

Deflación en la eurozona: ¿es un peligro real?

José García Montalvo
Catedrático de Economía
Universitat Pompeu Fabra

Los últimos datos de inflación en la eurozona (0,7%) y en España (-0,1%) han generado cierta inquietud por la posibilidad de estar en la antesala de una época deflacionista y una japorización de la crisis europea. Olli Rehn, el comisario de Asuntos Económicos de la UE, y de Guindos se han apresurado a desmentir que esta situación pueda ser el preludio de una deflación a nivel de la zona euro. Obviamente un dato negativo en un mes concreto no sería suficiente para encender las alarmas. Una deflación es una tendencia a la caída de precios sostenida en el tiempo. Sin embargo si las tendencias de fondo generan una probabilidad no despreciable de sufrir una deflación en el futuro entonces se deberían tomar medidas ya. Los economistas sabemos bastante bien cómo manejar una situación inflacionista pero somos más inútiles a la hora de resolver una deflación. El caso japonés es quizás el mejor ejemplo: muchos economistas destacados han estudiado profusamente el fenómeno deflacionista japonés sin haber encontrado una solución. Vale la pena recordar también que la Gran Depresión de Estados Unidos vino acompañada de un importante efecto deflacionista.

Ante esta situación se han producido nuevas llamadas a la acción del Banco Central Europeo y una nueva fase de culpabilización de Alemania por los males de la zona euro. Parece claro que si la inflación se mantiene por debajo del 2% el BCE no estaría cumpliendo sus objetivos y debería ayudar a producir inflación. Sin embargo la forma en la que se debe producir esta alimentación de la inflación no es evidente. Algunos piden usar simultáneamente todos los cartuchos disponibles: bajar los tipos de interés, más inyecciones de liquidez barata o expansión cuantitativa estilo Reserva Federal. Otros han llegado a proponer un cargo para los fondos que los bancos mantienen en el BCE. Lo que sucede es que estos mecanismos tendrían una efectividad limitada, o poco probada, sobre la inflación.

El BCE ya ha tomado la primera medida y decidió el jueves bajar el tipo de interés de intervención hasta el 0,25%. Sin embargo es difícil que esta acción tenga un efecto sobre la demanda pues el canal de transmisión de la política monetaria está roto en muchos países, entre ellos España. La ayuda puede ser indirecta a partir de una depreciación del euro y la mejora de la competitividad fuera de la zona euro. Plantear nuevas inyecciones de liquidez es poco realista: en una situación donde la gran mayoría de los bancos, incluidos los nacionalizados españoles, están devolviendo aceleradamente las inyecciones de liquidez del pasado plantear una nueva inyección podría terminar en un claro fracaso que afectaría la credibilidad del BCE. También vuelven las demandas al BCE para que produzca una expansión cuantitativa al estilo de la “existosa” acción de la Reserva Federal de Estados Unidos. Es evidente que con la información disponible en la actualidad la expansión cuantitativa de la Reserva Federal parece haber sido muy positiva. El problema es que no podremos saber si ha tenido éxito o no hasta que no se retire el doping que la Reserva Federal proporciona a la economía norteamericana. De otra forma sería como pretender que hemos curado a un enfermo de riñón por que los análisis después de una diálisis son perfectos. La cuestión es qué pasaría si dejara de ir a diálisis. Esto es lo que sucede con la evaluación precipitada de la política monetaria no convencional del banco central norteamericano: antes de saber el efecto de la retirada de la expansión cuantitativa ya se da por bueno que ha sido fantástica.

La crítica a Alemania por mantener superávits de balanza de pagos y no favorecer el reequilibrio de los flujos externos es más sustancial. Tanto el Tesoro de Estados Unidos como el Fondo Monetario Internacional han criticado a Alemania en informes recientes por generar fuerzas deflacionarias en el resto de la zona euro y el mundo. Alemania ha reaccionado airadamente ante estas críticas pero los números son claros en este caso. Una de las causas fundamentales de la crisis económica actual, la más importante según el presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, fue el enorme desequilibrio comercial que se estaba produciendo entre países y zonas económicas. El superávit exterior de países como China o Alemania favorecía la acumulación de liquidez de estos países y la inversión, por ejemplo, en bonos del Tesoro americano o cédulas hipotecarias españolas, manteniendo bajos los tipos de interés y creando una sensación de reducción del riesgo generalizada. En la actualidad el desequilibrio chino se ha corregido en gran parte. No así el superávit de balanza de pagos de Alemania, que este año superará incluso al de China. La situación en la zona euro ha sido desigual: mientras Alemania no ha recortado su superávit de los últimos diez años, los países del sur de la zona euro (España, Portugal o Grecia) han eliminado prácticamente su déficit exterior. Como el superávit de Alemania descansa principalmente en los desequilibrios con los países del sur esto quiere decir que dichos países están exportando demanda a Alemania cuando ellos mismos no tienen suficiente demanda para poder relanzar su economía, y tienen que acudir a exportar al resto del mundo. Como dicha demanda del resto del mundo no es suficiente la consecuencia es un desempleo muy elevado y unas economías muy débiles con tendencia potenciales hacia la deflación. Alemania se ha negado repetidamente, al igual que Japón, a aceptar la sugerencia de las reuniones del G20 para relanzar su economía y corregir su excesivo superávit de balanza de pagos pero esta sería sin duda una solución a los problemas de escasez de demanda y debilidad económica de los países del sur del euro y, colateralmente, podría colaborar en evitar la aún incierta, pero temible, posibilidad de una deflación en toda regla en dicho países.