

I JORNADA DE L'INSTITUT BALEAR D'ECONOMIA

TRANSCRIPCIÓ

Obertura a càrrec del Sr. Andreu Sansó Rosselló, Director General d'Economia.

Presentació dels conferencians

Xavier Freixas Dargallo

Llicenciat en Ciències Econòmiques i en Ciències Exactes, és Doctor en Economia per la Universitat de Tolouse, Catedràtic d'Economia Financera de la Universitat Pompeu Fabra i també és membre del Center for Economic Policy Research (CEPR) i *chairman* del Risk Based Regulation Program de la Global Association of Risk Professionals (GARP)

Abans ha estat professor de la Universitat de Tolouse, President de l'European Finance Association, Houbлон-Norman Senior Fellow del Banc d' Anglaterra, professor visitant de la Univerisitat de Harvard, de la London School of Economics i Oxford.

Ha publicat articles en revistes d'entorn internacional de gran prestigi com *Econometrica*, *Journal of Political Economy*, *Review of Economic Studies*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*.

En les seves activitats en el món professional i financer, ha estat assessor del Banc Mundial (Washington), de la Banque Nationale de Paris, de la Comissió del Sistema Elèctric Nacional (Madrid), del Banc Interamericà de Desenvolupament (Washington), del Mercat Espanyol de Futurs Financers, del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal de Nova York.

Des del començament de la present crisi ha visitat la Reserva Federal de Nova York, ha participat en conferències acadèmiques i professionals a Constance i a Brussel·les i és un dels experts consultats pel Report Sarkozy en el context de la presidència francesa de la Unió Europea.

José García-Moltalvo

Llicenciat en Ciències Econòmiques per la Universitat de València, és Doctor en Economia per la Universitat de Harvard, Catedràtic del Departament d'Economia i Empresarials de la Universitat Pompeu Fabra i és investigador de l'Institut Valencià d'Investigacions Econòmiques (IVIE).

Ha estat consultor del Banc Mundial i del Banc Interamericà de Desenvolupament.

Ha publicat articles a revistes com *American Economic Review*, *Review of Economic Studies*, *European Economic Review*, *Journal of Business and Economic Statistics*.

La seva recerca abasta molts d'àmbits. El sector de l'habitatge i de la construcció, l'ajuda al desenvolupament, la polarització i el conflicte social, l'economia financera i l'econometria.

Escriu habitualment al Diari “La Vanguardia”, “Avui” i “Expansión” i manté un blog molt actiu.

Antón Costas Comesaña

És enginyer per la Universitat de Vigo, llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de Barcelona (UB), és Doctor per la UB i Catedràtic de Política Econòmica de la UB.

El seu interès acadèmic i les seves publicacions es centren especialment en l'àmbit de l'anàlisi de polítiques públiques i en els processos de reforma econòmica. Les investigacions més recents es dirigeixen a polítiques de privatització, liberalització i regulació econòmica dels Serveis Públics. Ha dirigit nombroses tesis doctorals i publicat molts articles i llibres.

És Director del Master en Economia i Regulació dels Serveis Públics Econòmics de la UB, Defensor del Client a Endesa i actual President de Consell Consultiu d'aquesta mateixa empresa.

Desenvolupa una important tasca de divulgació i de comentari a diaris com “El País”.

Xavier Freixas

“Els reptes de la crisi financera”

Des del 19 de novembre de 2008, dia en que va sortir l'Informe de l'OCDE, sabem que Espanya està en recessió, i també que formen part d'aquest club d'Alemanya i de Japó. La crisi “subprime” ja és història: estem davant una crisi financera de dimensions molt més importants. La crisi “subprime” s'acaba el 15/09/2008; a partir d'aquí, varem entrar en la crisi del sistema financer i, en el futur, entrarem en la crisi real. Aquestes recessions que veiem són ja part de la crisi del sistema real que es va iniciar el 15/09/2008, quan es va produir la fallida de Lehman Brothers, i ens varem trobar, de sobte entrant, en una segona fase d'aquesta crisi, amb els problemes financers que coneixem actualment.

Encara que la crisi hagi afectat a tots els països desenvolupats, no ho ha fet de forma homogènia. La crisi “subprime” ha estat una crisi que ha tingut el seu epicentre als EE.UU, però, si a els EE.UU s'han vist afectat en les “subprime” per un volum de 181.000 milions, a Europa li han correspost 160.000 milions. De tal forma que EE.UU ha realitzat una molt bona política de màrqueting d'aquests actius tòxics cap a Europa. Segons els països, la situació és diferent: a Espanya no n'hi ha, i en canvi Alemanya i Noruega han invertit en aquets tipus d' actius, anomenats “tòxics” i, per tant, en pateixen les conseqüències. Les pèrdues borsàries, per bé que espectaculars, també són força diferents d'uns països als altres.

Els preus de les matèries primes tenen una volatilitat impressionant. Fa dos dies el preu del petroli podia arribar a 200\$ el barril i actualment està a 50\$. Amb aquesta volatilitat, uns països obtenen guanys sensacionals i altres pèrdues dramàtiques, la qual cosa també té implicacions en el moviment de les divises.

Des de primer de gener veiem com la borsa espanyola ha perdut el 44%, la d'Amsterdam el 54%, Londres el 36% i Frankfurt el 43%, París 43%, Nova York 37%. Són unes pèrdues absolutament impressionants les que s'han originat en aquesta crisi financera.

Per a poder parlar de l'origen bancari de tot aquest fenomen i les seves implicacions financeres, s'ha de comentar la qüestió del que s'anomenen bombolles. Quan parlem de bombolles, com a sobrevaloració d'un actiu financer, vol dir que el preu d'un actiu està per sobre d'allò que podem considerar el seu valor fonamental. Per exemple, en el cas immobiliari, el preu de l'actiu està per sobre del valor dels lloguers futurs o en el cas borsari per sobre del flux de dividendes esperats. També pot haver bombolles en el cas més complicat del risc de crèdit CDS. Els Credit Default Swaps, que és una assegurança de crèdit, s'estaven comprant i venent a preus molt baixos perquè s'entenia que el risc era molt limitat. Per tant, des d'aquest punt de vista, també hi havia una bombolla sobre els actius que no tenien prou en compte el risc en el seu preu.

Estam en presència d'un fenomen de risc sistèmic, una crisi que afecta a tothom. Teòricament per tenir una crisi sistèmica fan falta tres factors:

1. Un entorn macroeconòmic fràgil.

Basilea II, aquestes noves normes de regulació financera, estableixen un factor macroeconòmic de risc. Aquest factor únic de risc ha evolucionat de forma desfavorable per les economies.

2. Contagi.

Típicament, els economistes pensen en contagi a través d'expectatives que canvien, en contagi a través del sistema de pagament o a través del que anomenen "l'efecte dominó" en el qual, si una entitat fa fallida això implica pèrdues per a un altra entitat que pot fer fallides etc. En aquesta crisi hem vist un altre tipus de contagi.

3. Un detonador.

El detonador ha estat, òbviament, la crisi "subprime"

Des d'aquest punt de vista, doncs, la crisi actual és una crisi clàssica. El que no és clàssic en absolut és el que s'ha produït en quan al contagi.

Però, parlem primer de l'entorn macroeconòmic. Aquí podem esmentar la política de Greenspan, que va abandonar el càrrec havent tingut molt èxit, va aconseguir una època

anomenada de “Great Moderation” en que hi havia una bona estabilitat financera, i una volatilitat reduïda en les taxes de creixement, és a dir un creixement regular.

Els tipus d’interès eren reduïts i els tipus d’interès reals eren excepcionalment baixos. La política monetària havia permès limitar la inflació però, això sí, el que no sabíem quan Greenspan va deixar el càrrec és que aquesta gran moderació, aquesta estabilitat financera portava en ella mateixa els factors de les bombolles en els mercats immobiliaris i en el mercat borsari.

Per què? Perquè quan una persona compte que hi haurà tipus d’interès baixos, calcula a partir de tipus d’interès baixos a llarg termini el valor dels fluxos, com per exemple en el mercat immobiliari. Un es dona compte que són valors molt elevats i això justifica les bombolles en aquets mercats.

El segon punt necessari per tenir el risc sistèmic a nivell bancari és el contagi. Aquí és on hem estat sorpresos, perquè hi ha hagut un contagi espectacular entre països. Inicialment pensàvem que la crisi “subprime” era un problema americà, però ens varem donar compte que no era així, que és un problema mundial. El que hem vist és un contagi entre actius, sobre tot a través de la liquiditat. La manca de liquiditat ha fet que els actors econòmics hagin de començar a vendre actius i hagin de canviar la seva estratègia. Això ha estat un efecte molt important: la manca de liquiditat ha dificultat la obtenció per a totes les entitats i fins i tot fallida d’algunes. Ho varem veure inicialment amb Northern Rock, que no es podia finançar a pesar de ser considerada una entitat solvent des del punt de vista del Banc d’Anglaterra i de la Financial Services Authority, responsable de la regulació bancària. Malgrat la percepció favorable de les autoritats de regulació es va trobar en la incapacitat d’obtenir recursos en el mercat.

Aquesta falta de liquiditat ha estat un primer vincle de contagi d’una entitat a un altra i ha afectat a totes les entitats. Els bancs centrals han reaccionat, però això no ha estat suficient i les entitats han continuat venent actius, limitant el crèdit, etc.

També hem d’esmentar l’impacte de les agències de ràting. Quan l’avaluació d’un actiu financer es revisa a la baixa, els ràtings baixen i els fons d’inversió poden decidir vendre actius que consideren massa arriscats. Això és un fenomen que augmenta les vendes en el mercat i que, per tant, constitueix una pressió a la baixa sobre els preus dels actius financers. El fenomen es veu reforçat amb les regles contables actuals. Les regles contables actuals fan que els bancs hagin de calcular el preu del que tenen en cartera per el seu valor dia a dia i, per tant, si baixa el preu d’un actiu, això genera una pèrdua per el banc. Aquest pot decidir, si considera que la seva posició ha esdevingut massa arriscada, vendre aquest actiu. Així s’incrementa la pressió a la venda sobre els mercats financers.

El mètode “*originate and distribute*” utilitzat per els bancs, i consistint en originar préstecs per després vendre’ls al mercat. La pregunta fonamental és: causa o detonador? Entenem que és detonador perquè l’entorn macroeconòmic ja estava marcat per la presència de bombolles en els preus d’alguns actius. Però també s’ha produït un

problema d'opacitat en aquests actius. El que s'ha venut són productes financers que de vegades el propi inversor no sabia com valorar. De fet, l'inversor comprava aquests actius perquè es fiava de Lehman Bros, de Goldman Sachs o de les agències de ràting. A partir del moment en què s'ha perdut aquesta confiança, és el moment en què podem parlar d'actius tòxics. Ningú en el mercat no té una visió clara dels fluxos de caixa que hi ha darrera d'aquets actius, i això crea incertesa en el mercat, ja que no es pot identificar quins bancs són actualment solvents i quins estan en dificultats.

Crisi sistèmica clàssica, amb mecanismes de contagi que no s'havien vist mai anteriorment. Com és que això ha portat els bancs a una situació de tal fragilitat financera? Es poden proposar cinc teories de la crisi bancària.

1.El capital bancari s'ha reduït.

El capital bancari s'ha reduït de forma inesperada. Concretament el que s'ha produït és que els bancs sovint creaven entitats de titulització que dissenyaven com entitats que consideraven fora del seu àmbit i del seu balanç i, per tant, entitats alienes a les que cedien préstecs titulitzats. El banc considerava que aquests paquets de préstecs es cedien a un externa i amb la qual, òbviament no consolidava. Simultàniament tenien una temptació molt raonable: si els tipus d'interès a llarg termini són més elevats que els de curt termini, és rendible fer que aquesta entitat es financi a curt termini i que vagi renovant el seu finançament cada 15 dies quan els seus actius són actius d'hipoteques a 15 anys, amb tipus més elevats.

Llavors...què passa? Que els bancs sistemàticament han atorgat una línia de crèdit a la entitat adquirent dels préstecs titulitzats. Així, en cas de que el mercat no comprés aquest actiu a curt termini el banc garanteix que l'entitat podrà obtenir finançament del propi banc. I això és precisament el que ha passat: entitats que estaven en principi fora de l'abast del banc, amb les que només hi havia una línia de crèdit, han acabat obtenint un préstec del banc. La línia de crèdit que es cobria amb un percentatge reduït de capital, al ser considerat el risc com molt baix, s'ha activat i el banc s'ha vist obligat a finançar a l'entitat externa adquirent dels préstecs titulitzats. Per tant, el banc ha de consolidar amb aquesta entitat externa en un moment en el que l'entitat externa té pèrdues perquè els seus actius són actius tòxics.

Així, el banc, que pensava que s'havia tret de sobre una sèrie de préstecs, els ha de repatriar en el moment en que les pèrdues són més clares i en què el mercat aquest actius potser s'estan infravalorant. El preu d'aquets actius tòxics és un preu que reflecteix el fet de que ningú els vol comprar al desconèixer els fluxos de caixa, determinants fonamentals d'aquets actius tòxics. El que sí sabem és que la falta d'adquirents porta a un valor del mercat molt baix, que comporta pèrdues per les entitats bancàries. Inmediatament el banc, que ha de repatriar aquests préstecs que suposava eren externs, repatria l'entitat i les pèrdues. Per tant el coeficient de solvència s'ha de reduir automàticament. Això no s'ha produït a Espanya, on la regulació bancària més estricta ha permès preservar a les entitats d'aquest fenomen.

2. Opacitat dels productes financers.

Aquesta no és una situació de selecció adversa, ja que ni la part compradora ni la part venedora no saben exactament què hi ha en alguns dels actius que s'han creat a través del model de "originate and distribute". A partir d'un moment es produeix el que s'anomenen actius tòxics, perquè no se sap quina és la rendibilitat d'aquets actius. El primer que s'observa és que les taxes d'incidències en hipoteques americanes augmenten i, a partir d'aquí, hi ha actius que es consideraven AAA, molt segurs, que de sobte apareixen AA cada vegada menys segurs i per tant allò que s'havia comprat com una inversió molt prudent resulta que era una inversió amb molt més risc del que s'havia pensat.

L'opacitat...què vol dir? Un mercat en el que no sabem el que estem comprant és un mercat pràcticament sense transaccions perquè a partir d'un moment en que algú em vol vendre un actiu, penso que ell sap que m'està estafant. En aquesta dinàmica evidentment no hi poden haver transaccions: cada banc ha de repatriar els fons de titulització que considerava externs. Fins i tot ho hem vist en el mercat interbancari, un mercat on les entitats financeres es deixaven reserves a 1 dia, 3 mesos o 6 mesos. Tot això s'ha reduït a 1 dia, i a 3 o 6 mesos són pràcticament mercats que no s'utilitzen. Hi ha hagut una congelació d'aquets mercats, que son ara mercats sense transaccions.

3. Comportament procíclic dels bancs: balanç i apalancament financer.

Un tercer element important és l'observació següent: quan les entitats financeres estan vivint un període favorable tenen tendència a augmentar el seu palanquejament financer, a incrementar el seu balanç i, per tant, el seu balanç conté més risc. Podem dir que és un cercle virtuós, en el sentit de que augmenta la rendibilitat al tenir el plantejament financer. Però si anem en l'altre sentit...què vol dir això?. Que un banc que té dificultats financeres, pèrdues, decideix reduir el seu palanquejament financer, i vendrà actius en el mercat. Llavors això és una pressió a la venda i aquesta evidentment actua sobre els mercats financers de forma important.

4. Rigidesa del model de negoci.

Evidentment quan un pensa què hi ha en comú entre Northern Rock, els bancs d'Anglaterra i Islàndia, la resposta és que tots ells es financen a l'engròs; són bancs que quasi no tenen dipositants minoristes i on el negoci es basa en captar fons en els mercats i fer inversions. És una estructura en què es cerca un marge suficient i es van a cercar fons en el mercat internacional. Es fan préstecs hipotecaris, però en general si pensem en Lehman Bros. es fan operacions a nivell mundial. Per això és un model molt rígid, si de sobte ens trobem en què el cost dels fons bancaris augmenta, si de sobte descobrim que és impossible finançar-se a l'engròs perquè els mercats es congelen, doncs aquest model de negoci ha de desaparèixer. La rigidesa del model de negoci ha estat un factor en la crisi actual.

L'alternativa: dilluns, City Group anunciava que llicenciaria a 52.000 persones. És un model de negoci minorista, no com el model de Lehman Bros. que és un model majorista-majorista, i per tant la rigidesa d'aquest model de negoci tant per als bancs d'Islàndia com per a Northem Rock ha portat a les fallides que hem observat. Els banc com City Group el que fan és reduir la plantilla, reduir negoci. City Group fins i tot va vendre el negoci bancari alemany als bancs alemanys. Llavors aquí no hi ha fallida, sino una reducció que el sistema financer pot digerir més bé, encara que, possiblement, la crisi real sigui la mateixa.

5. Piràmides financeres.

Les piràmides financeres, de vegades anomenades "Ponzi Game" són fenòmens generalment fraudulents. Els diners que ingressen els nous dipositants serveixen per pagar els interessos dels dipositants anteriors i això, evidentment, permet pagar amb una operació fraudulenta el 20% dels interessos.

Recordem que al 1995 a Albània hi havia esquemes piramidals d'aquest tipus, que la gent venia la seva casa per invertir en un dipòsit que donava el 20% d'interessos, i que la cosa va acabar amb armes al carrer. Aquest fenomen fraudulent, no és en absolut el que hem observat. Però de vegades ens trobem en els mercats financers que el frau o la incompetència són coses molt similars i aquí no parlo d'incompetència individual. D'alguna forma hi ha hagut un comportament general on s'han fet préstecs hipotecaris basant-se en la hipòtesi de què el preu de l'habitatge augmentaria i per tant s'ha retribuït als inversors sobre la base d'aquest model. Però aquest model era incorrecte, i per tant ens trobem que hem obtingut més i més inversors de forma piramidal basant-nos en una rendibilitat prevista que ara hem descobert, massa tard, que era errònia. Això vol dir que la gent s'ha endeutat més i més per adquirir bens immobiliaris amb aquesta idea que el preu dels bens immobiliaris continuaria pujant i els bancs han fet préstecs basant-se en les mateixes expectatives. Ara ens donem compte, massa tard, que hi havia un risc molt més elevat i que potser el preu de taxació del 2006 no era una avaluació prudent del valor d'un habitatge al 2008.

Algunes lliçons sobre la crisi actual.

En primer lloc, a causa de la opacitat dels actius bancaris és molt difícil determinar la solvència bancària i això ha estat un fenomen que ha estat present des del primer moment. Els bancs han estat reticents a fer préstecs a altres entitats financeres perquè no sabien quantes "subprimes" i quins actius tòxics tenien, les entitats contrapartides del préstec. D'aquesta manera el mercat interbancari s'ha congelat pel risc associat al desconeixement del valor dels actius dels altres bancs. Ho hem vist també en la forma de declarar pèrdues: Merrill Lynch, cap al 15 de juliol va anunciar que tenia pèrdues i va declarar que aquestes ja eren les últimes, que ja estava tot sanejat; evidentment el 30 de juliol va haver-hi pèrdues addicionals de Merrill Lynch. I és cert que l'avaluació de les pèrdues d'una entitat bancària és complexa. Els que recordeu la crisi de Banesto al 1993, durant un temps no quedava clar si havia pèrdues o no, i finalment varen descobrir que era un frau espectacular. Però, per confirmar-ho, primer el banc d'Espanya havia d'entrar en els comptes de la entitat. El mateix passa aquí, els bancs tenen actius opacs i és molt difícil valorar el risc de solvència d'un banc.

El mètode de comptabilització també fa que el que és el capital d'un banc pugui evolucionar. Cada dia el capital del banc pot canviar i això produeix encara més incertesa. El regulador suís, per exemple, quan calcula el capital de UBS ho calcula basat en un model que utilitza l'índex de volatilitat VIX. Llavors, si puja el VIX, el capital de UBS immediatament baixa. El VIX reflecteix la volatilitat dels mercats, que depèn de tot una sèrie de fenòmens, i, per tant, aquests fenòmens repercuteixen sobre el capital de UBS, el qual entra immediatament en una situació fràgil. Tot això és degut a la utilització de les regles comptables de anomenades de "*fair value accounting*", comptabilització el valor de mercat.

Un segon punt que voldria comentar que hem après amb aquesta crisi és que hi pot haver un canvi de règim, perquè inicialment alguns deien, "*bé, però potser això és una correcció del mercat*", fent referència a un comportament dels agents econòmics que, abans infravaloràvem el risc i ara ja l'estant valorant correctament. S'equivocaven; es tracta d'un canvi de règim, passem d'un mercat perfecte interbancari a 3 i 6 mesos que funcionava perfectament a un mercat que deixa de funcionar i per tant no és una correcció, és un canvi en la forma d'actuar dels agents econòmics.

És veritat que els "spreads" per risc, la diferència entre l'interbancari i el tipus de les lletres del tresor, han augmentat molt. Aquesta és evidentment la part de correcció, però no és només una correcció és també un canvi de règim: passem a un mercats en que no hi ha transaccions.

El tercer punt és que s'observa una prociclicitat en el comportament dels bancs i això té una gran importància per la crisi real, ja que afecta a les empreses directament. Què sabem de tot això? Sabem que al començar una recessió, encara que sigui una lleu recessió, (no cal que sigui la definició estadística de dos trimestres seguits de creixement negatiu) quan els bancs veuen que la situació es deteriora, canvien els estàndards per als préstecs i, de forma molt prudent, fan préstecs en condicions més estrictes. Aquest mecanisme reforçarà la crisi i és un mecanisme procíclic. El mateix succeeix en la reducció de capital. Si UBS veu que el seu capital s'està reduint, immediatament reaccionarà fent molts menys préstecs i el mateix per les entitats bancàries espanyoles. Aquest fenomen ja l'hem començat a veure. Simultàniament, amb les peculiaritats d'aquesta crisi (això sí que és específic d'aquesta crisi), l'afany de tenir una reserva de liquiditat és més elevada que en crisis anteriors, com la del 1992. Les entitats financeres volen mantenir liquiditat. Si inverteixen més en actius líquids, com reserves o lletres del tresor, la seva inversió creditícia es veu reduïda.

I per últim, evidentment, això té un efecte real. L'oferta de crèdit afecta al preu dels actius reals i l'exemple més senzill és la hipoteca. Fa dos anys obteníem un finançament gairebé al 100% d'un habitatge amb la base del valor de taxació del moment i ara, en canvi, no és així. De resultes, el mercat d'habitatges és un mercat en què ens diuen que els preus no han baixat, però també ens diuen "*vosté faci una oferta*". Això vol dir que teòricament les transaccions són al mateix preu, però que el venedor pot fer rebaixes

d'un 25% per poder vendre. Per el comprador, com que el banc no li atorga un préstec per el 100% sinó només per el 75% del valor de taxació, la posició de negociació és tal que el preu efectiu de les transaccions immobiliàries és més baix, conseqüència directa de les restriccions creditícies.

Un quart punt que hem de veure, i aquí potser no tinc una solució alternativa, és que les regles comptables han canviat. Es comptabilitzen els actius al seu preu de mercat i això, a priori, sembla la forma més correcta i raonable de comptabilitzar un actiu. Un dollar és un dollar i per tant el preu d'un dollar és el preu de la cotització avui, no el preu de la cotització quan el vaig comprar, no el preu de la cotització que jo preveig d'aquí dos anys. Aquesta és, evidentment, una regla fonamental. Però què passa si tenim mercats amb poca liquiditat? Llavors no podem utilitzar el mercat perquè no és representatiu. Amb la crisi ens hem donat compte d'un segon fenomen: en mercats líquids pots estar utilitzant un preu sobrevalorat pels teus actius i, per tant, d'aquesta manera, els bancs han estat fent préstecs en base a preus immobiliaris sobre un mercat relativament líquid. Després ens donem compte que aquets preus comportaven una bombolla i això és un problema relacionat amb com s'ha de comptabilitzar el valor d'una garantia hipotecària, es a dir, com s'ha de calcular el preu d'un habitatge. Doncs és clar, al banc li interessa saber quin és el preu d'un habitatge d'aquí 3 anys, que és quan es produirà la morositat sobre el préstec que s'atorga avui.

Enfront d'això que hem vist, queda clar que el banc central ha de proveir liquiditat i els bancs centrals ho han reaccionat molt bé, tant a Europa, on hi havia mecanismes que ho permetien directament, com a EE.UU, on s'han inventat mecanismes nous. El que no sabíem és que els bancs centrals poguessin fer préstecs de forma arriscada. I han fet molt bé de fer préstecs assumint risc, en què han admès garanties de qualitat dubtosa. I la raó és que els bancs centrals havien d'injectar liquiditat i, per tant, una vegada els bancs ja han proporcionat com a garantia el que són lletres del tresor han d'anar més lluny i fer préstecs contra altres tipus de garanties. Els bancs centrals han hagut d'arriscar-se i, per tant, si un mira avui els balanços dels bancs centrals, aquets són molt més fràgils del que eren fa dos anys.

També hi ha altres lliçons del comportament dels bancs centrals. El sistema de garantia de dipòsits, tot allò que ens permet una estabilitat bancària i financera, bancària sobretot, el fet de que tinguem uns ratis de capital Basilea II, tot això forma part de la

xarxa de seguretat. Pensàvem que la xarxa de seguretat era un mecanisme definit pels bancs i hem descobert que és molt més ampli, perquè inclou entitats que no són bancs comercials com el cas de Bear Sterns o companyies d'assegurances com AIG. Així, hi ha entitats que sense ser bancs tenen un impacte impressionant sobre l'activitat financera. Si AIG hagués fet fallida això hagués volgut dir que multitud de bancs haguessin quedat sense cobertures arrel del món i, per tant, hi hagués hagut un fenomen de contagi absolutament espectacular. Rescatar AIG ha estat una de les grans operacions que ha fet la FED per mantenir, dins del que cap, una certa estabilitat financera. Si AIG hagués fet fallida les repercussions haguessin estat realment impressionants.

Hi ha aquí una part de responsabilitat de la regulació financera, perquè en el context en de Basilea II, en què estem parlant de gestionar i mesurar el risc, i de plantejar el pitjor escenari, queda clar que això no ha funcionat tal com es volia.

Quins problemes hi ha hagut amb la regulació financera? Primer la titulització. Els bancs pensaven que s'havien tret de sobre una sèrie de préstecs bancaris i els han hagut de repatriar. Això era una cosa que el regulador d'Espanya ja ho havia previst però no ho havia considerat en aquest escenari.

Segon, les agències de ràting han tingut un paper fonamental amb tot això. Les agències de ràting no són bancs, no estan regulades pel sistema bancari, i el seu estatut és l'estatut d'un periodista. Llavors quan hi ha un problema jurídic aquestes entitats parlen del dret a publicar notícies. Tenen un paper fonamental perquè les transaccions es fan en base a aquest ràting AAA, però després la responsabilitat que tenen és molt limitada, perquè poden, senzillament, acollir-se a aquesta idea que són periodistes. Expressades així, les coses potser són exagerades, però és veritat que hi ha hagut models d'aquestes entitats que eren incorrectes en la valoració d'alguns dels actius financers i no hi ha hagut ningú per verificar-ho. Una anècdota sobre això que vaig veure el mes de juliol, deia un mànager de fons d'inversió que les agències de ràting fan el ràting, però diuen el que han fet. Jo he vist ràtings que estan fets en base del 30% només de la cartera perquè l'altre 70% no havia declarat els ingressos, no havia declarat el valor de l'habitatge o no havia declarat si tenien feina.

Evidentment si l'inversor es fia massa de que això és un actiu AAA i ja està, evidentment no hi ha cap disciplina i tot es basa en la confiança absoluta en aquets

ràtings. Després resulta que els ràtings són lo que el model ha dit, però es descobreixen que són actius tòxics, immediatament el ràting baixa, el preu baixa, etc.

El mateix pel que fa a AIG: s'han de regular les agències d'assegurances? No, no cal, però el que sí s'ha de regular és que no pot ser que una agència com AIG, anomenades "monolines", que estan assegurant crèdit a bancs d'arreu del món, concentri tots aquests riscos en la seva cartera. Això ha de passar per un mercat organitzat. Per tant la solució aquí és ben senzilla: hi ha d'haver un mercat organitzat de derivats i els derivats no poden ser productes purament bancaris, completament opacs, s'han sotmetre a les regles que coneixem de mercats de derivats organitzats.

La crisi bancària a Espanya té algunes característiques diferents. Aquí el regulador ha estat molt més estricte que en altres països i és veritat que el Banc d'Espanya té més poder sobre les entitats bancàries espanyoles. Es veu com un regulador amb molt més poder que en altres països, on potser les coses són més consensuades. Recordo fa un mes a la ciutat financera del Santander, don Emilio Botín ens deia que gràcies al Banc d'Espanya havien aconseguit tenir unes reserves de 6.000 milions d'euros per afrontar la crisi. Els mateixos bancs que han estat protestant contra la política molt estricta del Banc d'Espanya, ara són els primers que diuen que estan absolutament satisfets d'haver passat pel l'adreçador i d'haver seguit aquestes regles molt més estrictes que les dels altres bancs centrals d'Europa. Durant tots aquets anys s'han queixat dient que els bancs francesos i els bancs alemanys no tenien aquestes restriccions, i que no podien donar als seus accionistes tants dividendes com els seus competidors europeus. Ara, en canvi veuen l'avantatge que han tingut.

La prudència del Banc d'Espanya s'ha manifestat en dues normes. La primera és una la provisió estadística. El Banc d'Espanya ha tingut la valentia d'enfrontar-se a la regulació i a la legislació comptable. Les normes internacionals financeres, els estàndards financers internacionals estableixen que s'ha de comptabilitzar les provisions quan es veu que hi haurà un problema amb un préstec. El Banc d'Espanya mantenia la posició oposada, dient: "en el moment en que vostè fa un préstec hi ha una provisió perquè vostè sap que d'aquí 3 anys hi haurà una certa probabilitat de fallida i per tant ho ha de fer avui". Llavors, a través del cicle això es compensa i ara les entitats bancàries estan recuperant aquestes provisions per enfrontar-se a les pèrdues que està generant l'activitat bancària. En aquets sentit el Banc d'Espanya estava en el límit de la legalitat,

però ho va tirar endavant i ara tothom, evidentment, està encantat. La reputació del Banc d'Espanya dins d'Europa ha quedat reforçada. Pel que fa a la segona norma del Banc d'Espanya, la titulització a Espanya queda definida pel fet de que no hi hagi absolutament cap vincle amb allò que s'ha titulitzat. Si està fora de balanç no hi pot haver cap línia de crèdit, i això també a anat molt bé perquè ha estat un dels primers fenòmens que hem vist. Enfront d'això qué passa? Que aquesta norma ens ha estalviat evidentment la crisi "subprime". Però sabem que els bancs espanyols han estat molt implicats en el finançament de les promocions immobiliàries. Amb una dificultat afegida, els contractes per promocions immobiliàries comporten un període de carència i, per tant, no hi ha cap obligació de fer pagaments durant un cert temps, amb la qual cosa no hi ha cap obligació de declarar la morositat, encara que un pensi que aquests préstecs són dubtosos. Per tant, tenim nosaltres també un període de carència. Aquest problema encara no ha sortit, però comença a fer-ho, i el que hem vist és que la morositat del sistema bancari, que estava pràcticament al 0% el 2006, sembla que cap a final d'any la CECA la situa al 3,5% per a les caixes d'estalvis. Les previsions de la CECA de cara al 2009 són que podria estar a un 6%. Recordem que la xifra record del Febrer de 1994 és del 9,15%, llavors evidentment sobre aquesta morositat es recupera una part, ja que una part són actius immobiliaris, però, evidentment, si aquests actius són promocions, allò que recupera és molt menys que si aquets actius són habitatges de residència al centre de Madrid o al centre de Palma i per tant hem d'anar en compte que un 6% pot ser molt greu enfront el 9,15% que havia al 1994, segons el tipus d'inversió que s'ha fet.

Hi ha hagut molts tipus de solucions, ho hem vist en els diaris. Segons ha sortit en el debat presidencial nord-americà, hem d'ajudar als deutors hipotecaris. El cost d'això és, primer l'ajuda, però els bancs tenen uns beneficis. Llavors els bancs no tenen cap problema a partir del moment en que paga el Govern en lloc del deutor hipotecari. La qual cosa vol dir que finalment has de pagar prou perquè els bancs mantinguin el marge de beneficis. Això és molt car per el contribuent, es tracta de la solució més costosa.

La solució original del Pla Paulson era comprar actius tòxics. És la solució més incerta perquè no sabem quants actius s'han de comprar, no sabem si els 700.000 milions de dollars és una gota en un oceà o si és una quantitat que farà que immediatament hi hagin transaccions en aquest mercat, etc. Es desconeix i, per tant, és la solució més incerta.

La solució més injusta és segurament injectar capital recompensant la incompetència. D'alguna forma els governs es troben en què no tenen massa opcions. El govern suís realment no pot deixar que UBS faci fallida, el govern holandès no pot deixar que ING s'enfonsi, és part del sistema financer holandès i per tant, aquí no hi ha hagut altra solució. S'ha fet de formes diferents: el Warren Buffett va injectar fons a Goldman Sachs, a un 10%, una rendibilitat molt apreciable. Barclays fa dos dies rebutjava l'ajut, la injecció de capital per part del govern britànic perquè l'havia de remunerar al 12%. Després va acceptar, en canvi la participació d'un grup d'inversors que remunera al 14%. Evidentment va veure com els accionistes de Barclays estaven en pura revolta. No volien sentir parlar d'aquets equip directiu que el que vol és no tenir que veure amb el govern però, en canvi sí tenir que veure en grups d'inversors remunerant-los a un 2% més.

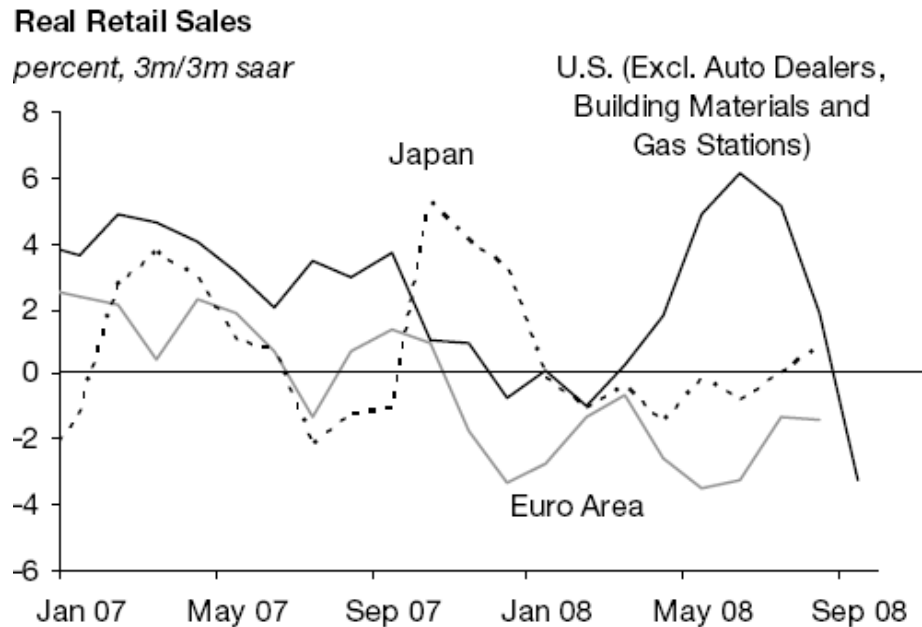
Efectes reals d'una contracció bancària? Hem vist recentment com els beneficis empresarials de les empreses de l'IBEX han baixat un 10% el tercer trimestre, hem vist altres fenòmens associats com el dijous passat quan les asseguradores de crèdit internacional deixaven d'assegurar a Ford i a General Motors. És un fenomen que val la pena recalcar i, per tant, tots els proveïdors mundials de Ford i General Motors es troben que, o no venen, o han d'assumir el risc. És un fenomen particularment important.

Previsions a Espanya? La OCDE declarava recessió i la previsió per al 2009 per l'OCDE per a Espanya és d'un decreixement negatiu de -0,9%. Jo seria més pessimista, el BBVA té una previsió de -1,5% i en el pitjor escenari segons el BBVA seria -1,8%. Són cifres molt elevades, i és que estem en presència d'una crisi realment espectacular.

Ens trobem que hi ha certes dificultats en utilitzar previsions. Si de veritat pensem que hi ha hagut un canvi d'equilibri, un canvi de règim és molt difícil utilitzar les dades històriques per preveure el que es produirà demà.

Què podem dir de l'impacta de la crisi sobre l'activitat real? Ha sortit fa molt poc un número de la revista *Outlook* del FMI en què mira les característiques de les crisi per 17 països desenvolupats. El resultat no és massa optimista. Primer, si la crisi ve precedida d'una crisi financera pitjor. Segon si és una crisi bancària, encara pitjor. Ens salvem en que és pitjor per països més basats en un sistema de mercat que no en un sistema bancari com el nostre. Des d'aquest punt de vista, si és una consolació, serà pitjor a EE.UU i al Regne Unit, que tenen més un sistema financer basat en el mercat.

Els descens en els índex de confiança és espectacular. L'índex de confiança a Japó està a nivells baixíssims, com l'índex de confiança a EE.UU. L'índex de confiança pel que fa a Europa, tant per la Unió Monetària Europea com per la resta, és d'un descens absolutament espectacular.



El gràfic mostrat 'evolució sobre vendes recents. Quan veiem les dades sobre el mercat del automòbil són dades espectaculars. Recordo a les dades del mes d'octubre una davallada de Renault del 10%, del 50% de Mercedes i mentre Porsche presentava una pujada espectacular. Aquestes són dades importants. La crisi també té certs aspectes que beneficien a alguns agents. Per tant tenim segurament un fenomen en què la crisi és més important en el segment de qualitats mitjanes i en canvi pel segment més alt i més baix la crisi no és tan important.

També apareixen nous riscos. Ens ha agradat veure que hi havia plans de rescat per al sistema bancari però, com es finançarà això? Ho hem de pagar nosaltres avui? No, ens donen uns anys. Això vol dir que el govern emetrà deute públic i aquest deute públic, gràcies als impostos futurs, s'anirà reparant. Si tots els governs han d'emetre al mateix temps, les empreses ho tenen molt difícil per sortir al mercat financer. És el que anomenem l'efecte "crowding out". Tots els governs s'han coordinat, i ens agrada molt aquesta dimensió, però l'altra cara de la moneda és que ara tots ells hauran d'emetre obligacions en condicions competitives i això serà problemàtic.

Hi ha un risc de divisa. Si recordeu la crisi de 1929, un dels aspectes més negatius que hi va haver varen ser les devaluacions competitives. Els països fixaven les seves divises respecte a l'estàndard d'or i va provocar un efecte de competir a aquest nivell. Això va ser un element fonamental de la crisi espectacular que hi va haver. Això ara no ho tindrem, però sí hi haurà moviments de divises molt volàtils. Últimament sabem que el dollar australià està a nivells baixíssims, ha perdut un 40% i no sabem perquè: està associat a tipus d'interès, està associat a perspectives de creixement, està associat al preu dels recursos naturals (Austràlia té una bona oferta de recursos naturals)... Ens trobem amb una volatilitat espectacular i un risc potser de sobrerregulació. El fet de que, de sobte, els governs diguin que els banc han de ser part de l'administració pública, evidentment seria molt negatiu per l'activitat econòmica.

Per finalitzar, estem en un entorn molt diferent, desconegut. Quina ha de ser la nostra actitud? Considerar els fonamentals, el que són els riscos reals i els fluxos de caixa de cada instrument financer. Això serà molt diferent segons el país, el sector i el producte i, en aquest sentit, aquí hi ha una base per a una anàlisi financera ben feta que consideri el risc i que estableixi una estratègia a llarg termini. Es pot invertir? Sí, però en la base al llarg termini i no esperar fer beneficis demà. I tot això, limitant el risc de liquiditat, que és una de les lliçons importants d'aquesta crisi a la que hem assistit.

José García – Montalvo

“El sector de la construcció”

En esta presentación hablaré del sector del inmobiliario y de las conexiones con la situación financiera que se está viviendo en estos momentos, así como de la situación de la economía real. Insistiré en algunos aspectos que tienen que ver no solamente con la cuestión inmobiliaria, pero también en la transmisión de los problemas al sector financiero y al resto de la economía.

Una apuesta equivocada: el precio de la vivienda no puede caer

La causa fundamental del riesgo sistémico que se ha generado en el conjunto de la economía es una apuesta que hicieron todos los participantes de los mercados, tanto

inmobiliarios como financieros. La apuesta fue que los precios de la vivienda no podían bajar. Este supuesto ha sido utilizado para valorar activos, para valorar los subyacentes de los activos que se titulizaban, etc. De manera que se ha generado un riesgo sistémico, o no diversificable, porque todos los agentes utilizaban el supuesto de que los precios seguirían subiendo indefinidamente. La apuesta ha sido tan grande que, por ejemplo, John Paulson ganó 3.500 millones de dólares sólo en el año 2007, tomando posiciones cortas en el mercado subprime, mientras todos los otros seguían jugando a largo a que los precios seguirían subiendo. Paulson era de los pocos que apostaba que los precios agregados de la vivienda en Estados Unidos bajarían y, por lo tanto, los precios del subyacente bajarían y el precio de los activos denominados tóxicos también bajaría. En esta apuesta ganó 3.500 millones de dólares, que no está mal. Obviamente, no podemos ponernos cortos en el mercado de viviendas así como así. Paulson utilizó los CDS sobre hipotecas subprime, y aquí volvemos otra vez al tema financiero: los CDS son productos financieros que, para que nos hagamos una idea, llegaron a representar entorno a 62 billones de dólares. ¿Es esto mucho o poco? El valor del PIB de EE.UU son 14 billones (europeos) de dólares; en los CDS son, 64 billones de dólares; por tanto, es 5 veces el valor del PIB de EEUU. Los mercados OTCs (“over the counter”) son aproximadamente 526 billones de dólares. Estamos hablando de mercados que están muy poco regulados y representan una cantidad en términos del PIB que es simplemente enorme.

Incentivos perversos y crisis financiera

En la génesis de la situación económica actual se encuentra una cuestión importante de incentivos perversos. ¿Cómo hemos llegado a esta situación? No podremos salir de esta situación hasta que no sepamos cómo hemos llegado realmente. Y no me refiero a lo que serían indicadores descriptivos, de qué es lo que ha pasado, a qué precio se intercambian los activos, sino a lo importante: a lo que hay detrás de todo esto. Detrás de todo esto hay básicamente un problema de incentivos perversos en todos los participantes de estos mercados.

Hagamos un pequeño repaso de todos los incentivos perversos, dónde están localizados y de qué manera funcionan. Muchas familias tenían incentivos perversos porque se endeudaban comprando viviendas que sabían que no podrían pagar pero, ¿por qué lo hacían si pensaban que en medio plazo no podrían hacer frente a los pagos?

Simplemente porque el supuesto de que los precios seguirían subiendo hacía que ellos pudieran tener ganancias de capital sobre ese activo y, por lo tanto, con estas ganancias de capital podían seguir solicitando crédito. ¿Y si la apuesta salía mal? A la familia no le importaba porque devolvía las llaves y punto. No es como en España donde, si la vivienda vale menos que el valor de la hipoteca que se debe te embargan el coche, parte del sueldo, etc. Por tanto en EEUU estas compras eran una especie de alquiler con opción de compra: si las cosas iban mal, era como un alquiler; si las cosas iban bien y los precios seguían subiendo, entonces la familia se quedaba la vivienda y la ganancia de capital.

Y los bancos... ¿Por qué los bancos prestaron dinero a personas que no tenían suficientes recursos para devolver los créditos hipotecarios? Los bancos también tenían incentivos perversos. Primero, porque las comisiones y los bonus de los directivos de los bancos dependían de la cartera hipotecaria que eran capaces de acumular. Los incentivos perversos se extendían incluso hasta el vendedor de hipotecas a domicilio, igual no perteneciente a un banco sino comerciales de un “*chiringuito hipotecario*”. Estos vendedores de hipotecas tenían incentivos más que perversos. Estos comerciales hipotecarios cobraban comisiones en función de qué tipo de interés cargaba el banco para el que ellos trabajaban, frente al tipo de interés que les cargarían otros bancos. Esto quiere decir que ellos cobraban sobre el diferencial de tipo de interés. Es decir, si un individuo era, por ejemplo, *prime* o *alt-A*, que son categorías mejores que la subprime, pero el vendedor hipotecario le ofrecía un subprime y el cliente picaba, el vendedor hipotecario sacaba una comisión enorme porque cobraba sobre el diferencial. Pero esto es un incentivo muy perverso porque el cliente hipotecario, si tiene una calificación crediticia no demasiado buena y, además, le cargas un interés más alto, lo vas a hacer “*moroso*” seguro.

Los bancos cogen todas estas hipotecas y formalizan un SIV. Para financiarlos se emitirán bonos y, por tanto, acudirán a las empresas de *rating* para que les den una calificación. ¿Cómo engañaron los bancos a las empresas de *rating*? No hizo falta engañarles. Las agencias de *rating* tienen también los incentivos al revés, por el sistema con el cual funcionan. ¿Quién paga por el rating de los bonos? El emisor. ¿Qué es lo que quiere el emisor? Que le den un buen rating. Entonces, la agencia de rating sabe que si no da AAA a ese emisor, la otra agencia de rating que está en la otra calle le va a dar AAA. Y además sabe que si no le da AAA no le van a pagar el trabajo de calificación

que ya han realizado. Esto es bastante fuerte. Pensemos en un trabajador que hace su trabajo y luego le dicen:

- “Oye, tu trabajo no me ha gustado.

- Oiga he estado aquí tres meses trabajando.

- Pues lo siento pero no te pago.”

Esto es lo que pasa en una agencia de rating: el que lleva un bono a que le ponga rating no paga si el rating no le satisface. ¿Cuál es el equilibrio de este juego? El equilibrio de este juego es que lleves lo que lleves te van a dar AAA, por muy *tóxico* que sea.

Los inversores lo que quieren es invertir y sacar la máxima rentabilidad. Y tampoco nadie engañó. Los inversores se engañaron ellos solos. En una situación en la que existe un exceso de liquidez brutal los inversores necesitan unos activos donde colocar esa liquidez. Inicialmente compran todas las letras del tesoro y bonos de EEUU. Esta fuerte demanda deprime los tipos de interés de los activos en EEUU. Pero todavía hay mucha más liquidez. Se invierte en la bolsa y hacen subir los índices bursátiles. Pero es que hay más liquidez ¿Dónde lo colocamos? Pues mira todas esas casas que pueden titularizarse. Necesitamos “papelitos” para invertir todo este dinero y titularizar todas esas casas proporciona una enorme oferta de títulos para satisfacer la enorme demanda existente. Como además son AAA es fantástico porque obtienes una rentabilidad un poquito superior sin ningún riesgo adicional, porque en principio si es AAA no corres ningún riesgo significativo de que pase nada.

Referente al regulador, el mantra es ‘más regulación lo resolvera todo’. Pero la regulación adecuada es una cosa muy complicada. Y hay muchos detalles. Todo está en los detalles. Es más, en el pasado el regulador norteamericano también tenía incentivos perversos. Pensemos dónde está el punto crítico, dónde realmente se produce el golpe definitivo al sector financiero. Fanni Mae y Freddy Mac es el golpe definitivo. Luego viene Lehman Brothers, pero los problemas de Fanni Mae y Freddy Mac son un golpe crítico, porque representan la mitad de todo el mercado hipotecario americano. Fanny Mae y Freddy Mac cotizan en bolsa, pero son empresas sponsorizadas públicamente y, por tanto, absolutamente reguladas. Es difícil encontrar empresas que estén más reguladas que Fanny Mae y Freddy Mac. ¿Cuáles eran los incentivos perversos del regulador? Muy sencillo. El regulador es el gobierno controlado por los políticos de turno. El político quiere mostrar que en su distrito el ratio de personas que tienen

vivienda en propiedad ha subido (dentro de la demagogia del “ownership society”). Tanto la administración Clinton de la última fase como la administración Bush, sin ninguna duda, presionaron a Fanny Mae y Freddy Mac para que entraran intensamente en el mercado subprime. Que había gente de baja renta que no podían pagar la hipoteca, no importa; que los precios han subido tanto que, con los límites habituales de Fanny y Freddy no se podían alcanzar el pago de la vivienda; no importa. ¿Qué necesitan, un “jumbo credit” (crédito que supera los mínimos establecidos inicialmente para créditos garantizados por Fanny y Freddy)? Pues un “jumbo credit”. Todas estas actuaciones las ha adoptado el regulador. No ha sido el mercado. El que ha cambiado las condiciones de la regulación fue el regulador porque también tenía incentivos perversos. Esos incentivos perversos han sido los que hundieron a Fanny Mae y Freddy Mac; porque si se hubieran mantenido las condiciones que había a finales de los años 90 esto no habría pasado. Por tanto, la regulación a veces funciona y a veces no. Si el regulador tiene los incentivos correctos seguramente funcionará pero a veces el regulador no tiene incentivos correctos.

Indicios de burbuja inmobiliaria

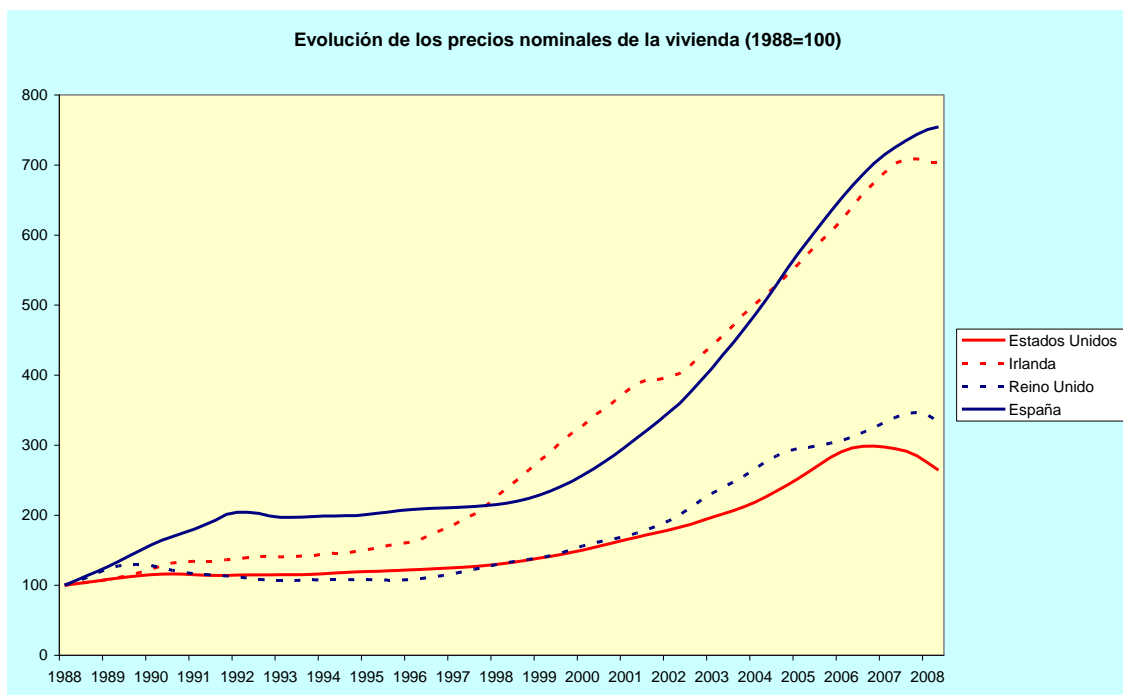
Llegados a este punto, hasta Vargas Llosa en un artículo del País se preguntaba: “¿Cómo es posible que nadie haya visto venir esto?” Yo digo: “*mucha gente lo vio venir*”. Otra cosa es que nadie actuara sobre eso. Había signos de que lo que estaba pasando no tenía ningún sentido. Muchísimos indicadores. Si hablamos del sector inmobiliario en particular, había signos evidentes de que se estaba produciendo una enorme burbuja. Hace mucho tiempo y muchos lo habíamos dicho. Organismos internacionales y algunos economistas hace tiempo que lo habíamos dicho.

¿Cuáles son estos claros signos de una burbuja? En primer lugar, un aumento del ratio del precio sobre la renta disponible de las familias. En este período hemos pasado de medir la disponibilidad o accesibilidad de la vivienda como normalmente se mide (como el precio dividido por la renta de las familias) a hablar solamente de cuál es el valor de la cuota hipotecaria sobre la renta de las familias. Claro, alargando el periodo de amortización y bajando los tipos de interés, podemos hacer que la accesibilidad baje hasta lo que queramos. Pero los precios de la vivienda han estado determinados por la facilidad de obtener crédito. Es el crédito que ha determinado el precio de la vivienda. Han sido las necesidades de crédito de las familias las que han determinado los valores

de tasación en lugar de lo contrario. La accesibilidad, medida en términos del precio sobre la renta disponible, no mejoraba. En realidad empeoraba a marchas forzadas, a toda velocidad. El gráfico 2 muestra cómo la burbuja crediticia es justamente esa diferencia, esa bolsa entre un valor razonable de salarios anuales por vivienda desde la perspectiva histórica y la situación actual.

Otro indicador de la burbuja era la bajísima rentabilidad del alquiler medida como renta pagada dividida por el precio de la vivienda. Otro signo muy claro de la burbuja son las expectativas de ganancias absolutamente irreales de los compradores de vivienda. Detrás de todo esto, el inflador de la burbuja era el crédito. Recuerdo haber hablado con un consejero delegado de un banco actualmente importante de España y me decía que estaban haciendo una gran labor social en el año 2002 porque, decía, *si nosotros no diéramos créditos la gente no podría comprar viviendas*. Yo le contestaba *creo que te estás equivocando; creo que es al revés: como vosotros estáis dando tanto crédito el precio está subiendo muy deprisa*. Entonces él no veía esta dirección de causalidad. Seguía diciendo que los bancos estaban haciendo una gran labor social. Ahora podemos confirmar que la causalidad va del crédito a los precios y no al revés pues ya tenemos evidencia científica de cuál es la dirección de causalidad.

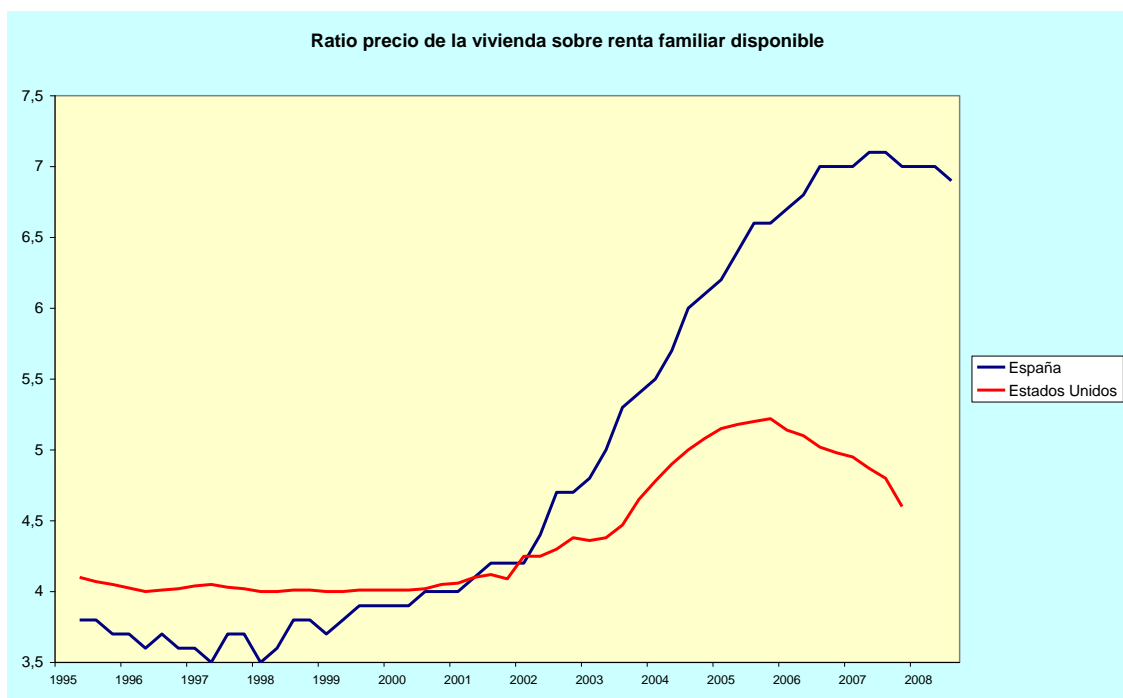
Gráfico 1.



Como es bien sabido los precios de la vivienda han subido muy rápido en muchos países. Podemos hacer varios grupos de países: España e Irlanda juegan una liga especial como se puede observar en el gráfico 1. En el Reino Unido y EE.UU los precios han subido rápido, pero desde luego no tiene nada que ver con el gradiente observado en el caso de España e Irlanda.

La subida del precio de la vivienda *per se* no implica que exista una burbuja. Sin embargo los datos del gráfico 2 sí apuntan a la existencia de una burbuja.

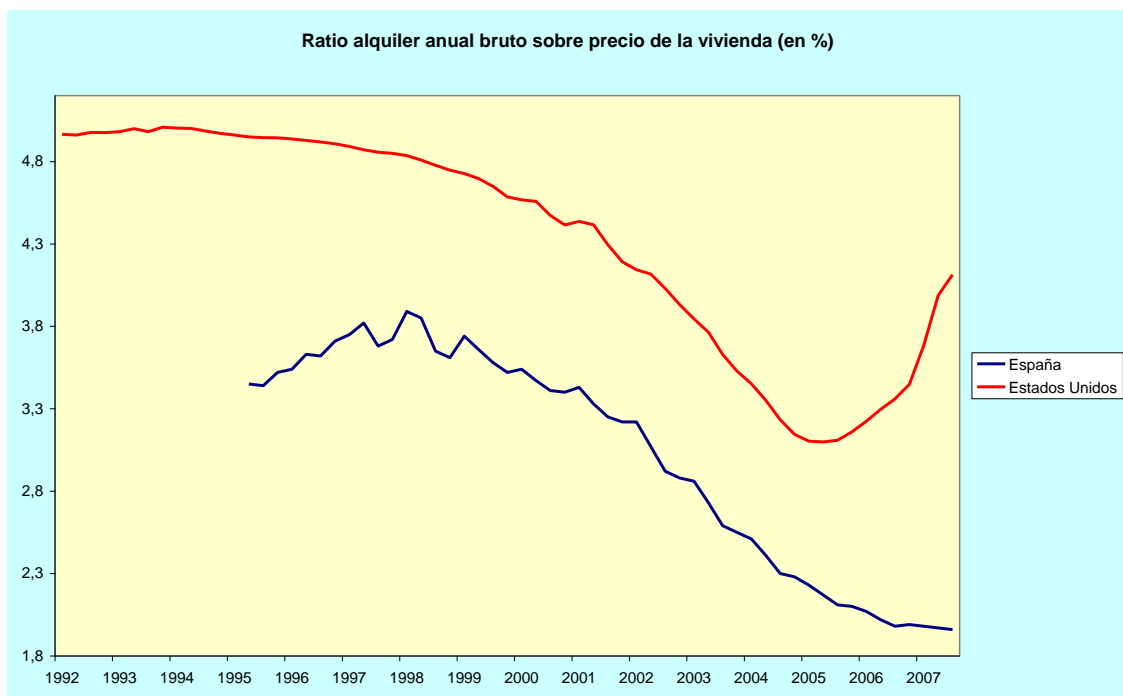
Gráfico 2.



El gráfico 2 muestra la ratio del precio sobre la renta disponible de las familias. Lo normal hasta el año 2000 era que ese indicador en España se encontrara entre el 3,5 y el 4, pongamos 3,8; en EEUU estaba entorno al 4. En EEUU estaban muy preocupados en el año 2005 porque el indicador había subido hasta el 5,1 y estaban absolutamente preocupados porque eso era un signo de lo que venía. Efectivamente, ha sido un signo de unos precios que están cayendo al 16% interanual, para devolver al indicador otra vez al valor histórico que es entorno al 4%. En España llegamos a superar la ratio de 7 y aquí nadie estaba preocupado: *es normal*. “Esta vivienda, 600.000 €. Pues está muy bien de precio.” Pero entonces, ¿no había tantos mileuristas? Si ganas 1.000€ al mes,

¿cómo puedes pensar que 600.000 euros es un precio razonable por una vivienda? Pues hubo un momento que se consideró que estos precios eran *razonables* (obviamente no por ningún mileurista). Este indicador, que está en 7,1 tiene que volver al 4. No hay salida porque esa parte que hay entre el 4 y el 7 es crédito excesivo. Aquí está escondida la burbuja. Por lo tanto, a medida que vaya desapareciendo, ese indicador irá hacia abajo. Sólo hay 2 formas de que ese indicador disminuya: que la renta disponible de las familias crezca muy deprisa, o que el precio baje muy rápido. Es muy improbable que la renta disponible personal suba rápidamente. Por tanto no queda más remedio que los precios de la vivienda caigan significativamente.

Gráfico 3.



En el gráfico 3 se observa otro proceso muy preocupante. El arbitraje en el mercado inmobiliario (entendiendo la vivienda como otro activo) requiere comparar la rentabilidad de la vivienda con la rentabilidad neta de cualquier colocación alternativa de fondos. La rentabilidad del alquiler de la vivienda ha estado normalmente entorno al 3,5% o 4%. En Estados Unidos estaba normalmente entorno a 4,5% – 5%. Se observa que ha caído espectacularmente, en Estados Unidos llegó al 3 y estaban muy preocupados porque estaban en el 3%. En España está en el 2%. En EEUU ya se va de nuevo a donde tiene que ir, que es entorno al 4,8-5. ¿Qué hace falta para volver al nivel

histórico? Una de dos: o que los alquileres crezcan muy deprisa, o que el precio de la vivienda baje muy deprisa. No se observa que los alquileres crezcan muy deprisa, por tanto, sólo hay otra posibilidad: que los precios bajen muy rápido. Tanto en un ejercicio como el otro, los precios en el ajuste al equilibrio en el largo plazo deberían caer entre el 40-50% respecto a los máximos. Esto es independiente de lo que manifiesten los promotores inmobiliarios, que dicen que no bajan precios y que prefieren regalar la vivienda al banco a bajar el precio. Esta actitud muestra hasta que punto los empresarios del sector pueden llegar a ser irracionales (lo que explicaría el enorme exceso de oferta actual y los graves problemas que pasan las empresas inmobiliarias). Creo que en algún momento se darán cuenta de que la opción de “regalar el piso al banco” no es económicamente rentable frente a la bajada de precios.

Las expectativas de crecimiento futuro de los precios de la vivienda

La tercera forma de mirar a la burbuja, y de ver que realmente se trataba de algo que era gaseoso y que no era real, es analizar directamente a las expectativas de los individuos. A los economistas no nos gusta hacer esto. A los economistas nos gusta trabajar con datos de mercado, donde se cruzan la oferta y la demanda. Nos gusta trabajar con datos donde compradores y vendedores se juegan su dinero. Sin embargo, hay veces que es conveniente mirar a las expectativas directamente y no a los resultados del mercado. En el caso de una burbuja esta aproximación es particularmente importante pues una burbuja se define en función de las expectativas de los individuos. Los datos de un estudio que realice, donde el trabajo de campo tuvo lugar en el año 2005 (aunque se publicó en el año 2006), muestran con claridad lo irreal de las expectativas de los compradores. Elegí una serie de ciudades con determinadas particularidades: Madrid, Barcelona, La Coruña, Murcia y Valencia. El cuestionario era parecido al utilizado en un estudio similar realizado en EE.UU. En EEUU se habían elegido cuatro ciudades (Los Ángeles, San Francisco, Boston y Milwaukee) y nosotros teníamos cinco, con un tamaño muestral en el caso español más grande que en el caso de Estados Unidos.

El cuadro 1 compara los resultados de las encuestas para San Francisco y Boston con Barcelona y Madrid. Lo primero que muestra el cuadro es el tipo de residencia. En todas las ciudades la gran mayoría de viviendas compradas son residencias primarias, lo que significa que la vivienda se compró básicamente para vivir, y no se compró para invertir. Tanto en San Francisco, Boston, Barcelona como en Madrid los encuestados

compran la vivienda para vivir, no para invertir. Es verdad que hay mucha más compra de primera vivienda en Barcelona y Madrid porque los americanos cambian de vivienda mucho más a menudo (entre 11 y 12 veces de vivienda a lo largo de su vida). En España la rotación es muy inferior (entre una y dos veces). Ésta es la única diferencia. Entorno a lo demás, es más o menos lo mismo. Estamos hablando entonces de compradores de vivienda como primera residencia. De estos compradores de residencia, entorno al 50%, independientemente de qué ciudad miremos, consideran que en su decisión el componente inversión ha sido fundamental. Por tanto, han comprado una vivienda para vivir pero también porque creen que puede ser una buena inversión. Y si es una buena inversión hay que preguntarles: *¿qué espera de rentabilidad para los próximos años?* Recordemos que estamos hablando de los años 2003-2005, que se corresponden con el mismo punto del ciclo tanto en EEUU como en España. En EEUU el ciclo torció en el 2006 mientras en España torció en el 2008. Por lo tanto hay una diferencia de aproximadamente dos años. En términos cíclicos las dos muestras están acompasadas.

Cuadro 1

	Case-Shiller (2003)		Montalvo (2005)	
PANEL A				
N	698		1509	
Ciudad	San Francisco	Boston	Barcelona	Madrid
Compra de primera vivienda	46,0%	41,6%	76,9%	62,0%
Residencia principal	93,3%	97,1%	96,4%	94,0%
Comprada para alquilar	3,0%	0,9%	2,7%	3,3%
Componente inversión fundamental	52,0%	48,0%	48%	50%
Aumento esperado del precio de su vivienda				
En un año	5,8%	7,2%	16,6%	15,1%
Media de los próximos 10 años	15,7%	14,6%	26,5%	25,6%

PANEL B				
Ciudad	Barcelona	Madrid	Coruña	Murcia
Incremento del precio percibido	27,7%	26,6%	21,3%	27,1%
Incremento del precio real	16,7%	12,3%	13,1%	17,1%

En San Francisco se esperaba una rentabilidad del 5,8%, en Boston un 7,2%; en Barcelona se esperaba un 16,6% y en Madrid un 15,1%. ¿Cuál es la media esperada para los próximos 10 años? En San Francisco un 15,7%; en Boston un 14,6%; en Barcelona un 26,5% y en Madrid un 25,6%. El incremento percibido es mucho más que el incremento real obtenido a partir de los valores de tasación.

Pero cuando preguntamos al individuo *¿cree que su vivienda está sobrevalorada?* el 94,5% de los entrevistados consideran que la vivienda está sobrevalorada. Entonces, si los compradores esperan que el precio aumente en los 10 años una media del 23,4% anual...¿Cómo pueden pensar que hoy la vivienda esté sobrevalorada? No tiene sentido. No es racional. Creo que ésta es la mejor indicación de que el proceso de crecimiento de los precios era insostenible y que se trataba de una burbuja: los compradores pensaban que la vivienda estaba sobrevalorada pero pensaban que seguiría revalorizándose en el futuro. Ésta es la indicación más clara de que hay una burbuja. Este tipo de comportamiento se ha observado con claridad en experimentos económicos, donde unos individuos juegan un juego con reglas muy claras. Por ejemplo se plantea la interacción de un grupo de individuos en un juego que dura 15 períodos. Cada jugador recibe unas “acciones” cuyo valor real en cada periodo todo el mundo conoce. Los jugadores también saben que en el último periodo esas “acciones” valdrán cero. Los individuos experimentales juegan y el precio sube por encima el precio teórico que cada “acción” tiene. Por tanto, se forma una burbuja y los jugadores los saben, pues conocen cual es el valor teórico, no de mercado, de las acciones en cada periodo. Pero todos creen que podrán vender las acciones antes de que el precio caiga y que tendrán beneficios mientras otros se quedarán con las “acciones” sin valor en el último periodo. Y llega el último período y las “acciones” pasan a valer 0. Hay unos que ganan y otros que lo pierden todo.

Mirando directamente las expectativas también se ve que el 37,2% de los entrevistados tenían un familiar o un amigo directo que se había dedicado a la compra-venta de vivienda. Lo que yo denomino “especuladores a tiempo parcial” o “especuladores de fin de semana”. Muchos de ellos especializados en el llamado “pase”, es decir, comprar el derecho de la compra de una vivienda sobre plano para, una vez construida, vender dicho derecho antes de hacerse propietario efectivo de la vivienda. Si pensamos en el cálculo habitual de la rentabilidad de una operación como ésta, para hacer un “pase” lo único que necesitabas era dejar una señal, que normalmente era baja. Digamos 6.000 €. En un año el precio de la vivienda subía el 17% o el 20%. Si valía 300.000 euros, el 20% es una ganancia de 60.000 euros apostando 6.000 €. Estas rentabilidades no tiene nada que envidiar a las rentabilidades de Ponzi, el famoso estafador italiano que pagaba una rentabilidad del 100% cada 3 meses en un esquema piramidal que recientemente ha sido usado por el financiero Bernard Madoff. Estos son ejemplo de lo que los economistas denominamos un “Ponzi Game”.

Las expectativas se retroalimentaban de varias maneras. Una de esas maneras eran las cenas de amigos en las que la conversación habitual era:

- Oye! ¿Sabes por cuanto ha vendido mi vecino su casa? Le han pagado el 50% más de lo que le costó, ¡Imagínate cuanto vale ya la mía!,

Los medios de comunicación también colaboraron, involuntariamente, en la creación de unas expectativas excesivas sobre la revalorización de la vivienda. Pero no hay que disparar al mensajero como hacen los promotores inmobiliarios ahora que los mensajes sobre la revalorización de la vivienda son negativos (bajadas de precios). El mensajero lo que decía es que, según los precios oficiales, el precio de la vivienda estaba creciendo muy rápido. La vivienda es un bien básico, por lo tanto el mensajero decía “*yo tengo que dar este mensaje y lo saco en primera página*”. El problema es que se publicaban varios precios de vivienda. Primero TINSA publicaba sus precios. A la semana siguiente la Sociedad de Tasación publicaba los suyos. Básicamente los precios de estas dos sociedades son los mismos, pues se basan en tasaciones. Otra sociedad de tasación publicaba sus datos a la semana siguiente y a finales de mes el Ministerio de la Vivienda agregaba todos los precios de tasación. Un lector habitual de prensa, o televidente, que recibe cuatro impactos mediáticos de subida de precios del 20% en un mes cree que la vivienda está subiendo mucho más rápidamente del 20%, simplemente

porque está impactado por todo aquel alboroto. Sin embargo, el número es el mismo. Una vez se ha publicado el primer número no hay ninguna información adicional en las siguientes publicaciones. Sin embargo los impactos mediáticos son muy importantes y se iban acumulando.

Falacias populares respecto al mercado inmobiliario español

Y hay otro punto que es muy importante y contribuyó decisivamente a la generalización de una expectativas irreales sobre la posible revalorización futura del precio de la vivienda: la expansión de una serie de falacias populares que se hicieron muy comunes entre la población.

La primera falacia era la misma que mantenían los financieros y los promotores: el precio de la vivienda no puede bajar. Y cuando le decías a la gente que los precios habían caído en Japón, en el Reino Unido, en Alemania, etc... Te decían “No, no, no. España es diferente, y aquí nunca ha pasado”. Y cuando respondías “mira los precios oficiales de los años 1992/93. Hay bajadas nominales de los precios. Y durante el periodo 1979-82 también, aunque no hay precios oficiales agregados. La contestación era: “No, no. No tengo que mirar nada. ¡En España nunca han bajado!”.

Otra falacia generalizada es que el suelo es el problema. Siempre acaba siendo el culpable en todas las crisis inmobiliarias. El boom de principios de siglo no es el único momento en la que el suelo ha sido tachado de culpable. El problema es que, cuando el promotor inmobiliario dice que el suelo y los ayuntamientos son los culpables, no se da cuenta de que el precio del suelo está derivado del precio de la vivienda. El suelo “per se” no vale nada (excepto si puede usarse como suelo agrícola) si encima no se va a construir algo. Por lo tanto, no diga que el precio del suelo es la culpa porque la culpa es que la vivienda que se va a construir encima va a ser mucho más cara y entonces el dueño del suelo le dice al promotor-constructor “vamos a compartir esos beneficios”. Claro el promotor no quiere compartirlo, pero ya se verá si le queda otro remedio. Por lo tanto, el precio del suelo es un precio derivado del precio de la vivienda y, como tal, no puede ser la causa sino que es la consecuencia. El hecho de que el valor de repercusión oscile a lo largo del ciclo entre un 20%-25% (en las fases bajas), y más de un 50% (en las fases de boom) no quiere decir que el precio del suelo sea la causa del incremento del precio de la vivienda.

Otra falacia popular: “Todos los nórdicos quieren venir a jubilarse a España”. Resulta que algunos de estos nórdicos eran inversores y, además, fueron los primeros que se fueron, porque en 2004/05 la inversión extranjera inmobiliaria estaba cayendo al 20%. Esos fueron los más listos. Muchos compraban para hacer una inversión y no para jubilarse.

Luego vino la historia de la demografía y, en particular, los inmigrantes. Aquí hay inmigrantes y demografía para “parar un tren” argumentaban. Incluso hablaban de un inventado “Baby Boom” ... Pero si los del último “Baby Boom” sucedió hace ya muchos años. Las cohortes que entran en el segmento “prime” de demanda de vivienda son cada vez más pequeñas (véase la matriculación universitaria en los últimos 10 años). El otro gran problema con esta teoría es confundir demanda potencial con demanda efectiva. Podría pensarse que la demanda potencial son las familias que pueden formar los millones de inmigrantes que han venido (el crecimiento vegetativo no es relevante). Pero la demanda efectiva a los precios de la vivienda que estaban vigentes, era muchísimo menor. Los inmigrantes no compran viviendas de 500.000 €.

Y luego había otras teorías más “peregrinas”, como que los precios de las viviendas suben más deprisa en España para converger con Europa. Cualquier estudiante de economía sabe que la teoría del precio único no aplica a los bienes no comercializables. Sólo se aplica a bienes comercializables y las viviendas, que yo sepan, todavía no se pueden mover de un sitio al otro.

Otra falacia muy popular, y ésta refrendada por el propio Alan Greenspan, es que no puede haber una burbuja en los mercados inmobiliarios pues los costes de transacción son altos. Puede haber burbujitas locales o, como Greenspan lo denominó en el año 2005, “espuma” en mercados locales. Pero no puede haber una burbuja porque los elevados costes de transacción lo impiden. Pongamos un 25% de costes de transacción, que no lo es, pues en realidad debe estar entorno al 10% o 12%. Si la rentabilidad de un “pase” es el 800% o 1.000%, da lo mismo el coste de transacción. La ganancia compensa más que de sobra.

También existe la creencia popular de que para “pagar una hipoteca es mucho mejor comprar porque al final la casa es tuya” o que, “cuando se compra una vivienda hay algo físico pero que cuando compras una acción no hay nada”. Cabe recordar que las empresas tienen unas máquinas, que producen algo, que tienen unos dividendos futuros,

etc. “No, no, yo quiero ver el ladrillo que es lo importante” te dirían los proponentes de esta falacia.

Por lo tanto, estos son tres indicadores muy claros de que se estaba produciendo una burbuja: la subida de la ratio de precio de la vivienda sobre renta disponible familiar; la caída de la rentabilidad del alquiler; y la formación de expectativas irreales e inconsistentes, sobre los precios futuros de la vivienda.

Del crédito a las subidas de precios

¿Cuál es la causa última de que permitió mantener esas falacias y la inconsistencia de las expectativas? La causa última es la facilidad de obtener crédito: la rebaja en las condiciones para la concesión de créditos, la facilidad para titularizar y, por lo tanto, un coste bajo para conseguir esa financiación que luego se podía aportar al mercado. A diferencia de lo que sucede en España, que tenemos unas estadísticas inmobiliarias penosas, en EEUU existen datos de hipotecas, tasas de morosidad, precios de la vivienda, etc. a nivel de código postal. En EEUU se sabe cuántas hipotecas se han hecho en cada código postal, cuantas son morosas; cuantas tienen un valor superior al precio de la vivienda; cuántas solicitudes se hicieron y cuantas se concedieron, etc. ¡Así es muy fácil ser un economista empírico! No es tan fácil trabajar con los datos escasos, y de baja calidad, que tenemos en España.

Dos profesores de la Escuela de Negocios de Chicago, Mian y Sufi, pusieron juntos los datos de crédito solicitado y concedido, morosidad, precio de la vivienda, etc. por código postal en el período desde 1996 hasta el año 2005. Sus resultados son muy clarificadores: en los códigos postales donde había más restricción de crédito (medida como denegación de créditos sobre solicitudes) en el año 1996, antes de que empezara la burbuja inmobiliaria, el crédito entre el año 2001 y 2005 crece más deprisa. Además en esos distritos postales los precios de la vivienda también crecen más deprisa, a pesar de que en esos distritos la renta relativa está cayendo. Es decir, que esos señores que viven en esos códigos postales tienen una renta relativa menor, que además empeora en el tiempo, pero los precios de la vivienda crecen más deprisa que en ningún otro sitio. Pero, ¿qué pasa después de 2005? Pues en los distritos postales donde aumenta más el crédito, después de ser los más restrictivos en concesión, es donde la morosidad crece más deprisa y donde se centran la mayor parte de los problemas de embargos. Por lo tanto está clara cual es la dirección de la causalidad: de la facilidad del crédito al precio

de la vivienda y no al revés (del precio alto a la necesidad de crédito). ¿Y toda aquella historia de que los bancos estaban haciendo una gran labor social? Lo siento pero la ciencia tiene una respuesta clara: no era cierto.

La situación actual es la siguiente: en EEUU los precios están cayendo al 16% en tasa interanual; en el Reino Unido están cayendo por debajo del 10%, en Irlanda (aunque el último dato aún no está disponible) están cayendo entorno al 4% o 5%; en España los precios oficiales no marcan aún caídas. Estos precios son de tasación, no son de verdad, ya que el precio de tasación lo que refleja es la necesidad de financiación de la persona que va al banco y no refleja cuál es el precio verdadero de la vivienda. Además el precio de tasación tiene otros problemas por la forma en que se calcula, pues se basa fundamentalmente en las viviendas vendidas alrededor de la tasada. Ésa es la base para calcular el precio de tasación. Cuando las viviendas de alrededor tienen una burbuja, esa burbuja se transmite automáticamente a la nueva vivienda tasada. Esta burbuja se absorbe y obviamente se multiplica, porque como muchas familias no pueden pagar el 20% de entrada, las empresas tasadoras a instancia de las entidades financieras tienen todos los incentivos para subir el precio de tasación y posibilitar que se formalice el crédito.

El primer problema es que en España el índice de precios de la vivienda del Ministerio de Vivienda es muy malo y está cargado políticamente. Por suerte el 1 de octubre de 2008 el INE publicó una serie alternativa de precios, que está basado en los datos de los notarios. Los datos de los notarios tienen también sus problemas, pues los niveles no reflejan muy bien cuáles son los precios reales de transacción de las viviendas. Hay unas cantidades que pasan por debajo de la mesa del notario y no aparecen registradas en el precio. A pesar de ello, las tasas de crecimiento sí que pueden reflejar bien la evolución, aunque con retrasos: pueden reflejar lo que pasaba en el mercado hace 6 o 12 meses. Solo reflejan los precios corrientes en las transacciones de viviendas usadas.

¿Cuál es la situación actual del mercado inmobiliario en términos de cantidades? ¿Qué pasa cuando los precios de la vivienda son inflexibles a la baja? En EEUU hemos visto que los precios fueron inflexibles a la baja durante un tiempo pero, cuando se rompió la inflexibilidad a la baja, la caída de precios está siendo drástica. También la caída en las cantidades ofertadas es espectacular: la iniciación y los permisos de inicios obra en Estados Unidos están cayendo al 41%. ¿Qué pasa en España, donde los precios aún no

han roto la barrera inicial de inflexibilidad? Pues que en lugar de caer al 41% caen al 60%, y esto genera una inercia tremenda, no sólo en el sector inmobiliario, sino que se transmite al resto de la economía.

¿Cuáles están siendo los efectos sobre el conjunto de la economía de estas expectativas irreales de incremento de precios y de las falacias comentadas anteriormente? Si tomamos la Contabilidad Nacional y calculamos cuánto representa el sector de la construcción (residencial, obra civil más los servicios inmobiliarios) absorbe el 18% del PIB. Si realizamos un cálculo de efectos directos e indirectos a partir de una tabla input-output, el peso total aumenta hasta el 30%. Son magnitudes absurdamente altas para un país normal. Pero España en los que se refiere al sector inmobiliario no es un país normal en ningún aspecto. Es un país absolutamente anómalo. Solo hay que ver la proporción del alquiler entre todos los tipos de tenencia (alrededor del 11%), la proporción de viviendas terminadas sobre la población (15,1 viviendas terminadas por cada mil habitantes frente a las 3,3 de EE.UU.), la cantidad de viviendas vacías, el precio medio sobre la renta, etc.

¿Por qué no se paró este proceso antes? ¿Cómo se va a parar un sector que genera el 25% del crecimiento del PIB? ¿Qué gobierno se atreve a hacer eso? ¿Cuáles son los mecanismos políticos para parar esto? No se puede parar.

España ha conseguido el honor de iniciar más viviendas en algunos años que la suma de Reino Unido, Francia, Alemania e Italia. Un dato del que me di cuenta hace relativamente poco: las viviendas iniciadas en España alcanzaron un record de 865.000 viviendas. En EEUU en el año 2007 se iniciaron 1.100.000 viviendas. No hace falta volver a comentar la diferencia entre la población que tiene un país y la población que tiene el otro. Y sin embargo, vemos que la cantidad de viviendas iniciadas en España es sólo ligeramente inferior. Es difícil alegar que la diferencia la marcan los inmigrantes, especialmente cuando la comparación se hace frente a Estados Unidos, un país que tradicionalmente tiene un enorme flujo de inmigración.

En EEUU están muy preocupados porque todo este proceso ha llevado a una significativa acumulación de stocks, lo que significa que tienen ahora stock, sin construir nada más, para 11,5 meses. En algunos lugares de Estados Unidos, los más afectados por la burbuja inmobiliaria, el stock de viviendas nuevas por vender se mueve entre dos y tres años y medio. En España no estábamos preocupados, a pesar de que el

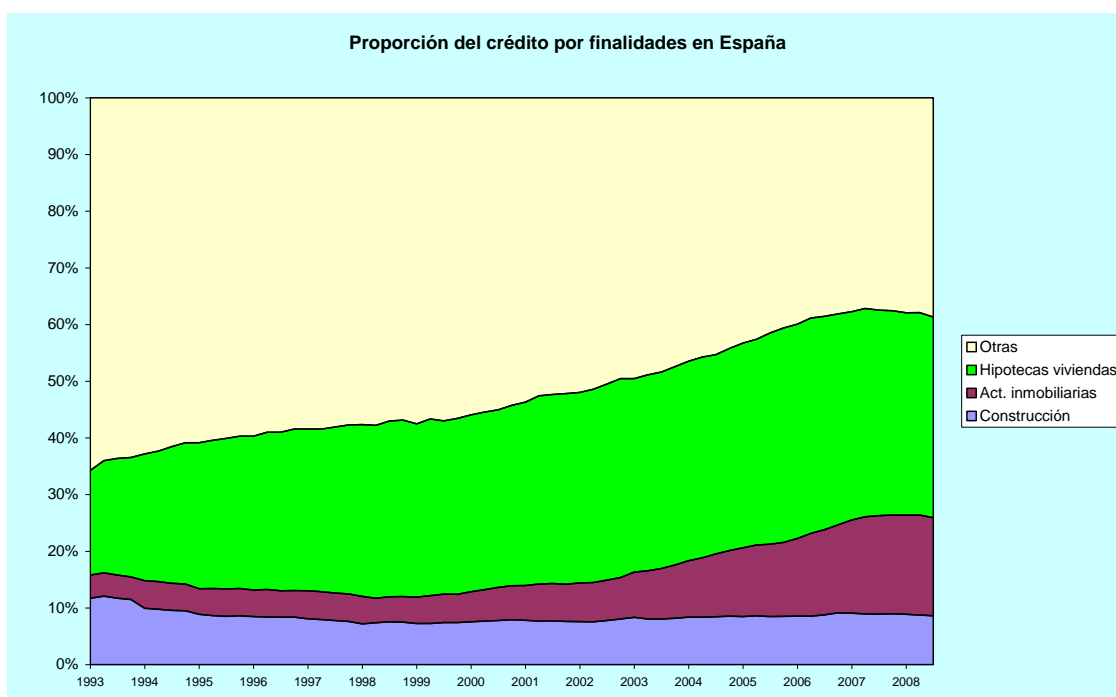
stock que tenemos es, según la estimación, suficiente para la demanda de viviendas nuevas de entre 2 y 5 años. Y aún hay algunos ingenuos que piensan que los precios no bajarán...

El sector inmobiliario se “traga” la mayor parte del crédito

Un punto que creo es crítico y fundamental para explicar lo que ha sucedido, y lo que puede pasar en el futuro, es que el sector inmobiliario se ha tragado literalmente la mayoría del crédito de la economía española. Una economía productiva debería tener una cantidad importante del crédito en el sector manufacturero industrial, una cantidad de crédito en los servicios muy importante y luego, residualmente, debería tener algo para construcción, algo para promoción inmobiliaria, hipotecas de las familias, etc. Pero cuando en un país el crédito ligado al sector inmobiliario, entendido como préstamos a las familias para hipotecas, préstamos para actividades inmobiliarias, y préstamos a la construcción, llega a representar el 60% de todo el crédito, tendría que haber preocupado mucho. Cuando se piensa que en el año 1997 el crédito industrial era el doble que el crédito de actividades inmobiliarias y en el año 2007 el crédito de actividades inmobiliarias era el triple que el crédito industrial, esto debería haber preocupado. Cuando se piensa que hay 314.000 millones metidos en el crédito al sector inmobiliario y se piensa que sólo hay 115.000 millones en crédito a la industria, esto también debería haber preocupado.

¿Cuántas veces dijo el Banco de España que el crédito hipotecario crecía demasiado rápido? Los bancos dijeron “esto no va conmigo”. El Banco de España tiene las potestades que tiene. No puede llegar a un banco e impedir que conceda más créditos hipotecarios. Pero si puede imponer una regulación más estricta cuando ve que los desajustes se agravan. El problema es que, a pesar de que todas las crisis inmobiliarias comienzan siempre por el crédito promotor, que es siempre el primero que falla, las advertencias se centraba en el crecimiento del crédito a las familias. El Banco de España se centraba mucho en crédito a las familias, que crecía al 20% o 25%. Pero el crédito promotor estaba creciendo al 40%, y pocos miraban en esa dirección. Y aquí es donde se estaba gestando todo. Aquí es donde estaba produciéndose la mayor parte de la acción. Sólo hay que mirar en el gráfico 4 cual es la parte que más ha crecido de estos créditos: la que corresponde al crédito a actividades inmobiliarias.

Gráfico 4.



Por lo tanto, se trata de un sistema crediticio que se ha volcado totalmente sobre un sector que, además, tiene una productividad muy baja. Durante todos estos años cuando se decía “es que la productividad de la economía española no repunta, no mejora”. ¿Cómo va a mejorar si todo el crédito lo está absorbiendo un sector que tiene una productividad bajísima? Así difícilmente podía mejorar. Si se hubiera cogido ese crédito y se hubiera destinado a manufacturas o nuevas industrias seguramente la situación sería diferente. De hecho en el año 2004, con el cambio de gobierno, se planteó la necesidad de cambiar el modelo productivo. Pero todo quedó en buenas palabras. ¿Qué político cambia el modelo productivo para restar importancia al sector que le produce el 25% del crecimiento del PIB? Era mejor dejar que el modelo productivo muriera por sí solo, con todos los problemas que esa estrategia está produciendo en la actualidad. Si el modelo productivo muere y no tiene consecuencias negativas o externalidades no pasa nada. Pero pensar que un sector como el inmobiliario se va a contraer sin producir externalidades negativas ni sobre el sector financiero ni sobre el sector real era absolutamente absurdo.

El sector financiero español

Pasemos al sector financiero español. En España no hay subprime entendido como lo entienden los americanos, que tienen una categoría denominada subprime que agrupa los créditos a clientes que tienen una calificación crediticia baja. Pero ¿qué es realmente subprime? Subprime es simplemente un crédito que se concede a unos señores que, con una probabilidad no despreciable, podrían dejar de pagarlo. Muy pocos bancos españoles compraron activos subprime, mientras que en Alemania, Francia y otros países europeos compraron abundantemente. Claro que en España había suficiente “subprime” propio para tener que ir a comprar a otros sitios.

El primer impacto de la crisis en Europa fue precisamente por estas compras. Pero el segundo impacto viene del subprime propio: el IPO alemán no se hunde porque compró subprime americano. Se hunde porque compró subprime europeo, en particular irlandés, que, por cierto, tampoco era formalmente subprime pues en Europa no tenemos ni separamos los créditos en las categorías americanas (prime, Alt-A y subprime). Por lo tanto, tras el primer impacto del subprime americano, viene el de nuestro subprime. Nuestro subprime impacta directamente en el “core business” de los bancos. No es como el subprime americano, que es como un boomerang: bancos que pensaban que habían sacado de balance definitivamente activos resultantes de empaquetar sus hipotecas se encuentran en la circunstancia de tener que volver a anotárselos por los acuerdos de provisión de liquidez de los vehículos estructurados. Aquí no hace falta que retorne, ya los bancos lo tienen dentro. Nunca soltaron los créditos. Nunca diversificaron el riesgo sacándolo fuera de balance. Lo han tenido siempre en sus balances.

Quizás es interesante hacer algunos apuntes sobre las semejanzas y diferencias entre el sector financiero de EE.UU y el de España. En EE.UU la titulización ha aumentado mucho desde el año 2000: se ha multiplicado por 2,5. En España la titulización se ha multiplicado por 17. Es verdad que es una titulización muy diferente, porque la titulización americana es lo que se llama originar para distribuir (“Originate to distribute”) y la titulización española es del tipo originar para mantener (“Originate to hold”). Es decir, que el riesgo no se dispersa sino que el banco lo mantiene en balance (al menos la mayor parte). Si originar para distribuir funciona bien, es un sistema eficiente. Como forma de diversificar el riesgo el sistema de originar para distribuir tiene mucho sentido. Algunos han acusado al sistema de originar para distribuir de ser el

responsable del poco cuidado que los bancos norteamericanos han tenido a la hora de conceder préstamos hipotecarios: como los préstamos los iban a vender a otros, los incentivos para realizar un control de riesgos exigente se reducían. Pero la realidad es muy diferente. Este problema de incentivos es menor pues el problema ha estado concentrado en las agencias de rating. Si las agencias no hubieran dado la máxima calificación a esos paquetes de créditos de clientes poco fiables, los inversores no lo habrían comprado con tanta alegría y, por tanto, los incentivos de los bancos a vender créditos a malos clientes se habrían anulado. ¿Cómo conseguir que los incentivos de las agencias de rating sean los correctos? No haría falta aumentar mucho la regulación. Basta con cambiar quién paga por el rating. Si en lugar de pagar por el rating el emisor pagara el inversor, la agencia de rating no tendría interés en otorgarle AAA a paquetes de crédito malos. Si el inversor compra un activo financiero con rating AAA y el producto acaba no pagando, la agencia pierde un cliente. Los clientes se irían a otras agencias asignaran ratings correctamente. La competencia entre las agencias, en lugar de generar incentivos para que todas asignen clasificación AAA a cualquier activo, acabaría en un sistema mucho más eficiente si el inversor pagara por los servicios.

Antiguamente eran los inversores, no los emisores, los que pagaban por el rating. Por lo tanto, originar para distribuir no es el problema. De hecho el sistema que no es eficiente es originar para mantener. Lo lógico es originar para distribuir el riesgo y, si la calificación de las agencias fuera adecuada, esto sería mucho más eficiente que los otros sistemas proporcionando un procedimiento adecuado para incrementar la financiación y generar crecimiento.

Por tanto, en EE.UU hay subprime pero en España no. ¿Seguro? ¿No es solo una cuestión semántica? Un ejemplo. En EE.UU una persona que no tiene historial crediticio es, en términos de crédito, subprime porque la calificación crediticia será bajísima. Lo importante para tener una buena calificación crediticia es haber demostrado con créditos pasados que se ha pagado siempre y que nunca se ha sido moroso. Que nunca se ha dejado de pagar nada. En España ¿cuántos hipotecados de los últimos años no tenían historial crediticio? ¿Cuántos se enfrentaban a su primer crédito hipotecario? Seguramente muchos. Por lo tanto, todos éstos serían, en el sistema americano, subprime puro y duro. En realidad, como se ha visto en el gráfico 2, el sistema financiero español no fue muy conservador. De otra manera sería imposible que la ratio de precio de la vivienda sobre renta disponible hubiera subido tanto como lo ha

hecho. La única diferencia entre el proceso en Estados Unidos y España será el periodo de transición: mientras en EE.UU. la titulización ha transmitido rápidamente a los precios de los activos tóxicos el aumento de las tasas de morosidad de los subyacentes, en España la revelación de la toxicidad de los créditos será más gradual, pero igualmente contundente en los balances de las entidades financieras. Respecto al rating, hasta ahora las agencias mantienen las buenas calificaciones a los bancos españoles (con contadas excepciones). Recordemos que muchos activos americanos que ahora se califican tóxicos también eran AAA hasta que dejaron de serlo. Las emisiones AAA en el año 2006 representaban el 82% de todas las emisiones. No tengo duda de que los bancos españoles sufrirán en los próximos meses un goteo de rebajas en su calificación.

¿Qué posibles soluciones se podrían aplicar para evitar embargos masivos? En EE.UU, uno de los principales problemas para llevar a cabo una medida para reestructurar las hipotecas es el azar moral que se genera en las personas que en estos momentos pueden pagar las hipotecas y que dejarán de pagarlas para que el gobierno les ayude. Un consumidor estadounidense racional en cuanto la hipoteca vale más que el valor de la vivienda devuelve las llaves y cancela la hipoteca. Cualquier otra solución no es racional. Puede este tipo de decisiones puede tener también un componente psicológico, emotivo, pero no es racional. En Nevada el 48% de las hipotecas valen más que el valor de la vivienda ahora; en Michigan el 39%, en Florida el 29%, en California el 27%. Estamos hablando de números muy grandes. Si todas estas personas devolvieran las llaves de su vivienda los problemas generados serían gravísimos.

Por lo tanto, cuando se hacen medidas de política económica hay que pensar no sólo en lo que es justo, sino que hay que pensar en cuáles serán los incentivos de los individuos cuando se tomen esas medidas, y cuántos se van a intentar subir al carro a pesar de que no se lo merecen. En todo caso lo que parece claro, al menos en el caso de Estados Unidos, es los paquetes de medidas económicas acabarán aportando fondos para la reestructuración de hipotecas y no solo para la compra de activos tóxicos.

Es verdad que el componente de incentivo perverso que tiene el hecho de hacer un contrato hipotecario en el cual devuelves las llaves y se acaba la deuda, en España no existe. En un crédito personal con garantía hipotecaria hay que pagar toda la deuda aunque el valor de la hipoteca acabe siendo superior al valor de mercado de la vivienda. Pero el impacto del parón inmobiliario será muy importante en la economía española y

el desempleo que se generará dificultará el pago de la hipoteca aunque los incentivos no sean tan perversos como en el caso de Estados Unidos. En España la hipoteca es lo último que se deja de pagar, pero pensemos en lo que sucede en la economía en general cuando tenemos un sector importante de la población, o que potencialmente podría ser importante, que tiene un valor de la hipoteca que vale más que la vivienda. Pensemos qué pasa con el consumo de esas familias; pensemos qué pasa con todas las características que harían que saliéramos de la fase recesiva del ciclo más rápidamente. Éstas no se dan, al contrario, perpetuarán o podrían alargar más la situación general económica negativa.

Con respecto al tipo de interés, los americanos lógicamente estaban preocupados porque los créditos ARM (de tipo variable) habían aumentado hasta el 20%. Si ellos están preocupados, nosotros deberíamos estar histéricos porque en España los créditos hipotecarios a tipo variable representan el 92% de los nuevos créditos. O sea, en este aspecto la diferencia perjudica al sistema español.

Para finalizar, el regulador. Se dice que el regulador norteamericano ha sido mucho más laxo, y el regulador español ha sido más estricto. Y es verdad. El Banco de España obligaba a realizar unas provisiones genéricas contracíclicas; la regulación sobre las tasaciones se intentaba ajustar para evitar abusos; el Banco de España hacía constantes llamadas a la reducción de la tasa de crecimiento del crédito, etc. Por ejemplo en el tema de las tasaciones el Banco de España hace mucho tiempo que conoce el truco. El problema es que el Ministerio hizo una regulación para controlar las tasaciones y el Banco de España dijo desde el principio que esa regulación no iba a servir para nada. Efectivamente, no sirvió para nada, porque lo importante aquí es, de nuevo, un problema de incentivos dentro de las empresas. ¿Quién es el dueño de las tasadoras? ¿Quién es el accionista mayoritario de las empresas que hacen más del 50% de las tasaciones en España? Bancos y cajas. ¿Qué mayor conflicto de intereses puede haber que un banco y una caja, que es dueño de la tasadora que fija el precio de la vivienda sobre la que el banco va a conceder una hipoteca? Es difícil encontrar un conflicto de intereses más intenso que éste. Además, en otras tasadoras los bancos y cajas también tienen influencia aunque no sean los accionistas mayoritarios. Por lo tanto aquí hay de nuevo un problema de regulación, que en el caso americano tiene que ver con las agencias de rating, y que aquí tendría que ver con las sociedades de tasación. Hay que establecer cortafuegos o simplemente impedir que bancos y cajas puedan ser dueños de

empresas de tasación. Yo siempre había insistido en la necesidad de crear cortafuegos del estilo de los que existían la banca de inversión. Visto el desastre de los bancos de inversión creo que establecer cortafuegos es un mecanismo demasiado débil. Lo que hace falta es impedir que bancos y cajas puedan ser propietarios de empresas de tasación.

Respecto a las soluciones, el PP ha propuesto recientemente aumentar la desgravación a la vivienda. Es un absoluto disparate. Esto nos ha traído hasta aquí y ahora queremos otra vez que nos lleve más allá. La vivienda es un bien que tiene una oferta inelástica, luego cualquier desgravación se transforma automáticamente en un aumento de precio que va al productor. Por lo tanto los precios suben, y los promotores se llevan los 4.000 millones de desgravación de la vivienda directamente. Ésta no parece la mejor solución. El ICO propone 5.000 millones para promotores de vivienda de protección oficial. La pregunta es si realmente hace falta construir vivienda de protección oficial adicional. Tenemos aproximadamente un millón de viviendas en stock. ¿Hacen realmente falta 1.500.000 viviendas en los próximos 10 años? La política tiene que ser otra. Está claro que la vivienda es un bien básico y, por lo tanto, el sector público tiene que intervenir si el mercado no es competitivo Pero ése algo no puede ser simplemente poner más ladrillos, y menos cuando sobran. Además, los avales del ICO a los promotores para que hagan viviendas de protección oficial alcanzan cantidades minúsculas. Avales de 5.000 millones en un año, mientras el crédito promotor son 314.000 millones, el crédito constructor son 156.000 millones. Esos 5.000 millones es una gota en un mar gigantesco. La solución de comprar suelo para vivienda de protección oficial a promotores privados vuelve a ser otra *“de nuevo otra gotita peligrosa”*.

Desde muchos sectores se clama por una bajada rápida y continuada de los tipos de interés. Pero realmente estamos en una situación que cada vez se hace más complicado que los tipos de interés jueguen ningún papel. En EE.UU en estos momentos el tipo efectivo de los Federal Fund Rates, que es el tipo de intervención, es el 0,25, el tipo Target, que es el que fija la Reserva Federal, es el 1%, pero el tipo efectivo es el 0,25. Ya no se puede bajar más, estamos en el límite. La economía americana navega a toda velocidad con proa puesta a la experiencia japonesa. El último dato es de posibilidad de deflación y los tipos de interés que ya están a 0. Los tipos de interés no van a ser la solución esta vez.

La solución pasa por facilitar el desapalancamiento ordenado del sector inmobiliario, la transformación del parque de viviendas libre sin vender en viviendas de protección oficial en régimen de alquiler y la transformación definitiva del modelo de crecimiento. El sector inmobiliario no puede proporcionar en el largo plazo los incrementos de productividad necesarios para aumentar los niveles de renta per capita. Es necesario reducirlo a un tamaño razonable acorde con otros países desarrollados de nuestro entorno, acabar con las desgravaciones fiscales a la compra de viviendas y favorecer el alquiler.

Conclusiones

Algunos agoreros hablan ya del fin del capitalismo. No, no es el fin del capitalismo. La economía de mercado tiene sus problemas pero es como sistema de asignación de los recursos, lo menos malo que podemos encontrar. Ésta es la parte positiva. La parte negativa es la conclusión de que ahora hemos aprendido la lección, necesitamos más regulación. Lo siento pero, personalmente, creo que no hemos aprendido absolutamente nada, y que si hubiéramos aprendido algo lo olvidaríamos para formar la próxima burbuja.

En 1998 el problema del Long-Term Capital Management (LTCM) era exactamente el mismo que vemos en la actualidad en muchos fondos. Un enorme apalancamiento en una apuesta errónea sobre el ritmo de convergencia de los tipos de interés en el área Euro y el efecto del “to big to fail”. En principio la apuesta del Long-Term Capital Management era razonable: apostaba a que una vez se formara la zona Euro, los tipos de interés de todos los países que participaran tenían que converger. Sin embargo, no pensaron que el ritmo al que convergía también era importante para la valoración de los activos y no pensaron que un shock, como el de los bonos rusos en marzo de 1998, podía romper la estrategia por completo, porque el ritmo de acercamiento no era el esperado. La Reserva Federal inyectó liquidez: el LTCM era demasiado grande para dejarlo caer sin provocar un shock financiero importante. Poco importa que detrás del LTCM hubieran dos premios Nobel de economía: se equivocaron. Luego vino la burbuja tecnológica. Otra vez lo mismo: una burbuja basada en el exceso de apalancamiento y el crédito abundante. Y esto pasó hace relativamente poco tiempo. Si hablamos de una crisis bancarias, la crisis de las Cajas de Ahorros de Estados Unidos (Savings and Loans) sucedió hace 20 años. Tampoco hace tanto tiempo. Aún hay mucha

gente que está en el mercado y que vivió la crisis de las “Savings and Loans”. Estamos otra vez con el mismo problema que hemos vivido en varias ocasiones durante los últimos 20 años. Por lo tanto volverá a suceder en el futuro.

Una reflexión final. Buffet, en su última carta anual a los accionistas de Berkshire Hathaway, habla de la “locura financiera”, y utiliza una frase que es bastante interesante: “*Sólo te enteras de quién ha estado nadando desnudo cuando baja la marea*”. Y ahora la marea ha bajado, y vemos a muchos desnudos: vemos al ex - Maestro Greenspan y a los banqueros de inversión. En España vemos desnudos a muchos servicios de estudios y académicos que insistían en un ciclo infinito de prosperidad que, a la vista de los datos, no tenía justificación. Por desgracia estos mismos serán seguramente los primeros que se pondrán el bañador y dirán que ellos ya lo habían dicho. Por suerte las hemerotecas les pondrán fácilmente en evidencia.

Antón Costas Comesaña

“La crisi econòmica espanyola”

En primer lugar, quiero empezar con una especie de declaración de principios. Aunque alguna de las consideraciones que voy a hacer acerca de la probable evolución de la economía española en el futuro inmediato pudieran dar la impresión de que soy una persona pesimista por naturaleza, en realidad no es así. Digo esto, porque en el último año he tenido varias experiencias desagradables al intentar, de manera razonable y prudente, expresar cual era mi opinión acerca de la evolución probable de la economía en el futuro inmediato.

En septiembre de 2007 publiqué un artículo en *El País* donde expresaba mi opinión de que lo que venía iba ser “algo más que una suave desaceleración”. Esa opinión fue entendida por algunos amigos con responsabilidades políticas como una manifestación de pesimismo, en medio de un ambiente que, como recordarán, aún era de euforia oficial sobre la fortaleza de la economía española y su inmunidad a la situación financiera internacional. Sucede que en las circunstancias económicas que estamos viviendo cuando intentas ver de forma serena, pero sin autoengañarte, por dónde pueden ir las cosas, tienes ese riesgo de pasar por pesimista. Y eso no es bueno, porque cuando se te identifica como un pesimista ya no te invitan a ninguna parte. Y, además, al final, al

pesimista sólo le queda la satisfacción, bastante inútil, de haber acertado. Y ese no es mi caso.

Aun cuando todos deseáramos escuchar noticias económicas agradables, los hechos son tozudos y no podemos vivir de espaldas a ellos. La última vez que estuve aquí en Mallorca hace un mes, para dar una conferencia en una jornada de profesionales de auditoría, antes de comenzar un asistente, antiguo alumno en mis clases de la Universidad de Barcelona, me dijo: “bueno, dinos algo optimista”. Las noticias han de ser las que son, lo que tiene que ser optimista es el ánimo con el que las enfrentamos.

La situación económica que estamos viviendo me recuerda una pequeña historia ficticia que cuenta en uno de sus libros un prestigioso historiador de las finanzas internacionales, Charles Kindleberger. Por cierto, les recomiendo leer un magnífico libro suyo, que se titula “Manías, pánicos y cracks”, sobre las burbujas económicas. Cuenta Kindleberger la anécdota de un hombre que se cae al vacío desde uno de los altos edificios de Nueva York y que cuando está a la altura del piso cuarenta del edificio, alguien que está dentro del edificio y le ve cayendo le dice, gritando, *¿qué tal amigo, cómo va todo?* y él, desplomándose, le contesta *¡de momento bien!* La situación económica que estamos viviendo, con los mercados financieros desplomándose en caída libre me recuerda al personaje de esta historia. Mi esperanza, mi tono vital optimista, me lleva a esperar que podamos poner una red antes que haga que ese desplome de los mercados y el aumento del desempleo se frene.

Estamos ante una crisis que ha sido brusca en su aparición y violenta en su desarrollo. La verdad es que se podría haber anticipado, porque no hay en la historia económica ningún ejemplo de burbujas de activos que haya tenido un aterrizaje suave. Y, por lo tanto, no sé qué motivos podíamos tener para en este caso esperar un aterrizaje suave de la burbuja inmobiliaria. Mi temor es que estamos ante una crisis brusca que va a traer consigo un ajuste que largo y doloroso. Pero aún así, creo que es posible gestionarla si existe liderazgo político, empresarial y social.

Permítanme desarrollar mi argumento a través de cinco preguntas. En primer lugar, la cuestión de si la crisis financiera internacional es la causa o sólo el factor desencadenante de nuestra propia crisis económica española. En segundo lugar, me preguntaré por el tipo de ajuste que es probable siga la economía española. En tercer lugar, si podemos evitar una larga y dolorosa recesión y, en su caso, cómo. En cuarto

lugar, si estamos ante la peor crisis económica a la que nos hemos enfrentado o tenemos ya experiencia en afrontar situaciones económicas difíciles que nos permitan confiar en nuestras capacidades para afrontar la actual. Y, por último, me preguntare de qué hablamos cuando hablamos de cambio de modelo productivo en la economía española como forma de salir de la crisis.

XXXXXXXXXXXXXXXXXX

¿Es la crisis financiera internacional la causa de la crisis económica o sólo ha sido el detonante? A mi juicio, la crisis financiera internacional más que causa de la crisis española ha actuado como detonante que ha dejado a la luz algunos elementos de debilidad que teníamos ya antes de que apareciese la crisis internacional. Utilizando la frase que ha mencionado anteriormente José García Montalvo, al decir que “sólo cuando baja la marea se ve quien se estaba bañando desnudo”, podemos decir que a medida que se iba desencadenando la crisis financiera internacional ha ido quedando al descubierto algunas carencias de fondo de la economía española.

Esas carencias no están tanto en el hecho de que nuestro crecimiento haya tenido “pies de barro”, como en el enorme desequilibrio comercial que ha acumulado la economía española. Este es el desequilibrio básico que vamos a tener que afrontar y corregir en los próximos años.

Pero pienso que a pesar de esas debilidades, estos quince fantásticos años que hemos vivido de crecimiento económico, aumento de empleo y mejora en los niveles de renta no fueron “una fiesta”, como está sugiriendo en estas últimas semanas la prensa económica británica. Como recordarán algunos de ustedes, primero fue *Financial Times* quién de una manera muy gráfica se refería a la economía española como uno de los “PIGS” (acrónimo de Portugal, Italia, Grecia y España) o cerdos que durante los años de euforia económica había conseguido “volar” pero que de nuevo ahora se desplimaba sobre el estiercol de la crisis. También la prestigiosa revista *The Economist* se ha referido a la larga fase de crecimiento español como a una “fiesta que se ha acabado” –“the party is over”, titulaba en su portada.

¿Ha sido realmente sólo una fiesta o ha habido una gran transformación y modernización en estos 15 años de crecimiento de la economía española? Yo quiero creer que no todo lo hemos hecho mal, y que en estos 15 años hemos asistido a

transformaciones muy importantes en la economía española que nos dan pie a un cierto optimismo para intentar buscar salidas que no sean tan duras.

Pero da la impresión que esa idea de que todo ha sido una fiesta está calando en ciertos ambientes intelectuales y académicos. Observo un cierto retorno a un tipo de actitud muy española que creía superada consistente en relacionar algunos comportamientos económicos con los viejos “males de la patria” de la patria que denunciara hace siglos Lucas Mallada. Esos actuales males de la patria serían, en primer lugar, el llamado “mal francés” de la economía española que explicaría la persistente inflación diferencial que mantiene la economía española con respecto a las economías de la UE, inflación que resta competitividad a nuestros productos. La idea es que somos aún un país muy burocrático, con muchas rigideces en muchos mercados e instituciones españolas, rigideces que generan sistemáticamente conductas inflacionistas, o como mínimo inflacionistas en relación con nuestros competidores. El segundo mal sería la “enfermedad holandesa” de la economía española, consistente en creer que se puede vivir bien durante mucho tiempo sin trabajar. Se dice holandesa, porque, como saben, aunque los holandeses trabajaron mucho y fueron la cuna de la revolución industrial con sus molinos de viento a finales del siglo XVII, cuando en los años setenta del siglo pasado Holanda comenzó a explotar el gas del mar del Norte, de pronto la economía holandesa comenzó a tener una inflación superior a las economías de su entorno y un déficit de la balanza comercial como nunca había tenido. La causa de ese déficit comercial era que los holandeses se habían puesto a vivir bien basándose más en la riqueza natural del gas que en el trabajo productivo. Esa misma idea la aplican algunos para explicar el persistente déficit comercial que ha mantenido la economía española a lo largo de nuestra historia: desde la época de las colonias, con la explotación de las materias primas de las Colonias, hasta la actualidad con el sol, la playa y la explotación de los turistas vivimos, según algunos, de los recursos naturales más que del trabajo productivos y de nuestra capacidad de competir con productos bien hechos. Existe el riesgo de que este discurso se agudice en estos próximos meses, llevando a una actitud de cierta desconfianza y derrotismo sobre nuestra capacidad de mejorar la productividad y la competitividad de la economía española y, por tanto, nuestra capacidad para ajustar la economía a la crisis económica.

Pienso que no nos deberíamos creer esa idea de lo que ha hablado hace un momento de que todo fue una fiesta en el crecimiento de la economía española de los últimos quince

años. Por el contrario, creo que el crecimiento y la modernización de nuestra economía y de nuestro tejido empresarial es un hecho objetivo. En 1992, en el comienzo de la anterior recesión que hemos vivido, no existía ninguna empresa entre las 500 empresas del mundo más grandes que publica la revista “Fortune”. Hoy hay una docena de empresas españolas en esa lista. Eso, de por sí, refleja un cambio espectacular que dice muchas cosas buenas de lo ocurrido en estos años y que no todo fue una burbuja ficticia.

En todo caso, lo que sí es cierto, es que la crisis, brusca e intensa, como he dicho, trae consigo la necesidad de un ajuste inevitable. La desaceleración que estamos teniendo de la actividad económica, es decir, la caída del PIB es la más intensa que hemos tenido en la historia económica española. No hay ningún otro momento en la historia reciente, insisto, de una caída tan brutal: de pasar de un crecimiento del 3,8 % en el 2007 vamos a pasar a un crecimiento negativo en el 2008 que puede estar alrededor del menos uno por ciento. Es todo un desplome de la actividad económica. Esta había sido una de mis profecías que algunos vieron como manifestación del pesimismo del que les hablaba al principio, pero que era simplemente una previsión razonable de lo que iba a venir. En cualquier caso, lo que debemos tener en cuenta es que nunca antes, en situación no bélicas, habíamos asistido a un desplome de esta naturaleza.

Déjenme detenerme un momento en este punto. Hay en el comportamiento de nuestra economía productiva un rasgo de que puede acentuar la brusquedad e intensidad del ajuste en situaciones de crisis como la que tenemos delante. En los últimos quince años nos hemos comportado más como “anglosajones honorarios” que como europeos continentales. Nuestro comportamiento financiero ha sido como el de los irlandeses, los ingleses y los norteamericanos: hemos invertido y gastado mucho más de lo que ahorramos. Por tanto, hemos vivido del ahorro exterior, endeudándonos para financiar el exceso de inversión y gasto sobre nuestro ahorro. Hemos financiado nuestro déficit comercial, es decir, el hecho de que hemos comprado mucho más al resto de los países que lo que les hemos vendido, recurriendo al endeudamiento exterior. Este es un rasgo característico de la economía de los países anglosajones mencionados de estos últimos años 15 años. Por eso digo que los españoles hemos sido como anglosajones honorarios. Ahora esa capacidad para seguir endeudarnos ha tocado fondo y ahora toca proceder al ajuste de nuestro desequilibrio comercial exterior.

En este sentido, me gustaría hacer referencia a un rasgo característico de la forma que toman los ajustes a las situaciones de crisis en la economía española. Nuestras empresarios saben gestionar bien los ajustes de la economía, pero sólo a través de un camino, sólo a través de la eficiencia en costes, en particular en costes laborales. No tenemos experiencia en saber un ajuste como el que nos viene ahora con una aproximación que mire más a la innovación en el producto, a la innovación en calidad y a la innovación en los procesos productivos a calidad del producto que ya hacemos, o en innovación en nuevo producto. Esta capacidad de mejorar la productividad, insisto, no lo tenemos. Aquí los ajustes a las crisis de los años noventa, que fue muy dura como recordarán, la crisis de los años 80 y las de los años 70, que fue posiblemente la más dura que hemos vivido, la de los 70 los llevamos a cabo a través de la eficiencia en costes y, especialmente, de los costes laborales. Es decir, del desempleo masivo. Por lo tanto, es de temer que la primera reacción de las empresas españolas a la nueva situación de crisis tenga un impacto dramático en el empleo. Si, como es mi pronóstico, esta crisis va a ser fuerte y si nuestra vía de ajustes va a ser de nuevo estrictamente a través de la reducción del coste salarial, el efecto sobre el empleo que yo estoy contemplando va a ser mucho mayor del que están contemplando nuestras autoridades económicas y gran parte de los analistas. Creo que hay ese elemento que deberíamos tener muy en cuenta. Dado el elevado volumen de trabajadores temporales que tenemos, las empresas tienen márgenes muy elevados para ajustarse de forma muy rápida por la vía de los costes. Esto es, por la vía de la destrucción de trabajo.

Por lo tanto, hemos de esperar un ajuste brusco, intenso e inevitable. Pero ¿de qué tipo? Explicado de forma rápida, los economistas decimos que hay tres tipos de ajuste, una es en forma de “V”, otro en forma de “U” y otro es en forma de “L”. Decimos que un ajuste adopta la forma de “V” cuando la actividad económica cae de forma muy rápida desde los niveles en que estaba funcionando, toca fondo y rebota rápidamente para volver a recuperar los niveles de actividad iniciales. Eso ocurrió en la recesión provocada por la crisis de las llamadas “punto.com” en los inicios de esta década. Algunos analistas y responsables públicos sostienen ahora que cuanto más rápida caiga la actividad económica más rápido va a rebotar. Este modelo de recesión es el que atribuímos a la economía norteamericana. En segundo lugar, está el ajuste en forma de “U”. En este tipo la economía cae también rápidamente pero en vez de rebotar permanece estancada en el fondo durante un tiempo que puede ser más o menos largo.

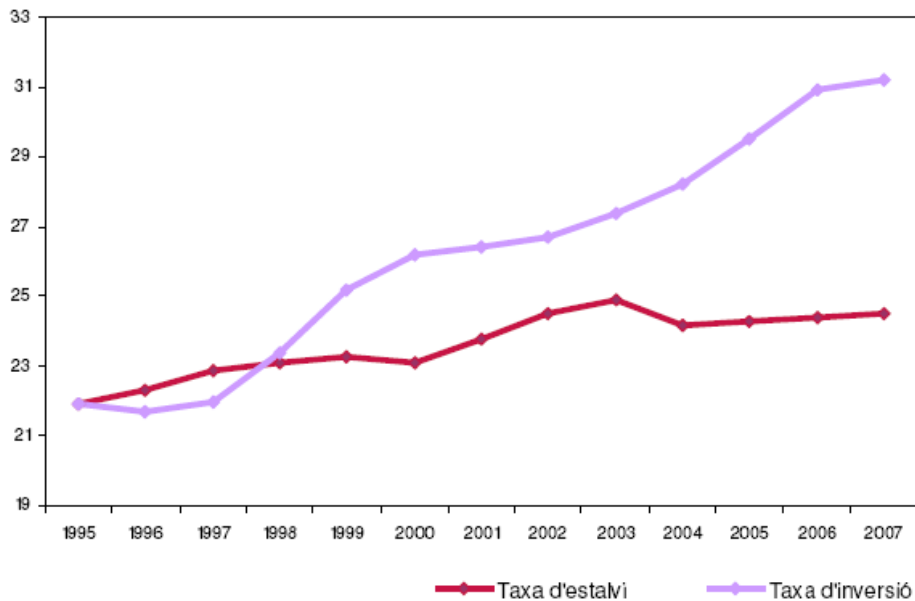
Recuerdo la respuesta que me dió mi maestro, el profesor Fabián Estapé, cuando en la recesión de los 80 le dije un día *doctor Estapé, yo creo que hemos tocado fondo* y él, con su conocido sentido irónico, me dijo *chaval, no olvides que siemore se puede escarbar*. Por último está la posibilidad de que el ajuste adopte la forma de L. En este caso la economía se desploma y permanece en el fondo durante un largo período antes de que vuelve a recuperarse. Esta es la situación de la economía japonesa desde el desplome que experimentó la economía japonesa a inicios de los años noventa, después de haber vivido una fuerte burbuja inmobiliaria.

¿Cuál va a ser probablemente el tipo de recesión y ajuste que vamos a tener? Yo creo que vamos a ver un ajuste fuerte en la economía real en forma de U prolongada, derivado de que el ajuste del sector financiero español, a mi juicio, va a ser mayor del que en este momento estamos estimando desde el propio sector financiero y de las autoridades económicas y monetarias españolas. Creo que el diagnóstico que estamos haciendo sobre el impacto de la crisis bursátil y financiera internacional sobre el sector financiero español no es un buen diagnóstico. Vamos a tener más problemas de los que estamos diciendo.

¿Por qué pronostico problemas para el sector financiero? Veamos. El principal problema que tenemos es el de la financiación del enorme déficit exterior, que tuvo su inicio al inicio de la segunda mitad de la década de los noventa y que se ha ido agrandando a lo largo de estos último quince años 15 años de expansión económica, en que las hojas de la tijera del déficit se han ido abriendo. Imaginen una tijera en que una de las hojas es el crecimiento del ahorro interior español, y la otra hoja es la inversión de la economía española. En la medida en que la inversión ha ido creciendo a un ritmo muy superior al ahorro nacional, las hojas de esa tijera se han ido abriendo a lo largo del tiempo llegando a magnitudes que representan un problema serio. No es posible mantener durante mucho tiempo esa diferencia entre inversión y ahorro que en terminos de contabilidad nacional está hoy por encima de 7 puntos porcentuales del PIB. Es decir, hemos estado invirtiendo en los últimos años entre 5 y 7 puntos por encima del ahorro nacional, tal como se ve en el gráfico 1, que he cogido de los documentos del servicio de estudios de la Cámara de Comercio de Barcelona. La consecuencia de ello ha sido un endeudamiento exterior enorme, que visto desde el sistema financiero significa un aumento muy fuerte de los activos del sistema financiero frente al exterior.

Gràfic 1: Taxes d'estalvi i d'inversió de l'economia espanyola. 1995-2007

En percentatge del PIB



Font: INE

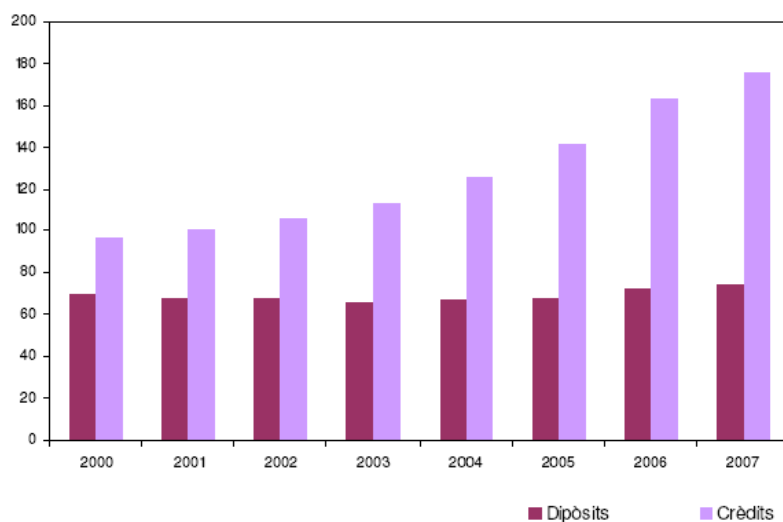
La otra cara de este gráfico que representa el gap entre ahorro-inversión es el saldo comercial exterior, medido en este caso a través de la balanza de bienes y servicios. (Si midiésemos el déficit comercial exterior a través de la balanza por cuenta corriente en su conjunto, en este caso el déficit exterior está alrededor del 10% del PIB).

¿Qué escenarios podemos esperar para la corrección de este fuerte déficit exterior? Hay que partir del hecho de que ese déficit es imposible de mantener durante más tiempo, dado que las condiciones de financiación internacional han cambiado y no volverán a ser tan favorables durante bastante tiempo. Si tomamos como un déficit razonable, es decir, sostenible en el tiempo, un 3% del PIB, un ejercicio aritmético elemental nos lleva a decir que creciendo alrededor del 1,8-1,9 % nos llevaría hasta el 2015 ajustar el déficit actual hasta ese nivel del 3%. Por lo tanto, una recesión en forma de U larga. Si queremos un ajuste más rápido del desequilibrio exterior eso significa aceptar un desplome más intenso y, por tanto, no intervenir con medidas de política fiscal para frenar su caída. Pero eso muy probablemente llevaría a crecer por debajo del 1% durante unos años para luego experimentar una recuperación más rápida. En este caso, la recesión sería en forma de U más corta.

Respecto al sistema financiero, a mi juicio, vamos a ver algo más que crecimiento de la morosidad. El crecimiento de la morosidad la estamos viendo ya. Xavier Freixas hacía

referencia antes, en su intervención, a la evolución al alza que está experimentando la morosidad del sistema financiero español y a los valores que alcanzó en la recesión de los inicios de los años 90, que fue elevada, aunque se pudo gestionar. Creo que esta vez vamos a ver algo más que morosidad en nuestro sistema financiero. ¿Por qué motivo?

Gràfic 3: Dipòsits i crèdits de famílies, empreses n.f. i aa.pp. en institucions financeres espanyoles. En percentatge del PIB



Font: Banc d'Espanya

En el gráfico, tomado también del servicio de estudios de la Cámara de Comercio de Barcelona, pueden observar la evolución de los depósitos bancarios en España, y la evolución de los créditos al sector privado de la economía por parte del sistema bancario. Fíjense que hasta el año 2003 manteníamos una relación entre depósitos y créditos cuya diferencia se podía cubrir bien con los fondos del sistema financiero español. A partir del año 2004, los depósitos siguen con su línea anterior, pero el crédito al sector privado se dispara de una manera espectacular. La diferencia entre la evolución de unos y otros es el incremento que experimentan los pasivos del sistema financiero español respecto exterior. Es decir, el endeudamiento del sistema financiero español para financiar con ahorro exterior la expansión del crédito al sector privado interno (familias y empresas).

¿Qué escenario se podría contemplar para el ajuste en los próximos años de ese sobreendeudamiento exterior del sistema financiero español? Si tomamos como referencia, es decir como situación estable o “normal”, lo que sucedía en los años 2000-2003, creo que esa es la tendencia histórica, ahora el sistema financiero español tiene que desapalancarse, reducir su nivel de endeudamiento. Para ello tiene que aumentar los

depósitos del sistema, es decir, el ahorro de las familias en forma de depósitos bancarios, o reducir el crédito al sector privado (familias y empresas). Esto último es lo que está ya ocurriendo ya en el 2008. Con datos sólo del primer trimestre, la caída del crédito al sector privado español por parte del sistema financiero ha sido dramática para las empresas y familias. Probablemente la caída que vamos a ver a final de este año va a ser más intensa que la del primer trimestre. Por lo tanto, estamos ante una fuerte sequía de crédito.

¿Qué escenario se podría contemplar para el comportamiento del crédito bancario a lo largo de los próximos años, hasta el año 2014? Parece razonable pensar que tendremos tasas de crecimiento del flujo de crédito al sector privado del orden del 5% anual, es decir, más o menos los que habían sido las tasas de crecimiento históricas. Pero esas tasas de crecimiento van a significar un varapalo –tanto en su cuantía como en su distribución entre sectores económicos- de tal naturaleza para la financiación de la economía española que eso significará una recesión en el crédito y, como consecuencia, una recesión en la economía real muy fuerte. Creo que es inevitable, en el sentido de que no hay posibilidad, poder evitar esa recesión.

Pero, ¿por qué he dicho que vamos a ver algo más que morosidad? La morosidad ya la doy por descontada. En la época de los años 80 y de los 90 ya vivimos situaciones similares, y se pudo gestionar. Pero una situación como la que vamos a ver ahora en el sistema financiero posiblemente no la vimos antes. Nos estamos anticipando, lo que va a haber es una caída espectacular de la demanda de crédito solvente por parte del sector privado, es decir, de familias y empresas. No es, fíjense, sólo que la banca no vaya a tener capacidad para mantener su oferta de crédito por problemas de liquidez y solvencia de la propia banca y cajas de ahorro, que también lo acepto. Lo que les digo es que el problema para la banca, especialmente para las Cajas, es que se van a enfrentarnos a una carencia de demanda solvente de crédito que les obligará a cambiar de modelo de negocio y reducir su dimensión. Si este pronóstico es acertado, vamos a ver en la banca española no sólo problemas de morosidad, vamos a ver problemas de dimensión del negocio y de dimensión de empresa bancaria, especialmente, insisto, en las Cajas. Por lo tanto, hemos de anticipar qué tipo de procesos en relación con la dimensión de nuestro sistema financiero vamos a tener que afrontar.

¿Puede evitar la economía española un largo y doloroso estancamiento? Los economistas presentes recordarán un conocido artículo de Olivier Blanchard sobre los desequilibrios económicos –déficit exterior e inflación- que experimentó Portugal después de la entrada en el euro y el posterior estancamiento prolongado en el que sigue estando la economía portuguesa. El artículo acababa planteando una profecía: el siguiente sería España. ¿Cómo podemos enfrentarnos de manera menos dolorosa que la portuguesa a un ajuste como el que hemos visto que tenemos que hacer? Uno puede pensar en hacer el ajuste a través de una fuerte flexibilidad por el lado de los costes, especialmente, costes salariales. Una vía alternativa es lograr mejoras importantes y muy rápidas de la productividad. Vamos a ver. Sin duda, podemos ser más flexibles por el lado de los costes de lo que fue Portugal. Pero ¿vamos a ser más flexibles en costes de lo que fue Alemania cuando tuvo que soportar el ajuste posterior a la unificación? Me cuesta ver que podamos ser más flexibles en ese sentido que Alemania. Pero aún así hay que recordar que Alemania tardó 10 años en digerir aquel *shock* y hacer el correspondiente ajuste. Nosotros estamos ante un shock de costes ahora. ¿Seremos capaces de hacer el ajuste de costes en menos tiempo?

La segunda vía para llevar a cabo el ajuste que permita reducir el déficit comercial exterior es a través de las mejoras de competitividad y, de lo que hay debajo de la competitividad, la productividad. Cuanto mayores y más rápidas mejoras de productividad y competitividad logremos, menor tendrá que ser el ajuste por el lado de los costes. ¿Es posible lograr mejoras significativas de productividad a corto plazo? ¿Qué necesitamos para ello? A cualquier economista que se le haga esta pregunta, contestará: reformas. Pero en un escenario económico como el que vamos a vivir los próximos meses y años, las reformas serán políticamente complejas de llevar a cabo. Además, los efectos de las reformas sobre la productividad y competitividad no son muy rápidos. Por lo tanto, por ese lado, aunque se pueden esperar mejorar, tampoco podemos ser excesivamente optimistas.

En todo caso, ¿qué me dice la experiencia de los ajustes que hemos tenido que llevar a cabo en los años 1992, 93, 94? Lo hemos olvidado, pero la recesión del 93 fue fuerte. Pasamos de crecer en el año 2001 al 3,8 %, por cierto, lo mismo que en el 2007, a caer al -1% en el año 1993. Fue una caída tremenda de la actividad económica. En total, medida a través del PIB, la economía estuvo en recesión durante seis trimestres, que es la forma que tenemos los economistas para medir la duración de las recesiones. Pero si

medimos la recesión en términos de mercado de trabajo, vemos que en aquella ocasión aumentó el desempleo comenzó a aumentar en el tercer trimestre del 92 y se mantuvo cayendo durante 4 años.

Sin embargo de aquella recesión salimos bastante bien parados, empalmando una recuperación y expansión económica que duró 15 años muy buenos. ¿Que es lo que favoreció el ajuste y la salida de la crisis de aquellos años? Sin duda, las sucesivas devaluaciones de la peseta favorecieron una rápida corrección del déficit exterior. Pero lo más determinante a medio plazo fue el comportamiento de los sindicatos españoles a partir del 93. Fue realmente excepcional. Algunas veces he hablado de que el verdadero ‘milagro de la economía española’ a lo largo de esta última década ha sido el “milagro salarial”. El hecho de que los sindicatos aceptaron que el salario real pudiese crecer por debajo de la inflación para de esa forma crecer y crear empleo es algo que aún no está bien explicado.

En mi opinión, en el mundo laboral y en el mundo sindical español sigue existiendo una actitud moderada que es un activo muy importante para abordar el ajuste que de nuevo necesita la economía española. Si sabemos utilizar ese activo las cosas pueden ser más fáciles. La solución ideal sería probablemente ajustes salariales agresivos, pero no a través del desempleo. Como he dicho antes, esa es la estrategia tradicional practicada por las empresas españolas, algo que hemos demostrado que sabemos hacer bastante bien desde las empresas, pero que tiene unos costes sociales tremendos. Ahora habría que intentar llevar a cabo esos ajustes salariales fuertes no a través del desempleo masivo, sino de los acuerdos colectivos, acompañados, eso sí, de algún tipo de política fiscal activa y de aumento de las políticas sociales. No es fácil, pero creo que eso es posible. Eso es lo que hizo este país a finales de los años 70 y principios de los ochenta del siglo pasado. Los más jóvenes no lo recordarán, pero en aquellos años padecimos una crisis económica e industrial de una intensidad enorme, en la que desaparecieron sectores industriales casi completos y en el que tuvimos que poner en marcha reconversiones industriales de gran magnitud con un fuerte impacto en el empleo. Ahora no es probable que veamos desaparición de sectores de aquella magnitud. Si que tendremos probables importantes en algunos sectores, como en el inmobiliario y, como he dicho antes, también con el sector financiero. Pero nada comparable a lo que fueron aquellos años. Aquella crisis no sólo se llevó por delante, como digo, sectores productivos completos, sino que también alteró profundamente la estructura social de

este país. La estructura social de este país estaba basada en un sindicalismo muy potente, con unas clases medias formadas esencialmente por mandos intermedios de las grandes empresas industriales y manufactureras españolas. Muchas de esas empresas quebraron y sufrieron fuertes reconversiones, y con ellas también la estructura social del país. Aquello sí que fue una crisis. Y, sin embargo, la supimos enfrentar y resolver bastante bien.

¿Cómo fue posible enfrentarse a la crisis de finales de los 70 y comienzos de los 80 del siglo pasado? ¿Qué podemos aprender de aquella experiencia? En aquella ocasión los agentes sociales mostraron actitudes sociales colaborativas y existió un verdadero liderazgo político que supo ponerse al frente de esta situación. Unas actitudes sociales y un liderazgo que supo evitar el tipo de ajuste del estilo *sálvese quien pueda*. Eso es lo que hoy tenemos que volver a intentar. Hemos de buscar un ajuste que, aunque doloroso, puede ser cooperativo y mejor para el conjunto de la población. Contamos con algunos buenos mimbres para eso. A pesar de las críticas que reciben, creo que tenemos un sindicalismo que para sí desearían muchos países europeos. Es de desear que desde el mundo empresarial se sea capaz de abordar un tipo de ajuste que no se base exclusivamente en destruir capacidades laborales que tienen las empresas. Las empresas deberían ser capaces de orientar una parte del ajuste a través de la vía de innovación del producto y de la competitividad en el sentido amplio de la palabra y no sólo a través de la vía de reducción de costes laborales mediante la reducción de empleo. Hoy estamos en mejores condiciones para hacer eso de lo que estábamos en la crisis del 92. El cambio en el mundo empresarial, en la mejora de las capacidades empresariales para el liderazgo y la innovación, ha sido muy importante en la última década. No todo fue una fiesta, como dije al principio. Aquí ha habido mejoras sustanciales en muchos ámbitos, entre ellos en el de la gestión empresarial. No puede ser casualidad que tengamos en España tres de las mejores escuelas de negocio del mundo. Por último, necesitamos un liderazgo político fuerte que actúe de impulsor del ajuste, pero también de cemento de las actitudes sociales cooperativas.

Un comentario final, necesariamente breve para no alargar más mi intervención. ¿De qué hablamos cuando decimos que para salir de la crisis hay que cambiar de modelo productivo?. Tengo un cierto temor a que cuando se habla de cambiar el modelo económico y del futuro de nuestra economía se esté pensando en que hay que prescindir de sectores como el de la construcción o el turismo y que, de ahora en adelante, hemos

de vivir únicamente de sectores basados una nueva economía del conocimiento. La base de nuestra riqueza y de nuestro bienestar va a estar durante muchos años donde ha estado en los últimos años. Lo que tenemos que hacer es transformar algunos de los sectores productivos que hasta ahora funcionan casi artesalmente en verdaderas industrias. Debemos pensar en la construcción no como una amalgama de actividades inconexas de muy poca productividad agregada, sino concebir la construcción como una verdadera industria, como es la industria del automóvil. ¿Por qué la construcción, que tienen más componentes que un automóvil, no puede funcionar con grados de eficiencia similares a la del automóvil? ¿Por qué no puede ser tan innovadora en producto, procesos, costes como lo es la del automóvil? ¿Por que no es posible hacer aquí la transformación que se llevó a cabo en el Reino Unido a finales de la década pasada? De la misma forma, ¿por qué el turismo va a dejar de ser una fuente de riqueza y bienestar sostenible a lo largo de las próximas décadas? Lo que es sorprendente es que un país que ingresa tanto por turismo y construcción invierta tan poco en modernizar estos sectores. Son sectores maduros, pero no podríodos. Insisto, lo que hay que hacer es transformarlos en verdaderas industrias, de alto nivel de productividad y competitividad.

Finalizo con un pequeño regreso al inicio. La crisis a la que nos estamos enfrentando es muy fuerte y va a exigir un ajuste probablemente largo y doloroso. Pero tenemos capacidades para abordarlo. No debemos caer en el derrotismo de creer que el crecimiento de estos últimos años ha sido sólo “una fiesta” como dice cierta prensa económica anglosajona. Pero es conveniente que nos preguntemos por qué lo ven de esa forma, por qué motivo es tan crítica con nosotros. Creo que reacciona contra una cosa que, a mí también me ha molestado mucho. Es la complacencia de los políticos españoles, especialmente del gobierno. Esa complacencia y la creencia de que la crisis nos afectará a nosotros menos que a los demás países desarrollados tiene algo de ofensa al sentido común, al buen juicio. El gobierno tiene que romper con esa complacencia. Porque mientras no lo haga no estará en condiciones de ejercer un liderazgo político que es tan necesario para abordar los problemas que tenemos delante. Y eso retrasará el ajuste y aumentará los costes económicos y sociales de la crisis.