



...y después de la crisis, ¿habremos aprendido algo?

JOSE M^a GARCÍA-MONTALVO

Catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.

Doctor en Economía por Harvard.

JOSÉ M^a GARCÍA-MONTALVO

Catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat de València (1987). Premio extraordinario de licenciatura (Universitat de València) y Primer Premio Nacional Fin de Carrera (1988, Ministerio de Educación y Ciencia). Doctor en Economía por la Universidad de Harvard (1993).

Actualmente es director del Departamento de Economía y Empresa de la Universitat Pompeu Fabra. Consultor de la OCDE, del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Sus campos de investigación se relacionan con la Econometría, el Desarrollo Económico, el Mercado de Laboral de los Jóvenes y la Economía de la Vivienda. Ha sido profesor invitado por el departamento de Economía de la Universidad de Harvard (1996) y trabajó durante un año como investigador del Programa de Tecnología y Política Económica de la Kennedy School of Government.

Ha publicado diez libros y más de 60 artículos en diferentes revistas como el *American Economic Review*, *Review of Economics and Statistics*, *Economic Journal*, *Journal of Business and Economic Statistics*, *Journal of Development Economics*, *European Economic Review*, *Applied Psychology*, *Health Policy and Planning*, *Economics Letters*, *European Journal of Education*, *International Journal of Industrial Organization*, *Journal of Asian Economics* y el *International Journal of Transport Economics* entre otras.

En la actualidad es investigador principal del proyecto SEJ2007-64340/ECON eje C del Plan Nacional de I+D+i (2007-2012) con título "Desigualdad y desarrollo: de la aproximación local a la perspectiva internacional".

...y después de la crisis, ¿habremos aprendido algo?*

En primer lugar, quiero agradecer a UGT Asturias esta invitación a participar en la Escuela de Verano. Yo no sabía que era la décima edición, así que ahora tengo un poco más de responsabilidad de la que sentía antes de venir por ser una efeméride tan señalada.

Agradezco también la presentación que han hecho de mí y añadiría otra cosa que quizá ayudará a situarme: Miguel Ángel Fernández Ordóñez, Gobernador del Banco de España, dice que soy “el alarmista inmobiliario”. También me han llamado burbujista, azote de los constructores... me han llamado de todo en estos muchos años que llevo llamando la atención, primero en el desierto y luego poco a poco con más audiencia, sobre todos los desastres que estaban sucediendo y que iban a suceder en el sector inmobiliario y cómo arrastraría al resto de la economía, como efectivamente ha sucedido.

Hoy hablaré de si hemos aprendido algo de esta crisis y de si lo que hemos aprendido nos servirá para la siguiente. Hablaré de cuáles son las causas de la crisis y su origen inmobiliario.

Justo Rodríguez Braga ha hecho una intervención muy interesante desde su perspectiva; pero ha utilizado mucho las palabras deber, justicia... Yo soy economista y esas palabras me suenan bien, pero en mi ADN la palabra importante es incentivos. Si tienes los incentivos adecuados, la cosa funciona en la dirección que tú quieres., El mercado genera una serie de incentivos y la regulación puede transformarlos cuando son contrarios al

* Transcripción supervisada por el interviniente

interés general. Gran parte de lo que voy a contar tiene que ver con incentivos. Y luego hablaré del sector de la construcción en España y me gustaría tener tiempo para hacer algunas reflexiones sobre el papel de los economistas en toda esta crisis sobre nuestra responsabilidad profesional dentro de lo que ha sucedido.

Primero, las causas últimas tal y como las voy a interpretar yo. Hay tres factores fundamentales. Uno se llama avaricia, pero la avaricia y la ambición por sí mismas no son un problema. Cuando la avaricia se junta con la estupidez, entonces sí que generan problemas. Y si además de avaro y estúpido tienes los incentivos al revés, ya es la catástrofe. Estos son los tres componentes básicos que se han juntado en la crisis actual. ¿Por qué una cosa tan pequeña ha derivado en un desastre tan grande? Porque se han juntado estas tres cosas.

La avaricia. Pensemos en Estados Unidos. El sector financiero intermedia fondos, por lo tanto no produce; no es como el sector industrial o el de servicios. El sector financiero puede producir innovaciones financieras, etc. que pueden tener efecto al final sobre el PIB, pero no es un elemento fundamental, no debería serlo. Del beneficio total de la economía americana el 40% era generado por el sector financiero en el año 2007. Por lo tanto, de todo el beneficio que generaba la economía americana, la mayor parte venía de este sector.

Con A de avaricia. Como decía antes, en nuestro ADN nosotros llevamos los incentivos como marca esencial. Un consejero delegado quiere generar muchos beneficios, porque de ello depende su bonus, su salario. En un mercado perfecto, o bien regulado, mi avaricia contrasta con la de otros y, por lo tanto, yo a veces gano y otras pierdo. Y mi avaricia se contiene porque cuando pierdo ya no me gusta. El problema es cuando los incentivos son perversos, cuando no son "justos" en términos económicos, cuando no todos jugamos con las mismas condiciones.

En el caso español, por ejemplo, los directivos de sucursales tenían incentivos en función del volumen de crédito hipotecario. La pregunta no era ¿y a quién le das el crédito hipotecario?, ¿son buenos o malos, pagarán o no pagarán? La cuestión es: cuanto más crédito hipotecario, más ganas. ¿Qué es lo que va a hacer el director de sucursal? Generar crédito hipotecario; da lo mismo quién venga a pedirlo, da lo mismo si va a poder pagarlo o no.

Con E de estupidez. Si estuviera aquí otra vez Xabier Sala-i-Martin nos diría que la culpa de la crisis la tienen los matemáticos, porque resulta que construyeron unos modelos para poner precio a estos activos complejos y los construyeron mal. Estaría equivocado. Los modelos están bien, son correctos.

Ahora todo el mundo dice que el señor Li es el mayor culpable. El señor Li inventó un procedimiento matemático, basado en unos objetos llamados cópulas, para calcular el riesgo de activos que tienen muchos subactivos o muchas subcategorías. Pero cualquier modelo matemático depende de los supuestos que se hagan, y los del señor Li eran muy claros.

Un economista que coge el modelo de Li -que es matemático- y aunque no entienda muy bien las matemáticas puede usarlo para ponerle precio a cualquier cosa. Pero lo crítico son los supuestos que tiene el modelo y las hipótesis que hay que añadir para valorar. Para ponerle precio a cualquier cosa, tengo que suponer muchas cosas. Por ejemplo, si es un activo derivado de una hipoteca de vivienda, tengo que suponer qué va a pasar con el precio de la vivienda en el futuro. En función de qué ponga yo en esa fórmula, de qué va a pasar con el precio, el riesgo será uno u otro. Y también tiene mucho que ver con qué sucederá con los impagos de hipotecas; si en ese conjunto de hipotecas los impagos estarán relacionados unos con otros o no. Cuando se produce una fase de crecimiento, un conjunto tiene algunos impagos, otro tiene otros impagos, pero normalmente no generan correlaciones fuertes. Pero cuando se produce un fenómeno de crisis económica, los impagos empiezan a estar muy relacionados, todos dejan de pagar, y no sólo los peores pagadores, sino también algunos de los mejores.

El señor Li no dijo cuánto crecería el precio hacia el futuro, pero estos estúpidos pensaron que nunca podía bajar y, por lo tanto, en esos activos metían subidas de precio futuras del 4%, 5%, 6%... ¿Quién tiene la culpa, el señor Li o los estúpidos que hicieron hipótesis absurdas sobre el futuro?

El modelo del señor Li es matemáticamente correcto si los supuestos que impone son correctos. Los estúpidos son los que creyeron que el modelo podía valorar cualquier cosa con independencia de que los supuestos se cumplieran en la realidad o no. ¿Hasta qué punto fueron estúpidos? Bueno, lo fueron tanto como para que un solo inversor, John Paulson, ganara 3.500 millones de dólares en un año jugando a que los precios de la vivienda bajarían. Porque la apuesta a que seguirían subiendo indefinida-

mente era tan grande que, como en los caballos, si apuestas por el lento y gana te llevas todo el bote.

Último punto, **incentivos perversos**. Detrás de ellos está otra vez la apuesta que todo el mundo hacía: los precios no pueden caer en términos nominales. Es verdad que en Estados Unidos el precio agregado de la vivienda para todo el país nunca había caído en términos nominales hasta el año 2007, aunque sí lo había hecho regionalmente, por ejemplo, en la zona de Boston un 40%, en California un 30%. Eso genera lo que los economistas denominan *riesgo sistémico*. No es diversificable, todo el mundo apuesta a lo mismo. Si hay unos que apuestan a blanco y otros a negro, pues eso lo puedes diversificar, porque compras un poquito de blanco y un poquito de negro y ya está. Pero cuando todos apuestan a lo mismo no hay forma de diversificar ese problema. El impacto inicial lo provoca el señor Greenspan, manteniendo los tipos de interés demasiado bajos durante mucho tiempo. Por ejemplo, cuando el tipo de interés en 2004 tendría que haber estado -según la regla de Taylor, que es la que normalmente utilizan los bancos centrales utilizan para fijar los tipos de interés- en torno al 4,5, estaba al 1 por ciento.

Las expectativas de los compradores se inflamaron con esa cerilla inicial de unos tipos de interés muy bajos (en España los tipos reales fueron incluso negativos durante bastante tiempo): te puedes endeudar por mucho más y pagar unos precios muchos más altos, que es lo que al final ha fijado el precio de la vivienda. El precio del suelo, la mano de obra y los materiales no tienen ninguna relación con el precio de la vivienda en fases de fuerte expansión de la demanda.

Si tomamos cuatro ciudades muy cerca del pico inmobiliario -San Francisco, Boston, Barcelona y Madrid- y preguntamos a los compradores de viviendas, el 95% la ha adquirido para vivir, no son inversores. A pesar de eso, en torno al 50% de ellos, tanto en Estados Unidos como en España, dice que ha sido muy importante el componente de inversión en su decisión de compra. Por lo tanto: la vivienda como inversión, a pesar de que la han comprado para vivir. ¿Qué esperan de aumento de los precios? No solamente los estúpidos que hacían los paquetes financieros pensaban que los precios subirían indefinidamente; es que la gente normal también lo creía, por eso compraban. Y ¿qué pensaban? Pues en Barcelona y Madrid se esperaba un 25-26% de media en 10 años. Esta gente pensaba que se

iba a hacer de oro. Pero luego, al preguntar a los encuestados si pensaban que los precios estaban sobrevalorados, el 94,5% decía que sí. ¿Nos hemos vuelto locos o qué? No es posible que me digas que están sobrevalorados —un porcentaje elevado decía que más de un 50%— y que pienses que los precios van a seguir subiendo al 25% anual durante 10 años. Y además, otro dato importante es que el 37,2% de los entrevistados conocían a algún familiar directo que había realizado operaciones de compra-venta como negocio. Y estamos hablando de compradores normales conseguidos aleatoriamente. Este tipo de razonamiento contradictorio es el signo más claro de la enorme burbuja inmobiliaria que se estaba formando.

Bajadas de los tipos de interés, contagio de expectativas... Todos comían y cenaban y comentaban: "¿Pues sabes cuánto vale ya mi casa?, el doble que cuando la compré"; "no me digas, pues mi vecina me ha dicho que la suya la ha vendido por..." Es muy importante el contagio de expectativas. Y ya lo definitivo es un conjunto de incentivos perversos tremendo, funcionando todos en la dirección contraria, en lo que sería el sector financiero inmobiliario de la economía.

Las familias se van a comprar una vivienda y les da lo mismo que con la renta que tienen puedan o no pagar el crédito a largo plazo. Porque piensan: como el precio de la vivienda va a subir, con el incremento yo voy pagando; puedo consumir más y además puedo ir pagando la hipoteca. Y las familias americanas decían: ¿Y si bajara?, me da lo mismo, devuelvo las llaves y me voy. En el caso español si sube es lo mismo o parecido, pero si baja no es igual porque no puedes devolver las llaves e irte, pues se trata de un crédito personal con garantía hipotecaria. Pero con los datos que os he mostrado hace un momento, no hay ninguna familia que pensara que los precios podían bajar, por lo tanto la opción del árbol de decisión de que los precios bajen no existe en el caso español. Los americanos son más prácticos y sí que alguno pensaba: pues si baja devolveré la vivienda y ya está. Es como un alquiler con opción de compra.

Luego llegamos a los bancos. Como ya hemos dicho antes, los directivos de los bancos tienen incentivos; en general, cuánto más negocio, mejor, porque sus bonos, sus salarios, etc. dependen de eso. Pero es que esos incentivos perversos recorren toda la escala comercial, hasta el vendedor de préstamos hipotecarios a domicilio, que en Estados Unidos es muy típico y va tocando a la puerta y preguntando si alguien quiere una hipoteca. Su

salario dependía de qué tipo de interés podría cargarle a esa familia por encima del que le cargaría un banco normal dada su calidad crediticia (o "credit store").

Si a una familia que era *prime* (buena calidad crediticia), es decir, buena pagadora y le hubiera correspondido un tipo de interés del 5%, el vendedor conseguía que aceptara un crédito subprime del 10%, este vendedor cobraba sobre el 5% de la diferencia. Imaginaros qué incentivo más perverso. El vendedor de hipotecas tenía incentivo en aumentar la probabilidad de que esa familia quiebre en el largo plazo. Es lo que al final ha sucedido, porque al cargarle con un producto con un tipo de interés mucho más alto, me estoy casi asegurando de que en el medio plazo la he hundido. Y mi salario depende de eso.

Y luego llegamos a las empresas de rating, y hablaré del regulador, porque no se queda fuera de este juego. ¿Quién engañó a las empresas que tenían que ponerle precio a toda esa basura de créditos que llevaban los bancos y empaquetaban? No les engañó nadie, se engañaron ellas solas porque tenían otra vez los incentivos al revés.

Las empresas de rating funcionan de la siguiente manera: yo soy un banco, 'empaqueto' una serie de créditos hipotecarios muy malos y me voy a la agencia de rating y le digo: ponme un rating. Si la agencia me pone uno que no me gusta, no le pago. Es como si yo voy a una casa a hacer un trabajo de fontanería y cuando he acabado el señor me dice que no me paga porque no le he dado el rating triple A y menos de eso no acepta. ¿Y por qué puede hacer eso? Porque el banco sabe que si esa empresa de rating no le da triple A, la de al lado se lo va a dar, y al final sucede lo que los economistas llamamos *inducción hacia atrás*: la primera empresa de rating a la que vayas te va a dar triple A directamente. Esa agencia de calificación se va a quedar la comisión, porque piensa: para que se lo quede otro me lo quedo yo. Todos los incentivos funcionan justo al revés, generando un apalancamiento cada vez mayor y en medio el regulador. El regulador es un político o está muy influido por los políticos. Por lo tanto, tiene como objetivo *ownership society*, la sociedad de los dueños de vivienda. Este es el objetivo de Bush y también de Clinton, no lo dejemos de lado porque empezó con esta historia.

¿Cómo conseguimos eso? Hay una forma muy sencilla de hacerlo: que los organismos esponsorizados públicamente dieran créditos cada vez más

arriesgados a familias que, con gran probabilidad, no podrían pagarlos, hasta el punto de que empezaron a producir un montón de créditos *subprime*. Y esto se hizo porque queda muy bien que cada político vuelva a su distrito y diga: en mi distrito antes teníamos sólo el 64% de dueños de vivienda, pero ahora tenemos el 69%. Hemos subido 5 puntos la proporción de propietarios. Esos 5 puntos han quebrado todo el sistema, porque cuando el regulador empieza a hacer esto los otros, los privados, piensa que si el regulador lo hace será porque hay que hacerlo o porque se puede hacer, y se retroalimenta en la dirección contraria a la que debería suceder.

En España, nosotros tenemos nuestras propias sociedades de rating, que se llaman sociedades de tasación, y tenemos nuestros propios incentivos perversos, parte de ellos son los mismos que en Estados Unidos, parte tienen que ver con sociedades de tasación. Las sociedades de tasación están, en su mayoría, participadas mayoritariamente por un banco o una caja. Un individuo llega a un banco o una caja quiere un crédito para comprarse una vivienda, pero no tiene el 20% que tendría que pagar de entrada, como dice el Banco de España. Se le manda a una tasadora, que es la del banco, y ellos le harán una reajuste de la tasación, lo que implicaba normalmente subir el precio de la tasación lo que sea necesario para que con lo que tú tienes puedas comprarte la vivienda.

Por lo tanto, otra vez los incentivos perversos. La conexión entre bancos, cajas y tasadoras genera este incentivo, pero este sistema genera una externalidad que luego pagamos todos, porque cuando el Ministerio de la Vivienda agrega los precios de tasación, está agregando precios cada vez más altos artificialmente. Y esto sale en la primera plana de los periódicos, que dicen que en un trimestre la tasa interanual del crecimiento de los precios ha sido el 17%. Cada vez que salía esa noticia en la primera página generaba miles de inversores que pensaban: "aquí el único tonto soy yo, todos estos están llevándose el 17% y yo no me llevo nada. A ver, de esta promoción póngame tres, uno para mí y con los otros dos ya veremos lo que hacemos". Por lo tanto, ese mismo sistema de incentivos perversos funcionó en el caso español con su peculiaridad. Nos dicen la competencia lo resuelve todo, pero no, en este caso la lo empeora todo. Porque la competencia, por ejemplo, entre las agencias de rating, hace que sean más sensibles a lo que quiere el cliente, y si no se lo da una se lo dará otra. La competencia también favorece al exceso de expansión crediticia. Es muy famosa la frase de Charles Prince, ex consejero delegado de Citigroup, que

señalaba que "mientras la música suene (los otros bancos sigan prestando cantidades ingentes de fondos para comprar viviendas) nosotros continuaremos bailando (haciendo lo mismo)". En España hubo una temporada en la que si un banco no incrementaba el 30% sus beneficios, era una basurilla. Con la economía creciendo incluso al 5%, el 30% está fuera de cualquier límite. En Estados Unidos pasó lo mismo: mientras suene, seguimos y luego, cuando caigamos, caemos todos, pero yo no puedo quedar mal porque a mí me despiden. Si uno tiene un incremento de beneficios del 20% y otros del 50%, es probable que el gestor del banco que "solo" genera un 20% de beneficio se vea en la calle.

La propuesta de solución que oímos normalmente y constantemente es: más regulación lo resolverá todo. Y oímos hablar muchos tipos distintos de regulación. Yo quiero insistir en que más regulación no lo resuelve todo, lo que necesitamos es mejor regulación. Necesitamos una regulación que vaya al punto crítico de los problemas que han sucedido en esta crisis, que vaya a los incentivos perversos que ha habido detrás. Se han hecho muchas propuestas: provisiones anticíclicas como hace el Banco de España, mayores coeficientes regulatorios para entidades demasiado grandes para caer, etc.... Pero cualquier regulación tiene sus beneficios y sus costes. Llenarnos la boca de la palabra regulación no sirve de nada a no ser que de verdad sea efectiva y que no se pueda volver atrás (eliminar cuando cambia el ciclo). Hay que ir a los puntos técnicos donde se rompe la cadena de incentivos perversos. Volver a la banca aburrida, como pregonan algunos, significaría una caída espectacular del crédito global de la economía y, por tanto, una disminución significativa de la actividad económica. ¿Están los gobiernos y la población dispuestos a aceptar las consecuencias de volver a la banca aburrida?

Yo voy a hacer una propuesta diferente. Yo creo que no hace falta más regulación, sino una regulación que va a dar ahí donde duele. Yo creo que sé dónde está el punto en el que puedes cortar la cadena de incentivos perversos. En el caso americano, el punto crítico son los incentivos de las agencias de rating. Si la agencia que tiene que calificar un activo dice que es basura, nadie querrá comprarlo. Si nadie quiere comprarlo el banco no lo generará; si el banco no lo genera, no perseguirá a pobre gente que no puede pagar para que haga hipotecas; y si eso no sucede, todo el círculo se rompe. Desde luego, si el banco continúa pagando por los rating, esto nunca sucederá. La única posibilidad es que la cadena de incentivos se

rompa porque el banco no es el que va a pagar por el rating. Es el inversor que compra ese activo el que debería pagar por el rating. Si fuera así, no volvería a suceder esto pues los incentivos de inversor y agencia de rating serían consistentes en el deseo de calificar el verdadero riesgo de cada activo con independencia de los intereses del emisor del activo.

¿Y en España qué podemos hacer? Pues tengo una propuesta muy simple y no hace falta mucha más regulación. La propuesta es la siguiente: que se cumplan las normas del Banco de España, pero sobre el valor registral, no sobre el valor de tasación. Los créditos no deberían superar el 80% del valor registral. El valor de tasación es una enteleguía. Todos sabemos que el valor de las transacciones inmobiliarias divergen del valor registral para evitar el pago de impuestos (o favorecer el movimiento de dinero negro). Permitan como máximo el 80% del valor registral y se acabaron los intentos de subir los precios de tasación de la vivienda artificialmente para poder conceder créditos más voluminosos. Porque si subes el valor registral ¿qué pasa inmediatamente?: a pagar impuestos. No solamente por la transmisión de la vivienda, sino por el incremento patrimonial, que es justamente lo que quiere evitar el especulador. Esto les duele en el alma. Si hacemos esto no hay más burbuja, porque la burbuja, cuando hay fricciones, es difícil que se forme. Además, como efecto colateral, aumenta la recaudación impositiva. Es un mecanismo sencillísimo: aumenta la recaudación impositiva, impone una fricción que hace muy improbable que se pueda hacer otra burbuja. Si se produce una burbuja al estado se haría riquísimo recaudando impuestos. Y además ajustaríamos los precios de verdad a los precios registrales. Esto tiene ventajas por todos los lados.

Y ahora pasaría a la segunda parte de la exposición. **¿Qué es lo que hemos aprendido?** Pues hemos aprendido -de hecho ya lo sabíamos de la Gran Depresión- que cuando se produce una crisis de liquidez y solvencia es preciso proporcionar, a través de los bancos centrales, fondos para compensar el colapso del multiplicador monetario. Eso quiere decir que, en el caso extremo, Bernanke se suba a un helicóptero y comience a tirar dólares. En la crisis del 29, la Reserva Federal hizo justamente lo contrario: detrajó liquidez del sistema y provocó un colapso todavía mayor.

¿Qué más sabíamos? Que hay que actuar rápido. Esto nos lo enseñó la Gran Depresión y también la crisis japonesa, en la que prácticamente estuvieron cinco años sin hacer nada. Que hay que incrementar la liquidez y no

retirarla como decía hace un momento; que hay que estimular la demanda y no intentar reducir el déficit. Otra gran enseñanza de la Depresión de los 30 fue que en cuanto el ingreso tributario disminuyó, se intentó ajustar el gasto y mantener el déficit cero: desastre.

¿Qué más hay que hacer? Hay que actuar rápido sobre los problemas bancarios, a pesar de todo lo que nos duela tener que salvar con dinero público a unos banqueros irresponsables que se hicieron de oro. Porque al final todos tenemos ahorros y si los dejamos caer, nosotros nos vamos con ellos.

¿Qué más hemos aprendido? Hemos aprendido que cuando un banquero central lleva mucho tiempo en su cargo le surge un complejo de Dios, cree que puede hacer lo que quiera con la economía. Si la economía funcionara "subo el tipo de interés, se desacelera, bajo el tipo de interés, aumenta", no harían falta economistas. Ponemos un robot y ya está. Yo me tendría que dedicar a otra cosa. Por lo tanto, hemos pasado del famoso "Maestro Greenspan" –título del libro del 2005 sobre la figura de Greenspan-, al gran "Bluf Greenspan", un desastre total, uno de los causantes de los problemas que tenemos. ¿Por qué? Porque una de las cosas que Greenspan nunca aceptó, o solo aceptó a medias, es que había una burbuja enorme, y que después de la burbuja financiera se estaba creando una burbuja inmobiliaria. Siempre dijo "es un poco de espuma en algunos mercados locales, no se puede hablar de burbuja".

Siguiente punto. El Plan Obama de cambio en el sistema financiero americano quiere dar más énfasis a la Reserva Federal como controlador, supervisor, etc. del sistema financiero, y algunos enaltecían al director o al gobernador de la Reserva Federal. Hay quien propone que los políticos tengan más intervención en los bancos centrales, pero los bancos centrales empezaron a funcionar bien cuando consiguieron la independencia de la política fiscal. Mientras la política fiscal y la política monetaria estuvieron conectadas, el gobierno gastaba, gastaba, gastaba y luego lo financiaba imprimiendo dinero, dinero, dinero. Por lo tanto, ojo; porque si tocamos eso nos estamos cargando la piedra angular del Banco Central, que es su independencia con respecto a la política fiscal. Y eso sí que es muy importante.

Otra cosa que hemos aprendido es que si un banco es demasiado grande para quebrar es demasiado grande para existir. El principio de que hay bancos que son demasiado grandes para quebrar es una de las fuentes de los incentivos perversos en el sector financiero. Yo soy el CEO de un

gran banco y digo: "me voy a arriesgar a tope, cuanto más apalancamiento más rentabilidad, más rentabilidad, más rentabilidad". Lehman Brother pensaba que si las cosas no van bien ya vendría el Gobierno Federal y le rescataría. En Estados Unidos en lo que va de año han quebrado 84 bancos y no ha pasado nada. Los bancos son como otras empresas, los que funcionan mal deberían quebrar. El problema es cuando hay unos grandes bancos que parece ser que no se les puede dejar quebrar. Ahí es cuando generamos los incentivos perversos para los que mandan en esos bancos, que piensan: "yo voy a saco. Si gano, me lo quedo y si pierdo, paga el contribuyente".

En España estamos siguiendo un poco esta línea. Ahora, por ejemplo, estamos muy entusiasmados con el tema de fusionar cajas porque están mal, porque tienen tasas de morosidad del 5% ¿Pero, por qué vamos a fusionar cajas de la misma comunidad autónoma?. No hay diversificación en el riesgo, está en el mismo sitio y tienen una estructura de préstamos similar pues se mueven en un contexto productivo similar. Porque no queremos fusionar cajas buenas con cajas malas, queremos fusionar las cajas de la comunidad autónoma que sea. En principio muchas cajas son suficientemente pequeñas para liquidarlas con facilidad caso de que sea necesario. Pero con la fusiones se generarán entidades mucho más grandes que luego no se podrán dejar quebrar por motivos económicos, pero también políticos. Por tanto, en teoría hemos aprendido que si un banco es demasiado grande para quebrar debería ser demasiado grande para existir. En la práctica no parece que hayamos aprendido la lección. En el caso de Estados Unidos desde luego es peor, porque la solución fue que grandes bancos compraron otros grandes bancos que estaban mal.

¿Qué hemos aprendido también, al menos en teoría? Que no hay que aplicar un exceso de regulación. Hace falta mejor y no simplemente más regulación para limitar de forma efectiva los ratios principales de concesión de créditos. En otros países, hay normas por las que un máximo comprobado del 30% de la renta no puede dedicarse a la cuota hipotecaria; que la renta familiar disponible anual no sea más de cinco veces el precio de la vivienda; etc. En el caso español, tenemos un problema. El 95% de los créditos nuevos se han hecho durante esta época a tipo variable. Si se lo dices a un francés, te dirá que es imposible; y si se lo dices a los americanos todavía peor, porque para ellos el 20% a tipo variable ya era una cosa estratosférica. A nosotros nos va a pillar el toro porque cuando Europa se recupere -

nos hayamos recuperado o no- los tipos de interés subirán, y eso nos va a parar, porque volverá tragarse parte de la renta de las familias en forma de incremento de las cuotas hipotecas, con el consiguiente efecto sobre el consumo.

También creo que hemos aprendido, al menos en teoría, a reconocer que existe un efecto demoledor de los incentivos perversos. Por lo tanto, es importante separar definitivamente bancos y cajas de sociedades de tasación. No se puede mantener esta sintonía porque se genera un incentivo perverso muy claro. Evitar que los emisores de títulos paguen por los rating, y revisar, obviamente, los modelos de retribución de los ejecutivos bancarios, que sea a más largo plazo.

¿Qué más hemos aprendido pero no aplicaremos? El enorme efecto de la contabilidad. Cuando estudiaba Economía, la contabilidad era un rollo. Pero luego resulta que la contabilidad es muy importante, porque te puede hacer ganar o perder un bonus de 10 millones de dólares. Básicamente hay dos formas de hacerlo: valorar los activos a precio de mercado o valorar los activos de otra manera. Si valoras los activos a precio de mercado, cuando la bolsa sube y los activos inmobiliarios suben, piensas: ha subido mucho, no los he vendido, es una ganancia no realizada. Como han subido mucho y yo los tengo que valorar por las normas contables a valor de mercado, esa diferencia es beneficio. Lo que es inadmisibles es que las reglas contables cambien en función de lo que me venga bien. Cuando tengo una expansión quiero precio de mercado porque como las acciones y el precio de la vivienda están subiendo quiero que mi bonus se vea reflejado en ese incremento de beneficios. Pero cuando las cosas van mal quiero que me quiten esto del precio de mercado que me está hundiendo los beneficios. Mejor que me dejen poner el valor histórico. Tenemos que jugar con unas reglas que sean estables. Esto lo hemos aprendido, pero desde luego ni se está utilizando ni se utilizará.

En Estados Unidos, una de las primeras cosas que se hizo, solicitada por el sector bancario, fue eliminar la valoración a precios de mercado, con lo cual se ponen los beneficios que quieren. Porque si vas a valor histórico, como la casa se compró en el año 2002 o en el año 2005, que valía muchísimo, ya tienes unos beneficios enormes también. Exactamente lo mismo sucedió en Japón, donde cambiaron las normas contables y permitieron ir al valor histórico, lo que generó otra vez beneficios artificiales y de corto plazo, porque eso se agota.

En España tenemos la reinterpretación por el Banco de España de la directiva sobre provisiones de morosidad. El Banco de España saca pecho y dice que lo hemos hecho mejor que nadie porque hemos requerido muchas provisiones a los bancos. Y después de decir todo eso, saca una normativa que dice que si tenéis algún crédito moroso no hace falta que a los dos años lo provisionéis por el 100%, hacedlo por el 30% como máximo. Otra medida destinada a generar más beneficios en los bancos, especialmente en un contexto de morosidad creciente, para que puedan rellenar su menguante capital.

Otro punto que hemos aprendido y no aplicaremos tampoco en el futuro. Evitar el manejo asimétrico de la economía. En las clases de Economía nosotros explicamos cómo se tiene que hacer política monetaria y política fiscal. Lo más importante es que una economía sana no puede pegar un acelerón en un periodo y luego hundirse en el siguiente, y luego pegar otro acelerón y volver a hundirse. Lo que tiene que hacer una economía sana es crecer siempre en torno a la tasa potencial de crecimiento. Si la tasa es el 2%, pues el 2,5%, 1,9%, 2%, 2,1%... No puedes crecer un año al 5%, otro año al 4,5% y al siguiente al -6%. Esto es fatal. Esto lo explicamos en clase y, por lo tanto, lo sabemos, pero no se aplicará.

En el período 1996-2005, que es la fase principal de la expansión, España, crecía muchísimo, tanto como Finlandia y mucho más que la Unión Europea. Pero, ¿cómo crecía? En Finlandia, por ejemplo, la mayor parte de crecimiento era aumento de la productividad, de la productividad de verdad, no la aparente del trabajo, mientras que en España el crecimiento de la productividad era negativo, -0,8%. España crecía a base de echar muchas horas con el pico y la pala; mucha gente trabajando muchísimas horas y prácticamente nada de capital tecnológico. Es imposible que un país cuya productividad no aumenta crezca al 5%, al 4%, ni siquiera al 0%, en el medio plazo. Es una imposibilidad económica, casi una imposibilidad metafísica. Si hay algo que los economistas sabemos con certeza es que una economía no puede crecer en el medio-largo plazo sin crecimiento de la productividad. Todo lo otro es simplemente un espejismo. Si veo que este mes se han creado 150.000 empleos de esta manera, sé que mañana, pasado o de aquí a un año todo eso vuelve para atrás. ¿Pero qué sucedía? Se creaban expectativas. Esto es lo peor, hacer no solamente que la economía oscile mucho en torno a la tasa potencial sino que las expectativas de la gente oscilen también mucho. Le decías a un montón de jóvenes, de

emigrantes: venid, que aquí hay trabajo para todos, y no les decías, mirar qué trabajo hay, es un trabajo que se va a acabar porque nuestra estructura productiva nos va a llevar en el medio plazo a una situación insostenible. El resultado son jóvenes endeudados, muchos de ellos sin trabajo, pocas perspectivas, miles de inmigrantes en el paro, etc.

A mí no me valen las excusas del Presidente del Gobierno que dio una entrevista hace unas semanas en la que decía que el crecimiento rápido en horas de bonanza es muy difícil pararlo porque toda la sociedad participa. "Tendría que haber ido a un pueblo en el que el suelo multiplicaba su valor por 20 y se convertía casi en petróleo y haberles dicho que no construyeran más." Obviamente, no físicamente, sino poniendo los mecanismos necesarios para que en lugar de crecer al 5% hubiéramos crecido al 1,5, 2% o a lo que era factible crecer, o hacer el cambio del modelo productivo cuando tocaba.

Y por último, lo que sabíamos y hemos olvidado. Hemos recordado de nuevo la poco placentera aritmética del déficit público: ahora gasto más, pero mañana tendré que o recaudar más impuestos o reducir el gasto, no queda otra salida. Esto es muy poco placentero pero es así, sumar y restar.

El problema es que hay algunos economistas -y aquí quiero empezar mi crítica a nuestra profesión- que por intereses de los que les pagan dicen cosas como que el multiplicador de las infraestructuras es tres, lo que quiere decir que cada euro que se mete en infraestructuras genera 3 euros. Es un absoluto disparate. No hay ningún estudio económico serio que pase de 1,1 ó 1,2, porque hoy generas la inversión pero mañana necesitarás los impuestos. Por lo tanto hay que quitarles capacidad de compra y de consumo a los futuros pagadores de impuestos para financiar lo que hoy estás construyendo. Cuidado con esos multiplicadores absurdos del 3, que no tienen ningún fundamento.

Y con respecto a la cuestión impositiva, tenemos que pensar qué tipo de sociedad queremos. Cada uno tendrá su idea: UGT Asturias tendrá la suya y otros podremos tener otras, pero hay que ser coherente con el tipo de sociedad que se quiere hacer. Lo que no se puede hacer es empezar a mover los impuestos simplemente por moverlos, porque hay que recaudar más. Si uno cree, por ejemplo, que tienes que darle a todo el mundo las mismas oportunidades de inicio y luego cada uno las aprovecha o no, entonces: el impuesto de sucesiones al máximo para evitar que haya unos

señores que empiezan con más oportunidades que otros, pero el impuesto de patrimonio cero. ¿Por qué, si yo he decidido ahorrar, tengo que pagar por eso, cuando otro que ha decidido consumir no tiene que pagar?. ¿Y subir el impuesto sobre la renta a los que más ganan? Las rentas más altas son las que ustedes tienen localizadas. Hay muchas rentas muy altas no localizadas y no pagan. ¿Por qué no van al fraude fiscal?

Del sector de la construcción en España simplemente voy a decir que llegó a ser un disparate absoluto. Cuatro apuntes: 90% de propiedad, ningún país excepto Irlanda tiene ese porcentaje; 95% de nuevos créditos a tipo variable, ningún país del mundo lo tiene; gran volumen de viviendas desocupadas y alto peso en la inversión inmobiliaria en las familias (69%). El sector inmobiliario en el pico máximo llegó al 61% de todo el crédito. Si contamos hipotecas a las familias, crédito al sector de la construcción y crédito a las actividades inmobiliarias, eso era el 61%. ¿Qué país lógico del mundo puede tener un sector industrial que tiene menos crédito que el sector de la construcción y una tercera parte del crédito del sector de actividades inmobiliarias? Era un disparate.

Para finalizar, algunas reflexiones sobre los profesionales de la economía y sobre la naturaleza humana. El 15 de marzo de este año escribí un artículo que se titulaba *¿Son realmente necesarios los economistas?*. Y la respuesta es sí, somos necesarios. Como en todas las profesiones hay buenos economistas y malos economistas, hay buenos profesionales y malos profesionales. A partir de julio, las noticias sobre este tema se han disparado, la profesión parece que realmente ha tomado conciencia de que algo ha pasado y de que es verdad que hay muchos culpables de esto y nosotros, como profesionales, tenemos también una responsabilidad en toda esta historia. The Economist se preguntaba qué fue mal con la ciencia económica y el Financial Times sacó un artículo muy divertido que decía: "lea las instrucciones muy detenidamente antes de usar un economista". Luego está la carta de la reina de Inglaterra de por qué fallamos y la respuesta de Tim Besdey, que es un economista muy conocido, el Presidente de la Asociación Científica del Reino Unido, en la que contesta amablemente a la cuestión. La semana pasada fue la reunión de la Asociación de Economistas Europeos en Barcelona y fe las cuatro sesiones plenarias, dos trataron sobre nuestra profesión y nuestra "responsabilidad" en lo que había sucedido.

Cuando un economista habla es muy importante saber qué intereses le mueven. Hay economistas que dijeron que esto era una situación insoste-

nible y que seguro que pasaría, hay otros que no. Miremos qué es lo que hay detrás, quién paga por los estudios. Antes de creerse a un economista hay que mirar quién le paga, pues la independencia que tenga y las cosas que diga, dependerán mucho de esto, aunque el buen profesional debería ser independiente de quién le pague.

Sobre la naturaleza humana tengo muy malas noticias. Volveremos a crear burbujas. Porque el egoísmo está en el código genético del ser humano. No quiero decir que todo el mundo sea egoísta; desde luego, la madre Teresa de Calcuta nunca habría sido consejero delegado de ninguna entidad financiera, eso está claro. Hay una selección muestral muy clara, los que quieren de verdad ir en un Ferrari no se dedican a ONG. Por lo tanto están ahí, los que dirijan este cotarro van a seguir en esta línea. Lo que hace falta es una regulación, pero limitada y efectiva, que entienda cuáles son los incentivos de verdad que hay detrás y que vaya a dar ahí donde es importante.

No vale el voy a regularlo todo con fórmulas complicadísimas, porque eso es lo que teníamos ahora. Y ¿qué pasó? Que tú lo regulas todo con unos *tochos* de 800 páginas, pero ¿quién los supervisa, quién controla si lo que tú regulas se está o no se está cumpliendo? Y por lo tanto lo que se produce es un vacío regulatorio efectivo, es decir, las entidades encuentran formas de escaparse porque como la regulación es tan grande siempre hay algún agujero. Y mientras las entidades financieras tienen cientos de expertos legales y fiscales buscando resquicios regulatorios, el supervisor tiene un número muy limitado de efectivos. Pero si la norma fuera que el crédito no puede superar el 80% del valor registral, no hay agujero que valga: es el 80% de un número que el notario ha escrito en un papel oficial. De aquí no hay escapatoria.

En la crisis, para acabar, no todo es malo. Yo no creo que una crisis sea una oportunidad. Desde luego los 1,3 millones de desempleados que se ha generado en el último año no lo ven así. Pero sí que es verdad que la crisis ha traído algunas cosas que sin ella quizás no habríamos visto. Por ejemplo, potencialmente se podría tomar en serio esto del cambio del modelo productivo. También es una oportunidad de mejorar los sistemas y eliminar los fallos. Otra cosa importante es que reduce el coste de oportunidad de estudiar y esto es muy importante. Ya empiezan a verse los datos, la matriculación en la universidad ha aumentado, la gente se queda más tiempo en el sistema educativo después de la enseñanza obligatoria.

Otra cosa muy importante, que en España quizás no se ve tan claramente, pero que en Estados Unidos es muy clara. Gente brillante irá a otros sitios diferentes de Wall Street. En Estados Unidos, Wall Street aspiraba a tener a toda la gente con ingenio, economistas, físicos, matemáticos, informáticos, ingenieros,... incluso de humanidades... Al filólogo que funcionaba bien le pagaban al año 500.000 ó 600.000 euros como trader. A un informático le podían pagar un millón de euros; a un matemático que creaba cualquier sistema de empaquetar, 3 millones de euros al año. Así, toda la inteligencia, quedaba absorbida por Wall Street. Esto ha dejado de pasar. De hecho, en estos momentos los MBA de Estados Unidos están preocupados porque antes todos estaban colocados antes de acabar y ahora prácticamente no tienen salida, sobre todo en el sector financiero que ha dejado de contratar. Y es una llamada de atención también.

Déjenme acabar con un tema que creo es muy importante y debería solucionarse en el futuro. Las burbujas son muy peligrosas y los bancos centrales deberían preocuparse de ellas. Esperar a que exploten y limpiar el desastre no es una buena estrategia.

