

ANÁLISIS DE ACTUALIDAD

¡Sorpresa!

José García Montalvo

Catedrático de Economía Universitat Pompeu Fabra

¿Cómo hemos llegado a esta crisis sin que nadie lo advirtiera? Ésta era la pregunta que se hacía Vargas Llosa en un artículo de hace varias semanas. En ese momento pensé que los que se dedican a la literatura seguramente no siguen con mucha atención la evolución de los indicadores económicos. Sin embargo, desde entonces muchos han repetido esa pregunta. E incluso algunos son economistas. La realidad es que la crisis que estamos viviendo es probablemente uno de los acontecimientos más anunciados de la historia económica reciente. Desde 2003 organismos internacionales y reputados economistas han venido avisando con reiteración de la enorme burbuja inmobiliaria que se estaba formando en muchos países y de sus consecuencias sobre el sector financiero cuando pinchara. En el libro *De la Quimera Inmobiliaria al Colapso Financiero* (Antoni Bosch Editor) recojo cronológicamente gran parte de los avisos que se fueron acumulando en el proceso. Es cierto que muchos analistas y servicios de estudios jugaron al negacionismo de la burbuja y, en España, al aterrizaje suave, a pesar de que las ratios inmobiliarias y los indicadores de los mercados financieros hacía bastante tiempo que centelleaban en color rojo. De hecho todas las predicciones sobre reducción de la actividad en el sector de la construcción español erraban año tras año, mientras los precios seguían subiendo a dos dígitos. Y aún así se seguía hablando de que al siguiente año se produciría el aterrizaje suave del sector.

Los que dan por hecho que habían suficientes motivos para pensar que la orgía crediticia e inmobiliaria acabara en un colapso se hacen otra pregunta: ¿cómo es que no se pudo hacer nada para evitarlo? En primer lugar los incentivos de los participantes en estos mercados (desde las familias que compraban las viviendas hasta los vendedores de hipotecas, los bancos, las agencias de rating, etc.) eran contrarios al interés general a largo plazo. Un entramado de incentivos perversos que se refuerzan unos a otros es muy difícil de revertir. Pero, además, tampoco había mucho interés en detener el proceso de sobreendeudamiento de familias y empresas. ¿Quién es el responsable público que hubiera intentado parar la fiesta inmobiliaria española, cuando ésta aportaba directamente una cuarta parte del crecimiento del PIB?

Una vez en este punto, la reforma del sistema financiero parece ir intrínsecamente ligada al nuevo mantra de la política económica: más regulación. Ciertamente la

falta de regulación en algunos mercados financieros (fundamentalmente los OTC) ha podido tener importancia en la gravedad de la crisis actual. Pero ojo: la regulación puede también derivar en incentivos perversos. Pensemos en Fannie Mae y Freddie Mac. La caída de estos gigantes inmobiliarios, esponsorizados por el gobierno federal de EEUU, fue crítica en la evolución de la crisis financiera en Estados Unidos. Estas empresas tenían una regulación muy estricta y, sin embargo, no mostraron un comportamiento más prudente que otras instituciones. El motivo es que el regulador tenía unos incentivos tan perversos como los del resto de participantes en el mercado. Fueron las presiones políticas, amplificadas por los incentivos de los gestores de las dos empresas, las que derivaron en la catástrofe. El gobierno federal quería mostrar que sus políticas conseguían aumentar la tasa de propietarios de vivienda y tanto las administraciones de Clinton como Bush presionaron a Fannie y Freddie para que concedieran más préstamos, aunque eso supusiera meterse de lleno en el mercado subprime.

¿Aprenderemos algo de esta crisis? No lo creo. La historia económica parece indicar que volvemos a tropezar en la misma piedra una y otra vez. Hace unos 8 años que explotó la burbuja tecnológica. Hace 10 años que el Long Term Capital Management estuvo a punto de socavar el sistema financiero debido a un problema muy similar al actual: una apuesta muy arriesgada realizada con un apalancamiento monumental. Entonces fue una apuesta sobre la convergencia de los tipos de interés y ahora ha sido una apuesta a que los precios de la vivienda subirían hasta el infinito. Y hace unos 20 años Estados Unidos se enfrentó a la crisis de las cajas de ahorros. No hace tanto tiempo que fenómenos similares se han producido y aquí estamos de nuevo. El sistema capitalista no produce ningún "free lunch". Para disfrutar de las ventajas de la asignación de recursos a partir del mercado hay que pagar un precio en términos de crisis cíclicas. Siempre ha sido así y parece que siempre lo será. A pesar de esto es, con diferencia, el mejor sistema de organización económica que existe. No necesita ninguna refundación. Lo que precisa es que sus gestores tengan claros unos cuantos principios económicos básicos. Entre ellos que el objetivo no es crecer a la máxima velocidad posible (y menos en un país desarrollado) sino crecer al ritmo del crecimiento potencial que marcan las ganancias de productividad.