



► ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

## REGRESO AL PASADO ECONÓMICO

Imaginemos una economía acelerando rápidamente en una autopista temporal y pasándose de frenada en la salida que tocaba. Durante un tiempo sigue avanzando por inercia, pero en un momento dado entra en un agujero de gusano y aparece en otra época del pasado. Esto es lo que le ha sucedido a muchas economías desde que comenzó la crisis financiera.

En Estados Unidos los conductores decidieron, por motivos de oportunidad política, que había que vender la idea de la sociedad de los propietarios de vivienda (*ownership society*). Con esta idea se impulsó que empresas de garantía hipotecaria esponsorizadas públicamente aceptaran hipotecas *subprime* y aumentarían el valor, hasta casi doblarlo, de la hipoteca máxima cubierta. Consiguieron su objetivo: la tasa de propietarios de vivienda subió del 66,2% en 1997 al 69,2% en el cuarto trimestre de 2004. Pero obviamente se pasaron de frenada. A finales de 2011 la tasa de propietarios de vivienda había retrocedido al año 1997 y se situaba en el 66,1%.

Las previsiones sitúan la salida del túnel en el que entró el sector inmobiliario de Estados Unidos por pasarse la salida en el 60%. Si esta previsión se confirma aparecerían más de 35 años atrás. Además, los precios de la vivienda, que desaparecieron allá por el 2005, han aparecido en el segundo trimestre de 2002. En algunos casos no es posible encontrar en toda la historia estadística un valor similar al corriente. Esto es lo que sucede con las viviendas iniciadas en Estados Unidos: la serie comienza en 1959 y nunca antes de la actual crisis había incluido un valor tan bajo como las 608.000 unidades iniciadas en 2011. Solo el Dow Jones parece librarse de la maldición de los pliegues espacio-temporales y se encuentra a niveles de diciembre de 2007.

Ciertamente podría ser peor. Japón se pasó de frenada en 1990 cuando el Nikkei alcanzó los 37.000 puntos y el Palacio Imperial de Tokio valía tanto como toda California. Las consecuencias de intentar ir más deprisa que la velocidad de la luz han sido desastrosas con una crisis que se alarga desde



TANA OSHIMA

1990. El precio de la vivienda ha vuelto a 1983 y la Bolsa está en 1984 situándose en torno a los 10.000 puntos.

España también se saltó la salida y se pasó de frenada. Después de los locos años de la *burbuja* inmobiliaria los indicadores económicos nos devuelven a tiempos pasados. El precio de la vivienda ha vuelto, en términos reales, a finales de 2003. Las previsiones indican que se seguirá curvando el espacio tiempo y los precios inmobiliarios en España volverán en breve al año 2001, y seguirán moviéndose hacia el pasado. Esto por no hablar del año en que han retrocedido el número de viviendas iniciadas, el consumo de cemento o la matriculación de vehículos. El empleo en España ha retrocedido al cuarto trimestre de 2004, igual que ha pasado en EEUU.

Lo que sucede es que devolver el gasto público a niveles de hace muchos años no significa que la economía regresará al futuro. Hagamos un cálculo rápido: ganar credibilidad a base de reducir drásticamente el déficit podría reducir la prima de riesgo. Supongamos que, como calcula algún servicio de estudios, por

cada 100 puntos básicos que cae la prima de riesgo la economía se ahorra 12.400 millones de euros. Pero ahora vayamos a la parte negativa: reducir el gasto público en 35.000 millones para alcanzar teóricamente el 5,3% de déficit en 2012 supondrá, con un multiplicador razonable, una pérdida de tracción muy significativa de la economía que podríamos evaluar en 24.500 millones. Y esto sin entrar en dos precisiones importantes. La primera es que la reducción que se venía observando en la prima de riesgo española era principalmente la consecuencia de las inyecciones de liquidez a tres años del BCE y no de las ganancias de credibilidad de una economía que había incumplido el déficit de 2011 por un amplio margen y que no pensaba cumplir el objetivo acordado hace tiempo para el año 2012.

En segundo lugar, la reducción del déficit para conseguir el nuevo objetivo requerirá de un esfuerzo muy superior puesto que ya parece claro que la

economía española se contraerá significativamente en 2012, lo que generará un déficit adicional por el efecto de los estabilizadores automáticos, y que la factura de los intereses subirá significativamente. Estas dos partidas suman 20.000 millones adicionales. Si los presupuestos que se presenten en los próximos días suponen una reducción del déficit de unos 35.000 millones, contando con las medidas tomadas en diciembre, se volverá a incumplir el objetivo lo que, sin duda, no favorecerá al efecto credibilidad.

Es razonable pensar que con el esfuerzo importante que se hará el Gobierno tendrá una justificación fuerte para solicitar, si de nuevo se incumple el objetivo de déficit en 2012, una extensión del plazo para alcanzar el 3% aunque esta estrategia tiene sus riesgos. Pero frenar demasiado fuerte y no llegar a ver la salida es otra forma de volver al pantalón de pana y a la pata de elefante sin que se haya producido un *revival* que los ponga de moda de nuevo.

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