

## Más escepticismo que esperanza

EMILIO ONTIVEROS

EL PAÍS - NEGOCIOS - 26-04-2009

Ya les hubiera encantado a los que hacen este suplemento celebrar el primer aniversario de su nueva época con titulares que dejaran poco lugar a dudas acerca de la inmediata recuperación de la economía mundial y, desde luego, de la española. No podrá ser. A las señales en las que el presidente de Estados Unidos y el de la Reserva Federal basaron hace apenas un par de semanas sus expectativas de visualización de la recuperación se oponen las más tercas y explícitas manifestaciones de la severidad del cuadro en el que está inmersa la economía mundial, Europa de forma particular.

Revisemos ambos conjuntos de evidencias en los que tratemos de apoyar la visión final, sin necesidad de que el escepticismo del autor, lo anticipo ahora, no sea una forma de camuflar el equipaje de pesimismo que con bastante razón se les atribuye a la mayoría de los economistas. De verdad que no es mi caso, aun cuando uno no pueda sustraerse a la influencia de la renovada vigencia de los *animal spirits*, de la mano del reciente y muy sugerente libro de G. A. Arkeloff y R. J. Shiller (*Animal spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press).

La razón probablemente más vinculante para descartar el peor de los escenarios, genéricamente asimilado a la completa equiparación de esta crisis con la Gran Depresión, la ha aportado el comunicado del G-20 tras su última reunión en Londres. Se ha reconocido explícitamente la necesidad de alejar las tentaciones proteccionistas, y se ha reforzado la

cooperación entre Gobiernos que son responsables de más del 80% del PIB y comercio global y casi otro tanto de la población mundial. Evitar salidas unilaterales a la crisis, en particular las basadas en "políticas de empobrecimiento del vecino" como las de los años treinta, es una precondition para que se siga mirando hacia el final del túnel. Aunque no se perciban luces todavía, no es poca cosa eliminar el más inquietante de los focos de incertidumbre que existía hasta hace apenas dos meses.

La otra razón que en los últimos días ha alimentado la esperanza sobre la proximidad de la recuperación han sido los resultados de algunos bancos americanos y el muy destacado ascenso en las cotizaciones bursátiles de la casi generalidad de las empresas de servicios financieros. Creo que no es una razón suficientemente poderosa para vencer el escepticismo.

Esos resultados, como los de algunos otros bancos europeos que estamos conociendo en estos días, están cargados de provisionalidad, al tiempo que en algunos casos pueden mostrarse demasiado dependientes de hipótesis o definiciones contables de conveniencia, más o menos toleradas por los supervisores. Ni siquiera conviene anticipar con excesivo entusiasmo los resultados del análisis de estrés sobre los 19 bancos más relevantes en Estados Unidos (con activos superiores a 100.000 millones de dólares), que desvelarán previsiblemente a principios del próximo mes de mayo las autoridades de aquel país. Las expectativas al respecto son favorables.

Frente a los riesgos de un precipitado optimismo nos acaba de alertar el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus dos informes más relevantes, el *Global financial stability report* (GFSR), presentado por el hasta hace poco subgobernador del Banco de España, José Viñals, y el *World*

*economic outlook* (WEO). Del primero, lo más relevante es la advertencia a los Gobiernos de que seguirán siendo necesarias intervenciones en los sistemas bancarios con los recursos de los contribuyentes para neutralizar el efecto de los todavía muy cuantiosos volúmenes de activos dañados, no sólo los originalmente infectados por las hipotecas *subprime*. El conjunto de las entidades financieras se enfrenta a pérdidas en préstamos y otros activos que pueden alcanzar los 4,2 billones de dólares, de los que dos tercios corresponderían a bancos, más del 60% estadounidenses. Atrás quedan, en efecto, los impactos directos en los balances bancarios del contagio estrictamente financiero, haciéndose mucho más visibles los derivados de la recesión que ya ha acreditado ser la más severa desde la Segunda Guerra Mundial.

Frente a ello, sugiere el FMI, las autoridades han de asumir la posibilidad de adquisición de acciones ordinarias de entidades financieras: a continuar con las nacionalizaciones en toda regla. Advierte al mismo tiempo del riesgo creciente y cada día más explícito de distanciamiento, de desafección, de los ciudadanos de sus autoridades, en la medida en que los diversos apoyos públicos a los bancos no acaban de traducirse precisamente en la necesaria oxigenación crediticia de sus economías.

Quién nos iba a decir que sería el FMI el que defendiera por activa y por pasiva en sus dos informes más importantes las modalidades más explícitas de intervención de los Gobiernos en la actividad económica, mediante la adquisición de derechos de propiedad de empresas financieras en la frontera de la insolvencia, o a través del gasto público con el fin de compensar el desplome de la demanda agregada.

No es escasa la justificación para esta última modalidad de activismo fiscal. Esta crisis se ha añadido al nutrido catálogo de evidencias (recordadas ahora en el capítulo tercero del último WEO del FMI) que sugieren que las recesiones asociadas con crisis financieras tienden a ser particularmente severas, al tiempo que las correspondientes recuperaciones suelen ser lentas. En el caso de la crisis que ahora sufrimos, la perversa interacción entre las originales perturbaciones financieras, desencadenantes del racionamiento crediticio global, y la recesión de igual extensión, deja lugar a pocas dudas.

La OCDE, días antes de que el FMI difundiera su WEO, anticipaba su previsión de contracción del PIB en un 4,3% en este año para el promedio de sus 30 asociados; para la eurozona, la previsión es del 4,1%. El del mundo lo haría por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial en el entorno del 1,5%. Siendo general, el ascenso del desempleo lleva la correspondiente tasa en muchas economías avanzadas a niveles que doblan la de mediados de 2007, antes de que emergiera la crisis financiera en EE UU.

El exceso de capacidad instalada en un número cada vez mayor de sectores en todo el mundo y el rápido descenso de la inflación, hasta ritmos inquietantes en algunos países, completan un diagnóstico que no invita precisamente al optimismo, más allá de la voluntad de convertir en luces al final del túnel lo que probablemente sean reflejos ficticios. O, como diría el chistoso, las de un tren que se nos echa encima, cargado de la segunda edición de tensiones bancarias a este lado del Atlántico. Podría ocurrir que tocáramos fondo pronto, que se pusiera freno al desplome de la demanda, pero el camino hacia el potencial de crecimiento va a ser lento.

Para los amigos de las comparaciones, esta crisis ya ha batido a la que propició la Gran Depresión en algunos registros: como han ilustrado recientemente Barry Eichengreen y Kevin H. O'Rourke (*A tale of two depressions*, [www.VoxEU.org](http://www.VoxEU.org)), las caídas en la producción industrial, el volumen de comercio y las de las Bolsas han sido más pronunciadas y rápidas que en 1929-1930. La gran diferencia, confiemos en que siga siéndolo, es la reacción más ágil y pertinente de la política económica, aun cuando aparentemente sea menos ortodoxa.