
ESTUDIOS

¿Cómo reformar el capitalismo?¹

Gaël Giraud S. I.² y Cécile Renouard³

Palabras clave: *refundación del capitalismo, función social de la empresa, mercados financieros, titulización, monetización, ética económica.*

Key words: *re-foundation of capitalism, the social function of business, financial markets, securitization, monetization, business ethics.*

Mots clés: *refondation du capitalisme, fonction sociale du capitalisme, marchés financiers, titrisation, monétisation, éthique économique.*

El “crack” financiero de 2008 no es únicamente el signo de una aceleración de la máquina capitalista desregulada que, librada a sí misma y apoyada por las tecnologías de la información y de la comunicación, condujo a prácticas financieras cada vez más sofisticadas y remuneradoras para los operadores, incitándoles a especular sin tener que cargar con la responsabilidad de las consecuencias de sus actos.

La crisis es también la expresión negativa de la separación creciente entre el mundo de las finanzas y el de la economía real: se supone que el sistema financiero está

¹ Conferencia pronunciada en Lima, 15 de septiembre de 2009, Universidad Ruiz de Montoya. Traducción del original francés de JJR y ARF de la redacción de RFS. Artículo recibido para publicación a finales de septiembre de 2009.

² CERAS, CNRS, Paris School of Economics. gael.giraud@jesuites.com, giraud@Parisschoolofeconomics.eu

³ Religiosa de la Asunción, ESSEC, Escuela “Les Mines” de París y Centro Sèvres. renouard@essec.fr, renouard_cecile@yahoo.fr

para procurar liquidez, fomentando y facilitando así las inversiones y las capacidades de producción y de consumo; se supone también que debe acompañar a un proceso de crecimiento económico y de desarrollo social a nivel mundial; pero la "financiarización" de la economía ha aumentado el riesgo de un "crack" mundial y ha reforzado la vulnerabilidad y la precariedad de millones de personas pobres: hogares sobre-endeudados, trabajadores víctimas de la prioridad absoluta dada a la maximización del beneficio sobre la inversión a favor de los accionistas, pensionistas arruinados, etc.

Por último, la crisis pone en evidencia los límites de un modelo basado en la búsqueda frenética del crecimiento de los bienes materiales, modelo que sabemos que es insostenible: la noción de huella ecológica, elaborada por universitarios canadienses y retomada por el WWF (World Wide Fund for Nature), indica que necesitaríamos tres planetas para que cada ser humano vivo en el año 2006 pueda vivir según el modelo europeo –cinco planetas si tomamos como referencia el modelo norteamericano de producción y consumo–.

Ante la amplitud de esta crisis financiera y ecológica, ¿acaso podemos conformarnos con querer salvar –o moralizar– el capitalismo? o ¿no es urgente promover otro modelo económico, fundado sobre la justicia y la solidaridad?

I. Por una refundación radical del capitalismo

La posición que defendemos consiste, en la perspectiva de un reformismo radical, en articular varios planos. ¿Por qué reforma y no revolución? Por una parte, se trata de no agravar la situación de los más pobres del planeta; ningún movimiento altermundialista y/o anticapitalista ha propuesto aún una alternativa creíble aplicable a todo el planeta, ni menos aún ha definido con precisión las etapas para lograrlo. Compartimos la mayoría de las convicciones y de los objetivos fijados por estos movimientos, pero apostamos por llevar a cabo transformaciones sin violencia; la demonización de los actores económicos dominantes no sólo es simplista sino también a menudo contraproducente; por otra parte, no existe un capitalismo monolítico intangible sino formas plurales de capitalismo⁴.

⁴ P. A. HALL y D. SOSKICE (2002–2003) "Les variétés du capitalisme", *L'Année de la régulation*, n°6, París, Presses de Sciences-Po, pp. 47–124, Bruno AMABLE (2005) *Les cinq Capitalismes – Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, París, Seuil.

Esta plasticidad del capitalismo es a la vez un peligro y una suerte: como lo hacen valer sus detractores, puede llevar a los agentes económicos a integrar superficialmente las críticas que se les hacen y a modificar sus reglas y comportamientos con el riesgo de que esté como siempre al servicio del interés de los poseedores del poder económico y de la prosecución del "business as usual"⁵. Pero también puede contribuir al establecimiento de reglas que obliguen a todos los actores que participan en el juego económico resituando a la economía en una perspectiva a la vez moral y política. Es aquí donde interviene la idea de reestructuración radical del capitalismo. Si se reconoce que las prácticas económicas son la expresión de un "ethos", de una manera de representarse la existencia y de un estilo de vida, cualquier cuestionamiento sobre las reformas que hay que acometer debe incluir no sólo una nivelación de los mecanismos del sistema, un diagnóstico de las fallas y de los correctivos necesarios, sino también debe pensar en los criterios en función de los cuales esas medidas serán adoptadas.

Esto supone un debate democrático dentro de cada sociedad, lo que limita precisamente medidas como las dictadas por los organismos de coordinación internacional, tales como las del G20. Está claro que existe un cierto consenso acerca de la necesidad de frenar la crisis y de lograr la recuperación de la máquina económica. Pero no existe una voluntad política unificada, que refleje las aspiraciones compartidas por la mayoría de las poblaciones afectadas y que sea respetuosa de los derechos de todos. Además, la dificultad se ve agravada por la tensión que existe entre dos relaciones con la variable tiempo –a la vez necesarias y difícilmente conciliables en nuestras sociedades–: por un lado se impone de manera urgente, a corto plazo, una coordinación internacional entre actores públicos que implique a los actores privados con el fin de evitar una nueva crisis y de luchar contra los cambios ecológicos irreversibles provocados por nuestro modelo económico; por otro lado, esta urgencia está en contradicción con la paciencia y la duración necesarias para que puedan ser discutidas y adoptadas nuevas maneras de representarse la vida feliz y las condiciones de las sociedades justas⁶. Además, no solo se trata de reflexionar sobre un estilo de vida en la propia comunidad política, sino que hay que tener en cuenta sus efectos sobre el prójimo que está lejos de nosotros –tanto en el espacio como en el tiempo– lo que complica aún más el problema.

⁵ Luc BOLTANSKI y Eva CHIAPPELLO (1999) *Le nouvel Esprit du capitalisme*, París, Gallimard.

⁶ C. RENOARD (2010) "CSR, Utilitarianism and the Capabilities Approach", *Journal of Business Ethics*, de próxima publicación.

Ante esta complejidad, las propuestas desarrolladas en el libro “20 propuestas para reformar el capitalismo” se sitúan en los diferentes planos mencionados: hay, por una parte, propuestas que intentan desmenuzar los mecanismos de la crisis y definir las modificaciones que se pueden llevar a cabo rápidamente –en términos de comportamiento de los actores financieros y de regulación de los mercados financieros, del sector bancario, de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones–. Por otra parte, varias de esas propuestas expresan la preocupación de poner la economía financiera al servicio de la economía real y de un desarrollo humano y social, que tome en cuenta los aspectos sociales y medioambientales de la actividad económica⁷. Por último, más profundamente, intentamos mostrar cómo las medidas adoptadas siempre son la expresión de criterios implícitos de lo que es justo y/o éticamente admisible en una sociedad y que hay que intentar actualizar estos criterios, discutirlos en el espacio público, sin hacer que los ciudadanos sean prisioneros de las opciones de expertos más o menos motivados por lógicas de poder y de interés propio.

El presente artículo comienza describiendo medios de acción posibles a fin de volver a insertar a la economía en proyectos de sociedad, en particular integrando parámetros sociales y ambientales en las finanzas de las empresas, y equilibrando de nuevo el reparto de las riquezas creadas por las empresas entre los distintos actores participantes. En un segundo momento, la explicación de los diferentes mecanismos financieros que están en el origen de la crisis (la titulización, la elaboración de activos financieros complejos y su propagación en el mundo entero, etc.) conduce a propuestas concretas de reglamentaciones que habría que acometer para controlar el mercado de las finanzas. En tercer lugar, insistimos sobre el papel de la política en los niveles nacional, regional –europeo en particular– e internacional para luchar contra prácticas tan criminales como legales, pero todas ellas moralmente ilegítimas en relación con el proyecto de desarrollo sostenible adoptado por la comunidad internacional: la lucha contra los paraísos fiscales y las prácticas de optimización fiscal; proponemos la instauración de tasas globales y el incremento del poder político del Banco Central Europeo. La conjugación de estas distintas propuestas podría mostrar el camino hacia un capitalismo radicalmente transformado, que sea a la vez verde, equitativo y pluralista.

⁷ C. RENOARD (2010) “La empresa: su función social y su rol en la sociedad. Fomentar y exigir”, *Revista de Fomento Social* 65, pp. 277–293.

2. Reafirmar la función social de la empresa capitalista

Si la crisis pudiera tener una virtud, sería la de haber permitido poner de manifiesto las aberraciones a las cuales ha llevado un sistema que se alimenta de la avaricia por las ganancias de algunos directivos y de ciertos accionistas insaciables, respaldados por una defensa incondicional del “crecimiento” entendido ante todo como el crecimiento de la remuneración del capital. Es precisamente ese dogma del crecimiento el que está puesto en tela de juicio por la doble crisis financiera y ecológica a la que estamos asistiendo. Una economía mundial para 9 mil millones de personas (estimación de la población mundial en 2050) según el estilo de vida de los países de la OCDE debería tener una amplitud de 50 veces nuestra economía actual. Nuestra capacidad colectiva para afrontar estos desafíos está en cuestión; debemos promover un modelo de “prosperidad sin crecimiento” como dice el economista Tim Jackson⁸: no es suficiente desconectar la producción de riqueza del aumento de los flujos físicos y de los impactos medioambientales para reducir las emisiones de carbono. La eficiencia energética no compensa el crecimiento de la población y de los ingresos. Debemos cambiar de sistema económico para limitar algunos tipos de producción y de creación de riqueza, para no aumentar la productividad del trabajo, y finalmente vivir mejor. Nuestro libro toma claramente posición en contra de la tesis defendida por los teóricos del liberalismo según la cual la finalidad de la empresa se agotaría en la búsqueda de beneficios. Defendemos la idea de que los beneficios son un medio necesario –en el sentido filosófico del término: lo que no puede no ser– al servicio de una finalidad social. La función de la economía, consiste siempre en responder a cierta utilidad social fabricando bienes o proponiendo servicios⁹.

Esta afirmación de que la empresa capitalista no se reduce a la maximización del retorno sobre la inversión para los accionistas supone que hay que cuestionarse continuamente sobre la manera en que la empresa comparte las riquezas que produce, no sólo en términos de bienes materiales sino también de valor social. Sugerimos varios medios para reforzar la utilidad social de la empresa haciendo de ella una prioridad estratégica.

⁸ Cf. (2009) *Prosperity without Growth. The transition to a sustainable economy*, http://www.sd-commission.org.uk/publications/downloads/prosperity_without_growth_report.pdf

⁹ C. RENOARD (2009) “L'éthique et les déclarations déontologiques des entreprises”, *Etudes*, pp. 473-484.

Se trata, en primer lugar, de diferenciar las distintas formas de responsabilidad de las empresas, en relación con sus distintas partes participantes, es decir de todos los grupos que, de una manera u otra, están afectados por la actividad económica de tal o cual compañía: los asalariados, los proveedores, los clientes, los ciudadanos, los consumidores, los accionistas, etc. La responsabilidad económica y financiera concierne a la manera en que la empresa negocia con el gobierno de los países anfitriones ciertas condiciones de implantación y contribuye al desarrollo por diferentes vías, en particular por medio de la fiscalidad. Un informe del congreso americano en 2009 ha calculado que cada año se han perdido 71 mil millones de euros, por culpa de la evasión fiscal de las empresas a favor de los centros *off-shore*, a través del mecanismo de los precios de transferencia¹⁰. La responsabilidad social concierne a las condiciones de trabajo y de vida de los asalariados y de sus derechohabientes; la responsabilidad "societal" implica la evaluación, la minimización y la reparación de los daños colaterales provocados por la empresa sobre su entorno natural y humano; para evitar que la acción societal se reduzca a algunas actividades paternalistas, hay que medir los efectos –positivos y negativos– de las actividades de la empresa¹¹. Hasta hoy, la evaluación de las acciones societales ha sido muy marginal. Este hecho muestra el desfase entre la lógica financiera, que da indicadores precisos, y la lógica societal que es más difícil de medir y que está considerada como secundaria. La responsabilidad política concierne al rechazo de la complicidad de violaciones de derechos humanos, la lucha contra la corrupción y, de modo más general, la gobernanza empresarial. Por último, se pueden añadir dos responsabilidades un poco menos directas: la responsabilidad supererogatoria, o filantropía; y la responsabilidad extraordinaria, en caso de emergencia –es decir el derecho de asistencia a personas en situación de peligro–.

Todas estas responsabilidades se corresponden, precisándolas, con los diez principios –relativos a los derechos humanos, derecho del trabajo, respeto del medioambiente y lucha contra la corrupción– que constituyen el Pacto Mundial de la ONU, iniciativa propuesta por Koffi Anan en el año 2000 a los dirigentes de las empresas para que entrasen en un círculo virtuoso. Sin embargo, en nuestra opinión, para que estos principios sean aplicados de manera efectiva y eficaz, no basta solamente con la invitación, aunque ésta sea necesaria y útil: al aceptar el comprometerse en procesos de carácter voluntario, las empresas se ven más o menos obligadas por sus propias declaraciones a establecer una coherencia entre sus

¹⁰ El Periodico *Le Monde*, 28 enero 2010.

¹¹ G. GIRAUD y C. RENOARD (2010) "Mesurer la contribution des entreprises au développement local: le cas des pétroliers au Nigeria", *Revue française de gestion*, de próxima publicación.

discursos y sus actuaciones, exponiéndose a la crítica externa. Pero a la incitación debe añadirse la coacción, sin ella las reglas del juego podrían volverse demasiado heterogéneas entre las diferentes empresas, mientras que los compromisos más “costosos” no serán nunca aceptados por ellas. Es preciso, pues, armonizar por una parte las reglamentaciones y, por otra, añadir medios para sancionar a las empresas que las incumplan.

Es preciso también preguntarse sobre la manera de integrar los parámetros llamados MSG (el medioambiente, lo social, la gobernanza), es decir, lo que afecta a esas diferentes responsabilidades de las empresas en todas las decisiones de inversión. Aquí, de nuevo, el mero nivel de la ISR (inversión socialmente responsable) no es suficiente. Mientras los gobiernos no decidan imponer el respeto de estos criterios por las empresas, sean industrias, servicios o actores financieros, la Responsabilidad social empresarial (RSE) no será percibida sino como un plus no exigible por parte del conjunto de los actores económicos. Un primer paso consistiría en la obligación impuesta a los inversionistas de informar sobre la consideración de los factores MSG en su gestión.

Además, la pura promulgación de reglas apremiantes será insuficiente si no se ponen los medios para controlar con rigor su puesta en práctica. De aquí la necesidad de poner orden en el oficio de auditor, hoy totalmente desordenado, y de articular la auditoría financiera y la auditoría extra-financiera. Proponemos la creación de un cuerpo independiente de controladores de empresas de auditoría y de las entidades de valoración (empresas de “rating”) –tanto financiera como extra-financiera– siguiendo el modelo de los inspectores de instalaciones nucleares establecido por la ONU. Este cuerpo sería remunerado por las autoridades públicas responsables de la reglamentación financiera y extra financiera, a nivel europeo o mejor, a nivel del FMI o de la ONU.

Una distribución más equitativa de la riqueza creada por la empresa supone también poner freno al incremento abismal de las disparidades en la remuneración del trabajo: se trataría de luchar contra la desmesura que prevalece hoy todavía en la remuneración de los “traders”, mediante el control de las prácticas de los llamados “bonus”, “stock options”, etc. Es necesario montar un sistema de control de las prestaciones de los operadores financieros, con la posibilidad de reducir su remuneración en función de las pérdidas ocasionadas por sus transacciones. Proponemos también algunos criterios generales para luchar contra las desviaciones excesivas de sueldos en todas las empresas: procurar que sea sistemática y regularmente publicado el importe de las diez remuneraciones más bajas y las diez más altas en cada organización; impedir que la progresión de la remuneración

del capital (después de impuestos) sea más rápida que la del trabajo (después de impuestos). Este último aspecto supone, en muchos países como Francia, una reforma del sistema fiscal que hoy grava mucho más a los salarios que a los dividendos cobrados por los accionistas. Se trataría también de someter al debate colectivo la reflexión sobre la discrepancia máxima admisible entre los sueldos: al principio del siglo XX el financiero JP Morgan hablaba de una diferencia de uno a veinte; hoy puede llegar de uno a 2.000 o más... ¿Cuál sería la desviación moral y socialmente aceptable? ¿De uno a cien?

Es evidente que todas estas medidas reflejan una transformación de las mentalidades y suponen una formación "ad hoc" en particular en los centros de empresariales y de ingenieros, así como en todos los itinerarios académicos de las matemáticas financieras y de la economía. Sugerimos que una reflexión sobre la ética social sea integrada de manera sistemática y obligatoria en los planes de estudio, con el fin de permitir que los estudiantes tomen distancia y consideren los efectos sociales de las prácticas financieras¹².

3. Regular los mercados de derivados de crédito

Un derivado es un activo cuyo rendimiento (lo que le aporta a uno cuando es su propietario) depende de la cotización o, más en general, del comportamiento de otro activo (llamado "subyacente"). Por ejemplo, el derivado más sencillo es una opción (de compra o venta) que otorga el derecho de compra (o venta) de un subyacente en una fecha y precio determinado. Si, en esa fecha, el subyacente se intercambia en los mercados a un precio superior al precio al que la opción le da derecho a comprarlo, usted ejerce el derecho que le da la opción (de compra por ejemplo) de la que usted es propietario, e inmediatamente vuelve a vender el subyacente. Usted gana pues la diferencia. Una opción de compra es pues una apuesta de que el precio del subyacente será superior a cierto nivel (superior al precio al que la opción te da el derecho de ejercer). Entonces es una apuesta optimista. A la inversa, una opción de venta será una apuesta pesimista.

Existe una multitud de activos derivados (cada día se inventan nuevos) mucho más complicados que una simple opción de venta o de compra. En particular, desde hace unos quince años, se desarrollaron los derivados de crédito, esto es, deriva-

¹² C. RENOARD (2007) *La Responsabilité éthique des multinationales*, París, Presses Universitaires de France, pp. 465-497.

dos que hacen ganar dinero (o perderlo) cuando la institución que ha emitido tal subyacente quiebra (o bien, cuando sufre una baja de su valoración por parte de las agencias, por ejemplo, pasa de A a BB). Dichos derivados (por ejemplo, CDS: "credit default swap") son una forma de apuesta al hecho de que tal institución emisora del subyacente (por ejemplo, una empresa que emite acciones o obligaciones, o bien un banco, o un Estado que emite obligaciones soberanas) quebrará o, al contrario, no quebrará.

A priori, estos instrumentos derivados de crédito son "coberturas", esto es, formas de seguro contra el riesgo de quiebra (o de "downgrading") de una institución. Imaginemos por ejemplo que soy un banco y que poseo muchas obligaciones de Nestlé. Puedo querer protegerme contra el riesgo (muy débil) de que Nestlé quiebre y de que las obligaciones de Nestlé que tengo ya no valgan nada. En este caso, me interesaría comprar protección contra este riesgo, es decir, comprar (o contratar) derivados de crédito sobre la deuda de Nestlé. Si al contrario, confío firmemente en que Nestlé no puede quebrar, no me interesaría operar con dichos activos derivados.

Muchos de estos activos derivados (muy complicados) se intercambian en mercados no organizados (de manera que nadie controle verdaderamente la solvencia de los que los intercambian, etc.). Cuando quebró el banco de inversión Lehman Brothers, se descubrió al cabo de unos días que los mercados habían apostado cincuenta veces sobre la deuda de Lehman. Esto significa que mucha gente que no poseía ningún título de Lehman y no tenía ningún motivo para protegerse contra el riesgo de quiebra de Lehman, habían comprado protección. ¿Por qué? Con fines puramente especulativos. Esperaban revender más cara esta protección y embolsarse los beneficios. Pero, como Lehman quebró, todos los mecanismos de seguro incluidos en los contratos de estos derivados de crédito se pusieron en marcha: de modo que el conjunto de las instituciones financieras del planeta se vieron forzadas a entregar a los poseedores de protección contra el riesgo de quiebra de Lehman, el equivalente a cincuenta veces la deuda de este banco. ¡Evidentemente eso era 49 veces más de la cuenta! Y eso significa que la quiebra de Lehman no costará el importe (ya astronómico, varios centenares de miles de millones de euros) de la deuda que provocó su quiebra sino cincuenta veces ese importe. Por supuesto, muchas instituciones financieras fueron incapaces de reembolsar lo que los derivados de crédito que habían vendido sin prudencia prometían a sus poseedores (convencidas como estaban de que Lehman nunca quebraría). De modo que esas instituciones se encontraron a su vez al borde de la quiebra, mientras que los poseedores de esos títulos se encontraban en la ruina. De ahí un efecto dominó que se derramó sobre el planeta.

¿Qué se debe hacer? Afirmamos que es imposible prohibir pura y simplemente los derivados de crédito. Primero porque algunos actores los necesitan. Además, porque eso terminaría arruinando de inmediato a muchos bancos. Las reformas que proponemos son:

1. Controlar los mercados de derivados de crédito (ver, más adelante, la propuesta sobre las cámaras de compensación). Esto obligaría a los operadores a no vender sino derivados bastante sencillos y estandarizados¹³.
2. Autorizar sólo parcialmente el intercambio de derivados por parte de operadores que no tienen una verdadera necesidad de cobertura. ¿Hasta dónde se pueden tolerar las actividades de especulación? Es difícil prohibir pura y simplemente la especulación, por ejemplo, no autorizando el acceso al mercado de los derivados de crédito sino a los que poseen de hecho los subyacentes por los cuales compran protección. En efecto, los "especuladores" tienen una función implícita, la de alimentar el mercado con oferta y demanda de títulos, suministrando de esta forma liquidez a los mercados (un mercado es líquido cuando estoy seguro de que siempre puedo encontrar un comprador y un vendedor para los títulos que me interesan). ¿Por qué es importante garantizar la liquidez de un mercado? Porque si compro un activo en este mercado, es posible (y lo sé) que dentro de poco, yo tenga problemas de liquidez que me obligan a venderlo de nuevo para recuperar dinero en efectivo. Si por casualidad en ese momento no hay nadie que me lo compre, me voy a ver en una situación muy desagradable. Entonces, si tengo dudas sobre la liquidez de un mercado, puedo renunciar a comprar de entrada el título, sencillamente porque no estoy seguro de poder venderlo de nuevo más o menos cuando yo quiera. De modo que el mercado funcionará muy mal (los que podrían tener interés en comprar títulos vacilan en hacerlo).

Este argumento lleva a decir que hace falta tolerar cierto grado de especulación para garantizar la liquidez de los mercados. Somos escépticos ante este argumento: la liquidez, a nuestro parecer, estaría mejor protegida por cámaras de compensación que garanticen que los operadores sean solventes. De esta forma, garantizan la confianza en las transacciones (y es la confianza, a nuestro modo de ver, más que la codicia por los beneficios especulativos, la que garantiza que habrá regularmente compradores y vendedores en un mercado).

¹³ G. GIRAUD y P. SARTON DU JONCHAY (2010) "Réguler les marchés de matières premières", *Projet* n°318.

Las propuestas 1) y 2) se ponen en marcha en Estados Unidos y tienen bastantes posibilidades de ser adoptadas por el G20, por tener hoy tan mala prensa los derivados de crédito (ya que todo el mundo reconoce que han sido los canales principales de transmisión de la crisis vía el efecto dominó).

4. El establecimiento sistemático de cámaras de compensación

¿Qué es una cámara de compensación ("clearing house")? Es un organismo que administra las plazas bursátiles y que juega el papel del perito tasador en una subasta. Se asegura de que los operadores son solventes y les impone depósitos de garantía que permitan reembolsar a un acreedor cuando un deudor se muestra incapaz de pagar sus deudas. Por supuesto, las cámaras son potencialmente muy restrictivas para los operadores financieros. Es la razón por la cual: a) las cámaras existentes (que son financiadas por los "pools" de bancos) se volvieron cada vez más laxas sobre sus exigencias en relación con los operadores del mercado; b) allí donde no hay cámaras se crearon mercados no organizados (OTC, "over-the-counter"). En estos mercados, casi cualquier operador puede intercambiar prácticamente cualquier producto a cualquier persona con una total opacidad.

Entonces, pedimos:

1. Que sea instaurada una cámara en todos los mercados financieros. Muchos financieros consideran eso poco realista en la medida en que la resistencia de los bancos será considerable: en efecto, las cámaras obligan a estandarizar los productos financieros y la desaparición de los mercados OTC significaría la desaparición de una de sus fuentes más importantes de ingresos. El problema es que es cierto que los mercados OTC no funcionan en absoluto de forma eficaz –aunque algunas personas logren acumular beneficios fascinantes– y son muy opacos, de manera que hacen correr riesgos sistémicos al conjunto del planeta. Existen, de todas maneras, mercados estratégicos en los que una cámara de compensación es imprescindible: los activos sobre la energía, sobre las materias primas, sobre los derechos a contaminar, sobre las obligaciones del Estado. Pues la presencia de una cámara algo rigurosa impide también la intervención de los llamados *vaqueros* ("cowboys") que toman riesgos alucinantes (por ejemplo, ciertos "hedge funds") y hacen correr estos riesgos al conjunto de los mercados financieros. Además limita los riesgos de formación de una burbuja.

2. Que las cámaras sean colocadas bajo tutela pública. Al estar financiadas por la tutela pública, ya no corren el riesgo de someterse a la demagogia de los bancos que, desde hace varios años, han favorecido el principio de “menos regulación, menos molestias”. Serán más fuertes para negar el acceso de los mercados a los citados “vaqueros”, imponer fondos de garantía diez veces más importantes que los actualmente exigidos y prohibir el intercambio de productos financieros demasiado opacos.

Esta propuesta es la que, en nuestra opinión, tiene más oportunidad de ser puesta en práctica por el G20 (por lo menos la parte 1). La pregunta será: ¿cuáles son los mercados a los que permitiremos funcionar sin cámara? Y ¿quién controlará a las cámaras?

5. Controlar y limitar la titulización

La titulización es la operación que consiste en transformar un crédito en un título financiero negociable en un mercado. ¿En qué consiste su apuesta? En poder otorgar préstamos cada vez más arriesgados a particulares pobres y sobre-endeudados, sabiendo pertinentemente que a estos les costará muchísimo lograr devolverlos (sobre todo si los tipos de interés suben hasta un 30%, como puede ocurrir a veces); el acreedor sabe que no tendrá que soportar el riesgo de no reembolso por parte de su deudor. En efecto, en cuanto esté contratado el crédito, el acreedor lo pasa a otro bajo forma de un activo titulado. Se embolsa una comisión y se quita el riesgo de impago. Mientras tanto, ha debilitado a una familia y hace correr riesgos al que le ha comprado de nuevo su crédito bajo esa forma titulizada.

¿Por qué alguien tendría algún interés en re-comprar esta deuda titulizada? Respuesta: a) porque el crédito “podrido” ha sido transformado en un activo que está ahogado en medio de muchos otros activos inofensivos; de modo que los acreedores han contado a los compradores de títulos podridos el cuento de que no arriesgaban nada ya que la gran mayoría de los activos que entran en la composición de estos títulos variados eran seguros; b) porque las agencias de valoración (de “rating”) han “olvidado” que muchos de estos créditos provenían de deudas de familias con altos riesgos; c) porque las tasas de interés astronómicas prometían rendimientos fabulosos; en el peor de los casos, pensaron muchos financieros, la familia que se encuentra al cabo de la cadena quebrará un día u otro; se recuperará el valor de la casa y entretanto se habrán cobrado un cierto número de mensualidades. (Lo que los financieros cínicos no habían previsto era que el mercado inmobiliario en

sí se desmoronaría de manera que la propia vivienda no valdría ya gran cosa, de modo que el impago de la familia terminaría por convertirse en una pérdida neta a lo largo de la cadena de transmisión del crédito bajo forma titulizada...).

Dicho de otra forma: es la titulización la que permitió que la crisis local de las "subprimes" se convirtiera en una crisis planetaria. También fue ella la que facilitó la irresponsabilidad en la concesión de los créditos. No es posible prohibir pura y simplemente la titulización: hoy en día hay demasiados bancos que han invertido en ella demasiado dinero. Si se prohibiera sencillamente la titulización, se produciría una nueva caída abismal de los mercados y seguramente se produciría la quiebra de muchos bancos. Por el contrario, no toda titulización es intrínsecamente mala: es posible que un banco que ha otorgado un crédito de buena fe se encuentre en una situación en la que le es necesario deshacerse de parte de su riesgo de impago (por ejemplo, porque las reglas prudenciales del acuerdo de Basilea II le imponen la obligación de disminuir sus créditos, y por lo mismo la titulización le permite liquidar una parte de sus créditos para satisfacer precisamente esas reglas)¹⁴.

Las soluciones preconizadas en el libro consisten, pues, en controlar la titulización:

1. Sólo autorizar la titulización para aquellos títulos acerca de cuyos riesgos los compradores pueden informarse de manera confiable. Esto presupone una reorganización de los mercados donde se intercambian dichos títulos (cf. "supra"), un mayor control de las agencias de calificación haciéndolas financieramente independientes del sistema bancario (para que hagan de nuevo correctamente su trabajo sin encontrarse con conflictos de interés entre las notas que atribuyen a los productos vendidos por los bancos y su necesidad de conservar buenas relaciones con ellos).
2. Prohibir la titulización de titulización, es decir, la fabricación de activos compuestos a partir de activos compuestos ya obtenidos por medio de la titulización. Ese redoblamiento permite construir verdaderas enormes "fábricas de gas" totalmente opacas. En este caso, prohibición pura y simple.
3. Limitar la parte del crédito del que un banco puede liberarse gracias a la titulización. Dado que la titulización permite transmitir a un tercero la carga de del riesgo de impago del deudor, hay que obligar los bancos a conservar una

¹⁴ Cf. A. CHERNOBAI, S. T. RACHEV y F. J. FABOZZI (2007) *Operational Risk: A Guide to Basel II Capital Requirements, Models, and Analysis*. John Wiley & Sons, Chichester.

fracción mínima (10 o 20%) de este riesgo, con el fin de forzarlos a comportarse de manera más responsable en la concesión de créditos.

Estas propuestas son mínimas. Tienen posibilidades de ser consideradas seriamente por el próximo G20 con la condición de que la propuesta sobre las cámaras de compensación (cf. "supra") sea llevada a la práctica. Se plantea la cuestión de saber quién puede imponer esas restricciones a la titulización. No bastarán los códigos de buena conducta¹⁵. Es preciso que sean las instituciones que administran el buen funcionamiento de un mercado (las cámaras de compensación nacionalizadas o bajo tutela pública) las que impongan esas restricciones a todos los operadores.

6. La reglamentación del sector bancario

Las reglas prudenciales actualmente en vigor¹⁶ fueron dictadas por un comité privado "ad hoc", el llamado comité de Basilea. Estas reglas han sido promulgadas en dos versiones, la versión vigente se llama Basilea II. En resumen, un banco no tiene el derecho de prestar más de 12,5 veces el importe de sus fondos propios. Es una manera de impedir a los bancos que presten demasiado dinero del que no disponen. (Por tanto, esta medida asegura un control relativo del crecimiento de la masa monetaria porque este dinero prestado daría lugar a un crecimiento de los depósitos que representa una creación de dinero; y, además, asegura que los bancos no se arriesgarán demasiado...normalmente.)

Estas reglas plantean tres grandes problemas:

1. Fueron esquivadas mediante artificios jurídicos imaginados por los bancos, que les permitían prestar mucho más de lo autorizado. Bear Stearns (que quebró y fue recomprado por JP Morgan Chase) había prestado treinta veces el importe de sus fondos propios...
2. Cierta número de instituciones financieras no son sometidas a las reglas de Basilea II. Es el caso en particular de los "hedge funds". Estos dos primeros

¹⁵ Especialmente por los bancos, cf. G. GIRAUD (2010) "Banques européennes: un espoir venant d'Asie?", *Etudes*, 413.

¹⁶ Ahora, nuevas reglas (Basilea III) se ponen en marcha. Aparentemente, los cambios respecto a Basilea II son mínimos.

problemas se relacionan entre sí: en realidad, los bancos han entendido que les bastaba con crear "hedge funds ad hoc", que les servían de tapadera para prestar más dinero por todas partes.

¿Cuál es el interés de los bancos en este asunto? Cobrar los intereses de los préstamos comprometidos. ¿Y qué pasa con el riesgo de que el prestatario no pague su deuda? Se ha vuelto casi nulo gracias a la titulización (cf. "supra").

3. Nos hemos dado cuenta en 2008 que Basilea II, asociado con las normas contables "Internacional Financial Reporting Standards" (IFRS), tenía un efecto procíclico. Esto significa lo siguiente: los mercados son constantemente maníaco-depresivos. En fase eufórica, el ratio de 12,5% se vuelve demasiado débil pues las normas contables permiten fortalecer artificialmente el valor de los fondos propios, de modo que los bancos se autorizan ellos mismos a prestar todavía más. En fase depresiva, ocurre lo contrario: el valor de mercado de los fondos propios se hunde, entonces los bancos se ven obligados a amortizar parte de sus préstamos, pero como los deudores se encuentran en una situación difícil, son incapaces de enfrentar la situación. Por ende, los bancos deben provisionar aún más (ahorrar dinero para reconstituir sus fondos propios para respetar la tasa 12,5), pero eso deprecia su valor bursátil, lo cual, vía IFRS, acentúa aún más la depreciación de sus fondos propios...

Por esto los propios bancos se muestran hoy muy favorables a revisar las reglas prudenciales que han sido anunciadas por el G20. En nuestro libro proponemos actuar de manera que estas reglas sean dinámicas: en periodo eufórico se endurecen las condiciones (se baja el ratio de 12,5); en periodo depresivo, se facilita (se aumenta el ratio). La pregunta es: ¿quién se va a encargar de modular esta tasa? Proponemos que esta tasa sea determinada cada año, en la zona euro, por un "pool" formado por el BCE, el "Committee of European Securities Regulators" (CESR) y el comité Lamfalussy. No se puede descartar la posibilidad de confiar esta tarea a un comité interno del FMI, en concertación con el Comité de estabilización financiera.

7. Por una fiscalidad responsable

La fiscalidad es el medio privilegiado por el cual un Estado financia sus gastos públicos y contribuye al desarrollo de su población mediante el sistema de salud, de educación, la red de infraestructuras, etc. El lucro cesante ligado a prácticas

fraudulentas o criminales en materia de malversación de fondos, de corrupción, de blanqueo de dinero sucio, etc. es enorme. En particular los paraísos fiscales están en el centro de este sistema intrínsecamente injusto y perverso, instaurado a lo largo de los años. El G20 de abril de 2009 expresó su voluntad firme de luchar contra las prácticas ilegales y de reforzar la cooperación entre Estados. Así, se estableció una triple lista: lista negra de los países que no cooperan, lista gris de países que no han firmado las 12 convenciones bilaterales de acuerdos de informaciones, lista blanca de los países que cumplieron al menos con esta condición. Esta medida, aunque parcial e insuficiente, es un primer paso adelante después de años de inmovilismo de la comunidad internacional ante los “agujeros negros” de la finanza, hacia una lucha más eficaz contra las prácticas fiscales ilegales.

Proponemos ir más lejos en la búsqueda de una equidad fiscal, y sugerimos correctivos a unas prácticas que, aunque legales, son ilegítimas: en particular, es el caso de los precios de transferencia que son los precios que deciden las multinacionales para realizar transacciones comerciales intragrupo. Según las estimaciones de la OCDE, representan casi la mitad del comercio mundial. Sin embargo, es un hecho bien conocido que las empresas se han vuelto expertas en realizar transferencias de beneficios de una filial hacia otra, especialmente vía paraísos fiscales, realizando legalmente unas prácticas de optimización fiscal que penalizan más a menudo a los países del Sur cuyas administraciones fiscales menos dotadas y menos numerosas que las de los países del Norte son menos capaces de evitar una reducción de la base imponible de su país. Un problema contable se añade a este problema fiscal: en efecto, las prácticas de optimización fiscal y de transferencia de los beneficios se deben en gran parte a lo que se puede llamar la “desagregación del valor” por parte de las empresas; estas obligan a sus filiales a remunerarlas en concepto de gastos de marca, de patentes, de tecnologías, “management fees”, etc.; se trata de contratos inmateriales, que rara vez son objeto del control de los precios de transferencia, ya que estos últimos conciernen a los intercambios de bienes¹⁷.

Por tanto, para aumentar la justicia fiscal, proponemos lo siguiente: que se limite en el tiempo la remuneración de bienes inmateriales como las marcas y las tecnologías; y que la fiscalidad de las empresas multinacionales sea “desterritorializada” mediante la aplicación de una tasa global sobre los beneficios repartida en función del volumen de negocios, de la masa salarial y de las inversiones realizadas en los diferentes países. Por otra parte, una medida suplementaria consistiría en hacer que el impuesto sobre sociedades sea progresivo, de tal forma que se evite que

¹⁷ C. RENOARD (2007) *La Responsabilité éthique des multinationales*, París, Presses Universitaires de France, pp. 412-439.

las empresas distribuyan los recursos medidos por la Rentabilidad sobre Recursos Propios (ROE) superiores a la tasa "normal" de rendimiento de una acción. O bien, se puede imaginar que la parte de los beneficios distribuidos a los accionistas (que no son por tanto reinvertidos) sea mucho más gravada fiscalmente de lo que lo es en la actualidad. Sería quizá el medio más eficaz para oponerse a la deformación que ha experimentado el capitalismo occidental a lo largo de estas tres últimas décadas, deformación operada muy principalmente a favor de los accionistas. Desgraciadamente, esta sencilla medida es muy difícil de poner en práctica porque supone una coordinación internacional. En el caso europeo, por ejemplo, supone una armonización fiscal de los Estados miembros de la zona euro que creemos indispensable pero que no figura en la agenda de los países miembros. Por último, para mejor medir la evasión fiscal a nivel internacional, recomendamos la creación de un organismo que permita medir con estadísticas los flujos financieros, siguiendo el modelo de la declaración de intercambios de bienes, y extendiéndolo a los intercambios internacionales de servicios.

8. Las deudas públicas y el rigor

Como el resto de países de Europa, España ha elegido una política de rigor para intentar limitar la explosión de su deuda pública. Estas decisiones serán muy costosas para la sociedad: reflejan la preferencia que Europa ha adoptado desde hace 30 años por el rigor presupuestario. Los Estados Unidos, por su parte, siempre se han mostrado más atentos que nosotros al incremento del desempleo. Y se negaron, en los años 1970, a introducir el equilibrio presupuestario en la Constitución. Por el contrario, nosotros, nos disponemos a hacerlo, en gran parte bajo la presión de Alemania, de la Comisión Europea y de los mercados financieros. Ahora bien, eso es un error. En efecto, lo esencial del reciente crecimiento de las deudas públicas de los estados europeos proviene de una transformación de las deudas privadas en deudas públicas¹⁸. Esto es particularmente claro para España, cuyas finanzas públicas estaban sanas antes de la crisis de 2007. Si los estados están sobreendeudados, se debe en gran parte a que han auxiliado al sistema bancario que había quebrado. Por otra parte, aun después del auxilio a los bancos, Europa permanece como una región menos endeudada, globalmente, comparada con Estados Unidos o Japón. No hay ninguna razón objetiva por la cual Europa debería de desendeudarse más rápidamente que las otras grandes regiones industriales del planeta. Al contrario, los planes de rigor que nosotros

¹⁸ G. GIRAUD (2010) "Grèce: dettes publiques contre dettes privées", *Projet*.

ponemos en marcha, especialmente en España, aseguran para Europa, si no una recesión, por lo menos, muchos años de debilidad económica, como la que enfrenta el Japón desde hace 20 años.

Peor aun: el rigor presupuestario, hoy, significa que reduciendo sus capacidades de importación, Europa cuenta con el resto del mundo para relanzar el crecimiento. Si tal "programa" fuera un éxito, Europa se convertiría en una región con excedentes comerciales, lo que obligaría al resto del mundo a tener déficits exteriores. Sería la extensión a toda Europa de la estrategia que Alemania está practicando desde hace muchos años. ¡Entonces, la "virtud" exigida por los mercados financieros a los países europeos consiste en acomodarse al desempleo masivo y perjudicar a las otras regiones del mundo (sobre todo América Latina y África)! La política de restricción presupuestaria se podría comparar incluso con la implementación de barreras aduaneras de los años 1930: en un caso como en otro, se trata de una depreciación competitiva que consiste en salvarse a expensas de los demás. Si otros países como Estados Unidos, Japón, China, practicaran una misma política "virtuosa", ¿qué se podría esperar? Un hundimiento del comercio mundial, como en los años 1930 y como en 2008. En consecuencia, tal estrategia de rigor presupuestario se puede poner en marcha solamente por una única región, y con la condición que el resto del mundo lo apruebe. Es probable, más bien, que los países emergentes (que necesitan los mercados europeos para la salida de sus productos) reaccionen mal a este proteccionismo no confesado. La guerra de las monedas actualmente dirigida contra el euro no tiene otro origen.

Sin duda nos podemos preguntar: si en el rigor presupuestario no está la solución ¿cómo debemos resolver el problema del endeudamiento de los estados? Es verdad que Grecia e Irlanda tienen el riesgo mayor, en los próximos meses, de ser incapaces de pagar sus deudas y verse obligados a pedir una renegociación. Eso provocará probablemente un nuevo pánico bursátil que podría precipitar a España en la tormenta, y después a Francia. Para evitar eso sin recurrir al arma fratricida del rigor, no hay probablemente otra solución que la monetización de las deudas públicas por el Banco Central Europeo¹⁹. Es decir: hacer funcionar la plancha de billetes europea. Aunque sea el mejor medio para que los estados escapen a la dictadura ineficiente de los mercados financieros, lo cual está prohibido por el Tratado de Maastricht. ¡Pero es posible que una nueva crisis de desconfianza generalizada de los mercados respecto a la zona euro nos obligue a renunciar al Tratado de Maastricht para salvar a Europa! Podríamos responder sin duda

¹⁹ Cf. G. GIRAUD (2010) "Monétiser les dettes publiques, c'est bien, augmenter le pouvoir d'achat, c'est mieux", *Les Echos*.

que la máquina de hacer dinero presenta el riesgo de hacer aparecer de nuevo el espectro de la inflación. Esto es falso: la sub-utilización actual de las capacidades productivas en Europa y la debilidad de los salarios reales hacen que el riesgo de una alza inflacionista sea hoy inexistente en Europa. Porque, contrariamente a lo que afirman los banqueros centrales y muchos economistas "ortodoxos", no es la política monetaria de los Bancos Centrales la que explica la relativa moderación de la inflación en Occidente, desde hace tres décadas²⁰: es la presión a bajar los salarios debido a la mundialización comercial y a la desaparición relativa del sindicalismo. Podemos adivinar: autorizar la monetización de las deudas públicas por el Banco Central Europeo significa que es necesario reescribir completamente Maastricht y, en particular, renunciar al estatus de independencia del Banco Central de manera que este pueda acompañar con su política monetaria una política de relanzamiento concertada a nivel europeo.

9. Por un capitalismo verde, equitativo y pluralista

Defendemos un "capitalismo verde, equitativo y pluralista". Partiendo de la división liberal de los poderes tan querida por Montesquieu, se puede, como propone Michael Walzer²¹, el filósofo norteamericano de Princeton, considerar la extensión de aquel principio a la división de los ámbitos sociales: ámbito político, cultural, económico, financiero, religioso... Una justicia que tenga en cuenta la complejidad de nuestras sociedades diferenciadas no consiste en dar lo mismo a todos sino permitir que cada uno pueda ser reconocido al menos en un ámbito. A la inversa, la transgresión de las fronteras entre estos ámbitos (en particular mediante el dinero que permite comprar el reconocimiento por todas partes), esa es la injusticia moderna. Hoy en día, esto significa limitar el ámbito del mercado, abandonando esa ficción, en la que vivimos desde hace treinta años, de que podía permitir el control de sociedades enteras. Sobre todo, conviene dar de nuevo la iniciativa a los poderes públicos para la administración de aquellos bienes que sabemos que no pueden ser bien distribuidos por la mano invisible del mercado: los bienes públicos (la cultura, la educación, pero también correos, los transportes públicos, la moneda en sí misma...), los bienes cuya producción se beneficia de rendimientos

²⁰ Cf. G. GIRAUD y D. TSOMOCOS (2010) "Nominal Uniqueness and Money Non-neutrality in the Limit-price Exchange Process", *Economic Theory*, y P. ARTUS y M.-P. VIARD (2008) *La Liquidité incontrôlable. Qui va maîtriser la monnaie mondiale?* Pearson.

²¹ Cf. (1993) *Esfemas de la Justicia*. México, FCE.

de escala (los ferrocarriles, las infraestructuras de todo tipo, etc.), los bienes con efecto club (aquellos cuyo valor social aumenta en proporción al número de los que acceden a ellos: "internet", telefonía móvil, "wikipedia"...). Para todo estos bienes sociales, y son numerosos, hay que inventar alianzas público-privadas, teniendo buen cuidado de respetar el interés de todos, incluso de los más desfavorecidos, al contrario de los acuerdos suscritos por ciertas multinacionales con las autoridades públicas de países del Sur²².

También hace falta completar el principio de justicia complejo de Walzer por el de Maximin de Rawls²³ en el interior de cada ámbito. Fuera de las propuestas mencionadas a propósito de la reglamentación del sector bancario (la puesta en marcha de cámaras de compensación, el prohibir ciertas formas de titulización, etc.), hay que fomentar formas empresariales que, por su naturaleza misma, favorezcan un reparto equitativo del valor creado por la empresa y pongan en juego una mayor solidaridad entre sus miembros: en particular, hay que reinventar distintas formas de cogestión, en función de la historia y del contexto específico de cada región en cuestión.

Por último, esta versión "rawlsiana" de la justicia compleja debe ser complementada, en la línea de Thomas Pogge, mediante la creación de instituciones internacionales comprometidas con la preocupación de avanzar hacia una justicia global, lo que supone una reforma del FMI, de la OMC y una rehabilitación de la ONU; para nosotros europeos, eso implica la reanudación de la construcción política europea. A esta escala deben imponerse normas medioambientales coercitivas, cada vez más urgentes si queremos salvar el planeta. Sería irresponsable sustituirlas por un mercado de derechos a contaminar que, una vez recobrada la confianza entre bancos, será sin duda el teatro de una próxima burbuja especulativa susceptible de precipitar a nuestras sociedades en un nuevo "crack" planetario.

Bibliografía

GIRAUD, Gaël; RENOARD, Cécile (2009) *Vingt Propositions pour réformer le capitalisme*, París, Flammarion (2009), cf. <http://20propositions.com>

²² Cf. G. GIRAUD (2009) "Nouveaux Chemins de solidarité", *Etudes*, 410/1.

²³ Cf. (1975) *Teoría de la justicia*, Fondo de Cultura Económica.