

El papel de la deuda en la recuperación, ¿problema o solución?

Uno de los principales rasgos distintivos de la actual recuperación económica en el mundo desarrollado es su falta de dinamismo cuando se compara con otras fases de reactivación tras periodos recesivos. Este fenómeno ha generado una lógica preocupación entre los gestores de la política económica y un animado debate entre analistas y académicos. Aun a riesgo de simplificar en exceso, la cuestión se puede resumir como una contienda intelectual entre dos paradigmas: el del estancamiento secular y el del superciclo de deuda.

La tesis del estancamiento secular sostiene que la debilidad de la actual fase expansiva tiene su origen en la tendencia estructural de las economías avanzadas hacia una caída del potencial de crecimiento del PIB per cápita. Según esta visión, cada nuevo ciclo expansivo conlleva un ritmo de crecimiento potencial menor que el anterior, fundamentalmente por tres razones. La primera es la ausencia de nuevas oportunidades tecnológicas y, en particular, de tecnologías de uso general, como la electricidad, la automoción o la informática. La segunda es el envejecimiento de la población, que reduce tanto la propensión a consumir como la disposición a asumir riesgos. Y, en tercer lugar, la caída de la inversión en capital físico, que naturalmente está relacionada con las dos explicaciones previas y es una tendencia que se ha detectado especialmente durante los últimos 15 años.

Los partidarios del estancamiento secular, en fin, creen que el mundo desarrollado ahorra en exceso, lo que, junto con la falta de proyectos de inversión atractivos, comporta un escaso dinamismo de la economía, con unos tipos de interés que, a pesar de ser muy bajos en términos nominales, no lo son lo suficiente una vez descontada la inflación. Esta situación exige, según este análisis, un mayor impulso de demanda y gasto por parte de los presupuestos públicos, financiado si es preciso con la adquisición directa de bonos públicos por parte de los bancos centrales.

Los economistas que tratan de explicar los fenómenos actuales a partir de los ciclos recurrentes de deuda (el superciclo de deuda) enfatizan el papel determinante de la expansión monetaria y crediticia de los últimos 30 años en la génesis del escenario actual. Este se caracteriza no solo por la debilidad del crecimiento, la falta de demanda, los tipos bajos y la inflación mínima que resaltan los partidarios del estancamiento secular, sino también por una inusitada creación de liquidez y unas cotizaciones de activos financieros que en muchos mercados registran máximos históricos.

Según este punto de vista, el superciclo de deuda refleja que las autoridades monetarias han sido incapaces, a lo largo de los años, de resistir la presión política y social para acudir al rescate de los mercados y la economía cuando las sucesivas exuberancias financieras han desembocado en estallidos de burbujas de activos y en riesgos de recesión económica. También es consecuencia del error que supuso conducir durante muchos años las políticas monetarias utilizando como directriz básica la inflación, medida mediante el IPC, sin tener en cuenta suficientemente cómo la creación de liquidez incidía en los aumentos de precios de los activos financieros, con graves secuelas en términos de estabilidad financiera y económica. En definitiva: que el otorgamiento de más financiación a la economía, en lugar de dirigirse a la creación de nuevos activos productivos, se dirige a la inversión en activos ya preexistentes e incrementa su precio, dado que se trata de operaciones que a menudo buscan más la plusvalía que el retorno, en un contexto de tipos muy bajos que obligan a los inversores a la búsqueda de rentabilidad.

Es evidente que las prescripciones de política económica de los economistas partidarios de la teoría del superciclo de deuda son sustancialmente diferentes a las que preconizan los seguidores del estancamiento secular. En muchos países son, además, propuestas políticamente menos populares, puesto que al poner el acento en la deuda abogan por políticas de oferta en lugar de demanda y por políticas de consolidación fiscal y de reducción gradual de las deudas privadas. Estas propuestas no pueden ni pretenden solucionar el problema de la debilidad del crecimiento económico a corto plazo, ya que por su propia naturaleza tratan de establecer las condiciones para un crecimiento más sostenible a largo plazo.

Tardaremos años en saber cómo se decanta este interesante debate en el plano intelectual, aunque probablemente menos tiempo en observar sus consecuencias prácticas, puesto que los acontecimientos avanzarán inexorables. Entretanto y por si acaso, tenga razón un bando u otro, es interesante que seamos conscientes de las implicaciones que tienen para nuestras economías los altos niveles de deuda, y a ello dedicamos el Dossier de este nuevo *Informe Mensual*.

Jordi Gual
Economista jefe
30 de abril de 2015