



► 10 Noviembre, 2014

## ¿Hay burbujas económicas?



A FONDO

Pedro Schwartz

A los lectores de EXPANSIÓN les parecerá absurda la pregunta de si hay burbujas: lo ocurrido en estos primeros años del siglo XXI en el mercado inmobiliario, no sólo español sino también de EEUU y otros países avanzados, les hará concluir que, evidentemente, hubo una anormal hinchazón del precio de las viviendas, oficinas y locales comerciales. Añadirán, con un gesto de extrañeza ante quien lo niegue, que no hay más que mirar en derredor para ver que algo artificial estalló en 2007, pues la secuela del abultado desempleo y desmayado crecimiento es algo a escala mucho mayor que lo que fueron las consecuencias de anteriores fluctuaciones. ¿Quién se atreve a negar esta realidad?

Pues sí, hay quien se atreve, y me refiero a afamados especialistas como Alan Greenspan, el que fue presidente de la Reserva Federal, y Eugene Fama, galardonado con el Premio Nobel del año pasado. Sostienen que no hay quien sepa de antemano si un período de grandes subidas de precios constituye una burbuja o no. Así, resultaba imposible saber si lo que estaba ocurriendo en los mercados financieros de 2002 a 2007 era verdaderamente una burbuja hasta que reventó. Para Greenspan, combatir la burbuja con alzas de los tipos de interés podía suponer la detención en seco de un genuino proceso de crecimiento real; por lo tanto, lo mejor era no hacer nada hasta que hubiera reventado, si es que reventaba, y entonces había que inundar de dinero el mercado para evitar una recesión. Es lo que vino a llamarse "Greenspan put", pues

equivalía a que la Fed garantizara implícitamente un suelo para los activos financieros. Jauja para los inversores.

Fama va más lejos. También sostiene que es imposible saber ex ante si las alzas de cotizaciones o de precios inmobiliarios son una burbuja por la razón siguiente: que los precios siempre reflejan en cada momento toda la información existente en el mercado y, por lo tanto, no pueden ser anómalos. Es lo que se conoce como la teoría de las "expectativas racionales", por la que le han dado el Nobel de 2013. La teoría de Fama sorprende y choca a muchos, y muchos son los que, cuando se habla de la "racionalidad" de los mercados, dejan asomar al rostro una sonrisa entre cínica y escéptica. Los humanos no somos racionales, dicen enseguida. El nombre que se da a la teoría confunde: con ella sólo se quiere decir que en un mercado mínimamente competitivo los precios cotizados "pronto" convergen con los valores intrínsecos de los bienes o servicios intercambiados. En sí, parece una proposición aceptable para quienes creemos que los mercados funcionan (bastante bien). La cuestión está en "cuán pronto" ocurre la convergencia postulada. Pero de ahí a negar que haya burbujas temporales, e incluso prolongadas como la que hemos sufrido en el sector inmobiliario español, hay un largo trecho. ¡Llamemos a escena a otro Premio Nobel de Economía, Vernon S. Smith!

Vernon Smith y su colaborador Steven Gjerstad acaban de publicar un libro titulado *A vueltas con las burbujas inmobiliarias* (Cambridge, 2014), en el que rechazan la teo-

**El "des-apalancamiento" no se resuelve con suministros de liquidez del Banco central ni aumentos del gasto público**

ría de las expectativas racionales, aunque sólo para los mercados de activos duraderos, como el inmobiliario y las Bolsas de Valores. Muestran experimental e históricamente que en esos mercados se han formado y se forman burbujas. Hay que tener en cuenta lo que dicen, porque ambos son acérrimos defensores de la economía de mercado y, además, buenos conocedores de los mecanismos de formación de los precios: los han estudiado experimentalmente ¡en el laboratorio! Vernon Smith recibió el galardón en 2002 precisamente por sus pioneros trabajos en economía experimental.

Los economistas metidos en el vorágine de Madrid no sabemos, a veces, de lo mucho bueno que se hace en otras universidades de España. El Laboratorio de Economía Teórica y Experimental que dirige el joven profesor italiano Giovanni Ponti en la Universidad de Alicante reunirá el próximo mes de marzo un Congreso Internacional de expertos en ese enfoque de la Economía. Los autores del libro que comento, Vernon Smith y Gjerstad, son visitantes ordinarios de dicho laboratorio alicantino.

### Expectativas

¿Qué hacen los economistas experimentales? Pues ponen a prueba las reacciones observables de pequeños grupos de personas en laboratorios de diez o doce ordenadores cuando se les pide que hagan transacciones con dinero real. Veinticinco años de pruebas realizadas por economistas experimentales parecen indicar que, en los mercados de bienes y servicios perecederos, la oferta y la demanda convergen muy rápida y establemente; y que, en cambio, en los mercados de bienes de larga duración y renegociables, como el inmobiliario, ocurre con frecuencia que las expectativas se refuerzan y retroalimentan, de tal forma que, durante años, los precios del mercado pueden separarse de la valoración implícita en el rédito efectivo, que es lo que quiere decir "burbuja". Durante plazos considerables, estos mercados se comportan como los concursos de belleza de los que hablaba Keynes, en los que no se elige a la más guapa sino a la que uno piensa que los demás creen que es la más guapa. Cuando llega el momento en que las transacciones empiezan a escasear, por falta de financiación o por una relación desfavorable precio/rentabilidad, esas expectativas cíclicas se desbaratan repentinamente y catastróficamente. Y quienes se han hipotecado para seguir comprando "unos inmuebles que nunca caen de precio" sufren una crisis de balance, porque deben más al banco que el valor actual del activo adquirido... Y no digamos lo que le pasa al banco. Entonces no hay quien evite un largo proceso de "des-apalancamiento", con reducción del consumo y la inversión, que no se resuelve con suministros de liquidez del Banco Central ni con aumentos del gasto público por parte del Gobierno. Las caídas cíclicas, como la Gran Depresión y la actual Gran Recesión, comienzan con una crisis inmobiliaria y financiera.

Los macroeconomistas ya no pueden pasar por alto de ninguna forma este libro de Smith y Gjerstad y hacer como si no existieran los resultados de un cuarto de siglo de experimentos que indican que las burbujas son posibles en las Bolsas y, sobre todo, en el sector inmobiliario. Quizá también tengan que prestar atención a las reformas institucionales propuestas por estos dos hayekianos para evitar la repetición de caídas como la que hemos sufrido.

'Think tank' Civismo

