

# **APRENDER PARA COMPRENDER: LA LÓGICA DE LA CRISIS Y SUS SOLUCIONES”**

**Juan Jordano Pérez**

**Texto de la conferencia pronunciada en la Presentación del Bachillerato Internacional del Colegio Peñacorada –León**

**Club de Prensa de León**

**29 de abril de 2.009**

Que estamos metidos en un buen lío, ya no lo esconden ni los políticos más ingenuos, ni los más farisaicos. Estamos metidos de lleno en la última y mayor crisis económico financiera conocida. Ya se ha escrito hasta aburrir sobre el tema. Pero fuera de tanto discurso y palabrería cuesta tanto encontrar algo conceptualmente claro, sencillo y coherente para agarrar una vía de luz, que me permito lanzar mis modestas reflexiones. Estas reflexiones fueron escritas hace más de un año para un artículo que nunca vio la luz. Al fin y al cabo, eran la comprobación de mis negativas previsiones sobre la situación económica boyante que estábamos experimentando pocos meses antes. No en vano ello me hizo merecer cierto sambenito de aguafiestas entre mis relaciones. Pero ya no interesan las profecías sobre la crisis, en todo caso la lógica que la provocó y, sobre todo, la lógica para salir de ella y aprender para no caer en el futuro en la misma piedra.

## **LA ENSEÑANZA DE UN MAESTRO SABIO:**

- Si la memoria no me falla, corría el año 1.971. En la Universidad Comercial de Deusto, Bilbao, un grupo de estudiantes con la mente abierta a nuevos conceptos nos adentrábamos en la comprensión de los procesos del éxito o fracaso empresarial. Nuestras mentes comprendían ese tobogán fatal del fracaso empresarial como un sistema de etapas, en el que la suspensión de pagos era la antesala de la quiebra.
- Pero un buen día, un maestro al que teníamos como sabio, se despachó con esta aseveración que nos retumbó como una herejía: “Mi banco está en quiebra, pero no en suspensión de pagos”. Ante nuestra sorpresa, se explicó: “Si el presidente de mi banco se levanta hoy por la parte oscura de su cama y entra en el banco ordenando que todo crédito sea irremediamente cobrado a su vencimiento sin la menor posibilidad de renovación, os aseguro que tendríamos que tachar más del diez por ciento de los activos del banco, los que al superar a los fondos propios del mismo, implicaría su quiebra técnica. Ante la noticia, los clientes correrían a reclamar sus depósitos y el banco no podría pagar. En cambio, si se levanta por la parte clara de su cama y entra en el banco como todos los días, sin decir nada, los créditos que vencen se cobran, se refinancian, o se renegocian, según sean las circunstancias; Los intereses se siguen anotando como ingresos y el banco sigue su curso normal”
- El maestro sabio se llamaba Pedro Toledo, por entonces alto directivo del Banco de Vizcaya. Nunca olvidé aquella lección que nos había ayudado a comprender el concepto en el que se sustenta el equilibrio del frágil sistema financiero: La confianza. Pero, sobre todo, una lección que nos había ayudado a comprender la gran diferencia entre los conceptos objetivos y los subjetivos. Pagar o no pagar las deudas es algo tan objetivo e indiscutible como el tener para comer o no tener, llegar a situación de quiebra es algo tan subjetivo y discutible como el haber comido lo suficiente o no. Después de tanto tiempo, no puedo dejar de expresar mi satisfacción al comprobar como esas pinceladas de sabias enseñanzas conformaron mi estructura mental y sin querer, hoy me apoyo en ellas para poder entender las crisis, sus consecuencias y sus posibles soluciones.

## UN CUENTO DE DESPEDIDA:

- **Acto primero:**

- En un reino lejano, había en sus orígenes un plato de lentejas. El plato de lentejas era bueno porque le permitía a sus habitantes cubrir sus necesidades físicas reales y vitales de alimentarse.
- Los habitantes del reino comprendieron poco a poco que era bueno intercambiar su plato de lentejas por las cantaras de vino o los fardos de tejidos de los reinos vecinos. Aquel que quería hacerlo tenía una buena trabajera, ir cargado con sus lentejas para venir cargado con las cantaras o los fardos. Si le decían que no interesaban las lentejas, vuelta a casa cargado con ellas.
- Pero a alguien se le ocurrió hacer unas pequeñas piezas de un metal que todos los reinos valoraban. Estaba claro que era mucho más cómodo viajar ligero con esas piezas en vez de cargado con las lentejas. Como los viajes para intercambiar florecían, el rey rápidamente decidió grabar su esfinge en las piezas y ser el único en hacerlas.
- Tan cómodo era el invento, que todos los reinos se lanzaron a intercambiar sus productos y a disfrutar de bienes insospechados. Para traer más bienes, el rey ordenó hacer muchas más piezas, y si no había metal valioso suficiente, que se mezclara con cualquier basura que hubiese. Pero un día los habitantes del reino se encontraron que los de los reinos vecinos les pedían más y más piezas por sus productos, o para intercambiar por las piezas que ellos igualmente habían aprendido a hacer. El desastre fue tal, que nadie parecía querer las piezas del reino, siendo preferible llevar la pesada carga de las lentejas para intercambiar.

- **Acto segundo:**

- Pasaron los tiempos y las generaciones. Con la lección anterior a sus espaldas, el reino y sus habitantes aprendieron a ser moderados poniendo límites a la cantidad de piezas que podía hacer el rey y grandes controles y penas a quien las hiciera sin el valioso metal o le restase valor. Y así volvieron a las andadas.
- Pero a alguien se le ocurrió poner un espejo frente al plato de lentejas. ¡Oh, magia, se dijeron, si ahora tenemos dos platos! Efectivamente, tenían dos platos de lentejas, uno real, pero el otro era una imagen virtual. Este no servía para alimentarse, pero como era una imagen fiel del otro, y todos creyeron tener dos platos de lentejas con valores idénticos. Podían ir de un lugar a otro del reino con las piezas para cambiarlas por un plato real o virtual, ir al reino vecino y cambiarlas por la cantara o el fardo real o virtual.
- El reino, con su rey a la cabeza, se lanzó a producir, vivir, festejar y guerrear como si tuvieran dos platos de lentejas. El tema funcionaba y cada día se vivía mejor. Pero un día algo o alguien rompió el espejo y la realidad les llevó a comprobar que solo había un plato de lentejas, el resto era pura ilusión. Tantos y tantos valores virtuales creados por el espejo quedaron para empapelar con el recuerdo los arcones y armarios del reino.

- **Acto tercero:**

- Pasaron los tiempos y las generaciones. Con la lección anterior a sus espaldas, el reino y sus habitantes pusieron de nuevo el espejo frente al plato de lentejas y aprendieron a poner controles y vigilancia para que nada ni nadie osara romperlo. Y los humanos que, cuando no nos entretenemos en jorobarnos a palos los unos a los otros somos la especie más constructiva que existe, en poco tiempo tenían el entramado recompuesto. Y así volvieron a las andadas.

- Pero a alguien se le ocurrió poner otro espejo al lado opuesto del plato de lentejas. Y aparecieron, tres, cuatro, centenares de platos de lentejas reflejados por delante y por detrás. Uno real, pero los restantes imágenes virtuales. Ninguno de estos servía para alimentarse, pero los habitantes creyeron tener cientos y cientos de platos de lentejas. Se podía ir por los caminos de los reinos intercambiando piezas por platos, cantaros o fardos, ya fueran virtuales o reales.
- El reino, con su rey a la cabeza, se lanzó a producir, vivir, festejar y guerrear como si tuvieran cientos y cientos de platos de lentejas. Y el tema funcionaba como nunca. Pero un día, alguien o algo rompió el espejo no vigilado y la realidad les llevó a comprobar que solo había un plato de lentejas y acaso una sola imagen reflejada, la del primer espejo bien reflejado. El resto era pura ilusión y esos valores virtuales creados por el espejo roto, quedaron de nuevo para empapelar con el recuerdo los arcones y armarios del reino.

- **Acto cuarto:**

- Pasaron los tiempos y las generaciones. Con la lección anterior a sus espaldas, el reino y sus habitantes reconstruyeron el espejo roto tras el plato de lentejas y pusieron controles y vigilancia para que nada ni nadie osara romperlo de nuevo. Todo se fue recomponiendo de nuevo. Y vueltas a las andadas.
- Pero a alguien se le ocurrió poner otros espejos arriba y abajo, otros a izquierda y a derecha, y así en todos los sentidos posibles, que eran muchos, por no decir infinitos. Aparecieron miles, millares de platos de lentejas en un hermoso universo de imágenes por todos los puntos diametrales de la esfera. Ninguno de ellos servía para alimentarse, pero los habitantes creyeron tener los valores de millares y millares de platos de lentejas. Se podía ir por los caminos de los reinos intercambiando piezas por otros platos, cantaros o fardos, ya fueran virtuales o reales.
- El reino, con su rey a la cabeza, se lanzó a producir, vivir, festejar y guerrear como si tuvieran millares y millares de platos de lentejas. Y el tema funcionaba que era una locura, nunca se había vivido tan bien en el reino. Tan bien funcionaba el invento, que incluso a alguien se le ocurrió algo inconcebible: Inflar el plato de lentejas real con originales procedimientos de cocina creativa, haciendo un voluminosísimo suflé. Cuanto más grandes era el volumen de las lentejas del plato original, más grandes eran sus imágenes reflejadas. ¡Ahora sí que vivía el reino en un estado inimaginable de sensación de opulencia! Lo nunca visto.
- Pero al poco tiempo, tanto habían inflado el suflé del plato de lentejas que la superficie exterior comenzó a rasgarse, y así a desinflarse, y a desinflarse, y a desinflarse. Los habitantes corrían despavoridos de un sitio para otro viendo como las imágenes se arrugaban multiplicadas por millares. El rey intentó proteger los espejos para que no se rompieran en la estampida, pero eran tantos y en tan múltiples direcciones, que no había guardas suficientes para protegerlos. Se atropellaban unos a otros rompiendo los espejos a su paso, y la realidad les llevó a comprobar una vez mas que solo había un plato de lentejas bastante apochado y unas pocas imágenes virtuales reflejadas por el primer y segundo espejo que a duras penas habían conseguido salvar sus guardianes. El resto, puras ilusiones perdidas, valores virtuales creados por tantos espejos, que quedaron una vez más en el recuerdo para empapelar los arcones y armarios del reino.

Con este cuento, el que suscribe, se despedía como profesor de finanzas de la Universidad Comercial de Deusto allá por el año 1.983. Había decidido dejar el campo de las finanzas puras para entrar en la economía real. Recuerdo que terminaba diciendo a mis alumnos: Tenéis dos opciones para enfocar vuestras vidas: Sentados sobre una suave moqueta, en una habitación climatizada, mirando las imágenes de los espejos ante una pantalla de ordenador llena de números cabalísticos, de índices, de coeficientes beta, de primas de riesgo, cotizaciones, etc., o pasarla escudriñando la calle, a temperatura ambiente, buscando, guisando y

cuidando el plato de lentejas. Recuerdo como les prevenía que recordasen siempre que vida no hay más que una. Que si optaban por la primera alternativa, alcanzarían vivir con cierta comodidad, pero que nunca olvidaran que estaban tratando con un mundo totalmente virtual, nada real, tan poco real como el clima de su oficina climatizada y que las imágenes desaparecen cuando se rompen los espejos que las reflejan. Que si optaban por la segunda alternativa, el esfuerzo y la incomodidad presidirían sus vidas, y cuando tuvieran la tentación de tratar con la virtualidad, mejor que se sentaran a la pantalla del ordenador a jugar con el Comecocos, el juego de moda en esos años. Pero lo cierto es que la historia que entonces conté solo llegaba al acto tercero. Por entonces, solo era capaz de apuntar con temor la aparición del acto cuarto del cuento.

## MORALEJA:

### • Acto primero:

- Desde tiempos inmemoriales, la humanidad vivía en una economía real primaria de trueque. Su progreso discurría extremadamente lento y estancado.
- Inventa el dinero, instrumento financiero revolucionario, gracias al cual se pudo superar el engorroso y lento mecanismo del trueque físico, llevando el intercambio cada vez a lugares mas lejanos y con mas alternativas.
- Con la magia del dinero, se acababa de inventar el **mercado monetario**: Capacidad de crear un objeto estándar, liviano, de valor reconocido y aceptado por todos.
- Fueron muchos los fracasos que, provocados por la avaricia de los príncipe, viciaban el valor de la moneda.
- Pero el invento del dinero logró financiar el paso grandioso de la edad de piedra a la edad antigua y media.

### • Acto segundo:

- La humanidad vivía en una economía monetaria. Había logrado controlar mejor los fracasos en el manejo de la moneda con un sistema de disposiciones, reglamentos y bastante represión. Llegó así a los albores del siglo XV. Pero el progreso se estancaba.
- Con la magia del primer espejo, la humanidad acababa de inventar el **mercado financiero primario**: Capacidad para crear un título valor como imagen virtual, ligando a un documento formal el valor de un activo real que se separa así del propio activo que mantiene su valor.
- El plato de lentejas representa el activo, las unidades económicas disponibles. Los títulos valores reflejados por el espejo, representa el pasivo, los títulos y derechos de propiedad, medios virtuales que se convirtieron a su vez en objetos de tráfico e intercambio. Se aumentan así extraordinariamente las posibilidades y dimensión del mercado.
- Fueron muchos los fracasos que, provocados por la avaricia o imprevisión, viciaban el valor de los activos reales provocando que reinos y repúblicas se vieran obligados a dejar los títulos valores virtuales para empapelar arcones y armarios, cuando el valor nominal que exhibían, para nada se correspondía con el valor real de los bienes que representaban.
- Pero el invento representó un salto de gigante en la capacidad de financiación y trajo una prosperidad desconocida hasta entonces. Tanta, que se pudo financiar el esplendor del renacimiento.

- **Acto tercero:**

- La humanidad que ya vivía en una economía de mercados financieros primarios, tras repetidos sobresaltos, aprendió a poner controles a los peligros de su invento desarrollando una ocurrente legislación mercantil cada vez mas elaborada. Llega así a los albores del siglo XVIII. Pero el progreso se estancaba.
- Todo estaba dispuesto para que la humanidad inventara el segundo espejo, el **mercado financiero secundario**. Se estructuran bolsas y mercados financieros de valores. Capacidad para traficar sin límite con los títulos de valor virtual sobre bienes reales y tangibles, convirtiendo los propios títulos de valor virtual en base de otros de las mismas características.
- En el activo ya no estaba solo el plato de lentejas real, sino también imágenes, valores virtuales del plato real y, a su vez, de sus propias imágenes.
- Fueron muchos los fracasos originados en los mercados de valores, a veces provocados por la avaricia y especulación, a veces por el comportamiento histérico del rebaño formado por sus innumerable concurrentes, que obligaron a dejar los títulos valores virtuales para empapelar arcones y armarios. Sin duda, la mas conocida de estas críticas estampadas es la llamada crisis del 29 en el siglo pasado.
- Pero el invento supuso un nuevo avance extraordinario en la capacidad de tráfico y financiación. La humanidad alcanzó cotas inimaginables de progreso. Tanto, que se pudo financiar la modernidad industrial.
- Pero como había poca o nula vigilancia sobre el segundo espejo, este se rompió. Del susto se llegó a la Gran Depresión y de nuevo, pero ahora de forma masiva, los títulos valores virtuales se fueron a empapelar fondos de arcones y armarios.

- **Acto cuarto:**

- La humanidad ya vivía en una economía de mercados financieros secundarios. Tras el inmenso susto de la Gran Depresión, aprendió a poner controles desarrollando una prolija legislación financiera para regular los mercados de valores que parecía funcionar. Llega así a los albores del último cuarto del siglo XX.
- Todo estaba dispuesto para seguir inventando espejos, los de los **mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos**. Se estructuran mercados de futuros, de opciones, de derivados, de operaciones sofisticadas que se superponen a las originales, cada día más complejas, cada día mas numerosas, cada día mas y mas formas de mercados. Capacidad para traficar no solo sin límite, sino en paralelo y en múltiples e infinitas dimensiones sobre una misma base de valor virtual, que en su base tiene otro valor virtual y que solo allá en el fondo, tras mucho escarbar, puede encontrarse el valor real que sustenta todo.
- De los fracasos históricos se había tomado buena nota y los mercados clásicos se habían plagado de vigilancia y controles. Pero nadie se percataba de que los mercados proliferaban en todas direcciones, lo que era imposible de seguir con los controles. Por si fuera poco, parecía que nadie se preocupaba de vigilar y controlar que el valor del bien real, el pilar que todo lo sustenta, fuese inflado artificialmente hasta la exageración. Hubo incluso quien eliminó el valor histórico real y objetivo, un pilar básico de nuestra clásica legislación mercantil, e inventó conceptos subjetivos como el valor razonable. Hubo quien tomó bienes de inversión de primera necesidad como el suelo y manipuló artificialmente su mercado para obtener impuestos encubiertos y beneficios

desmesurados. Hubo quien se cegó tanto en vigilar al integridad de los espejos clásicos del mercado financiero primario y secundario, usando el tipo de interés, que ni se dio cuenta que inflaba sin medida el valor de los bienes reales de inversión hasta llegar a rasgar la piel del suflé de lentejas.

- El plato de lentejas original y real, valor base de todo, ya era complicado encontrarlo en el activo entre tanto valor virtual. Ahora si lo encontrabas, lo veías inflado como un suflé afectado por tanto valor razonable, por tantos múltiplos de Ebitda desmesurados.

De esta moraleja se desprende algo muy simple: Yo que soy cordobés, natural de una ciudad milenaria, en el siglo I hicimos un puente, nuestro puente romano, que parece que estaba bien hecho por mis antepasados, pues ahí sigue. Pero por lo que se ve, tardamos veinte siglos en pagarlo. Pues hasta la segunda mitad del siglo pasado no hicimos un segundo puente, bien hormigonado y sólido, durante el gobierno del viejo general y que esta vez, al parecer, tardamos medio siglo en pagar. En los últimos ocho años hemos hecho tres puentes más. Estos no sé el tiempo que nos llevará terminar de pagarlos, para estar en disposición de seguir afrontando nuevas infraestructuras de esta índole, ni tampoco el tiempo que durarán, porque son de “diseño”.

## **DE LA CRISIS Y SUS ORIGENES INMEDIATOS**

Como en el tiempo que nos ha tocado vivir los hechos pasan cada vez más rápidos, resulta que ya estamos metidos de lleno en el final del cuarto acto de nuestro cuento. La crisis del sistema está aquí y, siguiendo la lógica que el cuento nos enseña, quizás podamos identificar y resumir las causas conceptuales más profundas que han intervenido en su origen:

- **Proliferación creciente de mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos, todos muy incontrolados, distintos a los mercados financieros primarios y secundarios tradicionales:**
  - Ya habíamos aprendido a controlar suficientemente bien los espejismos de los mercados financieros primarios para demandar fondos, aquellos que corresponden a la emisión de nuevos títulos valores por parte de empresas o del Estado, gracias a la perfección de nuestra legislación mercantil.
  - Ya habíamos aprendido a controlar suficientemente bien los espejismos de los mercados financieros secundarios, aquellos que corresponden a las transacciones que se producen sobre títulos valores existentes, gracias a la perfección de nuestra normativa de mercados financieros.
  - Pero no teníamos ningún control eficaz sobre los espejismos de los nuevos mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos, sobre toda esa tremenda maraña de construcciones más o menos sofisticadas que crecían como cultivo de hongos en nuestro sistema financiero.
  - Nuestras legiones de estudiantes de finanzas lanzados al mundo, primero armados con su HP 12C, luego con sus PC's de altas prestaciones, sus polinomios financieros, sus modelos complejísimos en potentes hojas electrónicas, todos con su ansia de ganar como si de una partida de Game Boy se tratara, han sido el mejor instrumento para que el sistema financiero construyera nuevos mercados calidoscópicos.
  - La capacidad del ser humano para crear y poner en marcha nuevas estructuras de mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos, se ha mostrado infinitamente superior a su capacidad para contraponer regulaciones y controles a los mismos.

- Ha sido como una reacción en cadena que necesariamente conduce el estallido. El estallido termina por llegar si la reacción no se detiene en seco y a tiempo.

- **Dislocación creciente entre devengo y liquidación de operaciones financieras:**

- El hecho financiero aparece cuando creamos un valor virtual, que si bien inicialmente está asociado a un bien o servicio real y a su valor, luego se separa de este adquiriendo vida propia.
- El dinero es el primer invento financiero de la historia. Los títulos representativos de la propiedad o los derechos de cobro sobre bienes reales, son el segundo invento que origina el mercado financiero primario, el primero de los espejos de nuestro cuento. La posibilidad de transmitir esos títulos virtuales son el tercer invento que origina el mercado financiero secundario, el segundo de los espejos de nuestro cuento.
- Pero históricamente esas transacciones eran liquidadas al contado. Hasta ahí bien, pues las numerosas imágenes reflejadas del bien real se mantenían dentro de una línea de dos espejos contrapuestos. El problema surge cuando se permite operar en los mercados financieros liquidando productos financieros a plazo o, lo que es aún más heterodoxo, operar sobre productos que no se tienen en propiedad.
- No contentos con abrir múltiples mercados derivados y paralelos, los múltiples espejos de nuestro cuento en las infinitas direcciones de la esfera, hemos permitido multiplicarlos a su vez con las prácticas de liquidaciones de pago a plazo y operaciones con títulos prestados. Es como si, además, proyectáramos imágenes en universos superpuestos.
- Hemos convertido el universo de imágenes virtuales de los mercados de diseño, el de los espejos de nuestro cuento, en un inmenso calidoscopio cambiante, sin control, ni posibilidad de ejercerlo.

- **Incremento creciente del precio de los activos de inversión provocado por tipos de intereses decrecientes:**

- Las autoridades monetarias han tenido siempre como misión controlar la inflación. Que sube mucho el precio de las patatas, será que la economía se está calentando, pues a subir el tipo de interés para enfriarla. Que la cesta de la compra sube poco, será que la economía se enfría y la receta manda bajar los tipos de interés.
- ¿Pero que inflación se controlaba? La autoridades monetarias han estado siempre vigilando el precio de las patatas, de la cesta de la compra y de los bienes de consumo, pero nadie preocupándose por la evolución de los precios de los activos de inversión.
- Las autoridades monetarias han estado siempre aplicando la misma receta contra la inflación de los bienes de consumo, que además es de dudosa eficacia. La verdad es que no existe una relación claramente probada entre los tipos de interés y los precios de los bienes de consumo. Solo en teoría existe alguna relación, pero son tantas las otras variables que intervienen (mercados de energía, monopolios, fallas productivas, costes de políticas sociales, interrelación de economías distintas, etc.), que al menos la receta debería calificarse como dudosa.
- Pero las autoridades monetarias han estado siempre viviendo de espaldas a la inflación de los activos de inversión. Precisamente en este caso si que la receta presenta una tremenda correlación o eficacia. Si con un nivel de tipos de interés existe un nivel de precios de activos de inversión, con tipos de interés de la mitad los precios de los activos tenderán a duplicarse y viceversa.

- ¿Si hemos sido capaces de pasar en poco tiempo de tipos de interés de dos dígitos a entornos muy próximos a cero, como podemos sorprendernos de la tremenda inflación de los activos de inversión a la que hemos sido capaces de llegar? Lo que si debe sorprendernos es como ha sido posible que las autoridades políticas y monetarias hayan vivido de espaldas a este fenómeno tan elemental.
- Consecuencia, nos habíamos ido acostumbrando y llegado a creer normales multiplicadores elevadísimos a la hora de poner precio a los activos de inversión. Precios elevadísimos, imposibles de justificar por el flujo de fondos que los activos producían, solo basados en el supuesto valor residual de los mismos. En definitiva que, con el paso de los años, cuando se tenga que vender el activo, alguien esté dispuesto a valorarlo bajo un sistema igual de absurdo.
- **Incremento creciente del precio de los activos inmobiliarios provocado por el uso canallesco del suelo, la gran bolsa fiscal de los modernos gobernantes derrochadores:**
  - Hubo un tiempo en que los sátrapas cobraban los impuestos mandando sus esbirros a la casa del aldeano. Tras coger sus gallinas y sus reservas de alimentos le daban una mano de palos, violaban a la mujer y tras ponerle la oreja del niño en la boca, el aldeano cantaba donde estaba el zulo en el que guardaba la cabra para poder pasar el invierno.
  - No contentos con ese impuesto directo rapiñado en cada campaña, se reservaron cobrar por todo lo que fuera necesario para la supervivencia, desde la sal para conservar, al permiso para entrar en los mercados para intercambiar, desde las especias para cocinar, al uso de los molinos para el grano.
  - No contentos con ese otro impuesto indirecto, pusieron torres y barreras en cada vado, puente, cruce de camino o puerto, para cobrar un succulento fielato a todo el que se movía.
  - Tras esas innumerables tasas parecía que todo estaba inventado, pero los pobres paisanos tuvieron que comenzar a soportar frecuentes subidas de precios, viendo como sus rentas y ahorros perdían valor. El mismo valor que el príncipe había decidido llevarse acuñando moneda desmesuradamente.
  - Cuando ya se creía que nadie superaría el más canallesco de los impuestos, la inflación, nuestros modernos sátrapas tenían preparada una sorpresita: El urbanismo. ¿Por qué no monopolizar y contingentar el suelo urbano para cargarle un costo sustancioso, que no valor, y financiar así la voracidad del democrático gasto público?
  - Efectivamente, para canalla este sutil impuesto que ha podido crecer sin límite empujando el coste, que no valor, de los activos inmobiliarios. ¡Qué mejor momento para hacerlo que en un entorno favorable con tipos de interés extraordinariamente bajos!
  - Consecuencia, habíamos llegado a creernos normales precios de los inmuebles que multiplicaban absurdamente el coste de construir un metro cuadrado físico. Pasamos de hacer participar el coste del suelo en un 20%-30% del precio del inmueble, a hacerlo hasta un 70%-90%.
  - El peligro es triple: Esta política no solo es una fuerte impulsora de la burbuja inmobiliaria, sino que enloquece el gasto y la inversión pública en fase de crecimiento para terminar creando una gravísima descompensación del equilibrio financiero de los entes públicos cuando al burbuja estalla. Y estalló. Y el estallido puede haber dejado descompensadas las finanzas públicas de entes locales y autonómicos en mas de un 20% durante un horizonte desconocido.

- **Sustitución del valor histórico (objetivo) por el valor razonable (subjeto), un potente argumento para seguir justificando el incremento del precio de los activos de inversión:**
  - Desde siempre, el dato objetivo del precio que medió para adquirir un activo de inversión, ha soportado el concepto de valor histórico por el cual debían reflejarse estos bienes en balance. Algo simple y sencillo de entender y aplicar, aunque quizás por eso generaba pocas horas de auditor y consultor que facturar y convenía complicarlo todo un poco.
  - Dada la orgía en la que nuestro sistema económico estaba metido, había que inventar nuevos conceptos contables “ad hoc”. ¿Por qué no hacer pivotar la información contable sobre el subjetivo “valor razonable” y no sobre el objetivo “valor histórico”? Y por razonable, hablando de seres humanos, ya sabemos lo que significa; Razonablemente y legalmente se pueden gasear millones de judíos o se puede morir por defender el sistema que lo permite. En otras palabras, si el ser humano se introduce en la senda del relativismo, termina relativizando todo lo que se le antoja, hasta lo mas sagrado. ¡Cuanto mas un modesto concepto contable!
  - Digamos que inundados del relativismo del valor razonable, lo que termina siendo objetivo es solo la opinión del mandamás sobre el valor de los activos. “Dígame usted, Señor Presidente, que valor o beneficio quiere, que ese será, todo lo demás dependerá, que para eso está aquí su contable creador, capaz de guisarle una contabilidad de diseño”.
  - Eso del valor razonable es un invento perverso, muy americano, que ha permitido seguir metiendo aire al suflé. Ya anduvo esto detrás de algún susto y fiasco empresarial reciente por esas latitudes. Pero los papanatas de la vieja Europa, lejos de conjurar el peligro, lo importamos en nuestra legislación contable reciente, hasta llegar a montar sistemas de información contable tan oscuros al entendimiento, como lo son los modernos productos financieros.
- **Desafío para las cabezas pensantes por lograr incrementos crecientes de valor de los activos de inversión, para traficar en un creciente número de mercados que se pueden crearse sin límite:**
  - Millares de chicos ambiciosos y súper preparados, lanzados al mundo empresarial, dirigidos por millares de ejecutivos ambiciosos y súper experimentados, con los elementos anteriormente expuestos en sus manos, han sido inmejorables cocineros para un gran suflé.
  - Han sido muchas neuronas, las mejor preparadas de nuestras sociedades, puestas al servicio de un propósito: Incrementar valor para incrementar bonus.
  - Complejas retribuciones variables, bonus, stock options, etc. han sido producto y consecuencia de un sistema que encontraba su abusiva retribución en incrementos creciente de valores de los activos de inversión.
- **El irremediable pinchazo de la burbuja que termina arrastrando la rotura de los espejos:**
  - Los suflés se terminan desinflando y el que hemos cocinado a los largo de estos años no iba a ser menos.
  - Cuando el precio de un activo empresarial es tan extremadamente alto, que los flujos generados por dicho activo tardan más de lo razonablemente lógico en repagar la inversión. Cuando el precio de una casa es tan extremadamente elevado, que la familia que la habita tarda mas de lo razonablemente lógico en repagar la inversión con la renta que puede destinar a ese fin. Cuando esos síntomas evidentes aparecen, es que el suflé está a punto de explotar.
  - Y el suflé explotó:

- Lo hizo en forma de crisis inmobiliaria a partir del verano de 2007, por imposibilidad de seguir aumentando el valor de estos activos. La paralización de los mercados inmobiliarios ha afectado a la economía real, en mayor o menor grado, en función de la exposición de la economía del país a este sector. En el caso español esa exposición era enorme.
- Sin un mecanismo de contención de esa inmensa pérdida de valor de los activos, el torrente perverso va directo a inundar el sistema financiero, como si una inyección letal se introdujera en el circuito sanguíneo de un organismo. A partir de primavera de 2008 el problema se extendió en forma de crisis financiera, lo que prácticamente nos ha hecho olvidar ya la crisis inmobiliaria, dada la desconfianza desatada sobre el valor de los activos de inversión. La desconfianza paralizó los mercados financieros y potenció los efectos negativos sobre todos los sectores económicos al cerrar la financiación de todos ellos.
- En invierno de 2009 pasamos a momento crítico, a punto de entrar en una profunda crisis de solvencia que nos puede hacer olvidar la crisis financiera. En la medida que la pérdida de valor de los activos de inversión vaya contaminando los balances de las entidades del sistema financiero, dado el elevado apalancamiento de este, será complicado salvar al sector financiero de posiciones de quiebra sobre las bases de la regulación jurídica actual. lo cual, solo puede hacer aumentar la desconfianza.
- Si no se ataja la crisis de solvencia, en otoño de 2009 entraremos irremediamente en una crisis social que nos hará olvidar todas las anteriores. Si llegamos a ese estado, podríamos correr el riesgo de introducirnos en un camino con muy difícil retorno.

- **El despiste de los gobernantes que alimenta la desconfianza global:**

- Nuestros gobernantes pasan de negar la crisis, a culpar a los de fuera, de pronosticar futuros prometedores a fecha cierta, a dar palos de ciego en forma de soluciones a veces incomprensibles.
- Se parecen al grupo de galenos anticuados recetando curas de sanguijuelas para la infección o bicarbonato para la retención de orina. No saben callar, entran en recetas que ni ellos mismos creen, pero que les permiten seguir siendo llamados a consulta.
- Nosotros, los gobernados, que presentimos este despiste, nos aterramos mas y mas en la desconfianza.
- Con ello, nuestros gobernantes se están convirtiendo en una parte del problema.

## **DE LA CRISIS Y SUS SOLUCIONES**

El sistema ha hecho una crisis, como tantas veces en la historia, Pero los sistemas son conjuntos interrelacionados de elementos mediante reglas, que buscan un fin. A los sistemas les entra gripe, pero no por eso hay que desahuciarlos. Basta con acertar en el diagnóstico y la cura adecuada, para que su recomposición sea cosa de tiempo. Otra cosa es que unos despistados se pongan a discutir si el enfermo tiene fiebre o no, le receten todo lo que pida el paciente o sus familiares y, como remedio original, le den bicarbonato porque tiene hambre y se empeñen en redoblar la dosis.

Si tenemos identificadas una serie de causas claras de la crisis en que nos hemos metido, lo primero, habrá que ir directos contra esas causas. Al menos para que no hagan mas daño y el proceso crítico no se repita. Es como si al llegar a casa nos encontramos cayendo agua a chorros por el techo, lo lógico es que primero identifiquemos donde está el origen de la fuga, para correr a cerrar la llave de paso. Pero sería de necios ponerse a debatir sobre el estado del seguro, llamar a los bomberos y esperar a que lleguen o sacar trapos para secar el agua que va cayendo. Eso se hace luego. Por lo tanto, eso mismo es lo que creemos que hay que hacer con la crisis actual; Lo primero, ir a neutralizar sus causas.

- **Prohibir urgentemente los mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos entre agentes organizados, tutelados o garantizados:**

- Las autoridades tienen que reconocer que no pueden controlar mas que los mercados financieros primarios y secundarios.
- Todo el resto, los innumerables mercados financieros paralelos, derivados y superpuestos, los de los espejos que han sido capaces de replicar sin medida los valores virtuales, al no poder ser controlados por ser precisamente innumerables, no pueden estar bajo el amparo legal ni ser objeto de actividad de agentes de los mercados financieros primarios y secundarios regulados.
- La prohibición tendría que ser radical para los mercados y los gestores del ahorro colectivo organizado. Otra cosa es que si los sujetos económicos quisieran traficar con productos de ese tipo por su propia cuenta y riesgo, allá ellos. No tendrían ninguna garantía, como no se tiene cuando se compra un producto alimenticio agranel por la calle a cualquier indocumentado, o se compra un inmueble sin contrato y sin escritura, o se toma un seguro de una supuesta entidad no registrada.
- No cabe duda que nuestro crecimiento no será tan explosivo como el que hemos experimentado estos últimos años, pero tampoco cabe duda de que no será tan burbujeante.

- **Liquidar al contado las operaciones en los mercados financieros:**

- Las autoridades tienen que reconocer los peligros que sobrevienen cuando se pueden realizar liquidaciones de operaciones sobre activos financieros a plazo y, no digamos, cuando se pueden hacer sobre activos de los que no se es propietario.
- Admitir la posibilidad de liquidar cualquier producto financiero a plazo, o traficar sobre productos prestados, implica redoblar mas si cabe los espejos que han permitido llevar a límites extremos los valores virtuales reflejados por los innumerables mercados.
- Un producto financiero traficado en un mercado financiero regulado, por lo tanto protegido la autoridad y dotado de seguridad jurídica, no debe liquidarse a plazo bajo ningún concepto y debe ser un producto que el vendedor posea realmente. Esto que parece tan elemental, resulta por eso tan difícil de demostrar.
- De nuevo, entendemos que la prohibición debería ser radical para todos los mercados regulados. El sujeto económico que quisiera hacer una operación sobre activo financiero a crédito, que lo hiciera bajo su total cuenta y riesgo.

- **Enfocar la política monetaria hacia el control de la inflación total, tanto la de los bienes de consumo, como la de los activos de inversión:**

- La misión de la autoridad monetaria no debe ser solo emplearse con dudoso éxito a controlar la inflación de bienes de consumo. Deben vigilar muy especialmente la inflación o deflación de los

activos de inversión para que no vuelvan a repetirse las barbaridades que se han experimentado en este sentido.

- En un capitalismo popular como el actual, los activos de inversión, como vivienda, fondos o pensiones, son el sustrato de la riqueza de las familias. La autoridad monetaria debe tener como misión importante controlar cualquier exceso al alza o la baja en los valores de estos activos.
- La política de tipos de interés es efectiva y directa para lograr este objetivo, muchísimo más que para lograr la estabilidad de los precios de los bienes de consumo.
- Los precios de los inmuebles y de los activos empresariales no debe superar nunca los multiplicadores que permitan pagar la inversión con las rentas disponibles en un tiempo razonable.

- **Liberalizar el mercado de suelo:**

- Bajo ningún concepto puede admitirse que el suelo sea controlado por las administraciones, hasta el punto de ser soporte de valoraciones extraordinarias que escondan una imposición encubierta para financiar sus gastos e inversiones.
- Este problema no solo provoca el mal inflando extraordinariamente valores inmobiliarios, sino que también lo hace descompensando la financiación pública de forma no recurrente.
- El suelo, como muchos otros bienes, ya va cargado con impuestos y tasas más o menos claras fijadas en las leyes. Es una canallada alimentar un sistema que, gracias a un control del suelo por las administraciones, permita inflar enormemente su coste, que no su valor, pasándolo subrepticamente como un impuesto escondido durante medio lustro a la pobre pareja que decide iniciar su proyecto familiar.

- **Encapsular las pérdidas efectivamente realizadas en activos inmobiliarios:**

- Las tremendas pérdidas de valores inmobiliarios, como consecuencia del estallido de la burbuja, no pueden llegar a contaminar masivamente los activos del mercado financiero. Si eso llega a suceder, y sucederá si no se hace nada al respecto, la crisis de solvencia en la que entraremos eclipsará todas las anteriores y será inevitable entrar en la peligrosísima crisis social.
- Cualquier administrador que necesite liquidez extra para atender los pagos de su empresa porque los flujos operativos se reducen, lógicamente deberá poner en venta activos de inversión. En el caso de los inmuebles, ahora solo puede encajar operaciones bajando precios y computando pérdidas importantes. Esta situación paraliza a los administradores que simplemente no venden, pues las pérdidas llevarían graves consecuencias jurídicas: Perder el capital, lo que obligaría a los socios a reponerlo o entrar en quiebra y liquidación. A ninguna de esas consecuencias estarán dispuestos los administradores, prefiriendo siempre suspender sus pagos, trasladándose el problema a sistema financiero.
- Resulta urgentísimo realizar modificaciones legales que permitan contener la pérdida de valor de los activos inmobiliarios en los balances de las empresas el tiempo necesario para disolverlos, pero sin trasladarlos a los activos del sistema financiero.
- Cabrían muchas variantes de soluciones posibles para contener la pérdida de valores en los balances originales. Por nuestra parte proponemos algo como lo siguiente:

- Cambiar temporalmente la forma de computar en los sistemas mercantiles el resultado de la venta de los activos inmobiliarios que realicen las empresas para obtener liquidez.
  - Las pérdidas realizadas por la venta de sus inmuebles, en vez de computarse como reducción de patrimonio neto de la vendedora, deberían dejarse anotadas como valor de activo inmovilizado. Sería un activo financiero con garantía estatal. Algo así como si el sistema en global, para asegurar su supervivencia que pasa porque estas pérdidas de valores no contaminen el circuito del sistema financiero, estuviera dispuesto a mantener esos valores reconociéndolos en los balances que los detentan originalmente como “activos de crisis”.
  - Nuestros sistemas de registro de la propiedad permitirían dar garantía jurídica a estos “activos de crisis”. La empresa que tuviera un inmueble por valor de coste de 100 y lo tuviera que venderlo para obtener liquidez, pero solo puede hacerlo por 60, registraría un abono en inmuebles por 100, un cargo en tesorería por 60 y un cargo en “activo de crisis” por 40, en vez de registrar una pérdida por este importe según la legislación actual. El fedatario público levantaría acta del valor de dicho “activo de crisis” en la propia escritura de compraventa, que sería registrado públicamente a la vez que el cambio de titularidad del inmueble.
  - Estos “activos de crisis” tendrían garantía estatal y se monetizarían pudiendo ser compensados con los pagos de la cuota del impuesto de sociedades, por ejemplo, hasta un límite del 10% del valor total que tuviera cada año la empresa de este tipo de activos en su propiedad. La empresa de nuestro ejemplo podría deducir el primer año de su cuota 4, el segundo 3,6 y así sucesivamente. De esta forma, los “activos de crisis” irían pasando a propiedad del estado. Es decir, todos, pues entre todos tendremos que pagar este desaguado.
  - Las arcas del estado, que por el hecho de producirse la pérdida ya tendrían un defecto de ingresos en impuesto de sociedades de 12, el 30% de la misma, bajo este sistema tendría que absorber hasta 30, pero a lo largo de diez años.
  - Los “activos de crisis” serían transmisibles entre empresas a nivel nacional bajo intervención y registro público con plena garantía jurídica. El mercado se encargaría de ponerle el precio con el descuento financiero oportuno. Obviamente serían adquiridos por las empresas que estuvieran en beneficios y vendidos por las que estuvieran en pérdidas y con necesidades de liquidez. Estas empresas generadoras de estos “activos de crisis” tendrían su castigo en los descuentos financieros que se vieran forzados a asumir, si es que no fueran capaces de compensarlos con beneficios futuros.
  - Para facilitar la existencia de la transmisión internacional de estos activos, dado que los sistemas fiscales son heterogéneos, las administraciones de los estados podrían poner a la venta hasta un máximo del 10% del total de “activos de crisis” que hubieran llegado a su poder.
  - El año último año se podrían monetizar el resto de los “activos de crisis” que quedasen en circulación, pues a partir de entonces dejaría de tener valor al no poderse seguir compensando con cuota del impuesto.
- Cualquier medida que tenga como objetivo bloquear las pérdidas de valores de los activos de inversión en los balances originales, sería de utilidad, a pesar de sean imperfectas. Por ejemplo la reciente disposición que permite a las inmobiliarias no aflorar las pérdidas de valor de sus

inmuebles en cartera en el plazo de dos años. Pero, dada la gravedad de la situación, creemos que las medidas tienen que ser valientes y potentes.

- A falta de medidas estructurales, el sector bancario se está protegiendo como puede: Primero fue adquiriendo activos inmobiliarios en dación de pago hasta reventar sus carteras, segundo ha sido entrando en renegociaciones de deuda impensables hace solo unos meses, todo con tal de que los créditos no tengan que darse como morosos o fallidos bajo la reglamentación actual. Son paños contra la fuga de agua a falta de medidas estructurales.

- **Volver al valor histórico para el registro e información de las actividades de las empresas:**

- Los sistemas de registro y de información no pueden enredarse sin límite, hasta convertirlos en territorio privado de caza de buenas facturas de asesores, auditores, consultores o técnicos especializados. No pueden complicarse hasta el extremo de que ya no los entiendan ni sus propios creadores o los presidentes de las compañías.
- Hay que cortar la disparatada complejidad a la que estamos llegando en los sistemas de registro e información de la actividad empresarial, que en contra de lo pretendido parece posibilitar casi todo en manipulación de la información.
- Volver al valor histórico, el único que fue dato objetivo porque fue objeto de una transacción real en el mercado, es algo urgente, porque es un principio de garantía del sistema.

- **Limitar la remuneración variable de consejeros y directivos:**

- En un capitalismo popular donde el poder de las empresas se concentra más en tecnócratas que propietarios, es una locura dejar la decisión de remuneración de dichos tecnócratas en sus propias manos.
- La crisis actual ha puesto de manifiesto no solo la gravedad de los abusos cometidos, sino sobre todo, la influencia profunda que estos sistemas sofisticados han tenido en el proceso de inflado de los valores de los activos de inversión.
- Habrá que poner la imaginación a trabajar para encontrar fórmulas de limitación, que no de prohibición, de las retribuciones variables de consejeros y directivos. Por ejemplo:
  - Eliminación de las ventajas fiscales a retribuciones de este tipo.
  - Necesidad de que tengan que ser aprobados por un grupo aleatorio de accionistas minoritarios.
  - Bloqueo de la venta de las acciones recibidas por estos conceptos durante todo el tiempo de vinculación a la empresa y por un periodo adicional tras producirse la desvinculación. En definitiva, hasta asegurar que si se hizo algo por el incremento de valor de la compañía, este perviva a largo plazo.
  - Vincular las retribuciones a la acción y no a la inacción, como es el caso de los blindajes de contratos.

- **Adoptar soluciones globales:**

- Si queremos seguir participando de la inmensa ventaja de desarrollo que suponen los mercados abiertos, las soluciones estructurales ante la crisis deben ser globales.
- No se podrá atacar bien el fondo estructural de la situación de crisis si no es con medidas homogéneas entre los países. Eso parece cierto. ¿Pero que hacemos si en los foros

internacionales siguen hablando para seguir hablando? ¿Dejamos correr el agua escaleras abajo o al menos entramos en nuestra casa a cerrar la llave de paso? Pues, eso, que debemos al menos salir corriendo a cerrar nuestra llave de paso.

- **No refugiarnos en el proteccionismo:**

- No debemos albergar dudas sobre el beneficio aportado al progreso por la apertura de los mercados.
- Crisis como a la que estamos asistiendo suelen ser terreno abonado para la aparición de actitudes proteccionistas. Si nuestras fábricas cierran por estar bajas de pedidos, protegerlas de la entrada de productos foráneos. Si el empleo escasea, proteger a los trabajadores nacionales de los extranjeros.
- Manteniendo los mercados abiertos albergamos esperanzas de salir del túnel, pero con mercados cerrados solo podemos estar seguros de que la salida puede llegar a ser casi imposible.

- **Confianza, confianza, confianza .....**

- Imposible hablar de economía financiera sin confianza. Se trata de vivir rodeados de valores virtuales. Pero este tipo de economía es la que nos ha hecho llegar a los niveles de prosperidad increíbles, que el pobre ciudadano de la edad de los metales, basado en una economía real, no podría ni imaginar cuando estaba inventando el dinero.
- La confianza no es fe. Es algo mucho mas claro y preciso. Si entramos por fe en Wikipedia, observamos que es un termino disputado, como no podía ser de otra forma. Si entramos por confianza, observamos algo definido: *En sociología y psicología social la confianza es la creencia en que una persona o grupo será capaz y deseará actuar de manera adecuada en una determinada situación y pensamientos. La confianza se verá más o menos reforzada en función de las acciones.* Por lo tanto se confía en alguien o en algo, se confía en el piloto del avión y en el avión.
- El problema resulta cuando nos piden que tengamos fe, no confianza. Pero está claro que para volar en un avión desvencijado y con un piloto que de leyes de la física no sabe mas que la que aplicaba al levantar el último vaso de vino que apuraba en la cantina antes de salir, nos tiene que pedir mucha fe, porque la confianza quedaría destrozada.

Como decía mi viejo profesor, que Dios nos asista si el presidente de mi banco se levanta por el lado oscuro de la cama y viene dando instrucciones que rompan el sistema sobre el que basa la estructura de nuestro trabajo. Pero mi profesor tenía confianza en que eso no podría suceder nunca.