



> EL DEBATE

Dilemas económicos

JOSÉ GARCÍA MONTALVO

De vez en cuando se extiende la idea de que se ha entrado en una nueva época en la que las reglas económicas han cambiado. La gravedad de la crisis financiera llevó a los bancos centrales a aceptar que eran necesarias medidas poco convencionales que, en principio, parecen haber funcionado, aunque habrá que esperar a su retirada para cantar victoria definitiva. No sólo se compraron activos para hacer funcionar algunos mercados, sino que se aceptó la compra de bonos gubernamentales, lo que hubiera sido anatema hace unos meses.

En política fiscal, también parece que se pensó que las reglas habían cambiado y que se podía realizar una expansión brutal del gasto público con independencia de que pasara al déficit. Pero el tiempo ha demostrado que las viejas reglas se siguen aplicando. En primer lugar, parece que se olvidó la desagradable aritmética del déficit público: si hoy se gasta más y se genera déficit, mañana será necesario bajar el gasto y/o aumentar impuestos. Y dependiendo del coste de la financiación es fácil entrar en una espiral insostenible. En segundo lugar, muchos supuestos analistas macroeconómicos argumentaban que el multiplicador del gasto público podría llegar hasta tres, lo que es absolutamente increíble, puesto que los trabajos académicos serios calculan un multiplicador cercano a 1 y, en muchos casos, inferior. El motivo es muy simple: el incremento futuro de los impuestos atenúa enormemente el multiplicador.

Un segundo dilema se refiere a la financiación del gasto público. La expansión de la deuda pública de muchos países ha generado lo que podríamos denominar la *Burbuja 3.0* (después de las *burbujas* tecnológica e inmobiliaria). La idea de los gobiernos parecía clara: el sector privado tiene que reducir su endeudamiento, y como los mercados son reacios a prestarle, el Gobierno les proporcionara fondos, aprovechando su buen *rating*, para la transición hacia un nuevo estado con un endeudamiento menor.

Esta alquimia financiera presenta analogías a la del empaquetamiento de activos tóxicos en productos que alcanzaban la máxima calificación: un Gobierno con triple A sale al mercado internacional a pedir fondos para financiar programas de gasto e inyecciones de capital para empresas con menores calificaciones crediticias. Este proceso tiene obviamente un límite: a medida que la deuda se acumula la calificación de los gobiernos baja.

Un tercer dilema se refiere al euro. Durante

los últimos meses se ha escrito mucho sobre la dificultad de la economía española para salir de esta crisis económica debido a la imposibilidad de devaluar. Entonces, ¿por qué hay que sostener al euro? La depreciación del euro (un 15% desde comienzo de año) es en principio una buena noticia para los países de la zona y sus exportaciones. Algunos apuntan que a España le beneficia poco, pues nuestros mayores socios comerciales están en la zona euro, pero

que Alemania sea capaz de aumentar sus exportaciones tiene un efecto indirecto también sobre nuestras exportaciones a ese país.

Si alguien tiene dudas puede comprobar el espectacular aumento de las exportaciones españolas durante el primer trimestre de 2010. Pero esta ventaja viene con un inconveniente: a medida que el euro se deprecia, los inversores tienen más reticencias a comprar activos denominados en euros, incluyendo la deuda necesaria para financiar el déficit provocado por el incremento del gasto público. Este efecto aumenta el coste financiero y, por tanto, contribuye a dificultar la reducción del déficit.

El cuarto dilema está en el sector bancario. Si se mantiene una regulación muy estricta sobre provisiones y valoración de activos inmobiliarios en los balances se puede hacer caer a una parte del sector financiero. Por el contrario, si se flexibilizan los criterios en el medio plazo se puede acabar con un sector financiero *zombi*, estilo japonés.

Esta semana, el Banco de España ha decidido mandar un mensaje claro al sector: hay que acelerar las provisiones y será más caro utilizar tácticas como las daciones en pago. El endurecimiento de las condiciones tiene como objetivo forzar a las cajas con más problemas a acometer fusiones. Creo que es la opción acertada, aunque si se producen *fusiones frías*, como las anunciadas durante la semana pasada, no está claro qué ganamos. Varias cajas (alguna en muy malas condiciones) dicen que se unen y, con ayuda pública, integran sus balances. Pero mantienen sus oficinas y sus cúpulas directivas, cuando el objetivo debería ser reducir costes y eliminar gestores incompetentes.

En resumen: la política económica está plagada de dilemas. Cuando se actúa sin un plan global y a base de ocurrencias es imposible acertar. Cuando crees haber resuelto un problema realmente puedes haber creado otro.

José García Montalvo es catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.



RAQUEL APARICIO

«La alquimia financiera de los gobiernos presenta analogías con la del empaquetamiento de activos 'tóxicos'»