



ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

## CIGARRAS, HORMIGAS Y DEUDA

Sorprende bastante que algunos comentaristas sigan hablando en esta crisis de una suerte de lucha de clases entre ricos y pobres. Esta aproximación está desenfocada y no permite avanzar en la comprensión de la situación económica. La división relevante en la actualidad no tiene nada que ver con la separación entre ricos y pobres sino con el *enfrentamiento* entre deudores y ahorradores. Y como hemos visto en el caso de Díaz Ferrán o Ruíz Mateos, la asociación entre riqueza y ahorro no es tan directa como pudiera parecer. Muchos ricos lo son en deuda.

Básicamente, lo que se está produciendo desde el comienzo de la crisis es la expropiación de los ahorradores por parte de deudores y bancos irresponsables. La bajada de los tipos de interés y las medidas de expansión de los balan-

ces de los bancos centrales han provocado desajustes en los precios de muchos activos. Se podría pensar que la reducción de los tipos de interés tiene efectos favorables para las familias y empresas, puesto que permite rebajar el pago de intereses. Pero realmente lo que provoca es un efecto redistributivo que beneficia a los deudores y perjudica a los ahorradores.

Un ejemplo en esta dirección es el límite que el Banco de España ha fijado a la retribución de los depósitos. En principio, unos tipos de interés bajos también perjudican a los bancos, pero de éstos no hay que preocuparse pues el sector público ya se encargará de salvarlos emitiendo deuda o con los impuestos que recauda... de los ahorradores.

En España tenemos suficientes ejemplos: subida del tipo impositivo de los intereses; vuelta del Impuesto de Patrimonio, que hace tributar doblemente a los ahorros (una vez cuando se perciben como renta y a partir de entonces mientras se mantienen como ahorro); aplicando una tasa a los depósitos banca-



GORKA SAMPEDRO

rios o un IVA a las gestoras de inversión, que los bancos trasladarán a los ahorradores; o una tasa a las transacciones financieras que parece estar en el horizonte.

El desajuste en los precios de muchos activos, por la expansión cuantitativa de los bancos centrales y los bajos tipos de interés puede hacer que los ahorradores en búsqueda de mejorar la rentabilidad de sus ahorros centren su atención en el valor relativo de distintas clases de activos y pierdan de vista el valor fundamental que podría justificar la situación macroeconómica. Un ejemplo de esta situación es una de las consignas más repetidas en las últimas semanas: «la Bolsa española está barata». Lo mismo aplica a los bonos corporativos con alta rentabilidad. Pero el riesgo asociado con estos activos es muy elevado pues tienen una alta correlación con la evolución de la economía. El problema es que la oferta de activos de bajo riesgo y algo de rentabilidad es limitada.

Muchos de estos efectos no son nuevos. A lo largo de la Historia el desapalancamiento de

las economías se ha producido por varias vías: el impago de la deuda, que es el más drástico; la generación de inflación, que reduce el valor real de la deuda; o los planes de contención del gasto público. En la actualidad, eliminadas la alternativa del impago y la hiperinflación, queda la posibilidad de la contención del gasto público.

Sin embargo, como evidencia la reciente polémica sobre el valor del multiplicador fiscal, un exceso de contención del gasto público puede perjudicar gravemente al mejor aliado del desendeudamiento: el crecimiento económico. Pero queda otra opción para reducir el ratio de deuda sobre el PIB que algunos economistas denominan «represión financiera» y que documentan Reinhart y Sbrancia en un trabajo reciente. Si la represión financiera mantiene los tipos de interés

reales negativos, a partir de un tipo de interés nominal muy bajo y una inflación superior y estable, y se producen quitas a deudores el resultado es una transferencia de recursos de ahorradores a deudores. Mantener un tipo de interés real negativo es un impuesto implícito sobre los ahorradores que no es tan impopular como subir los directos o rebajar el gasto.

Otra característica habitual de una situación de represión financiera ha sido la introducción de límites en los tipos de interés de los depósitos. Esta limitación induce a los ahorradores domésticos a comprar deuda pública en busca de rentabilidad. Hay otras formas de *inducción*, como por ejemplo alentar a los bancos, acuciados por la caída en el margen de intereses, a comprar deuda pública descontable en el BCE. En resumen: esta crisis no va de ricos y pobres. Va de cigarras y hormigas. Y, a diferencia del cuento, las cigarras van ganando.

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