicios públicos (singularmente sanidad, educación y pensiones). El estudio abarca el periodo entre el 2002 y el 2013 y cubre los gastos de todas las administraciones que operan sobre el terreno, principalmente el Estado y las comunidades autónomas. De esta forma suple una carencia muy importante.

De hecho, el primer comentario importante sobre el trabajo es, en cierto modo, ajeno al contenido del mismo. Los datos que aporta el estudio deberían haber sido generados por la propia Administración sin que, inexplicablemente, estén disponibles ni se conozca ningún plan para lo estén algún día. Probablemente el hecho de que sean dos, y no una, las principales administraciones responsables del gasto público social se utilice como coartada por los políticos correspondientes para evitar realizar el esfuerzo de transparencia y consolidación que han hecho los autores del trabajo en su lugar. Si es así, esos políticos son miopes y van confundidos: en la situación actual, donde a tantos ciudadanos todavía les faltan pruebas de que la recuperación económica existe, lo mínimo que se pide a los responsables políticos es que gestionen de forma diligente y eficaz los recursos que ponemos a su disposición. Y, naturalmente, el primer paso para una gestión eficaz es disponer de un mapa como el que surge del informe. El estudio conocido ayer evoca la inquietante pregunta de cómo planifican los políticos sus programas de gasto si no tienen este tipo de información sobre la mesa.

El trabajo es denso y requerirá -lo merece- un análisis detenido. Con todo, se pueden destilar algunos mensajes básicos. En primer lugar, las desigualdades entre ciudadanos de regiones distintas vienen de lejos y, según los autores, no son consecuencia de la autonomía sino de la forma y envergadura con que se ha desplegado el sector público en España. En segundo lugar, según el estudio, aquellas políticas de gasto que están centralizadas, como las pensiones, se prestan de forma más igualitaria que aquellas que están descentralizadas en las autonomías, como una buena parte de la sanidad y la educación. La primera parte es evidente y lo realmente interesante es saber las causas de la disparidad en el gasto público autonómico. Sobre este punto los autores ofrecen un abanico de tres posibles causas (mayor prudencia de algunas comunidades a la hora de asumir compromisos de gasto, mejor previsión financiera o asignación suficiente de recursos) pero, prudentemente, evitan valoraciones políticas. Sin embargo, con lo que explican ya es suficiente para ver cuáles son las cuentas que realmente importan y de qué y quién dependen.

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 17 de mayo del 2015 en *La Vanguardia*

- **Ricos y pobres pueden convivir en una unión monetaria, pero la diferencia entre ellos ha de tender a acortarse a lo largo del tiempo**
- **La deuda pública en euros es un instrumento de autodisciplina que nos hemos impuesto los países miembros**
- **Si los costes laborales de un país crecen por encima de la productividad en mayor medida que en los demás, hay desequilibrios**

Con motivo de las negociaciones entre Grecia, las instituciones europeas y el Fondo Monetario Internacional, que nos tendrán preocupados durante las próximas semanas, es oportuno repasar lo que podríamos llamar las cinco reglas de oro del euro. Es decir, aquellas condiciones que en la práctica tiene que acabar cumpliendo cualquier país que quiera ser, de manera sostenible, miembro de la eurozona.

La primera regla de oro es la convergencia real. Es decir, los países menos desarrollados de la zona euro -y, por lo tanto, menos productivos- tienen que ser capaces de alcanzar crecimientos de la productividad superiores a los de los países más adelantados. En lenguaje más sencillo, ricos y pobres pueden convivir en una unión monetaria, pero la diferencia entre ellos tiene que tender a acortarse a lo largo del tiempo, a medida que los pobres aprovechan el mercado único y el acceso a inversiones y tecnologías de los avanzados para reducir las diferencias mediante un crecimiento más elevado de la productividad. Si eso no sucede, se generan desequilibrios que pueden hacer estallar la unión monetaria: o déficits crónicos de pagos entre zonas, como consecuencia de diferencias de competitividad persistentes, o bien flujos migratorios muy significativos y políticamente difíciles de tolerar, cuando las personas pierden la esperanza de mejorar su nivel de vida y aprovechan la libre circulación de trabajadores para buscar oportunidades en las zonas más avanzadas de la unión.

La segunda regla es la imprescindible estabilidad de las finanzas públicas. Esta estabilidad es recomendable per se en cualquier economía, ya que la acumulación excesiva de deuda pública es a la larga fuente de empobrecimiento colectivo y, en último término, de inestabilidad política y social. En el sí del euro, la estabilidad no es solamente recomendable: es una obligación, ya que la deuda de los estados miembros es en una moneda compartida, una moneda en definitiva que los estados no pueden manipular como recurso para reducir, en términos reales, la carga del endeudamiento. La deuda pública en euros es, por lo tanto, un instrumento de autodisciplina que nos hemos impuesto los países que compartimos la moneda. Como toda disciplina, es exigente acorto plazo, pero una verdadera fuente de progreso si se incorpora de manera definitiva a nuestras instituciones colectivas. La tercera regla de oro es la necesidad de alcanzar también la estabilidad financiera en el sector privado de la economía, tratando de que no se sucedan episodios de expansiones eufóricas del endeudamiento y de los precios de los activos, ya que estas van seguidas prácticamente siempre de periodos agudos de crisis y de bancarrotas empresariales, que afectan tanto a los sectores financieros como a los no financieros.

Muchas de las reformas introducidas en los últimos años en la regulación y supervisión del sistema bancario europeo han de contribuir a moderar la aparición de burbujas financieras. Pero las

instituciones de cada país miembro han de mejorar mucho para evitar que la libre circulación de capitales en el sí de la unión monetaria -altamente favorecida por la ausencia de riesgo cambiario- provoque descalabros financieros al sector privado de la economía. Estas mejoras comprenden, por ejemplo, una regulación acertada de los sectores más cíclicos (como el inmobiliario) y la reforma de los sistemas legales que rigen las reestructuraciones empresariales.

Una cuarta exigencia de la moneda única es disponer de unos mecanismos de formación de precios y salarios que permitan alcanzar y mantener una buena posición competitiva. Para conseguirlo, hay que evitar que los costes laborales por unidad de producto aumenten por encima del ritmo a lo que lo hacen a los principales países de la zona euro. Si en un país de la zona euro los costes laborales crecen por encima de la productividad en mayor medida que en el resto de los países, se genera un desequilibrio competitivo que la unión monetaria puede absorber durante un tiempo, pero no de manera indefinida, como se vio a finales de la década pasada.

Finalmente, hace falta ser conscientes de que la moneda única, como es indisociable de la libre circulación de personas y capitales, comporta también un límite en los niveles de impuestos y gastos públicos que pueden elegir democráticamente los electorados de los países miembros. Naturalmente, las sociedades europeas pueden elegir modelos sociales con mayor o menor presencia del sector público. Pero el hecho de que los ciudadanos y las empresas europeas se puedan localizar libremente en toda la UE, hace difíciles las opciones demasiado radicales basadas en una alta imposición y unas elevadas prestaciones sociales.

Hay quien argumenta que, en sentido contrario, la competencia fiscal entre países puede provocar una espiral de reducción de niveles impositivos e ingresos públicos que dificulte la financiación del modelo social europeo. Esta visión olvida, sin embargo, que la competencia entre administraciones es precisamente una espuela para mejorar la eficiencia de la imposición y el gasto público, y que este gasto, si es eficiente (en educación, sanidad e infraestructuras, por ejemplo), de hecho puede ser un factor de primer orden para mejorar la posición competitiva de un país.

Unificación Política Europea

Alguien podrá pensar, al leer este artículo, que la mía es una visión economicista, es decir, demasiado centrada en los aspectos económicos, y que ignora las complejidades políticas de la Europa actual. Pero este sería un juicio precipitado, ¡claro que tienen en cuenta la política los cinco aspectos que he querido destacar!

Estas cinco reglas de oro están escritas asumiendo precisamente que en el futuro próximo no hay avances sustanciales en la unificación política de los países de la eurozona. Por lo tanto, las reglas de oro tienen en cuenta que, en el futuro previsible, en la zona euro no habrá mecanismos políticos como la armonización fiscal, la determinación centralizada de políticas laborales, las transferencias de renta entre territorios o un presupuesto europeo que permita llevar a cabo una política fiscal a nivel federal. Este tipo de instrumentos políticos son los que permiten en los estados unitarios que o bien no se generen desequilibrios económicos crónicos o, al menos, que estos sean políticamente aceptables.

Las cinco reglas de oro toman, pues, en consideración las restricciones políticas que, nos gusten o no, conforman la realidad de la zona euro en su diseño actual. Más realismo político, difícil.

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 mayo de 2015 en *La Vanguardia*.

La crisis ha hecho mella en los recursos dedicados a investigación y desarrollo (I+D) en España. Estos alcanzaron un máximo en el 2008 en términos totales aunque los provenientes de la administración pública aún crecieron ligeramente hasta el 2010. El esfuerzo sostenido en I+D en relación con el producto interior bruto (PIB) de España alcanzó el 1,35% en el 2008 para descender hasta el 1,24% según el último dato disponible del 2013. En efecto, España recortó distancia con Europa (Unión Europea de los 28) hasta el 2008-2010, pero ahora nos alejamos del 2% de la media comunitaria. Mientras la UE mejora ligeramente su esfuerzo durante la crisis, España lo disminuye. Es interesante observar que los avances más significativos se dan en países procedentes de la ampliación hacia el este (Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría y República Checa). Todos estos países, excepto Eslovaquia, ya invirtieron más que España en I+D en porcentaje del PIB el 2013. ¿Qué explica esta disminución del esfuerzo inversor? En primer lugar, la bajada de la contribución pública. De hecho, España ha sido en el periodo 2008-2013 el país de la UE con un mayor recorte de la participación del gasto en I+D en el gasto público total: ha pasado de ser el tercer país con mayor gasto público en I+D sobre el total en el 2008 a la posición 15 en el 2013. Esta reducción de los recursos públicos disponibles se agrava al comprobar que se ejecuta una proporción decreciente del gasto, poco por encima del 50% en el 2014 en la administración central. En segundo lugar, el esfuerzo inversor del sector privado está prácticamente en la mitad de la media europea y la tendencia se ha agravado en el periodo de crisis. Tenemos un sector privado poco innovador, aunque con importantes excepciones. Además, la crisis ha supuesto una disminución importante de la colaboración público-privada en materia de I+D.

Las comunidades autónomas han seguido esta tendencia general aunque hay que destacar dos excepciones. El País Vasco es la única comunidad que durante la crisis ha incrementado su gasto per cápita en I+D -algo que ni Navarra ha conseguido, aunque hay regiones, como Catalunya, que lo han reducido muy poco por su capacidad de financiación y política de innovación. Catalunya ha conseguido más de la mitad de los proyectos competitivos otorgados a España del Consejo Europeo de Investigación (ERC) en el periodo 2008-2013. Esto demuestra que una buena política hace la diferencia, no sólo el volumen de gasto importa sino también cómo se gasta.

Un reciente informe de la Comisión Europea proporciona un diagnóstico de las debilidades del sistema científico-técnico español. Muestra, en primer lugar, la existencia de una estructura dual con una elevada calidad en una parte del mismo pero con unos resultados bajos en promedio. En segundo lugar, apunta la presencia de un reducido número de grandes empresas que impulsan la I+D acompañadas de un número de microempresas y pymes innovadoras que es significativamente menor por habitante que en el entorno europeo. Finalmente, el sistema tiene una coordinación estatal-regional insuficiente entre administraciones, lo que provoca que no se generen economías de escala y que, en particular, las universidades se enfrenten a problemas generados por una gobernanza dividida entre diferentes niveles administrativos. En el informe se proponen medidas que la comunidad científica ha venido reclamando tales como dar una mayor y real autonomía de gestión

a los centros de investigación (en especial a los centros del CSIC) y que estos sean evaluados de manera independiente y mediante revisión internacional; aumentar la parte de la financiación de los centros derivada de fondos asignados en procedimientos competitivos; y promover la colaboración público-privada en la innovación. Asimismo, propone poner en marcha la Agencia Pública de Investigación que, entre otros objetivos, debe servir para dar estabilidad y previsibilidad a las aportaciones públicas y así permitir una planificación a medio y largo plazo a la comunidad científica y empresarial. Este último punto es fundamental. Un esfuerzo continuado se puede malograr en un periodo relativamente corto de reversión en el apoyo a la investigación.

La crisis en España ha implicado un aumento descomunal del desempleo y de la precariedad laboral que ha acabado rebajando los costes salariales. Si bien estas rebajas de costes han aumentado la competitividad de las empresas e impulsado las exportaciones, la mejora de la competitividad no será sostenible sin aumentos de la productividad. Con visión cortoplacista, se ha descuidado la mejora del capital humano y tecnológico mientras se mantenían, por ejemplo, las faraónicas inversiones en el AVE. Los recortes derivados de la crisis al gasto en I+D representarán muy probablemente un perjuicio duradero a la capacidad innovadora y competitiva del país.

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 14 de junio del 2015 en *La Vanguardia*

- La política monetaria es como una sustancia adictiva que produce potentes euforias inmediatas, pero también resacas peligrosas
- En la eurozona, la crítica al banco central proviene de los partidos radicales de izquierdas y en EE.UU. al contrario, de los ultraconservadores

Hace pocos meses, la rueda de prensa en la que el presidente Mario Draghi informaba de las principales decisiones de la autoridad monetaria fue especialmente agitada. Una activista irrumpió en el acto y se subió a la mesa del señor Draghi para denunciar la dictadura del Banco Central Europeo.

No fue una mera anécdota. Fue un episodio más de un extenso movimiento político y social que se opone al papel que ejercen los bancos centrales en las economías avanzadas. Se argumenta que se trata de instituciones no electas y que, por tanto, carecen de legitimidad para tomar decisiones que provocan amplias repercusiones en el funcionamiento de la economía y en el bienestar de los ciudadanos. Se denuncia el dominio de los tecnócratas y en el caso de Europa, de los eurócratas, una especie aún más denostada, si eso es posible. Funcionarios que toman frías decisiones en despachos oficiales, alejados de las realidades sociales y sin asumir responsabilidades políticas.

En la eurozona, la crítica al banco central proviene de los partidos radicales de izquierdas, que acusan a la institución de haber actuado tarde y con poca contundencia durante la recesión. En Estados Unidos, por el contrario, las críticas parten de los ultraconservadores, que cuestionan a la Reserva Federal por la heterodoxia de sus políticas a lo largo de estos años de crisis financiera.

El cuestionamiento del banco central de la eurozona es ciertamente más preocupante, puesto que no existen instituciones "políticas" que puedan complementar o sustituir al Banco Central Europeo, como ocurre en Estados Unidos con el departamento del Tesoro.

Bancos centrales autónomos

Es importante recordar por qué, hace ya unos años, todas las grandes economías avanzadas optaron gradualmente por otorgar grados elevados de independencia a sus bancos centrales. Y también es necesario subrayar que independencia no es lo mismo que falta de control y de rendición de cuentas, ni tampoco, lógicamente, significa que no haya un mandato democrático, dado que en todos los casos estas instituciones han sido creadas, y configuradas en su gobernanza actual, por el poder legislativo democrático.

Este criterio de independencia de los bancos centrales es fruto de la experiencia. La historia y la teoría económica nos enseñan que la política monetaria es un instrumento muy poderoso de política

económica, con efectos significativos a corto y a largo plazo en los sistemas económicos. Precisamente por este motivo, una gestión politizada de la moneda puede ser contraproducente.

En manos políticas, la creación de dinero y la manipulación de los tipos de interés son herramientas que se prestan muy fácilmente al uso partidista, a la búsqueda de réditos electorales. Los efectos expansivos de la política monetaria convencional, además, son bastante predictibles y se materializan en menos de un año. Constituye, por tanto, un instrumento muy goloso para cualquier político.

Las políticas expansivas, si son continuadas y excesivas, tienen, sin embargo, efectos contraproducentes a largo plazo, ya sea en forma de inflación o de creación de espirales de endeudamiento y de inestabilidad financiera. Estos efectos son naturalmente ignorados por la clase política, que vive en términos de ciclos electorales. Por el contrario, los bancos centrales independientes tratan de controlar estos efectos adversos, aunque por desgracia no siempre lo hacen con éxito, tal como se demostró durante los años anteriores a la gran crisis financiera.

En definitiva, la política monetaria es como una sustancia adictiva que produce potentes euforias prácticamente inmediatas, pero también resacas peligrosas que el usuario político no es capaz de anticipar. Más vale mantenerla en las imperfectas manos de los bancos centrales y confiar en que las lecciones de la última crisis estén bien aprendidas.

Nash y el dilema griego

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 18 de junio de 2015 en *La Vanguardia*.

El matemático John Nash, premio Nobel de Economía en 1994, murió el pasado mes de mayo junto a su esposa en un accidente de coche en Nueva Jersey cuando volvía de recoger el premio Abel de Matemáticas, equivalente al Nobel. La vida de Nash ha sido fascinante y muy poco usual. Diagnosticado como esquizofrénico paranoico desde 1959, acaba mejorando de su enfermedad con los reconocimientos que representaron la concesión del Nobel, una biografía sobre su vida y la película *Una mente maravillosa*, protagonizada por Russell Crowe.

Nash desarrolló el concepto de solución central de los juegos no cooperativos, aquellas situaciones en donde los jugadores toman decisiones independientemente pero el resultado para cada uno depende de las decisiones de todos. Nash postuló que el resultado del juego debe ser estable en el sentido de que ningún participante tenga incentivos a desviarse tomando como dadas las acciones de los rivales. Este concepto de solución se remonta a la que estableció Augustin Cournot, matemático francés del siglo XIX, para una situación de competencia oligopolística entre empresas. La solución propuesta por Cournot y Nash ha tenido una influencia enorme en el análisis económico y en las ciencias sociales en general. El equilibrio de Nash demuestra que una solución estable, resultado de la interacción de los actores en un mercado, por ejemplo, no tiene por qué ser eficiente. En un oligopolio las empresas tienden a elevar los precios y restringir la producción. El contraste con la famosa "mano invisible" de Adam Smith, según la cual en un mercado competitivo el resultado es eficiente, es notorio y abre la puerta a estudiar las imperfecciones y los fallos del mercado. Pero no sólo las del mercado, sino también las de todo proceso de negociación como el actual entre las instituciones (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional, antes denominada troika) y Grecia. Cuatro meses después del inicio de negociaciones para renovar el paquete de ayuda a Grecia, la situación está encallada. La prórroga del rescate debería ser acordada dentro del mes de junio, pero, ante la falta de compromisos de reforma por parte del Gobierno griego, Donald Tusk, presidente del Consejo Europeo, afirmó que el tiempo de las apuestas había agotado y que alguien, mirando a Alemania, va a decir que el juego ha terminado (game over como en los videojuegos). El FMI se levantó el viernes pasado de la mesa, dadas las grandes diferencias sobre la reforma fiscal y de las pensiones.

La situación actual de la negociación entre Syriza y las instituciones se asemeja al conocido dilema del prisionero. En este dilema dos prisioneros deben decidir si cooperan entre sí o no. Si lo hacen, no se delatan y tienen una pena ligera de un año de prisión, pero si uno de ellos delata al otro este sale libre y el otro tiene una pena severa de tres años de prisión. Si los dos se delatan tienen una pena de dos años cada uno. El problema es que cada prisionero tiene un incentivo a delatar al otro tanto si el otro coopera como si no y la única situación estable, el único equilibrio de Nash, es la no cooperación.

En el caso que nos ocupa, tanto Grecia como la troika tienen también dos posibilidades: cooperar o no cooperar. Cooperar para Grecia significa reformar su economía e instituciones de manera que

pueda permanecer en la eurozona sin necesitar subsidios de continuadamente. Cooperar para las instituciones europeas significa proporcionar la ayuda necesaria para que la economía griega se pueda recuperar de manera sostenible mientras las reformas surten efecto. El problema es similar al dilema del prisionero. Si la troika ofrece ayuda, Grecia no tiene incentivo a reformar, y si Grecia reforma la troika tiene incentivo a ahorrarse el dinero. La troika, en el momento en que escribo el artículo, duda entre pronunciar el fatídico game over o bien proporcionar otra ayuda transitoria para que el dilema se vuelva a plantear unos meses más tarde o, en términos más coloquiales, tira la pelota hacia adelante.

La misma teoría de juegos, y su contrastación experimental, sugiere estrategias que pueden ayudar a que la cooperación emerja en una situación de negociación dinámica. Así por ejemplo, la troika puede plantear que empezará ayudando a Grecia y anuncia que lo seguirá haciendo mientras Atenas vaya dando pasos concretos en las reformas necesarias, pero que si Grecia no reforma la ayuda desaparecerá. Así se puede establecer un círculo virtuoso en donde ayuda y reformas van de la mano de manera paulatina y verificable. El problema es que hasta el momento, la voluntad de reforma del Gobierno griego ha brillado por su ausencia. Pero si Grecia no reforma, su permanencia a largo plazo en la eurozona es muy problemática aunque vaya recibiendo ayudas en el corto plazo que permitan que se mantenga a flote.

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 julio de 2015 en *La Vanguardia*.

La crisis griega es una crisis del euro. Esto nos han recordado reciente y repetidamente muy ilustres economistas americanos, tanto de derechas como de izquierdas. Siempre se han mostrado escépticos sobre la viabilidad de la moneda única al verla como una construcción política sin racionalidad económica. De hecho, Martin Feldstein ya pronosticó en 1997, dos años antes de la formalización de la unión monetaria, que esta llevaría al conflicto interno en la Unión Europea (UE) y, en particular, entre Francia y Alemania. A principios del 2012 Feldstein dictamina que el euro es un experimento que ha fallado junto con el objetivo político de crear una Europa armoniosa. Mario Draghi en julio del 2012 insufló nueva vida al debilitado euro al proclamar que haría "lo que fuera necesario" para preservar la moneda común, pero también advirtió que la estabilidad de la eurozona estaba en manos de los gobiernos. La crisis de la deuda empezó en Grecia en el 2010 y empujó los programas de oferta de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) a partir del verano del 2012. También impulsó las reformas que, al borde del precipicio, nos llevaron a la unión bancaria con el BCE como supervisor de las entidades financieras y el establecimiento de una autoridad de resolución común de bancos con problemas. Se trataba de evitar que el bucle diabólico entre problemas bancarios y problemas de deuda soberana se llevara por delante la eurozona. Las expectativas de que la formación de la eurozona llevaría a los países miembros a realizar reformas para que sus economías se equipararan en competitividad no se han cumplido. La eurozona se ha reformado con el proyecto de unión bancaria solamente in extremis, y los países que han realizado reformas lo han hecho porque o bien han sido intervenidos o han sido amenazados con la intervención. El posible pacto entre países acreedores y deudores de relajación de la austeridad a cambio de reformas, que no recortes, no ha llegado a buen puerto. El coste para Europa ha sido enorme. El peor comportamiento macroeconómico de la eurozona en relación con EE.UU. después de la crisis es evidente.

El caso de Grecia es paradigmático. Grecia necesita un conjunto de reformas que modernicen su administración y economía, la liberen de prácticas clientelares muy extendidas y eliminen las barreras a la competencia, e impulsen una reforma para ampliar la base fiscal y hacer sostenible su Estado de bienestar, incluyendo el sistema de pensiones. Estas reformas no parecían incompatibles con el programa de Syriza que ganó las elecciones. Sin embargo, el Gobierno de Alexis Tsipras no ha mostrado hasta ahora ninguna voluntad de reforma y perdió toda credibilidad en este sentido, además de empeorar gravemente las perspectivas económicas del país. En su lugar Tsipras y su exministro Varoufakis han jugado a amenazar con la salida de Grecia del euro como "el botón atómico" que les haría negociar con ventaja con las instituciones europeas. Si bien es cierto que la eurozona no quiere a Grecia fuera, el pueblo griego tampoco. El forzado referéndum ha puesto de manifiesto el disgusto de muchos ciudadanos con los dictados de la troika, pero al mismo tiempo ha hecho evidente que Tsipras no tenía un plan B fuera del euro. Todo ello a pesar de los contactos con Putin, la resistencia a reducir el desproporcionado gasto militar, y la alianza con partidos nacionalistas de extrema derecha. Además, ha logrado irritar a los gobiernos de la eurozona con una actitud arrogante y destruir toda confianza entre los negociadores. Retar al juego de la gallina a

Angela Merkel no ha sido la mejor estrategia a juzgar por el duro programa de reformas y recortes al que se ve forzado ahora Tsipras para mantener a Grecia en la eurozona, y que incluye un fondo de privatizaciones y revertir medidas de gasto. El plan todavía debe ser aprobado por el Parlamento griego a la hora de escribir el artículo.

La opinión de buena parte de los economistas americanos es que Grecia estaría mucho mejor saliendo de la eurozona devaluando y ganando competitividad como hacen los países de América Latina y Asia cuando tienen déficits fiscales y de balanza de pagos no sostenibles. Sin embargo, esto no es lo que opinan los ciudadanos griegos. Puede que sea que no quieren ver peligrar los subsidios de la UE, o puede que no se fíen de sus instituciones... La última es una muy buena razón para no salirse de la eurozona. La calidad de las instituciones de un país es crucial para su desarrollo económico y para el bienestar de la población. Sirve de poco tener una moneda propia si se entra en una espiral inflacionaria de devaluaciones que acaba empobreciendo a las capas sociales más vulnerables. El ejemplo de países de América Latina debería hacer reflexionar. La crisis griega puede representar una oportunidad de dar un nuevo impulso a la eurozona. El programa de ayuda a Grecia en un clima hostil en los países acreedores denota el compromiso con la irreversibilidad del euro. Se debería aprovechar para completar la UE con mecanismos de legitimación democrática directa, para superar el déficit existente, y de compartición de riesgos. Así se podría completar la unión bancaria con un fondo de resolución de bancos con dotación suficiente y establecer un fondo monetario europeo que pueda ayudar a los países con problemas de balanza de pagos. Y romperíamos, por una vez, la tradición de actuar solamente a un paso del abismo.

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 19 de julio del 2015 en *La Vanguardia*

- **La crisis griega ha puesto de manifiesto hasta qué punto pertenecer a la eurozona supone una reducción de la soberanía nacional**
- **La humillación de Grecia no ha sido nada más que una aplicación extrema de las normas de un club, la eurozona, que, puede ser muy intrusivo**

Con motivo de la crisis griega se ha hablado mucho de conceptos como la humillación de Grecia, la dignidad del pueblo griego y la necesidad de magnanimidad. Se ha llegado a afirmar que la construcción europea solamente es posible si nos conduce a una Europa solidaria. El uso de estos términos es revelador de la gran distancia que separa el actual entorno institucional y político europeo de la Europa ideal que muchos tienen en mente.

Nada de lo que ha sucedido en Grecia es sorprendente o inesperado. La crisis griega ha puesto de manifiesto hasta qué punto pertenecer a la eurozona supone una reducción de la soberanía nacional.

Que la adopción del euro comporta una pérdida de soberanía es un hecho que sólo hemos ido reconociendo a medida que pasaban los años. En un principio, se entendió exclusivamente como una falta de control sobre la política monetaria y el tipo de cambio, con algunas restricciones, más o menos exigentes, en las políticas presupuestarias. A lo largo de la crisis financiera, hemos comprobado que vivir en la eurozona no es posible si no se consigue una convergencia económica en términos tanto reales (nivel de vida, paro...) como nominales (crecimiento de los costes y los precios, estabilidad financiera...). En último término, exige muchos cambios en el funcionamiento de las instituciones y el conjunto de la sociedad.

La falta de convergencia, por otro lado, puede ser el resultado de la incapacidad de los países afectados de llevar a cabo los cambios institucionales y las reformas necesarias, pero también puede ser una consecuencia del funcionamiento imperfecto de los mercados.

También hemos aprendido, y esto es aún más importante, que si la convergencia entre países no se produce peligrará la propia existencia de la eurozona y se deben activar mecanismos centralizados de disciplina que suponen una intromisión de las autoridades europeas en las políticas de los estados miembros.

El drama de la eurozona es que su viabilidad a largo plazo exige un grado de integración política que hoy en día no tenemos y que es muy poco probable que alcancemos a corto plazo. Mientras, la eurozona opera con mecanismos de restricción de la soberanía de sus estados miembros que, aun siendo lógicos dadas las restricciones políticas actuales, aparecen como graves atentados a la soberanía nacional a los ojos de los ciudadanos de los países que son objeto de intervención por parte de las autoridades centrales. La eurozona, en definitiva, necesita estos instrumentos coercitivos

centrales para poder funcionar de manera efectiva y preservar su integridad, pero son unos mecanismos que la población percibe como carentes de legitimidad democrática.

La pregunta clave es si es posible una eurozona distinta con el actual nivel de compromiso político de los estados miembros. La respuesta es que seguramente no, puesto que, sin disponer de un verdadero gobierno europeo que cuente con su propio presupuesto y rinda cuentas al conjunto de la ciudadanía de la eurozona, no se concibe una unión monetaria en la que -como sucede en el seno de los estados soberanos se lleven a cabo transferencias regulares entre territorios, que reflejen la solidaridad política entre los ciudadanos.

Sin pasos hacia la unión política, mediante lo que podría ser inicialmente un embrión de presupuesto de la eurozona, el modelo actual comporta de forma inevitable que cada uno de los estados miembros sea responsable fiscalmente ante sus propios electores y que se deban imponer restricciones vinculantes al conjunto de los países de la zona monetaria para impedir que la irresponsabilidad fiscal de uno de los miembros perjudique al resto.

En definitiva, si tenemos en cuenta el marco político e institucional actual de la eurozona, la valoración de los acontecimientos en Grecia se puede hacer de una manera menos apasionada. La humillación de Grecia no ha sido nada más que una aplicación extrema de las normas de un club, la eurozona, que, por diseño, puede ser extraordinariamente intrusivo. Casi como lo sería el Gobierno central de un país soberano, pero sin que tenga un mandato político suficientemente satisfactorio. Por otro lado, magnanimidad y solidaridad son conceptos intrínsecamente relativos. La nueva ayuda a Grecia no es la primera, ni la segunda, y puede no ser la última. Y, probablemente, la solidaridad esté llegando a sus límites.

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 5 de agosto de 2015 en *El Periódico*.

Los Presupuestos Generales del Estado presentados ayer son lo que cabría esperar. Son coherentes internamente y con la historia del Gobierno de Rajoy, pero inhibidos de iniciativa política y en buena medida desconectados de las principales demandas ciudadanas.

Son Presupuestos en modo de recuperación de muy baja intensidad. La recuperación es tan leve y - más importante- tan desigual, que para muchos seguimos en crisis. Y además, quedan cuentas pendientes, económicas y morales, por pagar y pérdidas que restituir. Pero estos Presupuestos no intentan revertir excesos, corregir errores ni recuperar el terreno perdido en el gasto público.

Son Presupuestos con el mínimo perfil político posible, salvo las excepciones de la regresiva reducción de impuestos y ciertos aumentos aislados de inversión. Estos estímulos fiscales y estos repuntes de inversión están calculadamente diseñados para incluirlos en el argumentario electoral del partido en el Gobierno ante los comicios que se acercan. Es una tentación imposible de superar a la que ha sucumbido este y todos los gobiernos anteriores; y que sucede en el Estado, las comunidades autónomas y los municipios. Pero el contexto de recuperación borrosa en el que nos movemos hace que estos esfuerzos fiscales -que volverán en forma de mayores impuestos en el futuro- tengan una eficacia igualmente borrosa e incierta.

Son unos Presupuestos que, afortunadamente, ya no son de emergencia, pero que ni mucho menos generan crecimiento; simplemente, planean levemente en él. Finalmente se ha podido contener el gasto en el paro, en parte porque hay personas que abandonan el desempleo al encontrar trabajo y en parte porque cada vez hay más personas en paro de larga duración y ciudadanos a los que se les agota la prestación. Son Presupuestos en los que se contiene el pago de los intereses de la deuda pero con los que no se cuestiona ni siquiera mínimamente -como hizo el mismo Rajoy al principio de la legislatura- el marco general de consolidación fiscal en la UE.

Más recaudación y más gasto

¿Cómo deberían haber sido los Presupuestos? La pregunta no tiene sentido tratándose de los últimos de la legislatura y a tres meses de las elecciones generales. ¿Cómo deberían ser los siguientes? El nuevo Gobierno debería tener las ideas muy claras desde el principio. Un escenario posible es aumentar la recaudación y el gasto público productivo en general, prestando especial atención a la sanidad y la educación gestionadas de forma eficiente. Hay otros escenarios, naturalmente, que deberían ser explicados a los votantes. A partir de este tronco central, hay diferentes elementos complementarios a abordar. Por ejemplo, la financiación territorial seguramente exigirá más corresponsabilidad fiscal entre administraciones: que lo que se puede gastar se acerque proporcionalmente a lo que se recauda, con los debidos mecanismos secundarios de compensación. Quizá si esto se hubiera trabajado en serio hace cuatro u ocho años hoy podríamos estar todos un poco más tranquilos.

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 26 de agosto de 2015 en *El Periódico*.

- Está por ver que los Presupuestos que se apliquen realmente en el 2016 vayan a ser estos

El Gobierno ha optado por empezar la campaña electoral iniciando el ciclo que representa la elaboración, presentación y aprobación de los Presupuestos Generales del Estado. Naturalmente, esta operación garantiza la cobertura mediática de lo que el ministro considere oportuno declarar para presentar los Presupuestos. De hecho, como el Gobierno goza de mayoría absoluta no necesita defender, justificar ni mucho menos negociar las cuentas. Se aprobará lo que ha salido del ministerio, con mínimos retoques. Otra cosa es que estos vayan a ser los Presupuestos efectivos para el 2016.

El primer obstáculo para que estas proyecciones se materialicen es político. Todo apunta a que el PP perderá la mayoría absoluta en las próximas elecciones generales y quedará un Parlamento más fragmentado, y poca cosa más se puede saber ahora. Sea como sea, las formaciones políticas que contribuyan a la gobernabilidad en el 2016 querrán marcar perfil. Y dado lo superficial de la política - algo que solo es comprensible si aceptamos que los ciudadanos en general también pecamos en parte de este defecto-, esas formaciones exigirán su enmienda a los Presupuestos. Enmienda que, naturalmente, también tendrá su ciclo de elaboración (más o menos participativa), presentación público-mediática y aprobación.

Seguramente preparándose para esta feria de declaraciones, el ministro Montoro ha presentado estos Presupuestos declarando que el Gobierno ha evitado el rescate de España y lo ha contrapuesto a los desastres que podrían provocar ciertas «utopías irrealizables». Habría mucho que responder, empezando por el hecho de que una parte del sector financiero español ha sido rescatado mediante un acuerdo escrito (MoU). En segundo lugar, como diría el sabio, no hay que temer lo que es irrealizable, porque no puede suceder. Y en tercer lugar, hoy vemos como están en vigor medidas que hace cinco o diez años parecían irrealizables (como el cambio de la posición del BCE y la creación de un fondo de rescate europeo).

El segundo obstáculo, de naturaleza más objetiva, es de contenido económico. Por citar solo dos aspectos: los últimos Presupuestos sistemáticamente han sobreestimado los ingresos, y aparece con claridad que el déficit de la Seguridad Social se acelera. Estas observaciones son de un interés particular, porque, según el Gobierno, esta legislatura se han aprobado «reformas estructurales» en los dos ámbitos. Contamos con un nuevo sistema de cálculo de las pensiones y con un nuevo sistema fiscal, recién estrenados ambos y destinados a perdurar, que parece que empiezan a hacer agua y que requerirán reformas de calado. La lástima es que algunos de nuestros políticos -esperemos que no todos- están más ocupados en producir retórica electoral que en iniciar trabajos serios que conduzcan a ideas sensatas que se puedan discutir entre todos.

Por qué Janet Yellen puede y debe subir tipos

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 29 de agosto del 2015 en *Expansión*

Las turbulencias financieras de las últimas semanas han puesto en tela de juicio el esperado inicio de la normalización monetaria en EEUU. Tras más de seis años de políticas monetarias ultraexpansivas parece que, una vez más, llegado el momento, la Fed no lo ve claro y volverá a retrasar el alza de tipos. Se confirma de nuevo que para los bancos centrales es más fácil bajar tipos que subirlos. ¿Será ésta, si se confirma, una decisión correcta? Pienso que no. La Fed no sólo puede subir los tipos, sino que además sería bueno que lo hiciese.

La Fed puede subir los tipos dado que la economía estadounidense ya acumula un largo periodo de expansión económica. La tasa de paro está cerca del 5%, una cifra que hace poco tiempo la propia institución indicaba como umbral a partir del cual sería lógico iniciar la senda de normalización monetaria. Es cierto que la inflación subyacente no muestra signos de aceleración. Pero en el camino hacia las burbujas de activos que desencadenaron la Gran Recesión hace ocho años, la inflación también estaba contenida, lo que resultó ser una muy mala guía para la política monetaria. Por otro lado, las expectativas de inflación que se observan en los mercados de bonos no muestran un escenario de deflación, sino más bien de estabilización. Las caídas de la inflación provocadas por los precios del petróleo constituyen un shock de oferta positivo y no deben leerse en clave deflacionaria.

La Fed puede subir tipos también sin temor a su impacto en los mercados bursátiles y de bonos. Es verdad que los acontecimientos en los mercados financieros pueden incidir en el nivel de actividad de la economía: a través del efecto riqueza, pueden afectar al consumo de las familias, y no se puede menospreciar su efecto en términos de confianza, penalizando tal vez la inversión productiva. Sin embargo, estos efectos han sido débiles en el período de recuperación y por tanto no hay por qué pensar que su impacto en sentido contrario vaya a ser muy significativo. Y algo similar ocurre con el posible efecto en la inversión en nuevos activos productivos, puesto que ésta tampoco ha sido estimulada por los tipos bajos de los últimos años.

La Fed puede subir tipos también sin temor a afectar a la demanda vía su efecto en la carga de la deuda de las familias y empresas. En gran medida, éstas ya se han desendeudado. Por otro lado, son diversas las razones por las cuales sería bueno que la Fed iniciase ya la normalización monetaria. En primer lugar, porque las medidas de emergencia han conducido a un entorno de tipos de interés extremadamente bajos que, dados sus efectos contraproducentes, debe ser abandonado conforme las economías retoman ritmos de crecimiento razonables. Dos efectos especialmente perniciosos son las distorsiones en la asignación eficiente de los recursos y la formación de burbujas en los precios de activos preexistentes. En segundo lugar, porque EEUU es el único bloque monetario con suficiente peso y con las condiciones macroeconómicas para iniciar dicho proceso. Postergar la normalización monetaria seguirá avivando una guerra de políticas monetarias, a cuál más expansiva, conduciendo al sistema financiero internacional a una nueva oleada de apalancamiento y excesiva toma de riesgo. Y en tercer lugar, porque si la Fed no aprovecha la actual fase expansiva del ciclo para normalizar las condiciones monetarias, la economía americana no podrá disponer de este importante instrumento

de política económica cuando vuelva a ser necesario.

En conclusión, demorar el inicio de la normalización entraña un peor balance de ventajas e inconvenientes que abordar ya dicho proceso. La Fed podría y debería subir los tipos en septiembre. Eso sí, de manera moderada y con una adecuada explicación de su estrategia. Salvo que las recientes circunstancias de inestabilidad financiera empeoraran en el tiempo, dicho aumento no debiera tener efectos significativos en las perspectivas de crecimiento de los EEUU. Sin embargo, lo más probable es que la Fed opte por esperar, influida por las presiones de corto plazo procedentes de los mercados y algunas esferas políticas. Se desperdiciará así una buena ocasión para iniciar la normalización monetaria y el sistema monetario internacional seguirá su peligroso camino, en una senda de expansión monetaria de imprevisibles consecuencias.

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.

- 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
- Everis
- Fundació AGBAR
- Institut Català de les Empreses Culturals
- PricewaterhouseCoopers
- Sanofi

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



Public-Private Sector
Research Center