



ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

ADICTOS A LAS BURBUJAS

La economía mundial se ha acostumbrado a funcionar a base de crear burbujas y esta adicción parece que no tiene límites. En 2009 escribí un artículo argumentando cómo la evolución de la economía desde finales de los 90 se había caracterizado por la creación de burbujas cada vez más grandes para impedir las consecuencias del pinchazo de la burbuja anterior. Como en cualquier proceso piramidal su mantenimiento requiere que el número de participantes sea cada vez más amplio. La burbuja 1.0 fue la tecnológica. En este proceso participaron pocas personas pues los inversores en acciones tecnológicas en aquel entonces eran pocos. Cuando se hizo evidente que las valoraciones de las compañías tecnológicas no eran sostenibles se generó una burbuja inmobiliaria para cubrir los posibles efectos de su pinchazo. Esta fue la burbuja 2.0. En este proceso ya partici-

paba una parte mucho mayor de la población pues la posesión de una vivienda es mucho más común que la inversión en acciones tecnológicas. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria provocaría, argumentaba en dicho artículo, la burbuja 3.0 que sería la burbuja de la deuda pública. En este proceso ya participa toda la población pues su sostenibilidad depende de los impuestos que pagamos todos los ciudadanos y las futuras generaciones. Me preguntaba si al final no acabaríamos buscando vida extraterrestre para poder vencer a los marcianos de que compraran casas y bonos terrícolas y seguir ampliando la base de la pirámide.

Pues bien esta semana mi parábola irónica se ha convertido en una idea presuntamente seria. Krugman desde el *New York Times* y Martin Wolf desde el *Financial Times* han servido de altavoz a la nueva teoría de Larry Summers sobre la recesión perpetua. El argumento es simple y consiste en darle la vuelta a la



RAÚL ARIAS

forma habitual de entender expansiones y recesiones. Según Summers a partir de ahora los periodos de depresión serán la situación normal de la economía, con excepción de algunos breves periodos de pleno empleo. El argumento se basa en la observación de que con anterioridad a la crisis financiera la economía creaba poco empleo a pesar de estar impulsada por la enorme burbuja crediticia e inmobiliaria. Si no se puede volver a esos niveles de endeudamiento familiar y bancario, ¿cómo se podrá alcanzar el pleno empleo? De hecho la recuperación posterior a 2008 ha sido muy débil incluso en Estados Unidos.

El corolario es simple: hay que dejar de hablar de estrategias de salida de la expansión monetaria pues en una situación de recesión persistente la expansión cuantitativa y los tipos a 0 deben ser la nueva norma. Claro que visto lo que sucedió cuando se anunció que la Reserva Federal quizás ponía menos aire en la bur-

buja no me extraña que algunos no quieran ver el final de la expansión cuantitativa.

En pocas palabras: la burbuja todavía se podría hacer más grande sin necesidad de buscar marcianos y no se debe renunciar a vivir sin burbujas pues entonces la demanda será insuficiente. Poco importa que el precio de la vivienda en Estados Unidos esté creciendo de nuevo por encima del 12% o que la bolsa haya superado el máximo del pico de la burbuja inmobiliaria. Como el crecimiento potencial de la economía es mayor que el tipo de interés real, que es negativo, la deuda pública acabará por estabilizarse.

Estos razonamientos desprecian cualquier explicación relacionada con la oferta y los problemas estructurales de la economía internacional. ¿Y si la lenta generación de empleo frente al aumento de la población activa se debería a los efectos de la dificultad de reasignación del capital humano entre sectores fruto de un shock tecnológico llamado Internet y nuevas tecnologías? ¿No sería mejor atajar los desequilibrios globales en las balanzas por cuenta corriente producidos por el exceso de ahorro en algunos países en lugar de financiar burbujas con dichos ahorros transferidos a otros países?

Además, con tipos de interés muy bajos, y reales negativos, casi cualquier inversión es a priori aceptable. Summers incluso propone utilizar el exceso de ahorro internacional para hacer inversiones públicas. Pero, ¿Cómo afectaría al crecimiento potencial de la economía tener dos aeropuertos en Castellón? ¿Realmente se podría pagar cualquier nivel de deuda a partir de inversiones improductivas? Yo por si acaso seguiría buscando vida extraterrestre.

José García Montalvo es catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra.