

¿CON BURBUJAS O SIN BURBUJAS? ESTA ES LA CUESTIÓN¹

JOSÉ GARCÍA MONTALVO, catedràtic d'economia de la Universitat
Pompeu Fabra i de l'ICREA Acadèmia

16 de desembre de 2013

Voy a hablar primero de Lars Hansen, que acabamos muy rápido, y luego de Fama y de Shiller. Y a raíz de eso, voy a hablar de la profesión de economista, porque es algo que como economista a mí me preocupa, como economistas yo creo que nos debe preocupar, y cómo la crisis y el último Premio Nobel, que puede ser también interpretado como un reflejo de eso, afecta a nuestra profesión.

De Lars Hansen, ¿qué pinta Lars Hansen en este grupo de tres? Pues, la verdad es que poco. Lars Hansen es una persona que ha hecho un trabajo muy estadístico, muy teórico. Tiene un *paper* muy citado, que tiene ocho mil doscientas noventa citas, por eso le dan el premio, por este *paper*, que es un *paper* teórico sobre un procedimiento que se llama *método generalizado de los momentos*. El método generalizado de los momentos es un poco como la gran teoría unificadora en la cronometría de todos los procedimientos estadísticos. Por lo tanto, desde esa perspectiva, los físicos aún no tienen una gran teoría unificadora de las cuatro fuerzas, tienen tres con una teoría y luego otra que va por ahí, aunque con el tema de la partícula del bosón de Higgs, pues, ya parece que empiezan a encajarlo todo. Pero bueno, nosotros con esto tendríamos una teoría unificadora. ¿Qué tiene que ver con finanzas? Pues, esa teoría unificadora se basa en expectativas, y con finanzas tiene que ver, pues, que dos individuos utilizan toda la información disponible de una manera óptima para hacer sus expectativas y sus predicciones; es la base de ese estimador que este investigador encontró. Por lo tanto, es una teoría unificadora.

¹ Es tracta d'una conferència que ha estat transcrita i adaptada.

Hay un pequeño problema, y es que los económetras, algunos economistas que se dedican a la estadística, muchas veces acaban escribiendo artículos que son muy citados —por ejemplo, White, dieciocho mil citas, eso es una barbaridad—, pero que ya existían. O sea que redescubren para los economistas algo que los estadísticos ya sabían hace mucho tiempo. Es el caso de White: White escribe un artículo en 1980 sobre un estimador con heterocedasticidad, que es consistente con heterocedasticidad. Hay un estadístico a mitad de los setenta que ya escribió ese *paper*. A pesar de todo, White tiene muchísimas citas, es uno de los papers que más citas tiene en economía. El estimador este, que es propio de Hansen, tiene también un estimador antiguo en la estadística, que se llama estimador M que es prácticamente lo mismo, es muy parecido. Y quitando estas partes técnicas, ¿qué tiene que aportar Hansen a este grupo de tres?

Pues, bueno, a Hansen le han hecho la pregunta: «¿Son los mercados eficientes?» Ya sabemos lo que respondería Fama y sabemos lo que respondería Shiller, pero no sabemos qué respondería Hansen. La respuesta de Hansen realmente no la sé. Por lo tanto, ni carne ni pescado, estamos ahí en medio. Bien, este es Hansen; y aquí dejamos a Hansen y vamos a Fama.

Toda la historia en la que se basa la teoría de Fama es básicamente la teoría de expectativas racionales o versiones de la teoría de expectativas racionales, que dice que los individuos utilizan de una manera óptima toda la información que tienen y, en una forma fuerte, tienen toda la información posible; por lo tanto, nunca cometen errores sistemáticos. Así pues, los precios del mercado reflejan completamente toda la información disponible. Por lo tanto, cualquier cambio de los precios en la bolsa es aleatorio y absolutamente impredecible. Porque, si no, los inversores intentarían beneficiarse del más mínimo resquicio que hubiera que les pudiera proporcionar información adicional y, de esa forma, automáticamente incorporando esa información al precio, harían que el beneficio desapareciera. Al no existir oportunidades de beneficio, ahí se ha acabado todo. Y, por lo tanto, hay un viejo chiste, pero que ha calado mucho en la mentalidad de los economistas, que dice que si ves un billete de cien dólares en el suelo no te agaches, porque si fuera de verdad alguien lo habría cogido. Ha calado mucho. Yo me siento influido a veces, piensas: «Tengo que hacer una inversión», y dices: «Bah, ¿para qué? Si es que no voy a ganarle al mercado. Por lo tanto, da lo mismo dónde la haga.» A pesar de que sabes que la

teoría no funciona como debería funcionar. Bien, por lo tanto, la consecuencia lógica de esta teoría es que no puede haber burbujas; todo es eficiente, no puede haber burbujas.

Fama empieza a escribir artículos a finales de los sesenta, y es muy activo intentando comprobar hipótesis relacionadas con esta teoría. Entre los años 1970 y 1983, se encuentra mucha evidencia favorable de que esta teoría funciona. Pero, a partir del año 1983, lo que empiezan a aparecer son muchas anomalías, por ejemplo: las empresas pequeñas tienen exceso de rendimiento; esto no lo puede explicar la teoría eficiente de los mercados, hay sobre-reacción a los anuncios, hay un efecto enero, hay efecto día de la semana, hay exceso de volatilidad de los precios respecto al valor fundamental, hay reversión a la media, la evidencia no incorpora toda la nueva información inmediatamente a los precios... Todo esto es impensable, imposible que suceda si la teoría de los mercados eficientes funciona como la teoría predice que debe funcionar.

Luego, hay dos aspectos muy importantes. Uno basado en los efectos psicológicos; es decir, los individuos son personas, por lo tanto, están afectadas por sesgos psicológicos y esto parece que es bastante obvio. Los individuos de los mercados eficientes son como robots, no tienen ningún sesgo psicológico, optimizan un flujo descontado de utilidades al futuro y lo hacen de manera perfecta. Y, además, hay otro artículo fundamental que es el que habla de la imposibilidad de los mercados eficientes. Usted dice que en un mercado eficiente toda la información se incorporaría y, por lo tanto, se harían predicciones óptimas, pero es que es imposible que haya un mercado eficiente. Este sería el artículo de Grossman y Stiglitz, que es un artículo también fundamental en esta línea.

Con respecto a la imposibilidad de los mercados eficientes, los que proponen que la teoría de los mercados eficientes funciona encuentran formas de explicar por qué falla en todas estas vías. Pero, claro, hay dos fundamentales, que son las dos últimas. ¿Cómo es posible que haya una teoría que diga que los mercados no pueden ser eficientes? Es como el principio de indeterminación de Heisenberg... No se puede observar a la vez, la posición y la velocidad... Cómo puede ser que alguien diga esto y, por otra parte, alguien esté diciendo que sí que es posible, ¿que lo está observando? Una de las dos cosas no es correcta, ¿no? Entonces digamos, se inventa lo que se llama los *noise traders*.

La imposibilidad de eficiencia de los mercados es que, si los mercados son eficientes y no hay ganancias por obtener información adicional, porque toda la información está en el precio, ¿quién va hacer ningún esfuerzo por obtener información adicional? Y si nadie hace ningún esfuerzo por obtener información adicional, ¿cómo puede ser el mercado eficiente? Por lo tanto, lo que hay que buscar es idiotas, y los idiotas son los *noise traders*, es esta entelequia que se busca para generar alguien que pague a los listos el coste que tiene encontrar información e incorporarla a los precios. Si tienes muchos tontos, pues ya tienes una superación del problema generado por la existencia o por la imposibilidad de los mercados eficientes. Lo que sucede es que eso supone que las fuerzas del mercado siempre te devuelven a los precios que son correctos, a los precios racionales, y que la irracionalidad acaba desapareciendo. El problema es cuánto tiempo hace falta para que la irracionalidad desaparezca.

Acabamos de venir de una fase en la cual hemos pasado años en una situación de irracionalidad y aquello no se corregía. Por lo tanto, es una primera cuestión. La segunda cuestión es si el mercado tiene suficiente capacidad para vencer estos sesgos psicológicos. Y sabemos, por todo lo que conocemos sobre burbujas especulativas que se han generado a lo largo de la historia —la manía de los tulipanes en el 1600 y pico, la burbuja de los mares del Sur en el 1750, etcétera—, que estos sesgos pueden durar mucho tiempo. Por lo tanto, ¿qué podemos decir de la teoría de los mercados eficientes? Que, como mucho, es una visión tan simplificada de las cosas que puede servir como una especie de *boxing* al cual darle golpes.

Esto sería lo que pasaría en un mundo ideal, y ahora, como el mundo no es ideal, en cualquier caso, no sería esto lo que se dé. Es lo mismo que cuando explicamos a los estudiantes la teoría competitiva, los mercados competitivos. Los mercados competitivos que nosotros les explicamos no existen. Pero, ¿por qué lo explicamos? Lo explicamos porque es una forma conveniente de introducir en la mente de los alumnos la idea de un mercado que sería perfecto, y, a partir de ahí, empezar a romper supuestos diciendo: «Pero, ojo, los mercados no son perfectos porque tienes este problema y entonces sucede esto; tienes este problema, entonces sucede esto; si estudias bienes públicos...» Por eso, hay muchos comentaristas que hacen burla de los economistas diciendo: «Estos se piensan que los mercados siempre funcionan.» En el libro de *Micro Básico* hay un capítulo de mercados

competitivos, y muchos capítulos de mercados imperfectos, bienes públicos, muchos... Por lo tanto, explicamos un poquito de eso, como una entelequia que todo el mundo tiene que tener claro, y luego explicamos qué pasa cuando falla. Por lo tanto, todas estas críticas son desacertadas y no tienen mucho que ver con lo que es la realidad.

Sin embargo, Fama no interpreta así la teoría de los mercados eficientes. Fama la interpreta de una manera estricta y rigurosa, o sea, se cumple. Se cumple definitivamente, que es una interpretación que no es la interpretación que yo creo que es la adecuada.

Robert Shiller está en el otro lado. Algunos preliminares, entre los sesgos psicológicos que comentaba antes, hay muchísimos, hay libros enteros, volúmenes enteros de sesgos psicológicos. Pero algunos de los más utilizados ponen en duda la forma habitual en la que trabajamos nosotros con individuos, con agentes, con inversores. Para nosotros, los inversores optimizan una utilidad, que es además separable, aditivamente en el tiempo, etcétera, que es exceso de confianza sobre reacción, aversión al riesgo, comportamiento becerril, efectos psicológicos de tipo anclaje o referencias, errores de cálculo en las probabilidades, descuento hiperbólico, arrepentimiento, etcétera. El descuento hiperbólico es que el futuro no es igual si es mañana o si es muchos días después. Por ejemplo, ahora que estamos cerca de fin de año, se oye: «A partir del 2 de enero, voy a ir al gimnasio todos los días.» Entonces me apunto al gimnasio. Eso lo digo hoy. Cuando el hoy ya es mañana, mi descuento sobre eso ya ha cambiado y, por lo tanto, digo: «Bueno, quizás iré la semana que viene ¿no?» Los inversores exhiben muchas veces comportamientos irracionales, comportamientos predecibles y muchas veces financieramente son ruinosos. Tenemos muchísimos ejemplos, no hace falta que pongamos más ejemplos sobre esto.

¿Cuáles son las aportaciones fundamentales de Robert Shiller? En términos de citas, se habla de Hansen, tenía un *paper* con ocho mil citas, y luego otro ya mucho menos citado, con ocho o nueve mil citas. Fama tiene varios *papers*, que tienen veinte mil citas, pero todos de la teoría de los mercados eficientes. Por tanto, en ese sentido la influencia de Fama ha sido mucho mayor que la que pueda tener Robert Shiller, que la ha tenido, pero es menor, o la que pueda tener Hansen, que también la tiene, pero es menor.

Robert Shiller es la otra cara de Fama. Es decir, Fama dice: «Los mercados son eficientes, funcionan, incorporan toda la información.» Robert Shiller dice: «Oiga, mire los precios, esos que usted dice que descuentan los fundamentales, etcétera, se mueven mucho más que los fundamentales. Cojamos los dividendos de las acciones y veamos, ¿qué capacidad predictiva tienen? La variación de los precios de las acciones hoy, sobre qué va a pasar con los dividendos mañana. Los precios se mueven mucho más que los dividendos, los dividendos crecen de una manera muy suave y los precios, como sabemos, de las acciones suben y bajan entorno a la tendencia, pero suben y bajan. Por lo tanto, no puede ser que la teoría funcione si las cosas se comportan de esta manera.» También escribe un artículo a finales de los ochenta diciendo: «Y es que además hay otros activos que se llaman *viviendas* cuyo precio es predecible.» Por lo tanto, la teoría de los mercados eficientes no funcionaría tampoco en este caso.

Además de eso, hace cosas más prácticas, por ejemplo, construye un índice de precios de la vivienda para Estados Unidos que se basa en lo que se llaman *ventas repetidas*. Los índices de precio de la vivienda son cosas muy complicadas de hacer. Así como dos latas de Coca-Cola son el mismo producto en Barcelona, en Madrid o en Senegal, las viviendas son productos distintos incluso dentro de la misma calle de Barcelona. Por lo tanto, hacer un índice de precios de la vivienda es una cosa, para hacerla bien, muy complicada, para calcular tasas de crecimiento. Desde luego, tan mal como lo hacemos en España no es posible hacerlo, pero, desde luego, tan bien como lo hace este índice es difícil también hacerlo. Es lo que se llama un *índice de ventas repetidas*. Este índice solamente calcula cambios en los precios cuando una misma vivienda se vuelve a vender. Por lo tanto, es el mismo bien, no hay ninguna duda de que es exactamente el mismo bien, y si hay alguna mejora intermedia, se computa esa mejora intermedia a la hora de calcular el cambio en el precio.

Por lo tanto, ese índice es muy importante, en estos momentos es la base de lo que serían los precios de las viviendas en Estados Unidos. En Estados Unidos hay quince o veinte indicadores de precios de la vivienda; en Inglaterra hay diez o doce también, pero el más importante es el que se llama *Case-Shiller*, que proviene justamente de este índice de ventas repetidas.

Entonces, basado en este índice de ventas repetidas, y ya todavía más práctico, Shiller siempre tuvo la idea de que quería crear un mercado de opciones y de

futuros para el riesgo inmobiliario. Nosotros podemos hacer *gagging* con las acciones, comprando o vendiendo acciones a futuros. Y esto lo hacen los bancos constantemente, y nosotros si tenemos una cartera grande y poco diversificada también lo podemos hacer. Su idea es: «Bueno, ¿y esto cómo podríamos hacerlo con la vivienda?» En la vivienda también tendríamos que ser capaces de hacer *gagging* con el riesgo. Diversificar el riesgo lo más posible. Y, para eso, hay que crear un mercado de opciones y de futuros sobre un índice, que es el índice Case-Shiller.

Esto en principio es una buena idea. No ha funcionado, no hay prácticamente transacciones en este mercado, y esta idea se ha quedado en una idea más teórica. El mercado abrió, luego cerró, ha vuelto a abrir... Hay muy pocas transacciones.

Shiller tiene algunas gráficas que yo creo que son interesantes, por ejemplo, una gráfica del precio de las acciones dividido por los resultados, por el dividendo, en una serie histórica muy larga en Estados Unidos, en la que se pueden ver las claras burbujas que tenemos en el 1929 o en el 2000, situaciones en las cuales el *price-earning ratio* se va por encima de treinta, treinta y cinco; en el caso de la del 2000, estamos hablando del cuarenta y cinco. Por tanto, hay indicaciones claras de que el mercado sobrerreacciona muchas veces, incluso con estas bases.

La última cosa que yo creo que es interesante de Shiller es esa visión que tiene del comportamiento, que es importante el comportamiento de los inversores y los consumidores y, por lo tanto, que, a la vez que analizamos las cuestiones financieras o económicas, tenemos que analizar también qué sucede en la psicología del inversor. A los economistas no nos gusta preguntarle a la gente sobre sus expectativas, porque como dice House: «Los enfermos mienten.» Y la gente tenemos miedo a que nos mientan. Por lo tanto, lo que nosotros queremos es verla actuar en el mercado, cuando se juega el dinero. Entonces, cuando se juega el dinero, ahí sí pensamos que ese es su comportamiento de verdad. Sin embargo, Shiller decidió preguntar a la gente directamente. Entonces, Shiller y Case iniciaron una encuesta preguntando a los compradores de vivienda sobre sus expectativas de precios para el futuro, entre otras preguntas. Por ejemplo, se preguntaba: «¿Cuál es la importancia del componente de inversión?» El componente de inversión ha sido muy importante para la compra estable. Prácticamente, en todas las ciudades, el 50% de las personas que contestaban

dijeron que había sido fundamental para la compra. O sea, la vivienda no solo se interpreta como una cosa que proporciona servicios, sino que también es muy importante como inversión. Por tanto, el futuro de los precios es importante.

Case y Shiller trabajan con cuatro ciudades; yo, en mi cuestionario, trabajo con cinco ciudades. Y, en cuanto al aumento esperado de los precios de la vivienda en el futuro, todas las ciudades se comportan más o menos de forma similar. Por ejemplo, en el caso de San Francisco, en un año, decían el 5,8%, el 7,2%. En el caso español, en Barcelona, decían el 16,6% y, en Madrid, el 15,1%. Barbaridades, ¿no?

Cuando les preguntas la media para cada uno de los diez años posteriores, en Estados Unidos ya se vuelven locos, dicen el 15,7% o el 14,6%. En España, no es que se vuelvan locos, sino que dicen una cosa absurda: el 26,5% en Barcelona; el 25,6% en Madrid. Con estos números, claramente teníamos una burbuja de libro. Si alguien no ve todavía la burbuja, en nuestro cuestionario preguntábamos — Case y Shiller no lo preguntan—: «¿Considera que la vivienda está sobrevalorada?», y un 94,5% de los entrevistados decía que sí, pero piensa que va a crecer al 26,5% en los próximos diez años. Esta respuesta o es de un esquizofrénico o de alguien que cree que a alguien le va a colocar eso mucho más caro en el futuro: no hay otra explicación. Una de las dos, o tiene un problema psicológico o cree que le va a colocar ese cromo a alguien mucho más caro en el futuro. Burbuja de libro, sea una cosa o la otra.

La encuesta española incluía bastantes más cosas que la americana, y la tasa de respuesta era prácticamente el 100%, la americana solo era el 16%. Un 37,2% de los entrevistados conocían algún familiar directo, o algún amigo muy cercano, o ellos mismos, que había realizado algún negocio de compraventa de vivienda, aunque fuera solo una, o sea, lo típico de «compro una vivienda para vivir y otra, bueno, ya veremos lo que haré». Este 37,2% es una aberración, una barbaridad. Incluso si suponemos que dentro de este 37,2% hay personas repetidas, porque entre los entrevistados había quien conocía a la misma persona que especuló, y lo estimamos en un 20%, también es una barbaridad, una burbuja de libro.

Bien, ahora cogemos los tres y los juntamos. A ver, la conexión entre los tres es más bien tenue; es cierto que los tres son científicos sociales y, por tanto, utilizan procedimientos científicos para contrastar hipótesis concretas, porque, si no, no tendrían ni siquiera posibilidad de acceder al premio Nobel. Porque la

economía es una ciencia que utiliza el procedimiento científico, si no, no sería ciencia. La pregunta es si es eso suficiente para que les den el premio a los tres. Hay una contradicción evidente, lo podemos leer como queramos, yo he leído mucho... Han escrito, evidentemente, muchos artículos sobre el tema de que los tres no encajan muy bien. Hay gente que dice que encajan perfectamente, porque es el procedimiento científico lo que importa y tal... Pero es que si no siguiera el procedimiento científico y le dan el premio Nobel, pues ya tendríamos un problema... A no ser que sea el de Literatura o el de la Paz. Pero no se puede negar que hay contradicciones evidentes. Hay contradicciones evidentes: en un caso, se acepta que existen burbujas y comportamientos relacionales y, en el otro caso, en el caso de Fama, no se aceptan. Y es así, y la cosa es tan sencilla como esta. ¿Ustedes se imaginan que este año le hubieran dado el Premio, como le han dado, Nobel a Higgs y a un señor que tuviera una teoría que dijera que el bosón de Higgs no existe? ¿Eso sería razonable? No. Pues esto es lo que ha pasado en economía. Digan lo que digan, me da un poco lo mismo, todas las matizaciones de que intentan avanzar en las finanzas... Sí, todo esto está perfecto, pero es que la política económica que se hace en una economía que tiene burbujas y en una que no tiene burbujas es muy distinta. Entonces, ¿qué hacemos? ¿La de las burbujas? ¿O la de las no burbujas? ¿Cuál de ellas hacemos?

Larry Summers hizo unos comentarios en una reunión del Fondo Monetario y el Banco Mundial sobre entrar en una situación secular de crecimiento muy bajo o de no crecimiento, de estancamiento de la economía. Summers intenta cambiar la forma en la que pensamos normalmente. Nosotros pensamos normalmente que la economía siempre crece, excepto unos pequeños períodos cíclicos donde la economía no crece. Es una crisis, pero luego vuelve a crecer. Summers lo que dice es: «No, a partir de ahora, lo normal va a ser que la economía no crezca y solo tendrá unos pequeños períodos de crecimiento, cuando haya burbujas.» Esta es la nueva visión. Entonces, Krugman, que le encantan todas estas cosas frikis, y Wolf hablaron de este tema en el *Financial Times* y en el *New York Times*, y a partir de ahí se ha formado un jaleo bastante respetable. Bueno, pues para esta teoría hacen falta burbujas. Si no hay burbujas, estaremos siempre estancados, no habrá ni siquiera ciclo con posibilidad de mejora. Además, la política monetaria, por ejemplo, depende fundamentalmente de que haya o no haya burbujas, que haya que hacer con los tipos de interés.

Por ejemplo, hay un artículo reciente de Jordi Galí, muy interesante, publicado en *American Economic Review*, sobre el efecto de las burbujas. Y, ¿qué hace él con el tipo de interés? Cuando hay una burbuja, y es fundamental, depende mucho del tamaño de la burbuja. Si la burbuja es muy grande, hay que bajar los tipos de interés. Si la burbuja es pequeña, hay que subirlos. Pero hay burbuja, ¿no? Pues es que si seguimos lo de Fama no hay burbuja y aquí no hay discusión ni problema. Esto tiene implicaciones muy importantes, no estamos hablando de una pequeña diferencia de opinión. No, esto está en la base. En la base de la teoría, está en la base de la acción de política económica, está en la base de muchas cosas.

Fama estaría muy de acuerdo en decir que sean los mercados los que decidan. El veredicto de los mercados es muy claro: Fama está equivocado. Fama ha perdido. Si a Fama le hubieran dado el Premio Nobel hace veinte años o quince años, pues fantástico. Pero dárselo ahora, y con Shiller, no tiene sentido.

De hecho, Shiller, él mismo es un ejemplo muy claro de que la hipótesis de la eficiencia de los mercados no funciona, porque las dos ediciones de su libro han salido exactamente meses antes de que pincharan burbujas, y él lo estaba diciendo en el libro. O sea que de alguna manera él estaba prediciendo algo, y, por lo tanto, con una información, obviamente. De alguna manera, él mismo es una contradicción de la teoría de Fama.

Por lo tanto, la respuesta a la pregunta «¿tiene sentido darle el premio a dos científicos que proponen cosas opuestas en un intento de compensar sus logros o neutralizar la decisión?» es obvia: no. La ciencia no funciona por corrección política; la política funciona por corrección política, la ciencia no debería funcionar de esta manera.

A partir de aquí les quiero llevar a otro camino, que es el camino de: ¿y cómo queda nuestra profesión después de esto? Algunos dicen que muy afectada porque después de un premio a dos teorías totalmente contrapuestas, ¿qué pensarán los otros científicos de lo que hacemos?, ¿cómo le pueden dar el premio a dos tipos que dicen completamente lo contrario? Pero, por otra parte, a lo mejor esta decisión también es fruto de la crisis que vive la profesión. Porque la crisis digamos que ha generado en parte una crisis también en nuestra profesión.

Por hacer un poco de historia de cómo se ha vivido esta crisis. Yo escribí, hace mucho tiempo, en marzo de 2009, un artículo que se llamaba «¿Son realmente

necesarios los economistas?», porque Antonio Ibós había publicado un libro que se titulaba *¿Son realmente necesarios los hombres?* Y yo sobre ese tema no sé mucho, pero del tema de los economistas ya sabía algo más y digo: «¿Qué pasa si le cambiamos el título y nos preguntamos si son realmente necesarios?» Y a partir de ahí fui siguiendo el tema. Hay una conferencia de Krugman, que también fue fundamental, en que tres meses después él habla de esta sentencia que se ha hecho muy popular: «La macroeconomía es espectacularmente inútil en el mejor de los casos y positivamente dañina en el peor de los casos. Estamos viviendo la era más oscura de la macroeconomía», tajante. El *Economist*, poco después, hace un artículo sobre «¿Qué le sucedió a la economía? ¿Cómo pudo haber este error?». El que más me divierte a mí es el del *Financial Times* que dice: «*At your own risk, read the instructions carefully before using and economist*»; o sea: «Lea las instrucciones antes de usar a un economista, y si lo utiliza, allá usted con sus propias ideas.»

Y luego hay un episodio, bastante espectacular, donde Tim Besley, que es un economista importante del Reino Unido, que entonces era el presidente de las Sociedades Científicas del Reino Unido, se encontró con la reina de Inglaterra. La reina de Inglaterra iba a la inauguración de las Sociedades Científicas del Reino Unido y encontró a Tim Besley, que es coautor nuestro en algunos trabajos, y —él lo ha contado, es así—, antes prácticamente de darle la mano, le dijo: «Con tantos buenos economistas como tenemos en el Reino Unido, ¿cómo ha podido pasar esto?» Claro, imagínense ustedes la cara de este señor, que se esperaba simplemente agachar la cabeza y saludar, y que esta señora le haga esta pregunta, bastante profunda, por otra parte. Ya se pueden imaginar que no pudo contestar, se quedó parado, no sabía qué decir, y posteriormente le escribió una carta, una carta que realmente es incomprensible, no responde a la pregunta.

En Estados Unidos, en el 2010, hubo incluso una comisión de investigación sobre los modelos macroeconómicos de equilibrio general dinámico. Entonces, cinco economistas tuvieron que explicar a todos los congresistas cómo era posible que hubieran hecho ese desastre con los modelos macroeconómicos. Entre ellos estaba Solow, que es Premio Nobel también, y tendrá ochenta y muchos años. Solow dijo una cosa bastante razonable: «Mire, ¿sabe qué? Yo me guío por lo que se llama el *smell test*: ¿tiene sentido común o no? Y los modelos macroeconómicos que utilizan los bancos centrales, de alguna manera, no tienen sentido común,

no pasan el *smell test*, y esto es tan sencillo como eso.» Esto no había tenido consecuencias hasta que recientemente algunos de los más favorables a los modelos de equilibrio general dinámico, etcétera, han sido despedidos de la Reserva Federal de Minneapolis, que era la base y el centro de este tipo de modelos, y que parece que su director ha cambiado.

Ahora bien, dentro de lo que sería la profesión, yo creo que la catarsis en Estados Unidos sin duda es la película *Inside Job*; las actuaciones de Mishkin, de Hubbard y de Campbell son memorables, son memorables en términos de destruir la reputación de nuestra profesión.

En el caso español, nosotros no hemos hecho aún nuestro *Inside Job*. Aquí aún hay un montón de gente que nos están explicando ahora cómo salir de la crisis, y vayan a las hemerotecas a ver lo que decían en el año 2007, que es bastante interesante.

No vale acertar sin ciencia, eso de tirar la moneda y decir que va a haber una crisis gigante de aquí a un año. Volverla a tirar y decir que va a haber una crisis gigante de aquí a un año, y hacerlo ocho veces seguidas hasta que sale. Rubini, no vale. Lo que vale es el *paper*, qué dice, como el de Jackson Hole del 2005 que dice que va a pasar esto, y va a pasar por esto que yo digo aquí, y está todo aquí escrito. Usted se puede reír, como hizo Larry Summers, se puede burlar, lo que quiera, pero aquí está la ciencia.

Esta es la diferencia entre Ryan y Rubini, los dos acertaron, pero uno acertó con ciencia y el otro acertó con la bola de cristal. Y no deberían tener el mismo mérito. Es totalmente falso —algo de lo que se acusa mucho a los economistas— que los economistas no predijimos las crisis. Eso es mentira, la mayoría de los economistas, muchos economistas..., pero las generalizaciones siempre suelen ser equivocadas. Aunque, desde luego, no la predijeron tantos como los que ahora dicen que la predijeron, eso desde luego que no. Los «yo ya te lo dije», o «ya te lo dijeron»... De estos ahora hay muchos.

Bien, para colmo, por si no habíamos tenido poco, en el año 2012, tenemos la discusión sobre los multiplicadores monetarios, que se ha extendido hasta el 2013, que si es 0,5, que si es 1,5, que si es 1,7, que si es 3... Hubo un lío tremendo... Desde fuera de la profesión, ¿qué es lo que se ve? Estos tipos

están chalados... No se ponen de acuerdo ni siquiera en un indicador que es básico para saber si las medidas de austeridad hay que hacerlas o no hay que hacerlas. Si el multiplicador es 1,5, las medidas de austeridad son terribles para la economía; si el multiplicador es 0,5, bueno, la cosa tampoco es tan mala. No se ponen de acuerdo para eso.

Yo quiero insistir en una cosa, nosotros hacemos ciencia, porque seguimos el método científico. Todo el que sigue el método científico hace ciencia. Eso no quiere decir que acertemos siempre, esto no es como tirar dos bolitas y ver cómo chocan y en qué dirección van a salir. Eso sí que es fácil. O sea, el físico lo tiene muy fácil y, aun así, el modelo estándar que utilizan los físicos y que ha sido la base de la ciencia física durante los últimos cincuenta, sesenta, setenta años, es incapaz de saber por qué hay gravedad. O sea, no hay gravedad en ese modelo, hay que meterla de fuera, porque no la puede generar. De hecho, la búsqueda del bosón de Higgs es precisamente para ver si podemos meter gravedad en el modelo estándar, que es la base de la física de hoy; es como el modelo de equilibrio general dinámico en los macroeconomistas.

Yo puedo entender un error honesto, o puedo entender un error interesado en un empresario. Si el señor Martín a finales del 2008 dice: «Va a haber una subida vertiginosa del precio de la vivienda.» Bueno, yo lo veo y digo: «Este señor tiene intereses; por lo tanto, no me creo lo que dice.» Vale, lo descuento. Digo: «Bueno, me lo creo un 0,05 %, y el resto me creeré a alguien independiente.» Bien, lo que es menos razonable es que economistas independientes, o por lo menos pretendidamente independientes, hagan ese papelón, esto es lo que es inaceptable. Todos cometemos errores porque esta ciencia es mucho más compleja que cualquiera de las otras ciencias, que muchas de las otras ciencias y seguro que mucho más que las ciencias más duras. Aquí no se puede hacer experimentos, la mayor parte de las veces. Aquí no tenemos un control sobre cómo se producen todos los cambios, que además están todos interrelacionados, no podemos controlarlo. La macroeconomía, pues, sucede y no podemos ponerla bajo control. Lo que sí que podemos evitar es decir imbecilidades, esto sí que podemos y deberíamos evitarlo.

Entonces, durante estos años se han oído todo tipo de estupideces e imbecilidades. Hay cálculos de demanda de vivienda del 2007 donde los

divorciados generan una vivienda adicional, pero cuando se casan no generan una vivienda adicional y el que muere no genera una vivienda adicional, ¿eh? Hay cálculos así. En España se necesitan por lo menos 600.000 viviendas al año para la demografía y decías: «Pero es que esto está todo mal, es que ni suma, ni resta, ni multiplica, ni divide.» Hay gente que cuando empezó la crisis dijo que era una crisis mental —estoy hablando de gente de aquí—, que era una crisis que estaba en la mente de los jóvenes, que realmente de crisis no había ninguna. Luego la salida acelerada, también famosa. Directores de servicios de estudios, que tú les preguntabas: «Qué mal ha salido el informe Diana de Esade, ¿no?» Este que pone en una diana las predicciones del PIB e inflación de un montón de entidades e institutos de investigación, etcétera, del Gobierno, que siempre era el peor, etcétera... Y decía: «Uy, qué mal ha salido. ¿Tú te crees que nosotros hacemos esto para acertar? Lo hacemos para influir.» De verdad, si esto funciona así, párenme el tren que yo me bajo. Yo no estoy en este negocio para esta cosa.

Por lo tanto, repito, error honesto, perfectamente, todo el mundo comete errores honestos. Lo que es inaceptable —en *Inside Job* era muy claro— es que alguien donde dijo «estabilidad» luego ponga en su currículum «inestabilidad», porque recibía financiación para hablar de la estructura financiera de Islandia, por ejemplo. Lo que debería decir es: «A mí me financia la Cámara de Comercio de Islandia.» Y ya está, y entonces el que lo lee ya sabe que, si es así, tiene que descontar una determinada cantidad.

Acabo con los falsos profetas, nuestra profesión está llena de estos. Ya no hablo de los tertulianos. Los tertulianos hablan de economía constantemente, hablan de la prima de riesgo, hablan de todo sin tener ni pajolera idea. Pero bueno, es un tertuliano, por lo tanto, ya descontamos que no tiene ni idea y no hacemos mucho caso. Pero, claro, hay otros que dicen que son economistas. Entonces, economista X escribe en 2007: «También explicamos con detalle los tres principales mitos que dominan el debate económico de los últimos años: la burbuja inmobiliaria, la insostenibilidad del déficit por cuenta corriente y el bajo crecimiento de la productividad.» Escribe otro artículo: «El mito de la burbuja inmobiliaria. Los campos estructurales que se han registrado en la economía española en la última década deberían haber sido suficientes para contrarrestar el mito de la burbuja inmobiliaria.» Y, en abril de 2009, el mismo señor dice: «Lo peor de la crisis ya ha pasado, ya se ve la luz al final del túnel.» Lo pueden ver en

YouTube, está allí reflejado, bien reflejado. Y ahora este señor, que está intentando vender un libro, dice: «El mundo se hunde, no tiene solución. España no tiene solución. Será un páramo desierto.» Claro, entonces, miras y dices, bueno, error honesto, lo aceptamos. Pero ese error honesto..., este señor trabajaba cuando decía lo del mito de la burbuja inmobiliaria, etcétera, como intermediario financiero. Y ahora ya no trabaja como intermediario financiero y está vendiendo un libro. Bueno, la probabilidad de que el error sea honesto es cero o mínima. ¿Se gastarían ustedes un euro en comprar este libro? Pues, a lo mejor incluso lo han comprado y no lo saben. Bien: «Por sus palabras los conoceréis.»

Sería interesante que tanto la gente, en general, como los medios de comunicación, en particular, miraran las hemerotecas —sus propias hemerotecas—, porque ahí está todo. Ahí está los que hoy dicen que ya lo dijeron y que son los trovadores contemporáneos. «Trovadores» en el sentido de la tradición oral, lo contaron... «Yo se lo dije a mi primo, que se lo dijo a no sé quién, no sé cuántos.» Pero, ¿dónde está escrito? «No, no llegué a escribirlo.» Los trovadores estaban bien cuando no se podía escribir, pero ahora sí que se puede escribir, ¿no? Podrían haber dejado alguna constancia. Y lo peor de todo es que el del mito de la burbuja inmobiliaria es el que ahora nos quiere guiar a la salida de la crisis... Horror. Déjenos, tranquilos. Ya saldremos nosotros solos, no hace falta que nos guíe usted. Con soluciones, o bien de su propia cosecha, que son del capítulo uno del libro de macroeconomía, que es: «El gasto público aumenta la demanda», ahí nos quedamos. El tema de si hay déficit, si hay deuda, los efectos de la riqueza, eso ya está en otros capítulos que no le dio tiempo a mirar. Soluciones que se aplican en otros sitios, ¿no? Y se llaman economistas.

Por lo tanto, resumiendo, la existencia de malos economistas, o la falta de acuerdo sobre cuestiones difíciles, no significa en absoluto que la economía no haya aprendido muchísimas cosas, muchísimas. Pensemos que la gran depresión la causó la Reserva Federal de Estados Unidos y la depresión actual la ha «salvado», entre comillas, la Reserva Federal de Estados Unidos. Por lo tanto, algo hemos aprendido. La disponibilidad creciente de enormes bases de datos permitirá a la economía que sea una disciplina cada vez más empírica y más científica. Siempre es mejor, en cualquier caso, tomar decisiones de política económica informadas por la evidencia que por la ideología. Porque si la evidencia es científica, podemos discutir sobre ella: ¿qué supuestos estás haciendo?, ¿de dónde salen los datos?

Y podemos discutir. Sobre ideología no podemos discutir. La ideología es una creencia y, por lo tanto, crees o no crees, y ya está. En cualquier caso, yo creo que lo que hay que hacer es aplicar la máxima del detergente: «Busque, compare y si encuentra un buen economista, créaselo.»