LA VANGUARDIA (DINERO)
BARCELONA

08/02/15

Los bajísimos niveles de inflación actuales coinciden con una época en la que las políticas monetarias han sido más expansivas que nunca"

La paradoja monetaria

JORDI GUAL
ECONOMISTA
JEFE DE
LA CAIXA
Y PROFESOR
DEL IESE

Desde hace algunos años, especialmente tras el estallido de la gran recesión, las principales economías occidentales se han visto aquejadas de una presión a la baja en los niveles de inflación.

Es paradójico que ello haya coincidido con una época en la que las políticas monetarias han sido más expansivas que nunca, mediante la implantación en las economías avanzadas de las denominadas políticas no ortodoxas de expansión cuantitativa. ¿Cómo podemos racionalizar estos dos fenómenos, aparentemente contradictorios?

Un modo de entenderlo es que la economía occidental lleva ya años inmersa en una expansión económica artificial. Un crecimiento alimentado por el endeudamiento progresivo de los agentes económicos, que han tratado de mantener niveles crecientes de consumo que eran, de hecho, insostenibles. Es decir, no se fundaban en avances de las rentas, y por tanto del empleo y la productividad, de similar magnitud, sino en la extensión de crédito facilitada por las políticas monetarias laxas de los bancos centrales.

Esta larga expansión del crédito y la deuda, cuyos inicios se remontan a finales de los años ochenta, ha sufrido correcciones en diversas ocasiones, con serias caídas de las bolsas y recesiones más o menos graves. En todos los casos, los bancos centrales han acudido al rescate con sus políticas de reducción de tipos, pero cada crisis ha conducido a la siguiente de tal modo que al final la política monetaria convencional quedó sin margen de maniobra, al alcanzarse tipos de interés prácticamente nulos.

Cuando estalló la última crisis financiera, las autoridades monetarias ya no tenían margen para bajar los tipos a corto plazo y recurrieron a la expansión cuantitativa con el objetivo primordial de incidir directamente en los tipos a largo plazo para reanimar la economía.

En teoría, la expansión cuantitativa, reduciendo los tipos a largo, debía contribuir a facilitar la financiación de empresas y familias, y a una mejora de las cotizaciones bursátiles, que actuarían como factor propulsor del consumo vía el efecto riqueza. En la práctica esta política no ortodoxa ha servido a Estados Unidos para aliviar la carga de los agentes económicos, y sólo muy gradualmente ha impulsado el consumo y la inversión para acercarse a los niveles de plena utilización de la capacidad productiva del país, con un largo periodo en el cual el exceso de oferta existente ha contribuido a mantener unos niveles de inflación comparativamente bajos.

"De momento, estamos conviviendo con la paradoja: una enorme creación de dinero coexiste con bajísimos niveles de inflación"

La expansión cuantitativa estadounidense tuvo, sin embargo, importantes efectos en los países emergentes y también en otros países occidentales aquejados por las secuelas de la gran recesión. El impacto fue especialmente negativo en la zona euro, cuya moneda registró una apreciación muy significativa desde mediados del 2012 hasta bien entrado el 2014. De este modo, la zona euro, que sufría un elevado exceso de oferta debido a los shock de demanda de la gran recesión y la crisis del euro del 2012, vio agravada su situación y de hecho pasó a importar deflación de Estados Unidos vía la apreciación del tipo de cambio.

En efecto, los países o bloques que están totalmente abiertos a la libre circulación de capitales y no llevan a cabo la política monetaria no ortodoxa, tienen de facto una política monetaria contractiva en términos relativos, con unos costes potencialmente muy altos al importar la deflación en el momento menos oportuno.

Este efecto se ve claro en países como Suecia o Suiza. Son pequeñas economías abiertas en las que, sin encontrarse en una situación de exceso de oferta, se viven también presiones significativas a la baja en los niveles de precios. El dilema para estas economías es serio. Si mantienen su autonomía monetaria importan la deflación y la recesión. Si, por el contrario, inician una política monetaria no ortodoxa, estarán aplicando a su economía una receta ultraexpansiva que no es la que precisan y que puede alimentar un crecimiento excesivo del precio de los activos.

Vista desde esta perspectiva, la expansión cuantitativa que lanzó recientemente el Banco Central Europeo no es más que la reacción inevitable a la presión ejercida por las políticas que han llevado a cabo los bancos centrales de las otras grandes economías avanzadas. Otra cosa, muy diferente, es si esta conjunción de políticas monetarias globalmente tan expansivas va a servir para que las economías occidentales vuelvan a una senda de expansión estable o si, por el contrario, constituye una nueva y preocupante fase de crecimiento del endeudamiento global, prolongando la tendencia iniciada hace ya casi treinta años.

Milton Friedman afirmó en su día que, a largo plazo y para una zona económica con moneda propia, la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario. Sólo la perspectiva de los años nos permitirá dilucidar si esta proposición, sin duda un elemento central de la ortodoxia, ha resistido la prueba de la gran recesión. De momento, estamos conviviendo con la paradoja: una enorme creación de dinero coexiste con bajísimos niveles de inflación.

La expansión cuantitativa del BCE es la reacción a la presión ejercida por las políticas de otros bancos centrales DANIEL ROLAND/AFP