



Tribuna

José García Montalvo

Deflació a l'eurozona: un perill real?

Tant el Tresor dels Estats Units com l'FMI han criticat Alemanya en informes recents per haver generat forces deflacionàries a la resta de la zona euro i el món

Les últimes dades d'inflació a l'eurozona (0,7%) i a Espanya (-0,1%) han generat certa inquietud per la possibilitat d'estar en l'avantsala d'una època deflacionista i una japonització de la crisi europea. Olli Rehn, comissari d'Afers Econòmics de la UE, i el seu homòleg espanyol, Luis de Guindos, s'han afanyat a desmentir que aquesta situació pugui ser el preludi d'una deflació a nivell de la zona euro. Obviament, una dada negativa en un mes concret no és suficient per disparar les alarmes. Una deflació és una tendència a la caiguda de preus sostinguda en el temps. No obstant això, si les tendències de fons generen una probabilitat no menyspreable de patir una deflació en el futur, llavors s'haurien de prendre mesures ja. Els economistes sabem bastant bé com manejar una situació inflacionista, però som més inútils a l'hora de resoldre una deflació. El cas japonès és potser el millor exemple: molts economistes destacats han estudiat a fons el fenomen deflacionista japonès sense haver-hi trobat una solució. Val la pena recordar també que la Gran Depressió dels Estats Units va arribar acompanyada d'un important efecte deflacionista.

Els dolents de sempre

Davant d'aquesta situació, s'han produït noves crides a l'acció del Banc Central Europeu i una nova fase de culpabilització d'Alemanya pels mals de la zona euro. Sembla clar que si la inflació es mantingués per sota del 2%, el BCE no estaria complint els seus objectius i hauria d'ajudar a produir inflació. No obstant això, la manera com s'ha de produir aquesta alimentació de la inflació no és evident. Alguns analistes i polítics demanen utilitzar simultàniament tots els cartutxos disponibles: abaixar els tipus d'interès, més injeccions de liquiditat barata o expansió quantitativa a l'estil de la Reserva Federal. D'altres han arribat a proposar un càrrec per als fons que els bancs mantenen en el BCE. El que passa és que aquests mecanismes tindrien una efectivitat

limitada, o poc provada, sobre la inflació. El BCE ja ha pres la primera mesura i va decidir dijous abaixar el tipus d'interès d'intervenció fins al 0,25%. No obstant això, és difícil que aquesta acció tingui un efecte sobre la demanda, ja que el canal de transmissió de la política monetària està trencat en molts països, entre els quals Espanya. L'ajuda pot ser indirecta a partir d'una depreciació de l'euro i la millora de la competitivitat fora de la zona euro.

Plantejar noves injeccions de liquiditat és poc realista: en una situació en què la gran majoria dels bancs, inclosos els nacionalitzats espanyols, estan retornant acceleradament les injeccions de liquiditat del passat, plantejar una nova injecció podria acabar en un clar fracàs que afectaria la credibilitat del BCE. També tornen les demandes al BCE perquè produeixi una expansió quantitativa a l'estil de l'*exitosa* acció de la Reserva Federal dels Estats Units. És evident que, amb la informació disponible en l'actualitat, l'expansió quantitativa de la Fed sembla que ha estat molt positiva. El problema és que no podem saber si ha tingut èxit o no fins que no es retiri el dopatge que la Fed proporciona a l'economia nord-americana. D'una altra manera: seria com pretendre que hem guarit un malalt de ronyó perquè les anàlisis després d'una diàlisi són perfectes. La qüestió és que passaria si deixés d'anar a diàlisi. Això és el que passa amb l'avaluació precipitada de la política monetària no convencional del banc central nord-americà: abans de saber l'efecte de la retirada de l'expansió quantitativa, ja es dona per bo que ha estat fantàstica.

La crítica a Alemanya perquè manté superàvits a la balança de pagaments i no afavoreix el reequilibri dels fluxos externs és més substancial. Tant el Tresor dels Estats Units com l'FMI han criticat Alemanya en informes recents per haver generat forces deflacionàries a la resta de la zona euro i el món. Alemanya ha reaccionat iradament davant aquestes crítiques, però les xifres són clares en aquest cas. Una de les causes fonamentals de la crisi econòmica actual,

la més important segons el president de la Fed, Ben Bernanke, va ser l'enorme desequilibri comercial que s'estava produint entre països i zones econòmiques.

Desequilibris comercials

El superàvit exterior de països com la Xina i Alemanya afavoria l'acumulació de liquiditat d'aquests països i la inversió, per exemple, en bons del Tresor americà o cèdules hipotecàries espanyoles, mantenint molt baixos els tipus d'interès i creant una sensació de reducció del risc generalitzada. En l'actualitat el desequilibri xinès s'ha corregit en gran part. No així el superàvit de balança de pagaments d'Alemanya, que aquest any superarà fins i tot el de la Xina.

L'evolució a la zona euro ha estat desigual: mentre que Alemanya no ha retallat el seu superàvit dels últims deu anys, els països del sud (Espanya, Portugal o Grècia) han eliminat pràcticament el seu dèficit exterior. Que el superàvit d'Alemanya descansi principalment en els desequilibris amb els països del sud indica que aquests països estan exportant demanda a Alemanya, quan ells mateixos no tenen prou demanda interna per reactivar la seva economia i han d'optar per exportar a la resta del món. I com que la demanda de la resta del món no és suficient, la conseqüència és una desocupació molt elevada i unes economies molt febles amb tendència potencial cap a la deflació. Alemanya s'ha negat repetidament, igual que el Japó, a acceptar el suggeriment sortit del G-20 de rellançar la seva economia i corregir el seu excessiu superàvit de balança de pagaments, però aquesta seria, sens dubte, una solució als problemes d'escassetat de demanda i debilitat econòmica dels països del sud de l'euro i, col·lateralment, podria col·laborar a evitar l'encara incerta, però temible, possibilitat d'una deflació en tota regla en aquests països.

José García Montalvo és catedràtic d'economia de la UPF