LA VANGUARDIA (DINERO)
BARCELONA 09/06/13

> “Los tipos bajos no impulsan la inversión productiva y alimentan la exuberancia de los mercados. Quizás es el momento de cambiar la orientación las políticas monetarias de los bancos centrales”

Jordi Gual

Economista jefe de La Caixa y profesor del Iese

LA PARADOJA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Los países desarrollados viven una situación que se puede convertir en crónica, de ahorro excesivo en relación a la disposición a invertir y de tipos de interés reales excepcionalmente bajos. ¿Qué sentido tiene? ¿Cuáles pueden ser las consecuencias? Antes de la crisis financiera del 2008, ya vivimos un periodo prolongado de políticas monetarias laxas, una percepción de inflación controlada y un exceso de ahorro global, generado fundamentalmente en los países emergentes, con China al frente. Después de un breve paréntesis de tipos altos, el estallido de las burbujas financiera e inmobiliaria nos ha devuelto en un mundo de tipos reales inauditos, como se examina en detalle en el Informe Mensual de La Caixa de este mes.

Ahora no solamente son muy reducidos los tipos a corto (negativos, de hecho) sino que las políticas monetarias no convencionales han provocado la caída y aplanamiento de toda la curva de tipos. Además, los excedentes de ahorro generados en los países emergentes con superávit de cuenta corriente a duras penas se han corregido.

Ciertamente, unos tipos reales bajos hacen la vida más sencilla a los deudores, facilitan la reducción gradual de la deuda y tendrían que contribuir, en teoría, al mantenimiento de la actividad económica. Pero ya se sabe, en economía no hay una fría sin otro caliente: los tipos bajos penalizan el ahorro y, si se prolongan demasiado tiempo, pueden impedir la reestructuración de negocios que han dejado de ser viables.

En principio, los tipos reales bajos tendrían que favorecer la inversión y el consumo; pero las empresas y los consumidores se mantienen a la expectativa, tanto en Europa como en EE.UU., ante la falta de confianza sobre el futuro económico. Se prolonga, así, la situación de crecimiento muy débil y, en el caso de la eurozona, de recesión provocada por la crisis de la deuda soberana.

Hay muchos observadores que argumentan que esta es una típica situación keynesiana. En la que la actuación de los gobiernos es el único resorte para generar más demanda agregada y, así, crecimiento. Entonces la expansión generaría confianza, arrastraría al sector privado, y así se resolvería la paradoja.

Quizás sí. Pero el propio sector público en Occidente tiene altos niveles de endeudamiento, superiores al 100% del PIB en EE.UU. y próximos al 90% en Europa. Es verdad que los puede financiar a tipos de interés excepcionalmente reducidos pero eso es debido, en parte, a la acción del propio sector oficial, a través de los bancos centrales, en los mercados financieros. ¿Pueden los países desarrollados salir de una situación de exceso de endeudamiento, con más endeudamiento? ¿Cuando , además, este endeudamiento público se sostiene gracias a la creación de nuevo dinero por parte de las autoridades monetarias?

Una minoría de analistas, que no cree en la solución keynesiana para el actual periodo de recesión y bajo crecimiento, argumenta que, de hecho, la actual receta de deuda pública en ascenso y financiación monetaria está en la raíz de la desconfianza de los inversores y los consumidores. Creen que las actuales políticas llevarán a un futuro inflacionario o de más presión impositiva con el fin de hacer frente a los desequilibrios del sector público que se están gestando. Que la impaciencia de los dirigentes políticos delante de la larga duración del proceso de desendeudamiento y bajo crecimiento está provocando un hiperactivismo de las políticas económicas de demanda, que no solucionan los problemas actuales y son la semilla de dificultades aún más graves en el futuro.

Los tipos bajos hacen la vida más sencilla a los deudores y facilitan la reducción gradual de la deuda...

... pero penalizan el ahorro e impiden la reestructuración de negocios que han dejado de ser viables

Esta es la paradoja de los tipos de interés: su bajo nivel penaliza el ahorro pero no sirve para impulsar la inversión productiva. Si añadimos que alimenta una exuberancia de los mercados financieros, que se alejan de la economía real, y que los procesos de saneamiento de balances están ya bastante adelantados, quizás ha llegado el momento de cambiar la orientación de las políticas monetarias no convencionales de los principales bancos centrales.

El caso del BCE es, en este dilema, muy especial. Es el único banco central importante que tiene ya en marcha una estrategia de salida de la política monetaria no convencional, como se comprueba con la evolución de las devoluciones anticipadas de préstamos por parte de la banca europea.

Sin embargo, es el banco central que, desgraciadamente, quizás se verá obligado a seguir interviniendo durante más tiempo con políticas poco ortodoxas. Eso es así porque su intervención persigue simultáneamente dos objetivos: el de política monetaria, para facilitar la salida de la recesión; y el de garantizar la integridad de la zona euro. En ausencia durante los próximos meses de avances sustanciales en la construcción de la Unió Económica y Monetaria, y en especial de la unión bancaria, el papel del BCE seguirá siendo crítico con el fin de asegurar que, a pesar de la elevada fragmentación de los mercados financieros europeos, no se pone en riesgo la estabilidad financiera de la zona euro.

El BCE persigue dos objetivos: el de la política monetaria y el de garantizar la integridad de la zona euro RALPH ORLOWSKI / REUTERS