

THE AGE OF DELEVERAGING. INVESTMENT STRATEGIES FOR A DECADE OF SLOW GROWTH AND DEFLATION

Gary Shilling

John Wiley, Hoboken

THE PUZZLE OF MODERN ECONOMICS. SCIENCE OR IDEOLOGY?

Roger E. Backhouse

Cambridge University Press, Nueva York

El Estado del malestar

Raimundo Ortega

1 mayo, 2011

Roger E. Backhouse es profesor de Historia y Filosofía de la Economía en las Universidades de Birmingham y Róterdam. El título de su cátedra anuncia bien el enfoque de la obra aquí reseñada. Estructurada en tres partes precedidas de una introducción, en la cual se hace eco de la crítica

unánime a los economistas por no haber sabido prever la crisis económica que aún padecemos, la obra se propone explicar las razones de ese fracaso comenzando (capítulos 2 a 5) por recordar brevemente bajo el título de «Economía en acción» los problemas anejos a la creación de nuevos mercados, la transición de una economía centralizada como la soviética a otra de mercado como la rusa actual, la tenue conexión entre globalización y bienestar y las gigantescas modificaciones financieras que acabaron generando la crisis financiera de los años 2007-2008, subrayando siempre la necesidad de recordar la importancia de las instituciones y la necesidad de saber adaptar las teorías al mundo real.

Los capítulos 6 a 9, agrupados por el autor bajo el título de «Perspectivas históricas», constituyen, en mi opinión, la parte más interesante del libro, pues en ellos se analiza (capítulos 6 y 7) cómo se creó la economía en cuanto que ciencia a partir de la famosa definición que formuló Lionel Robbins en 1932 y los posteriores enfoques y trabajos de los economistas claves del siglo xx –Arrow, Samuelson y sus colegas del MIT, Friedman y la Escuela de Chicago–, así como la trascendental conexión entre la *Teoría General* de Keynes y la generalización de los modelos econométricos como instrumentos de combinación de la micro y la macroeconomía, para concluir con un repaso del monetarismo y volver a la crisis de 2007-2009, que tan pocos economistas anunciaron. Los capítulos 8 y 9, titulados respectivamente «Ciencia e ideología» y «Heterodoxia y disidencia», difícilmente pueden resumirse en dos líneas. El primero se apoya en la afirmación realizada en 1959 por George Stigler, profesor en la Universidad de Chicago, según la cual «el estudio profesional de la economía le hace a uno ser políticamente conservador», mientras que el segundo podría ilustrarse con el empeño de economistas como Joseph Stiglitz, que personifican el difícil dilema de aparecer como heterodoxos sin atreverse a abandonar el cuerpo analítico que les ha permitido destacar en la profesión. Y es que, como afirma con razón Blackhouse al finalizar el último capítulo del libro, «la teoría económica y el trabajo empírico serio son necesarios para analizar y, en ocasiones, desafiar los mitos en que se basan nuestras nociones elementales respecto al mundo que nos rodea» (p. 186).

UN CAMINO SIN BALDOSAS AMARILLAS

No han terminado los economistas de recibir toda clase de vituperios por su ceguera ante la crisis de 2007-2009 cuando se enfrentan a un futuro complicado que vuelve a poner a prueba su capacidad de predicción. En efecto, al comenzar 2011 las economías desarrolladas afrontan la tarea de salir rápidamente de una profunda recesión y evitar el peligro de una situación de estancamiento y deflación. Gary Shilling –conocido analista financiero estadounidense y colaborador de *The New York Times* y *The Wall Street Journal*– se inclina en su detallado libro por el pesimismo, pues no confía que ni la política monetaria de la Reserva Federal (en adelante, FED) ni un gasto fiscal excesivo consigan que Estados Unidos crezca a un ritmo medio superior al 2% anual (¡no digamos ya Europa, inmersa en su lucha contra los desequilibrios fiscales y el salvamento de algunas economías de la zona euro!), como tampoco apuesta decididamente porque los grandes países emergentes sean capaces de compensar el estancamiento de las naciones desarrolladas.

El peligro que el autor plantea puede resumirse señalando los riesgos –por muy remotos que ahora puedan parecer– inherentes a la política de «relajación cuantitativa» («QE» en la terminología inglesa) del banco central estadounidense, cuya segunda edición está alimentando estas semanas los ascensos registrados en los mercados de valores. Con un telón de fondo cuyo rasgo más

sobresaliente es la transferencia –dice– de deuda privada a deuda pública, mantener los tipos de interés tan bajos alimenta subidas en los precios de los activos, pero está por ver que ello se materialice en un aumento de la confianza de los consumidores en lugar de en la aparición de nuevas burbujas especulativas: por ejemplo, en las materias primas. En resumen, para Schilling está claro que el camino se halla plagado de incertidumbres y que los inversores harán bien en ser muy cautos, no sea que los gobiernos apuesten por reducir el peso real de sus deudas impulsando la inflación.

La lectura de estas dos obras no defraudará al lector. La primera le ofrece un examen conciso pero enjundioso de la evolución del pensamiento económico durante el siglo xx y las posibles razones de su silencio ante la tormenta financiera que se aproximaba. Shilling, por su parte, aconseja cómo recoger los destrozos y comenzar a construir una estrategia para el futuro.

Y AHORA, ¿CÓMO SALIMOS DE ÉSTA?

El título del libro de Schelling combina una descripción de los tiempos actuales («La era del desendeudamiento») con un pronóstico del futuro («Una década de crecimiento débil y deflación»). Su traducción en cifras y políticas económicas es inmediata. Según el FMI, a finales de 2010 la economía mundial mostraba una recuperación frágil y se espera que durante el año en curso crecerá en media anual el 4,2% gracias al ritmo más vivo impuesto por las economías emergentes (el 6,4%), pues las desarrolladas avanzarán el modesto 2,2%, lastradas por el paro y una lenta recomposición desde la demanda pública a la privada y, en sus flujos exteriores, desde las economías con superávit a las deficitarias. El dilema para las economías desarrolladas –entre ellas la nuestra– reside en la necesidad de efectuar todavía ajustes importantes en sus finanzas públicas y reducir su endeudamiento (casi un 97% de su PIB en 2010), reformar sus sistemas financieros, reconsiderar algunas piezas de sus sistemas de bienestar y de mercados tales como los laborales, energéticos o de servicios para incentivar la competencia y la flexibilidad de los mismos y, simultáneamente, incentivar el crecimiento teniendo en cuenta el estrecho margen con que cuentan. En el caso de la política monetaria, con tipos nominales cercanos al 0%, contrasta la prudencia del Banco Central Europeo (BCE) con las decisiones de su colega estadounidense, inyectando dinero y reconociendo, no obstante, que «[el] crecimiento actual es insuficiente para crear empleo [...] y los desafíos fiscales que afronta la nación son especialmente sobrecogedores»¹.

Todo parece indicar que, a corto plazo, Estados Unidos y Europa van a seguir políticas fiscales diferentes como solución para salir de la crisis y esa divergencia se observa claramente en las predicciones relativas a la evolución de la deuda pública viva de aquí a finales de 2012: según el FMI, en aquel país el incremento puede ser del orden de casi once puntos del PIB, mientras que en la zona euro se limitará a 4,4 puntos. ¿Cuál de los dos caminos será el acertado? A corto plazo, la austeridad fiscal adoptada por la mayoría de los Gobiernos de la zona euro, así como por Gran Bretaña, acotará el crecimiento de sus economías, tanto más si se apoyan en aumentos de impuestos y no en reducciones del gasto. Ahora bien, si el BCE instrumenta una política monetaria que aminore los efectos contractivos sobre la demanda interna y la moneda común no se aprecia respecto al dólar, el impacto negativo de la austeridad fiscal sobre el crecimiento se reduciría: dos sensatos propósitos

que difícilmente se mantendrán en caso de consolidarse el súbito incremento del precio del petróleo. Y puede aminorarse aún más si los esfuerzos del ajuste fiscal se encuadran en programas de consolidación a medio plazo coherentes que propicien en los sectores privados de esos países expectativas claras de recuperación.

Pero, ¿cuál es la situación española? La crisis financiera internacional desenmascaró la magnitud de los desequilibrios sobre los cuales se cimentaba el crecimiento real de nuestra economía, pues el PIB a precios constantes había descendido en 2009 prácticamente al nivel de 2006 y tan brusca caída reflejó simultáneamente la explosión de la burbuja inmobiliaria y el elevadísimo endeudamiento del sector privado: el de los hogares en porcentaje de su renta bruta disponible se incrementó en 43 puntos porcentuales respecto a la media del período 1996-2007. Y como durante esos años –en los cuales el Gobierno, primero, negó la existencia de la crisis y, después, se jactó de estar preparado para contenerla– no se adoptaron las políticas necesarias para generar empleo estable y utilizar eficientemente los recursos productivos², la caída del gasto interno provocó una enorme destrucción de puestos de trabajo (la tasa de paro en 2007, el 8,3%, saltó hasta el 18% en 2009) y fomentó en buena parte un fulgurante deterioro presupuestario, ya que en ese mismo bienio pasamos de un superávit del 1,9 a un déficit fiscal del 11,2% del PIB, con el consiguiente aumento de la deuda de las administraciones públicas: 18,1 puntos porcentuales del PIB, esto es, unos 193 millardos de euros. 2010 no ha sido un buen año: lo más que se ha conseguido es moderar el ritmo de caída de la actividad, pero el paro ha seguido aumentando y a finales de año alcanzaba el 20,3%. Y, aunque hemos reducido el déficit público hasta el 9,24% gracias al Estado, que ha compensado las desviaciones al alza de las comunidades autónomas, seguimos lejos de alcanzar el equilibrio presupuestario que nos permita asegurar una relación deuda/PIB sostenible a medio plazo. Ello es tanto más urgente cuanto que la crisis griega de la pasada primavera ha acentuado la desconfianza internacional respecto a los sucesivos planes de estabilización propuestos durante estos meses por el Gobierno. Sin duda, la principal razón de esa suspicacia reside en que las medidas estructurales destinadas a reforzar el crecimiento potencial de la economía son percibidas como introducidas a desgana y recibidas de uñas por una sociedad que no acaba de convencerse de que hemos vivido por encima de nuestras posibilidades. Así ha sucedido con la mal llamada «reforma laboral», incapaz de generar empleo acaso porque no se han modificado profundamente las actuales reglas de contratación y despido ni revisado los controles judiciales y administrativos sobre las decisiones empresariales, del mismo modo que tampoco se han adoptado medidas serias de inserción laboral de los jóvenes. Algo semejante puede acontecer con el nuevo marco de las pensiones públicas, de la que desconocemos los detalles precisos para asegurar que la pensión de jubilación será proporcional a las cotizaciones efectuadas durante toda la vida laboral, que existirá flexibilidad respecto a la edad de jubilación, que la pensión dependerá de la esperanza de vida en ese momento y que el nuevo sistema incorporará ajustes automáticos ante futuros cambios demográficos y económicos, así como que el período de transición no resultará excesivamente largo, adoptándose medidas para contener el gasto y suavizar el paso al nuevo sistema³.

A todo ello se unen tres piezas reformadoras consideradas por todos imprescindibles: primero, la implantación de un nuevo marco legal e institucional que sujete firmemente a las comunidades autónomas a las mismas reglas de sostenibilidad fiscal que gobiernan a la Administración central; segundo, completar de una vez por todas la reforma del sistema crediticio, aclarando cuál es la

calidad real de las carteras de activos de las entidades, especialmente los relacionados con el sector inmobiliario (las necesidades consiguientes de capital y posibles ayudas públicas que lastrarían aún más el déficit); y, por último, encarar inmediatamente el control del gasto sanitario y farmacéutico si deseamos evitar un deterioro dramático de la calidad de las prestaciones que vamos a recibir⁴. Soslayo los comentarios relativos a las dos primeras cuestiones por desbordar su examen los límites de esta reseña. En cuanto a la tercera, que deriva directamente del envejecimiento de nuestra población, sus efectos han empezado a tomarse en cuenta en la reforma de las pensiones recientemente aprobada por el Gobierno. En cualquier caso, todos ellos afectan a la dinámica de la deuda pública, problema del que paso a ocuparme a continuación.

En 2010, la economía descendió sólo el 0,1% gracias a que la demanda exterior amortiguó la contracción del gasto doméstico. A su vez, las medidas de contención del gasto público y las subidas de impuestos empezaron a alcanzar el objetivo de reducir el déficit, pero no el de generar empleo neto y recortar un paro que en el cuarto trimestre llegaba a la citada tasa del 20,3%. En todo caso, no pudo evitarse que las tensiones sufridas por la deuda pública irlandesa y portuguesa se trasladaran a nuestros mercados, a pesar del abanico de medidas adoptadas en el mercado de trabajo, el sistema de pensiones y la reordenación de las entidades crediticias, acaso porque han sido juzgadas ambiguas, incompletas o tardías, de tal forma que la consolidación fiscal reaparece como la clave de bóveda para calmar tensiones y sentar las bases de una recuperación de la demanda interna e iniciar una reducción del paro: el sector privado, dicho sea de paso, ha comenzado ya a reducir su endeudamiento. Por lo tanto, los progresos obtenidos en el ámbito presupuestario no pueden, en modo alguno, considerarse suficientes ni tampoco resulta aceptable la tesis que califica como «modesto» el nivel de nuestra deuda en comparación con los de nuestros socios europeos.

Dicho de otra manera, son imprescindible reformas estructurales profundas, aunque agraven temporalmente el malestar de los españoles, acostumbrados a un bienestar que a medio plazo no podíamos sostener. Pero las posibilidades de recuperación dependen de la sostenibilidad de las finanzas públicas, que no está, ni mucho menos, asegurada con las medidas hasta ahora adoptadas. Intentaré explicarme.

Unas finanzas públicas saneadas constituyen un requisito imprescindible para mantener la estabilidad económica que permita un crecimiento sostenido y equilibrado. Durante los años anteriores a la crisis los presupuestos se caracterizaron por incumplir uno de sus más elementales objetivos: actuar contracíclicamente, de tal forma que rara vez compensaron los excesos de una demanda agregada que impulsaba la actividad a crecer por encima de su potencial. Los expertos utilizan diversos procedimientos para cuantificar qué parte del saldo presupuestario corresponde a factores cíclicos –alejados de las acciones del Gobierno– y cuál depende más estrechamente de sus decisiones discrecionales. A ello se une otra pieza esencial –la deuda pública– que, además, es un indicador claro y fiable del estado de las finanzas públicas y que, por ende, suele concitar la atención de los gobiernos y de la opinión pública. Los primeros no se esmeran, por lo general, en explicar a la segunda que la relación entre deuda y PIB depende tanto de elementos bajo su control como de otros (verbigracia, tipos de interés y tasa de crecimiento de la economía) más independientes.

Si situamos estas consideraciones en el marco actual de la economía española y sus finanzas

públicas, comprobaremos cuán preocupante es la situación. En efecto, a un período de reducción de la relación deuda/PIB (1999-2004) ha seguido otro de rápido crecimiento de la misma que, a raíz de la crisis tantas veces negada, se caracteriza por un diferencial negativo causado porque el crecimiento del PIB es inferior al tipo de interés pagado por la deuda emitida. Repasemos unos datos. En primer lugar, desde 2008 nuestro crecimiento efectivo está siendo inferior al potencial de la economía, tendencia que va a proseguir probablemente hasta 2015; además, incluso cumpliendo las previsiones del Gobierno hasta ese año o el siguiente, las cuentas públicas no estarán equilibradas y la deuda viva seguirá aumentando en cifras nada despreciables por mucho que afirme el Ejecutivo: entre 2007 y 2010 se incrementó en 24 puntos porcentuales del PIB, casi 290 millardos de euros, y entre ese último año y 2015 podría engrosar en otros 255/260 millardos, en torno al 73% del PIB previsto para este último año⁵.

Responder a la pregunta de si la economía podría soportar tamaño endeudamiento no es nada fácil, pero sí resulta factible ofrecer algunas cifras que nos ayuden a formarnos una idea de cuán ardua es la tarea. La primera de ellas es conocida como «brecha de sostenibilidad» o «brecha primaria» y sirve para indicarnos si la política fiscal implementada por el Gobierno garantiza o no la estabilización de la deuda. Pues bien, los cálculos apoyan una respuesta negativa, ya que harían falta crecimientos del PIB a precios constantes en el trienio 2011-2013 superiores al 2,5%, en lugar del 1,4% que hoy día calculan los analistas, para garantizar la estabilidad de la deuda. Pero podemos dar un paso más e intentar averiguar cuál sería el llamado «déficit primario constante», es decir, aquel que estabiliza la relación deuda/PIB existente al final del año anterior. De nuevo los resultados son desconsoladores, porque indican que en el trienio deberíamos obtener un superávit medio de casi un punto porcentual del PIB en lugar del déficit, también medio, de 4,6 puntos porcentuales previsto por el Gobierno; de hecho, únicamente a partir de 2014 cabe esperar que alcanzaríamos la tan deseada sostenibilidad fiscal⁶. En conclusión, nos queda mucho esfuerzo por hacer, y esto lo afirman no sólo la canciller alemana y los malvados mercados, sino las cifras y el sentido común⁷.

¹. Conferencia del presidente de la FED, Ben Bernanke, celebrada en Washington el 3 de febrero de 2011. Seis días después, en el Comité Presupuestario de la Cámara de Representantes, se mostró algo más optimista respecto a la evolución del empleo, si bien advirtió que «se necesitarán muchos años para volver a la situación de pleno empleo».

². Para entender los factores que lastran la evolución de la productividad puede resultar útil la lectura del estudio *Productividad. Una perspectiva internacional y sectorial*, editado por la Fundación BBVA en 2010 y del cual son autores Matilde Mas Ivars y Juan Carlos Robledo Domínguez.

³. Antecedentes dignos de consideración son la intervención del gobernador del Banco de España en el Congreso de los Diputados, fechada el 15 de abril de 2009 y titulada *Comparecencia ante la Comisión no permanente de seguimiento y evaluación de los acuerdos del Pacto de Toledo*, y las propuestas de FEDEA (Fundación de Estudios de Economía Aplicada), *Hacia un sistema público de pensiones sostenible, equitativo y transparente*, de 7 de octubre de 2010.

⁴. De acuerdo con la *Actualización del Programa de Estabilidad. España, 2009-2013*, cuadro 7.1, p. 40, el Gobierno calcula que el gasto asociado al envejecimiento aumentará en 8,2 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2060, y ello bajo

supuestos de cálculo algo optimistas tanto respecto al crecimiento real del PIB y la productividad del trabajo como de la tasa de actividad y de paro.

⁵. En su *Boletín Estadístico* de febrero de este año, el Banco de España publicó (cuadro 11.4) el porcentaje de deuda de las administraciones públicas según el Protocolo de Déficit Excesivo: el 60,1% de un PIB nominal ligeramente más elevado que el previsto. Esta cifra causó una cierta sorpresa entre los especialistas por resultar inferior a la esperada (entre el 62 y el 63%). Aparte de ese mayor crecimiento del Producto, las razones de la mejoría pueden calificarse como coyunturales por derivadas de las variaciones de activos y pasivos financieros, como, por ejemplo, menos emisiones del FROB y del Fondo de Titulización de los déficits de tarifas eléctricas, que se consideran deuda pública, y contención de las obligaciones de pago de comunidades autónomas y ayuntamientos. Esas partidas pueden, por el contrario, y como sucedió en años anteriores, agravar la evolución de la deuda en 2011, lo cual confirma que el verdadero problema reside en la reducción del déficit público. Por lo tanto, la sostenibilidad de la deuda, que es la cuestión aquí analizada, sigue siendo crucial para el futuro de nuestra posición financiera como nación.

⁶. Para más detalles, véanse el capítulo 9, titulado «El análisis de la política fiscal», firmado por Pablo Hernández de Cos y Eloísa Ortega, del libro *El análisis de la economía española* (Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid, Alianza, 2005), así como los trabajos de Ángel Laborda, director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de la fundación FUNCAS, por ejemplo los publicados en los números 165 y 195 de *Cuadernos de Información Económica* de la citada fundación. Le estoy muy agradecido por sus comentarios y precisiones a propósito de la situación actual y el futuro inmediato.

⁷. Esta reseña se acabó de escribir el 21 de marzo de 2011.