

Políticas de demanda tras la recuperación

DAVID TAGUAS - Presidente de Seopan*

LA VANGUARDIA - DINERO - 29.11.09

Hace un año aún se cuestionaba el impacto que la crisis iba a tener sobre la actividad de la economía global y, en particular, sobre la de las economías en desarrollo, así como sobre la necesidad o no de intervención pública en una situación en la que los mercados financieros habían dejado de ser eficientes y estaban afectados por una casi total falta de liquidez.

La respuesta fue la puesta en marcha de planes para dotar de liquidez al sistema financiero y recapitalizar el sistema bancario, así como de políticas monetarias y fiscales expansivas para estabilizar las economías. Durante la primera parte del 2009, el principal interrogante se centró en la capacidad que iban a tener las políticas económicas implantadas para, efectivamente, estabilizar las economías. En función de la probabilidad asignada al éxito de dichos planes, se establecían los escenarios base y de riesgo para las principales economías.

LA RECUPERACIÓN HA COMENZADO

Durante este otoño, este interrogante ha desaparecido: es un hecho que la recuperación global ha comenzado y que las políticas adoptadas durante el último año han sido determinantes para impulsar la recuperación de la actividad. Pero la crisis ha sido intensa y ha tenido efectos muy importantes sobre las economías.

El principal interrogante que ahora se plantea es si la recuperación será o no sostenible. Desde el lado de la oferta, el crecimiento potencial se ha reducido, el sistema financiero va a tardar en volver a un funcionamiento normal y la recapitalización de los bancos ha sido un proceso asimétrico entre economías, debido a la composición de los activos bancarios y a las reglas contables.

SOSTENIBILIDAD DE LA RECUPERACIÓN

Desde el lado de la demanda, las políticas monetarias y fiscales han desempeñado un papel clave.

Se argumenta que el carácter expansivo de las políticas de manejo de la demanda no puede continuar indefinidamente, lo que podría poner en duda la actual recuperación de la actividad.

El impulso fiscal deberá ser sustituido por el gasto privado. La aceptación de mayores déficits públicos y también de mayores pesos de la deuda pública es solamente de carácter transitorio y, por tanto, los impulsos fiscales deberán ser eliminados, sustituyéndose por consumo e inversión del sector privado. Pero la eliminación de los impulsos fiscales transitorios debe hacerse con suma cautela y cuidadosamente, porque es bastante probable que el gasto privado no aumente de prisa.

POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

En este sentido, mantener el tono expansivo de la política monetaria puede ser de ayuda. Pero se argumenta que ello no es posible sin terminar afectando a las expectativas de inflación, debido al fuerte incremento de la base monetaria (el dinero del banco central o dinero de alta potencia).

Sin embargo, parece olvidarse que la variable relevante para afectar a las expectativas de inflación es la oferta monetaria, que, como es bien sabido, es el producto de la base monetaria por el multiplicador monetario (que depende de la proporción de dinero que los individuos mantienen en efectivo y del coeficiente de reservas).

La crisis financiera ha estado asociada a una súbita reducción del multiplicador monetario, por lo que el incremento en la base monetaria ha sido la respuesta de los bancos centrales para que la oferta monetaria no se desplomara. Además, la evidencia empírica sugiere que, en anteriores crisis financieras, la caída del multiplicador monetario no se recuperó de forma inmediata, sino que fue necesario un periodo de tiempo muy largo.

Por tanto, para mantener la oferta monetaria más o menos constante, tendrá que continuar manteniéndose la base monetaria elevada. Además, las expectativas de inflación permanecen ancladas alrededor del dos por ciento en ambos lados del Atlántico, por lo que el tono de la política monetaria puede y debe mantenerse al menos por un tiempo suficiente.

*Ex subdirector del servicio de estudios del BBVA y ex director de la Oficina Económica del presidente del Gobierno