

José Carlos Díez  
El economista observador

**HAY VIDA**  
**DESPUÉS**  
**DE LA**  
**CRISIS**

Two black arrows pointing downwards from the bottom of the word 'CRISIS'.

Desde el comienzo de la crisis financiera en 2008 vivimos tiempos inciertos. Por primera vez en décadas, las perspectivas de la ciudadanía están teñidas de un pesimismo absoluto. José Carlos Díez expone con claridad y determinación los estímulos que necesitamos para no dejarnos arrastrar por la desesperanza, porque Hay vida después de la crisis.

«Los españoles nos hemos convertido en una fábrica de excusas y de lamentos. Los de los millones de personas que han perdido su empleo, especialmente los mayores de cincuenta años y los jóvenes que no pueden encontrarlo, están justificados. Ellos deben tener toda nuestra comprensión y nuestro compromiso. Sin embargo, el resto tenemos la obligación moral de trabajar hasta la extenuación para sacar el país adelante. Es lo que hicieron nuestros padres y nuestros abuelos, y es lo que ahora nos toca hacer a nosotros por nuestros hijos. Y cuando te sientas desfallecer y te falte la moral, recuerda la sentencia de Heródoto: "Tu estado de ánimo es tu destino".

La sociedad española ya se ha enfrentado a muchas encrucijadas en las últimas décadas y siempre las ha resuelto con éxito. Si nos mantenemos unidos, protegemos a los más desfavorecidos y se toman las medidas adecuadas, este economista observador está convencido de que saldremos de la depresión e incluso con más virtudes de las que teníamos cuando entramos en ella. Todos los grandes caminos comienzan con un primer paso. Ánimo, podemos.»

José Carlos

# Hay vida después de la crisis

2013, José Carlos Díez.

*A mis hijos Jimena y Hugo y a toda su generación.*

*Ellos no son culpables de esta maldita crisis  
y merecen vivir en un país mejor que el que tuvimos sus pa-  
dres.*

## ¿Qué nos ha pasado?

*Los hombres prácticos, que se creen libres de toda influencia intelectual, son generalmente esclavos de algún economista difunto.*

J. M. KEYNE

Irving Fisher (1867-1947) es uno de los grandes economistas de la historia. En los años veinte del siglo pasado, siendo catedrático de la Universidad de Yale, el gobierno de Estados Unidos le encomendó una importante misión. Se habían producido revueltas de trabajadores que se quejaban de sus condiciones laborales y solicitaron a Fisher que preparase un indicador de referencia para las negociaciones salariales entre las empresas y los trabajadores. Fisher estudió la teoría estadística de los números índices y elaboró lo que en la actualidad seguimos calculando y llamando índice de precios al consumo (IPC).

El Instituto Nacional de Estadística (INE) realiza todos los años una encuesta a unas 1.000 familias españolas. Les pide que una semana de cada trimestre anoten cuánto dinero se gastan y en qué tipo de bienes y servicios. Con esta información se crea una cesta de la compra promedio. A continuación, se elige una serie de tiendas y establecimientos donde se hará la recogida de precios, catas y muestras varias veces al mes. El IPC diseñado por Fisher nos permite saber la variación mensual y anual de esa cesta de la compra. Lo normal es que suba y eso es lo que llamamos inflación.

Seguramente el IPC es la estadística que más críticas recibe, ya que la mayoría de nosotros pensamos que no representa la economía de nuestros hogares. Pensamos bien. En España hay 46 millones de personas y el INE calcula una única cesta, de manera que la probabilidad de que esa cesta sea la de uno de nosotros es igual a la de que nos toque la lotería. Pero la realidad es que las familias, a diferencia de las empresas, no acostumbramos a llevar al detalle la contabilidad de nuestros gastos e ingresos y por tanto el IPC al menos nos permite conocer la media de la evolución de los precios.

Fisher fue más lejos y, a partir del indicador de inflación, se embarcó en la revisión de la teoría monetaria clásica y definió matemáticamente lo que conocemos como tipo de interés real. El tipo de interés, descontada la inflación, es el precio relativo más importante de una economía, ya que determina la inversión de las empresas y buena parte de las decisiones de consumo de las familias.

Además de su actividad académica, Fisher tenía una empresa de asesoramiento de inversiones financieras desde la que emitía informes periódicos, algo similar a lo que hace este economista observador en Intermoney. Unos días antes del lunes negro de 1929, Fisher afirmó en uno de sus informes que la bolsa de Nueva York no estaba sobrevalorada. Un año más tarde la bolsa había caído un 30 %. Siendo coherente con sus análisis y con sus principios, entendió que en 1930 el precio de las acciones estaba bajísimo e invirtió su patrimonio personal y el de su familia política en bolsa. En 1932 la bolsa acumulaba una caída del 80 % desde 1929, así que Fisher había dilapidado su patrimonio y la fortuna de sus suegros.

## APRENDER DE LOS ERRORES

Un año después Fisher reconoció su error y lo analizó en un artículo titulado «La deflación de activos y la teoría de las grandes depresiones», publicado en la prestigiosa revista *Econometrica*. Su análisis sigue siendo un referente para los economistas y una guía perfecta para entender la crisis actual que padecemos, y, lo que es más importante, para diseñar la política económica que nos saque de ella.

Al estudiar los ciclos económicos en Estados Unidos, Fisher identificó otras dos depresiones anteriores en ese país, ambas en el siglo XIX; una en los años veinte y otra en los años setenta. Ningún ciclo ni ninguna crisis es igual a la anterior, pero Fisher observó ciertas constantes en esas tres graves crisis: en todas ellas se dio una primera fase de sobreendeudamiento que fue seguida de algún acontecimiento que provocó la deflación de activos, la descapitalización del sistema bancario y el colapso del crédito que arrastró las economías hacia dinámicas depresivas y deflacionistas. Estos tres episodios identificados por Fisher fueron precedidos por un intenso período de sobreendeudamiento y euforia financiera. Tal y como explican otros dos grandes economistas actuales, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, durante cada uno de esos períodos siempre hubo argumentos para pensar que aquella vez sería diferente y que la burbuja financiera no acabaría en desastre.

El dinero pierde valor con el paso del tiempo debido a la inflación. Por eso los economistas usamos el PIB para hacer que los datos sean homogéneos y comparables. Gracias a dichos modelos comparativos, podemos concluir que desde mediados de los años noventa del siglo pasado hasta al año 2007, la deuda de las familias estadounidenses se triplicó. Mientras que en 1995 esta deuda suponía dos tercios del PIB americano, en 2007 llegó casi al 100 %, la mayor parte dedicada a invertir en vivienda.

El denominador del ratio, el PIB, creció con fuerza durante el período. Pero el numerador creció aún más y el ratio alcanzó niveles desconocidos en la historia de Estados Unidos. Aunque los salarios perdían peso cada año en la distribución de la renta y apenas conseguían subir por encima de la inflación, las familias se embarcaron en procesos de endeudamiento, ya que pensaban que lo que estaba sucediendo era estable y duraría de por vida. Es un fenómeno conocido como «expectativas autorrealizables» o «exuberancia irracional».

Dado que la vivienda es un bien que no se puede exportar, los ciclos inmobiliarios solían ser un fenómeno local. Sin embargo, en la última década del siglo pasado asistimos al surgimiento de burbujas inmobiliarias en otros países. Además de en España, también en el Reino Unido y Dinamarca, entre otros. Las razones que lo explican son globales y no locales: bajos tipos de interés, boom crediticio internacional, globalización financiera, exceso de ahorro en China, Oriente Próximo, Alemania y Japón, y la fuerte demanda de activos con máxima calidad crediticia, como eran las titulizaciones hipotecarias.

En el caso español, durante el mismo período descrito anteriormente en Estados Unidos, la deuda de las familias pasó del 30 % del PIB en 1995 al 80 % en 2007. La entrada en el euro nos permitió disfrutar de tipos de interés reales muy reducidos y acceder a los mercados de capitales internacionales en medio de la que era la mayor burbuja de crédito global desde los años veinte del pasado siglo. Sin tener en cuenta estos factores es imposible explicar la burbuja inmobiliaria de nuestra economía. No obstante, como sucedió en Estados Unidos y en el resto de los países, sólo con estos factores tampoco podemos explicarla.

El endeudamiento produce los mismos efectos que el alcohol: genera endorfinas positivas al consumirlo, pero al despertar nos provoca resaca, malestar y dolor de cabeza. Los españoles accedimos a un mundo nuevo con mucho crédito, y más barato del que nunca habíamos soñado, unas condiciones extremadamente favorables para que se formara una burbuja. Pero no debemos olvidar que la responsabilidad de emborracharnos fue exclusivamente nuestra. Buscar un enemigo externo sólo nos llevará a fabricar excusas y lamentos. Y aunque el desahogo es a veces necesario, resulta contraproducente para salir de la crisis.

## LA CRISIS QUE NADIE VIO VENIR

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y uno de los economistas vivos con mayor prestigio académico, afirmó en uno de sus discursos: «Lo que no puede durar de por vida, alguna vez se acaba». Esta frase resulta de lo más pertinente para definir la crisis actual. Las hipotecas *subprime* fueron la mecha que originó el caos presente, pero podría haber sido cualquier otro hecho. El vaso estaba lleno y cualquier gota habría provocado que se desbordara. Es evidente que se cometieron excesos en la concesión de las hipotecas *subprime* y también con su posterior venta mediante bonos a inversores. Pero la realidad se ha encargado de confirmar que éste no es el único problema que explica la peor crisis financiera y la más profunda recesión mundial desde hace ochenta años.

Recuerdo una noticia aparecida en el *Financial Times* en diciembre de 2006 que entonces me sorprendió. En el mercado ABX de Chicago, los bonos de hipotecas *subprime* AAA habían pasado de cotizar 200 puntos básicos sobre Libor (el equivalente a nuestro Euribor en Estados Unidos) a cotizar a 400 puntos básicos.

En aquella época, los bonos AAA de hipotecas españolas cotizaban a 30 puntos básicos. La calificación AAA suponía que ambos (los españoles y los estadounidenses) eran bonos de máxima calidad crediticia, pero era muy extraño que tuvieran esa diferencia tan enorme de tipos de interés. Así que empecé a investigar el asunto y encontré un informe de la FED, el máximo responsable de supervisión bancaria en Estados Unidos, que minimizaba el asunto. Afirmaba que las *subprime* suponían un porcentaje muy pequeño de las carteras de crédito del sistema bancario y que todo estaba bajo control. Sin embargo, seis meses más tarde ese mercado saltó por los aires, y ya sabemos con qué resultado. Éste fue el comienzo de la crisis financiera y el origen de la Gran Recesión.

Aunque la FED es una institución privada, el Congreso estadounidense obliga a hacer públicas las actas íntegras de las reuniones de su consejo, hecho que nos ha permitido conocer las actas de entonces. En su reunión de diciembre de 2007, el propio presidente de la FED, Bernanke, dijo: «No espero problemas de solvencia entre las grandes entidades financieras».

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) no publica sus actas completas, pero comparece mensualmente ante los medios de comunicación para explicar sus decisiones. Ese mismo diciembre de 2007, el BCE esperaba un crecimiento de la Eurozona para 2008 no inferior al 1,5 %. Y aunque en 2009 se mostraba preocupado por la inflación, no veía ninguna amenaza de restricción de crédito y negaba la necesidad de bajar tipos, como ya habían hecho la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra.

En nuestro país, el gobernador del Banco de España comparecía a finales de noviembre de 2007 ante la Comisión de Presupuestos del Congreso. En su discurso resalta-

ba la incertidumbre, y pese a compartir la preocupación del BCE por las presiones inflacionistas, anticipaba que en España se daría un ajuste ordenado de la burbuja inmobiliaria y esperaba un crecimiento en 2008 próximo al 3 %. Es decir, que pocos meses antes de que se desatara la peor crisis bancaria de la historia, el máximo responsable de la supervisión de las entidades financieras no habló en ningún momento de los riesgos y la vulnerabilidad de nuestros bancos, a pesar de que éstos eran extremadamente dependientes de la financiación en los mercados internacionales y por tanto de una restricción del crédito que ya se había activado.

Este economista observador dirige el servicio de estudios de Intermoney, que según la escuela de negocios ESADE lidera el ranking de aciertos en previsiones sobre economía española desde 2006. En la etapa de la que hablamos, yo era consciente de los excesos inmobiliarios y de la vulnerabilidad que suponía nuestra elevada dependencia del crédito y de la financiación internacional. Y también lo era de los excesos tanto del sistema bancario internacional como de los inversores. Pero debo reconocer que hasta el verano de 2007 nunca pensé que nos precipitábamos en la peor crisis de los últimos ochenta años.

Antonio Torrero, uno de mis maestros en la universidad, me había enseñado la capacidad destructiva de la inestabilidad financiera, contagiándome su curiosidad y su inquietud por el estudio y conocimiento de las grandes depresiones de la historia. Recuerdo el mes de agosto de 2007 como si fuera hoy. Mi hija mayor había nacido prematura a finales de mayo y, aunque estaba muy sana, por precaución decidimos no irnos de vacaciones.

## LA IRRUPCIÓN «INESPERADA» DE LA CRISIS

A principios de ese agosto Bear Stearns decidió cerrar un fondo de inversión. La American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de Estados Unidos, anunciaba el día 4 que despedía a todo su personal y el día 6, que quebraba. El banco alemán IKB, expuesto a inversiones en hipotecas *subprime*, tuvo que ser rescatado por una entidad financiera pública para evitar la bancarrota. Y ese mismo día, el National City Home Equity se declaraba también en quiebra.

El jueves 9 de agosto, mientras yo estaba en la piscina disfrutando de mis vacaciones, recibí una llamada de Claudi Pérez, periodista de *El País*. Me dijo que BNP había limitado la retirada de dinero de uno de sus fondos de inversión, lo que había provocado el pánico en los mercados. Y que el BCE había tenido que inyectar casi 100.000 millones de euros a los bancos europeos en una subasta de urgencia, para así evitar el colapso del mercado interbancario. Le dije que no estaba al corriente y que investigaba y le llamaba.

Asuntos como éste tienen una elevada complejidad técnica que se le escapa al gran público y también a muchos periodistas. Tuve que hacer un esfuerzo enorme para explicar las cosas de la forma más pedagógica y divulgativa posible. Aun así, la información que publicaban los medios sobre el tema era bastante deficiente, y contribuía a aumentar la incertidumbre y el desconcierto de los ciudadanos.

Desde ese día mi trabajo se multiplicó. Tuve que enviar notas diarias a mis clientes explicando la situación, hasta el punto de que a mediados de agosto no me quedó más remedio que interrumpir mis vacaciones y viajar fuera de Madrid a visitar a uno de mis clientes. Dado que la situación era bastante desconcertante, el presidente del banco

había pedido una reunión aclaratoria. Los bancos centrales habían reaccionado muy rápido. Pero el mensaje fue muy claro: si la tensión duraba más de uno o dos meses, la crisis sería muy grave.

Los mercados interbancarios son una pieza minúscula del rompecabezas de los mercados financieros, pero son el equivalente al tornillo del cárter de un coche. Si el tornillo se cae, el coche pierde el aceite, el motor se gripa y el coche se para. La crisis duró y fue extendiéndose a otros mercados como si fuera chapapote. Ese mismo octubre los mercados de emisiones de bonos privados colapsaron, y en noviembre las agencias de rating quitaron la máxima calificación AAA a las empresas mundiales que aseguraban las emisiones de bonos. Eso suponía que millones de emisiones de bonos que habían sido asegurados por ellas también aumentaban su riesgo de impago.

A final de año mi preocupación era máxima, especialmente respecto a nuestra querida España. A pesar de que el crecimiento seguía boyante, nuestra economía dependía en exceso de la financiación externa, y el cierre de los mercados de emisiones de bonos fue para nuestros bancos como si el coche se hubiera quedado sin combustible. Intermoney pasó de ser el servicio de estudios con las previsiones más optimistas hasta ese verano, a tener las más pesimistas. Sin embargo, la realidad nos demostró que en ese momento, en que fuimos tildados de agoreros, ni por asomo nos anticipábamos a la que se nos venía encima.

El pasado no se puede cambiar y autoflagelarse no ayuda a resolver las crisis. Pero he creído oportuno hacer esta reflexión para resaltar el escaso conocimiento que los economistas tenemos del fenómeno financiero. Se nos acusa absurdamente de ser una ciencia forense que sólo sabe

analizar el pasado, aunque yo no conozco ninguna disciplina científica que anticipe el futuro con plena fiabilidad. Las empresas, las familias y los gobiernos tienen que tomar decisiones que afectan al futuro y demandan previsiones a los economistas. Pero cuando uno intenta predecir el futuro, lo único que sabe con certeza es que se va a equivocar. Lo verdaderamente importante es minimizar el error de previsión. Como me enseñó mi maestro Torrero, lo que sí podemos hacer los economistas es analizar si las tendencias que observamos en la economía son sostenibles o no lo son. Gracias a la importancia de esta labor, nuestra existencia ya estaría justificada.

## RESPONSABILIDAD EN LA TOMA DE DECISIONES

Tras el estallido de la crisis, los bancos centrales han empezado a asumir nuevas funciones de supervisión macroprudencial. Especialmente en Europa, donde el BCE ha asumido la máxima responsabilidad de la supervisión bancaria argumentando que un organismo independiente será más ejecutivo que los gobiernos nacionales para tomar decisiones y anticiparse a los problemas. Sin embargo, hemos visto que tanto las actas de la FED como los discursos del BCE y del Banco de España muestran que ellos fallaron estrepitosamente y que no fueron capaces de anticipar la crisis. Como ya apunté anteriormente, los economistas privados también fallamos, por eso creo sinceramente que la supervisión macroprudencial es un sofisma y que los economistas estamos prometiendo a la sociedad, casi garantizándole, cosas que no somos capaces de hacer.

En una crisis de deuda como la actual hay pérdidas, y los contribuyentes acaban asumiendo parte de ellas. Este hecho supone que en la práctica no se puede separar la