

“El desempleo está disparado y los salarios reales crecen al 5%. Aquí se ajusta vía cantidad, no vía precios. Pasa igual en el inmobiliario”

“AHORA HAY UNA BURBUJA MÁS GRANDE, LA DE LA DEUDA PÚBLICA”

■ TEXTO Y FOTOS: CARLOS BUENO

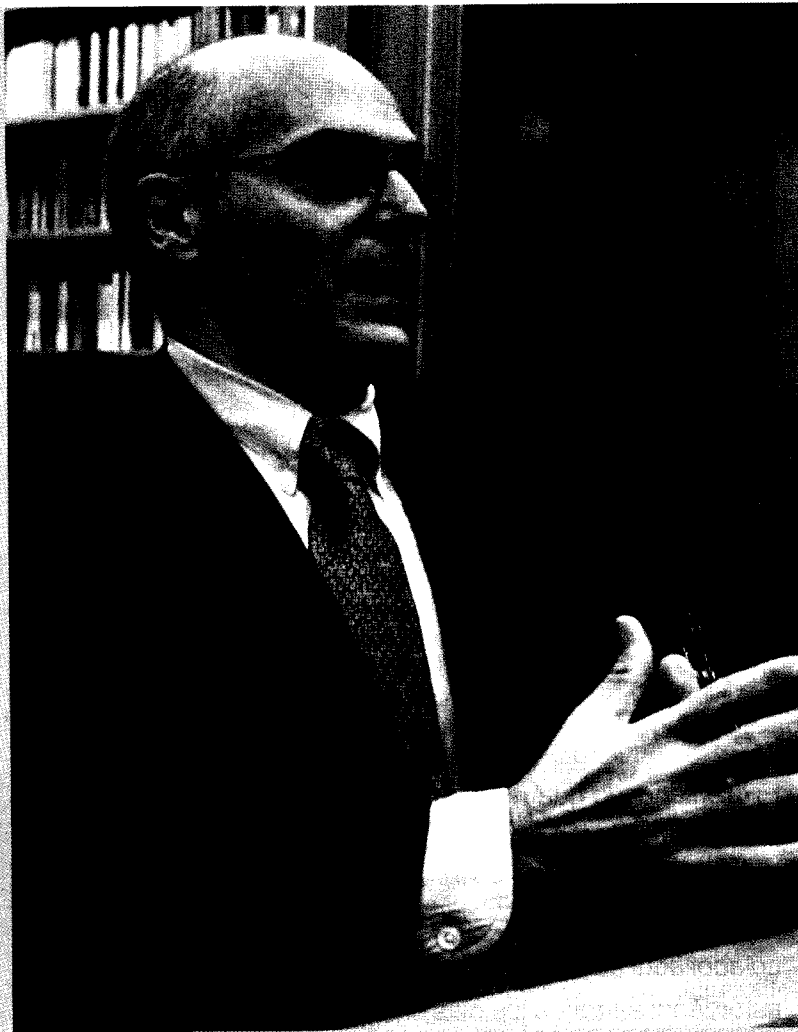
En este retraso de España para salir de la crisis, ¿no tiene mucho que ver el lento ajuste del mercado de la vivienda, frente a un ajuste mucho más severo en Reino Unido y EEUU?

R. Claro, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido existe una mayor flexibilidad. En España el desempleo está disparado y sin embargo los salarios reales están creciendo al 5%. No tiene sentido. La conclusión: todo el ajuste se produce no vía precios sino vía cantidades. En el mercado inmobiliario sucede exactamente lo mismo: los precios no se ajustan a la baja suficientemente –han caído un 12% o un 13% desde el pico, que no es nada– y lo que se ajustan son las cantidades: de iniciar 860.000 en 2006, este año se inician 180.000 viviendas. Una tontería. En EEUU y Reino Unido han caído ya un 34% y un 22%. Aquí seguimos pensando que el ajuste se producirá solo y, o siguen cayendo los precios, o el millón y pico de viviendas nuevas aún por vender no van a tener salida.

P. ¿Hay que cambiar entonces de modelo o seguimos pensando en el ladrillo?

R. Esto de cambiar el modelo productivo es un cachondeo. El modelo productivo no se cambia con decretos leyes ni pensando en que hay que cambiarlo. Si yo tengo un modelo que da muchas desgravaciones a la vivienda, ¿qué acabo teniendo? Un sector de la construcción enorme. Anunciar un decreto ley para incentivar la compra de coches eléctricos no lleva a ningún lado.

P. Usted reclama soluciones blindadas a ciclos políticos.



“SE HA ESTADO VENDIENDO DURANTE MUCHO TIEMPO QUE EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL ES INMUNE PORQUE AQUÍ SE HA HECHO TODO BIEN; SIN EMBARGO, SI SE FUSIONAN TODAS LAS CAJAS EN 3 Ó 4 ENTIDADES. ENTONCES NO PODREMOS LIQUIDARLAS”

JOSÉ GARCÍA MONTALVO, CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA DE LA 'POMPEU FABRA'

R. Cualquier solución, la que sea, tiene que ser muy concentrada, allí en el punto clave en el que está el problema, y blindada a los avatares cíclicos: "Artículo 57 de la Constitución: Bancos y cajas no pueden ser dueños de sociedades de tasación". Por ejemplo.

P. ¿Cree que en España el problema ha radicado en las sociedades de tasación? ¿Cuál es la reforma necesaria en este caso?

R. Han jugado en España un papel análogo al de las agencias de rating. Ellas dan el ratio préstamo-valor, muy importante para determinar la calidad del crédito. El banco o la caja presionaba a la sociedad de tasación para que subiera el precio. Así, aparentemente le estaba dando el 80% al comprador, cuando en realidad le daba el 100% o el 110%. En España, los bancos y las cajas son los dueños del 50% de las sociedades de tasación. La conexión es obvia. ¿Cuál sería la solución? Que un banco o caja no pueda ser el socio mayoritario en una sociedad de tasación. Como curiosidad, el gobierno de EEUU ha aprobado ahora precisamente lo contrario: que las sociedades de tasación dependan de bancos. Pero eso ha generado aquí una espiral muy perniciosa. Para acabar con ella yo propongo que se utilice el precio registrado ante notario de cara al préstamo. El 80% de ese precio es lo máximo que te puede dar el banco. Así atas los precios e impides una nueva burbuja. Ese valor registral se mantendría bajo porque nadie querría pagar más impuestos. Se acabaría con esta historia de las tasaciones apañadas. Y es facilísimo, podría hacerse inmediatamente. Las sociedades de tasación se enfadarían mucho, claro.

P. ¿Para qué iban a servir entonces los billetes de 500 euros?

R. Así te quitas también ese problema de los billetes de 500 euros por debajo de la mesa. A nadie le va a compensar reducir esa cifra de valor registral. Aquí llegamos a absorber el 26% de todos esos

billetes de la zona euro, representando nosotros el 7% o el 8% del PIB. Esto ya era raro. Y el Banco de España no dijo nada hasta hace tres años cuando soltó aquello de: "Vaya, pues parece que tenemos muchos billetes de 500 euros, como 118 millones de ellos". Una barbaridad.

P. Cita a la agencias de rating ¿no estaban para advertir de los riesgos? ¿Seguirán tan campantes?

R. Ese es el punto que yo entiendo como clave. En EEUU las agencias de rating y en España las sociedades de tasación juegan el mismo papel. En estos momentos tenemos hiperregularitis. Lo queremos regular todo. Pero si queremos regular todo, no vamos a conseguir nada. La reforma financiera que planteó Obama al principio no se parece en nada a la cosa descafeinada que está quedando y aún no está ni aprobada. Hay que dirigir el foco a dos o tres puntos clave. Bastaría con una o dos leyes, no más, que garanticen que no se va a producir esta circularidad de incentivos perversos.

P. Aboga por que sean los inversores quienes paguen a las agencias de rating.

R. Es normal y está aceptado que si la agencia no concede al banco la calificación que éste quiere, el banco no paga ese trabajo. Todo el mundo lo sabe. Y la agencia ya sabe que si no le da triple A, se la va a dar la agencia de al lado. Y luego las agencias mandan a los bancos a sus técnicos para que empaqueten esas titulizaciones, de tal modo que cuando metan los modelos todo salga OK... Si las agencias de rating las pagaran los inversores sí que se enfadarían si dan una nota innmerceda. Sería la solución, aunque técnicamente no es fácil.

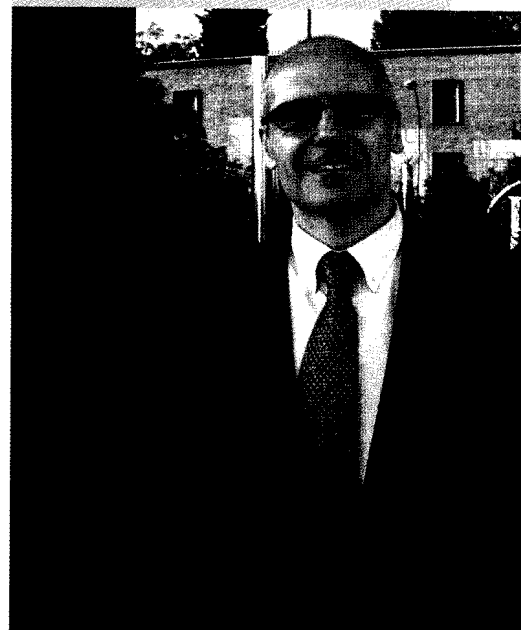
P. La realidad es que el mercado sigue su camino, buscando nuevas oportunidades de altas rentabilidades.

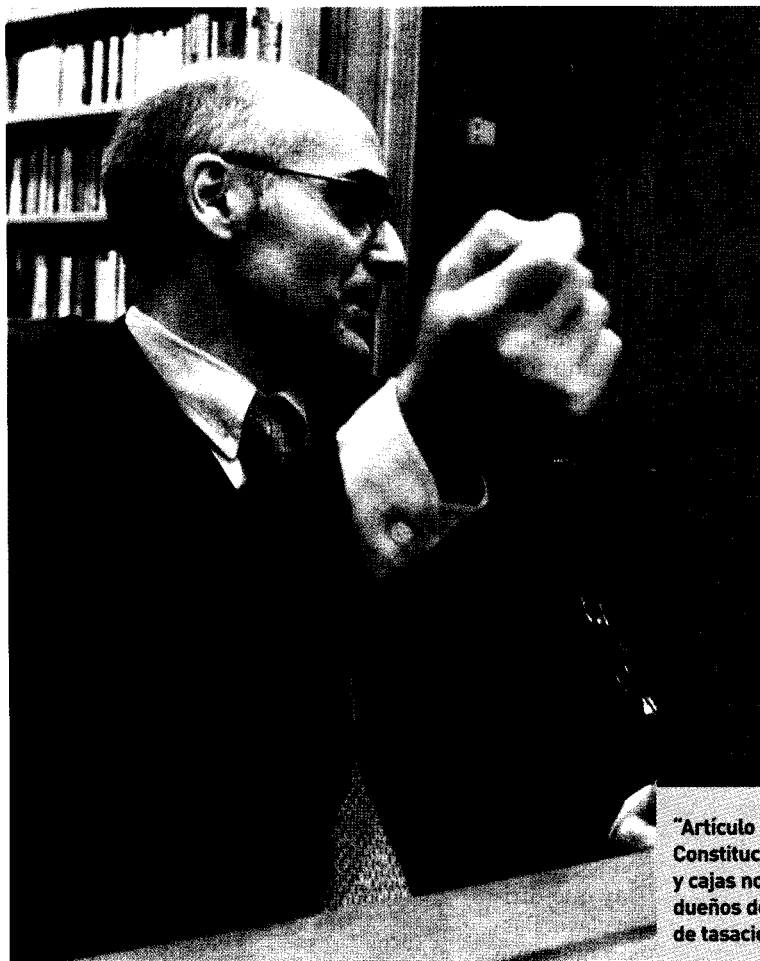
R. Wall Street va a toda velocidad. Wall Street ya no puede empaquetar hipotecas y las que se venden tienen que estar garan-

EL PERSONAJE

JOSÉ GARCÍA MONTALVO Lecciones de una crisis

Dirige el departamento de Economía de la Pompeu Fabra, es autor de nueve libros y más de 60 artículos científicos en publicaciones como la *American Economic Review* o la *Review of Economics and Statistics*. Es consultor del Banco Mundial, de la OCDE y del Banco Interamericano de Desarrollo. Acudió a Madrid llamado por la Fundación Ramón Areces, que le apoyó en su doctorado en Harvard, para hablar de "¿Qué hemos aprendido de la crisis? Los economistas en la encrucijada". En su opinión "esta vez la codicia de todos se puso de acuerdo para reventar el sistema; incluidas las familias, que compraban una casa con intención de revenderla en tres años por el doble". A su juicio bastaría con un par de leyes blindadas "que garantizaran que no se produce esa circularidad de incentivos perversos".





"Artículo 57 de la Constitución: bancos y cajas no pueden ser dueños de sociedades de tasación".

tizadas. Ahora van a intentar titulizar seguros de vida. Cuanto más pronto te mueras, más gana el banco de ese empaquetado. Estás dando un incentivo maravilloso para que alguien vaya pegando tiros y liquidando gente. No serían los mejores incentivos para una nueva ola de titulizaciones. Pero Wall Street no para, está pensando continuamente. Mientras, los Gobiernos analizan informes con 700.000 medidas para intentar tocarlo todo a la vez.

P. ¿Es compatible intentar regularlo todo y pretender que los bancos presten más?

R. Claro que no. Mientras intentan regular todo, siguen quejándose de que los bancos no prestan. Pues aclárense: o una cosa o la otra, porque esto es una esquizofrenia... El sistema se tiene que reajustar a una situación de menos crédito. Si todas las propuestas regulatorias entran en vigor, el crédito se puede recortar otro 25% o 30% y, por lo tanto, tendremos una actividad económica mucho

menor. Al reducirse el crecimiento, por un lado estarán los que digan que esto está muy bien, la renta per cápita será más baja para todos, pero según estos teóricos todos seríamos más felices. La otra posibilidad es decir: bueno, como siempre después de una crisis, hay una destrucción creativa, una reorganización del sistema productivo, en este caso también del sistema financiero, que está muy tocado, y a partir de ahí se volverá otra vez a una fase de expansión, que acabará en otra crisis...

P. Dice que usted seguiría a rajatabla esa máxima de que "si un banco es demasiado grande para quebrar, es demasiado peligroso para existir".

R. Es una de esas lecciones que habíamos olvidado. Ahora no vamos a forzar al BBVA o al Santander a reducir su tamaño. No tendría sentido. Lo que sí tiene sentido es, sabiendo que existe ese problema, no dejar que crezcan más. Aunque podamos decir que el tamaño es bueno para crear economías de escala...

P. Eso se dice ahora con las cajas.

R. Claro ¿con qué motivo las fusionamos? Que se creen economías de escala, podremos cerrar sucursales. Pero si hace un año estaban abriendo sucursales ¿Qué pasa? Hay ciertas contradicciones. Nosotros podemos coger una entidad pequeña como CCM y liquidarla. Pero si cojo la CCM y la uno a otras más con problemas y la convierto en la tercera entidad del país, liquidar eso ya sería mucho más complicado. En EEUU este año han quebrado ya 88 bancos medianos y pequeños. Y no pasa nada. Para eso está el fondo de garantía de depósitos. Se liquida y ya está. Se ha estado vendiendo durante mucho tiempo que el sistema financiero español es inmune porque aquí se ha hecho todo bien. Sin embargo, si se fusionan todas las cajas en tres o cuatro entidades, no podremos liquidarlas.

P. La política de los bancos centrales, de inyectar liquidez ilimitada ¿Qué facturas supone? ¿disparará la inflación?

R. Está aún por ver. Es una cuestión bastante técnica. Depende de la extensión a la cual los bancos centrales están comprando los activos denominados tóxicos. Al principio las emisiones eran a una semana, después a un mes y ahora es a un año. Devolver eso a un mercado

“Intentan regularlo todo y siguen quejándose de que los bancos no prestan. Aclárense, porque esto es una esquizofrenia. Si todas las propuestas regulatorias entran en vigor, el crédito puede recortarse otro 25%”

que no funciona no es muy factible. Por otra parte, hay que recordar que la forma más fácil de pagar la deuda es generar inflación. El Gobierno es el gran beneficiario pues al fin y al cabo la inflación es otro impuesto, un impuesto que no te das cuenta de que lo estás pagando.

P. ¿Habrá pronto nuevas burbujas?

R. Claro. Las burbujas que hemos tenido volverán porque ya forman parte de la naturaleza humana. En este caso la burbuja inicial era bursátil, centrada en valores tecnológicos. Entonces era una burbuja de unos pocos. Después se sumaron muchos más cuando se ligó al inmobiliario. Ahora es una burbuja mucho más grande en la que todos jugamos: es la burbuja de la deuda pública, ya es una burbuja enorme. No supimos desapalancarnos en la primera burbuja y preferimos una huida hacia adelante con tipos de interés muy bajos. Ahora los Gobiernos tendrán que desapalancarse en algún momento y del ritmo al cual pueda hacerlo cada uno dependerá que la recuperación sea más sostenible, más larga o más breve.

P. No es fácil ver a un político enfriando la economía.

R. Hace poco Zapatero dijo algo así como que qué culpa tenía él si todo el mundo construía. “Qué iba a hacer yo? Fueron ellos”. Hombre, pues si no vas a hacer nada, entonces no te presentes de presidente del Gobierno. No hagas nada, pero no hagas nada de verdad. Siempre hay posibilidades de hacer cosas. Si no tienes política monetaria, tienes política fiscal. Si la economía está sobrecalentada —estaba más que sobrecalentada— pues habrá que enfriarla. Pero siempre le queda la posibilidad a los políticos de que el recalentón le pille a los que vengan después.

P. Los investigadores, las universidades tampoco alertaron de los problemas...

R. Bueno, los economistas valemos para muchas cosas. Algunos ¿eh? Porque hay economistas buenos y hay economistas malos, pasa como en todas las profesiones. La economía sabe muchas cosas y hay otras que no sabe y que desconocemos si en algún momento las sabrá. Cualquiera

economista sabe que la política económica no tiene como objetivo que la economía crezca al máximo nivel que pueda crecer en cada momento, sino en el entorno del crecimiento potencial, con las menores oscilaciones posibles. Pero luego llega el Ministerio de Economía y su objetivo es totalmente distinto: que la economía crezca en cada momento lo más rápidamente posible y, si luego peta, pues peta, pero ya le pillaré a otro. Lo que no



“Con un crecimiento de la productividad negativo no se puede crecer de forma sostenida, es absurdo. Los economistas lo sabemos, algunos lo reconocemos y otros no. Suele depender de si se trabaja en Moncloa o no”.

tiene sentido es pensar que una economía que tiene una tasa de crecimiento de la productividad negativa desde el año 95 pueda crecer de forma sostenida al 4% o el 5% en el medio y en el largo plazo. Esto es absurdo. Es otra cosa que sabemos los economistas, algunos lo queremos reconocer y otros no. Suele depender de si trabajan en Moncloa o no. En el largo plazo, el crecimiento potencial de la economía depende de la productividad. Esto lo explicamos a los alumnos de primer curso, pero cuando la economía se tamiza por la política acaba siendo otra cosa. ■