

**LUIS MARTÍNEZ
ARÉVALO**



UNA CIUDAD DIVIDIDA

El coloquio de Jackson Hole, organizado por la Reserva Federal de Kansas City durante el verano, se ha centrado este año en analizar los problemas de la política monetaria cuando no cuenta con el apoyo de la política fiscal y se halla al límite de sus posibilidades. La primera reacción que suscita el asunto es la de sorpresa: ¿No estamos todos embarcados en la misma aventura? ¿Cómo es posible que, ante una grave situación como la actual, los diversos responsables económicos no consigan un mínimo de acción común?

Pero lo cierto es que en las tres grandes economías occidentales, Estados Unidos, Japón y la zona del euro, las políticas monetaria y fiscal han actuado casi siempre en sentido contrario. Esa contradicción es una de las principales causas de que la crisis, que se inició en 2008, se haya prolongado, con diversos altibajos, hasta nuestros días. Es cierto que en todas esas economías, los órganos rectores de ambas políticas son institucionalmente independientes: el Parlamento es quien decide las principales líneas de la política fiscal, y el Ejecutivo el que la pone en práctica; los bancos centrales disponen de gran autonomía, con el fin de que puedan llevar a buen término la política monetaria que estimen conveniente, sin sufrir las presiones de otros órganos de gobierno. Pero, aun existiendo esa independencia, la autoridad fiscal y la monetaria se enfrentan con los mismos problemas (insuficiencia del crecimiento económico, desempleo, baja demanda), disponen de la misma base estadística para observar la realidad y del mismo acervo de conocimientos teóricos para analizarla, por lo que es extraño que hayan llegado sistemáticamente a conclusiones diferentes.

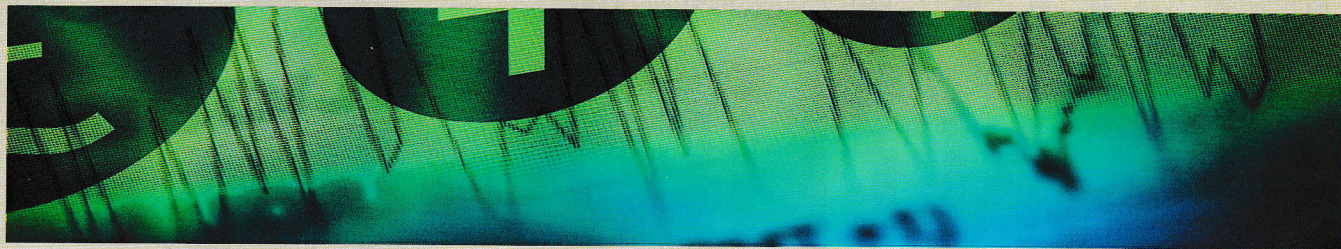
Una paradoja de la actual situación es que las autoridades monetaria y la fiscal se encuentran defendiendo posiciones contrarias a las que serían naturales. En

efecto, lo de toda la vida es que el Parlamento y el Gobierno gasten sin tino para dar satisfacción a las fuerzas políticas que apoyan a sus diversos miembros y que la autoridad monetaria se olvide de lo que pasa por el mundo y concentre su atención en los más mínimos movimientos de la tasa de inflación. Sin embargo, tras 2008, la situación ha sido la contraria: los Parlamentos y los Gobiernos, abrumados quizás por la culpa de sus pecados pasados, no quieren gastar y los bancos centrales han tenido que asumir el papel, poco usual, de evitar el colapso de las economías. Naturalmente, esa descripción general requiere ciertas matizaciones (en Estados Unidos ha sido el enfrentamiento entre el Congreso y el presidente el que ha paralizado la situación; en la zona del euro son los Gobiernos de los estados miembros los que fijan la política fiscal comunitaria y son ellos los que se han embarcado colectivamente en una política restrictiva), pero el resultado final de enfrentamiento es el mismo.

Una segunda paradoja es que esa actuación contradictoria está llevando a que se borren las diferencias entre las dos políticas, monetaria y fiscal. La llamada expansión cuantitativa, es decir la compra de activos no monetarios por parte del banco central, entra de lleno en el terreno fiscal. Si lo que se adquiere mediante esa expansión

**LOS BANCOS CENTRALES
Y LOS GOBIERNOS
SE HAN EMBARCADO
EN POLÍTICAS
QUE SON CONTRARIAS A
SUS OBJETIVOS GENUINOS**

es deuda del sector público (excepto si se trata de instrumentos de deuda emitidos exclusivamente para facilitar la intervención monetaria) se abarata la financiación del sector público y se encarece la del privado, lo que constituye una actividad claramente fiscal. Si lo que se adquiere es deuda del sector privado, se está abaratando la financiación de aquellas empresas cuya deuda se adquiere, en comparación con las demás, es decir, se produce una redistribución de la renta. Esa redistribución constituye uno de los resultados típicos de la política fiscal. Por supuesto, en el caso europeo, la situación se complica aún más, pues al adquirir instrumentos emitidos en distintos países, el BCE provoca



también efectos redistributivos (fiscales) entre los miembros de la zona del euro.

La actual mezcla de políticas resulta, pues, extraña y llena de paradojas, lo que está llevando a muchos observadores a pensar que se encuentra al límite de sus posibilidades. ¿Qué se puede hacer? En Jackson Hole, y durante dos días de trabajo, se apuntaron soluciones muy diversas, por lo que me limitaré a comentar dos que me parecen situarse en polos opuestos de la gama.

LA VERSIÓN PESIMISTA. Christopher Sims, premio Nobel de Economía en 2011, es un hombre que dice muchas cosas en muy pocas palabras. Su breve intervención durante el almuerzo celebrado el 26 de agosto debió de atragantarse a bastantes comensales. Sims inició su alocución recordando que la mejor forma de representar el funcionamiento de la economía son los modelos dinámicos de ecuaciones múltiples que incorporan expectativas racionales por parte de los agentes. Pero no fue esa la parte indigesta de su alocución sino la conclusión de que la política fiscal importa, y mucho. Sims ha defendido desde hace años el llamado enfoque fiscal del nivel de precios, que difiere de los modelos monetarista y neokeynesiano —predominantes en el pensamiento económico— en que pone el énfasis en los problemas de financiación del sector público a través de la emisión de deuda. Aplicado a la realidad actual, el matiz diferencial de ese enfoque fiscal es señalar que las reducciones de los tipos de interés, adoptadas por los bancos centrales con una finalidad expansiva, entrañan también una reducción del gasto público (el pago de intereses de la deuda pública) que tiene un impacto restrictivo sobre la economía. Por ello, las reducciones del tipo de interés solo alcanzarán su objetivo de estimular la actividad si la reducción del gasto público por pago de intereses se compensa con incrementos en otros renglones, o con menores ingresos públicos. Justo lo contrario de lo que se ha intentado hacer; de ahí su pesimista conclusión de que difícilmente se saldrá de la actual crisis mientras continúe la contradicción entre ambas políticas.

PROFUNDIZAR EN LA POLÍTICA MONETARIA. Si la medicina no es suficiente, suministrar más. Ese es esencialmente el mensaje de Marvin Goodfriend, de la Carnegie Mellon University.

No obstante, ese mensaje sencillo contiene importantes matices: Goodfriend critica las medidas de expansión cuantitativa seguidas por los bancos centrales por sus efectos redistributivos, totalmente injustificados, y propone concentrarse en los aspectos más típicamente monetarios de la política de los bancos centrales, tratando de evitar sus subproductos fiscales. El instrumento propio de la política monetaria, aquel en el que deben concentrarse los bancos centrales, es la gestión de los tipos de interés y, por tanto, en el momento actual, lo que se impone es la instauración de tipos de interés negativos allí donde se encuentran a nivel cero, y de tipos muchos más negativos allí donde ya lo sean. Goodfriend analiza un obstáculo, relativamente secundario, a esa política y es el riesgo de que, ante los tipos negativos en los depósitos bancarios, el público acuda sencillamente a la práctica de atesorar efectivo. Tal actuación tiene, desde luego, sus riesgos para quien la practica, pero además podría desincentivarse mediante una serie de medidas que el autor considera relativamente fáciles de aplicar. En definitiva, Goodfriend propone una política monetaria aún más activa. (Quizás, visto lo ocurrido en los mercados financieros durante las últimas semanas, podría criticarse que Goodfriend no valore suficientemente los problemas que la política de tipos negativos puede crear a la estabilidad del sistema bancario).

CONCLUSIONES TENTATIVAS PARA ESPAÑA. A la luz de estas intervenciones, en especial la de Sims, uno se encuentra tentado de concluir que en España, quizás por buena política, quizás como resultado inesperado de las disfunciones del Estado de las autonomías, se ha acertado al no poner demasiado énfasis en la reducción del déficit del sector público. Quizás por ello somos una de las economías europeas con mayor crecimiento en la actualidad.

¿Quiere eso decir que hay que despreocuparse del control del gasto público? No; la conclusión es que el gasto público es una variable muy importante, cuya evolución debe ajustarse a las necesidades de la economía. A medida que se avance en la recuperación económica será necesario actuar de forma restrictiva, para lo cual el Gobierno de la nación deberá controlar firmemente todos los resortes del gasto público y utilizarlos para reducir la deuda pública.

Luis Martínez Arévalo es técnico comercial del Estado.