

## Para evitar lo peor

ALFREDO PASTOR - Profesor de Economía del Iese\*

LA VANGUARDIA - DINERO -16.11.08

Desde mediados de octubre, la situación económica, aquí y fuera, va teniendo peor aspecto. Las medidas adoptadas por las autoridades económicas - de una escala sin precedentes- apenas si surten efecto. Mientras tanto, las perspectivas de la economía real van empeorando. Aunque parezca una paradoja, la gravedad de la situación despeja cualquier duda sobre lo que debería hacer la política económica. Se trata ahora de hacerlo sin perder tiempo.

### NATURALEZA DEL AJUSTE

Todo empieza con el reventón de la burbuja inmobiliaria en EE. UU., en agosto de 2007. Como siempre en estos casos, ya se sabe que el sistema financiero tendrá dificultades de liquidez porque se ha comprometido a financiar unos activos para los que no hay mercado y que, en cualquier caso, valen mucho menos de lo que habían pensado. Para aliviar estas tensiones están los bancos centrales, que les prestan el dinero que necesitan de momento, aunque es lógico pensar que, durante un tiempo, los bancos se muestren más cautos en sus préstamos.

También se sabe que el reventón de la burbuja crea muchos perdedores: en este caso, todos los propietarios de un piso se han despertado más pobres de lo que eran la víspera. Este súbito empobrecimiento afectará a sus planes de consumo. Las empresas, a su vez, reducirán sus planes de inversión, tanto por las dificultades de financiación como por esperar menos alegrías del lado de las ventas. Resultado de todo esto: un periodo, más o menos largo, de crecimiento más lento.

Estas eran las perspectivas hace un año. El ajuste ha seguido la trayectoria prevista y, sin embargo, todo parece haber salido mal. El primer tropiezo se da al inicio del proceso, en el sistema bancario: la naturaleza de los instrumentos empleados para financiar la burbuja inmobiliaria hace que, de pronto, las entidades financieras no sepan qué tienen en su balance; mucho menos lo que tiene la entidad vecina, a la que prestan y de la que piden prestado cada día: el mercado interbancario se seca. Al no poder contar con él, las entidades han estado guardando toda la liquidez que les va dando el banco central, por si acaso. De este modo, la actividad económica se va viendo privada de la financiación que necesita para seguir operando.

Estas dificultades de financiación se van haciendo públicas, así como las dudas sobre la solidez del sistema financiero, hasta el punto que, en algunos casos, empresas y particulares retiran sus fondos de la banca, agravando así la situación de liquidez. Mientras tanto, los precios de la vivienda bajan, y aumenta el paro, con el sector de la construcción en cabeza. El consumidor, asustado, reduce sus gastos mucho más de lo que uno imaginaba. En previsión de una fuerte caída de las ventas, las empresas ajustan el empleo; caen aún más consumo e inversión. Bajan los precios - o, por lo menos crecen más despacio-, pero la demanda baja aún más, por una combinación de menores salarios y de menor gasto de las familias por el creciente paro.

El bucle se cierra, pero esta vez el sistema va hacia abajo, no hacia arriba. El ajuste ha seguido el camino previsto al principio, pero la virulencia de la crisis bancaria lo ha hecho descarrilar. Si hace unos meses uno podía dudar que fuera indispensable una intervención pública que

fuera más allá de las medidas tomadas por los bancos centrales, estas dudas ya no son posibles hoy: es lícito pensar que estamos a punto de traspasar la frontera invisible que separa la recesión de la depresión. El mercado, por sí solo, no volverá a colocarnos sobre los raíles.

#### POR QUÉ INTERVENIR

Así las cosas, la política económica tiene un objetivo bien preciso: evitar la depresión. Era inútil, y hasta perjudicial, tratar de evitar el ajuste necesario, aún a costa de una recesión, pero una depresión tiene unas consecuencias catastróficas. Y se puede evitar, porque la política monetaria puede abaratar el coste de la financiación a los bancos hasta que estos vuelvan a prestar (no tanto como en la cúspide de la burbuja, pero lo bastante para asegurar el funcionamiento de la economía). Los gobiernos pueden prestar garantías adicionales y una política fiscal decidida (cómo se reparte entre impuestos y gastos es para más adelante) puede reanimar la demanda hasta que el sistema vuelva a ponerse en marcha.

#### YA HABLAREMOS

Una intervención de esta amplitud no estaría justificada si no fuera porque la situación actual puede ser irreversible porque la intervención tiene dos costes inevitables: el enorme aumento de la cantidad de dinero terminará por generar inflación, si no se recoge el exceso de liquidez, y las medidas fiscales resultarán en grandes déficits, que habrá que ir corrigiendo más adelante. Todos los logros de la última década, en materia de precios y de finanzas públicas, quedarán en nada. Parecerá, por último, que pagan justos por pecadores.

Todo esto es cierto, y no habrá que olvidarlo una vez pasado el susto; pero es más prudente dejar para más adelante la tarea de depurar responsabilidades a la que somos tan aficionados. La capacidad de intervención se verá dificultada por la fragilidad de la Unión Europea. En este punto, nuestras autoridades no debieran ser menos firmes que las de otros Estados miembros: hay que hacer lo posible para actuar al unísono, pero guardando la autonomía necesaria para ajustar nuestra intervención a nuestras necesidades, que es lo que pretenderá para sí cada uno de nuestros socios.

Hasta ahora, Europa ha sabido dar una respuesta adecuada a la crisis (aunque en el último minuto), como si sus dirigentes se hubieran dado cuenta que la cosa iba en serio. Pero lo más difícil viene ahora: porque si se actúa bien se evitará la depresión, y, si no se hace, el ciudadano lo tendrá en cuenta. Pero habría que empezar lo antes posible.

\*Doctor en Economía por el MIT y licenciado en Economía por la UB, fue secretario de Estado de Economía con Pedro Solbes