

Apreciados colegas y clientes,

Como todos ustedes saben, el fin de semana pasado se celebró en Tokio la asamblea del FMI (con sus famosas revisiones a la baja en el PIB de casi todos los países). Ayer, leyendo con más detenimiento las actas de todo lo ocurrido y conversar con algunas fuentes cercanas al evento, caí en la cuenta de que el FMI realizó en Japón un enorme ejercicio de honestidad intelectual (tal y como lo definió un proveedor).

¿Cuál? Reconocer un enorme error de cálculo. Me explico, hasta la fecha, el organismo estimaba que el multiplicador de ajuste fiscal sobre el PIB era alrededor del 0.6% (es decir, por cada 1% de reducción del déficit, el PIB caería un 0.6% en los países que realizan este ajuste).

Bien, la señora Lagarde reconoció que para el período 2009-2011 dicho multiplicador ha sido mucho mayor, y que sus estimaciones, por tanto, han sido erróneas, lo que la llevó a desmarcarse del discurso de austeridad que han abanderado hasta la fecha (créanme, algo insólito para el FMI).

En concreto, el FMI reconoció que en este entorno, el multiplicador por variación del déficit podría ser de hasta el 1.7%. ¿Entienden el significado de ello? Por cada 1% de ajuste en déficit el PIB podría caer un 1.7%. Ahora piensen en países como Portugal, España, etc. que han presentado presupuestos que incorporan ajuste en déficit del 3.5% y el 2% respectivamente. Sin embargo, ambos gobiernos proyectan caídas en PIB cercanas al 1% para 2013, pero una vez conocida la realidad de ese multiplicador, dichas economías podrían experimentar caídas en PIB superiores al 4%.

Todo error debe tener su razón u origen. Y el FMI, en un gesto que creo debe ser reconocido, no se limitó a comparar sus estimaciones previas con la realidad posterior para simplemente reconocer después que ha habido un desfase/error en sus cálculos. No, la señora Lagarde nos obsequió con una explicación detallada del porqué y en qué se equivocaron exactamente.

Hasta hoy, el multiplicador fiscal se calculaba considerando que un ajuste en déficit se veía compensado por una bajada de tipos de interés. ¿Qué ha pasado esta vez? Sí, se lo pueden imaginar. Esta crisis es diferente en todos los aspectos y ese multiplicador no ha funcionado como se esperaba por las siguientes razones:

1. Los tipos están ya muy cercanos al 0% (y no ha habido efecto compensación por abaratamiento del dinero).
2. Todos los países de la Euro Zona están realizando ajuste fiscal a la vez, lo que significa que la caída de la demanda interna se ve amplificada por una caída de la demanda externa.
3. Se ha dado una fuga de capitales brutal hacia Alemania, lo que ayuda a explicar a los técnicos del FMI la disparidad en los errores de sus estimaciones para el multiplicador. El mayor grado de error se produce en Grecia mientras que un error igual de grave (pero en sentido opuesto) se produce en Alemania.
4. Los países parten de niveles de deuda privada muy superiores a los de otras crisis (lo que hace que, a pesar de que el precio del dinero esté cercano a cero, los balances de las familias no pueden crecer mediante la concesión de nuevos créditos), etc.

¿Qué debemos aprender de esta lección? Varias cosas:

- Que los objetivos de reducción de déficits se basan en supuestos erróneos (y de ahí su incumplimiento), y que mientras algunos gobiernos planteen en sus presupuestos ajustes de déficit del 2%-3% y prevean a la vez caídas en PIB del 1%, pues mal vamos.
- El ajuste no debe ser en todos los países a la vez (los que reciben flujos deben dejar de ajustar déficit y financiar estímulos fiscales).
- Es necesario ver una reducción en el nivel de deuda privada (por lo que sería conveniente permitir reestructuraciones en la deuda de aquellas corporaciones más endeudadas y que no son viables. Algo similar pasó en la crisis Asiática y allí nadie se empeñó en recapitalizar a las corporaciones con dinero público, permitiendo muchos *defaults* privados que recayeron sobre las rentas más altas. El dolor fue mayúsculo sí, pero la crisis estalló en el 96 (con PIBs del -10% en países como Thailandia -donde estalló la burbuja primero- pero en el 2003 ya crecían a tasas del 8.2% a nivel región.

¿Dónde estamos ahora?

Al parecer los países de la triple A han conseguido frenar la integración fiscal y bancaria (Draghi reconoció la semana pasada que no será supervisor único antes del 2014, cuando la propuesta acordada era enero del 2013). Estos dos frenos son de suma importancia porque, como ya saben, S&P rebajó España dos grados su rating (a un sólo paso de ser bono basura) precisamente por la lentitud de respuesta desde la UE y el hecho de que la recapitalización de la banca vaya directo a la vena de la deuda pública (no recapitalización directa desde el fondo europeo de rescate).

Tal y como lo veo, o hay un giro de 180º en el avance hacia la integración en las próximas dos semanas, o será cuestión de días que España sea bono basura. Sí, todo ha ido más lento incluso de lo que pensaba.

Portugal acaba de presentar un presupuesto con un ajuste en déficit del 3.2%. ¿Y aún plantean una caída en PIB 2013 de tan sólo el 1%?. Mejor no decir nada, aunque personalmente creo que estará más cerca del 4%. Su ministro de finanzas ya adelantó que lo conseguirían con "una subida enorme del IRPF, aumento de tasas y precios por servicios públicos, etc., (sin comentarios).

Pues eso, como ya les dije en el primer semestre del 2012 (creo que fué por entonces), prepárense para otro rescate de Portugal.

¿Dónde está lo bueno? (no quiero dejarles con mal sabor de boca). Que conociendo lo que ya sabemos ahora, los objetivos inalcanzables deberían desaparecer (lo que nos debería dar más tiempo para todo). Ah! eso sí, si se logra contener las tensiones sociales en el sur de Europa, digamos 2-3 años más, el nivel de gasto público será tan bajo y la devaluación interna tan grande, que a un mínimo de mejora del entorno pasaremos de déficit del 5% a superávit en muy poco tiempo.

Un cordial saludo

Àlex Fusté
Chief Economist
ANDBANK