



Tipos bajos: aún es pronto para pensar en la salida

La respuesta de las políticas monetarias ante la crisis ha sido afortunadamente rápida y decisiva. Los principales bancos centrales han llevado los tipos de interés oficiales hasta niveles mínimos, aún con algunas discrepancias en el ritmo de los diferentes países. Enfrentados con la evidencia de que el contexto financiero de esta crisis resta efectividad a los canales habituales de tipos de interés, las autoridades monetarias no han dudado en utilizar también herramientas no convencionales, si bien con diferencias importantes en su tamaño e instrumentación. Esta estrategia agresiva ha sido muy adecuada y ha contribuido a una reversión en las tensiones financieras extremas que tuvieron lugar tras la quiebra de Lehman Brothers.

Superada esa fase de máxima tensión, los inversores comienzan a plantearse cuándo y cómo se revertirá el rumbo actual de las políticas monetarias. De hecho, los precios de los futuros y otros instrumentos similares descuentan subidas de los tipos oficiales en la primera mitad de 2010, tanto en EEUU como en la UEM. Sin embargo, las condiciones macroeconómicas actuales y previsibles no justifican la expectativa de subidas en un plazo tan corto.

Es difícil pensar que las economías desarrolladas crezcan por encima de su potencial en 2010. El exceso de capacidad productiva acumulado no comenzará a reducirse hasta pasado ese año y, por tanto, la presión a la baja sobre los precios será la característica dominante en el horizonte cercano. Adicionalmente, aunque los tipos oficiales sean más bajos, las condiciones financieras son realmente menos favorables que en la última recesión, pues el encarecimiento de la financiación para el sector privado y la contracción de la riqueza de hogares y empresas han sido mucho más acusados.

Hay que tener en cuenta que la política monetaria no es una ciencia exacta, sino un ejercicio de gestión de riesgos y costes. Los bancos centrales enfrentan un dilema bien definido. Una salida demasiado precipitada de la actual política de tipos bajos supone un riesgo significativo de ahogar la débil recuperación de la actividad económica que se espera para los próximos trimestres. Aunque no sea el escenario más probable, cortar la recuperación conlleva la posibilidad de abocar a las economías a un escenario deflacionario, cuyas repercusiones son con razón muy temidas. La experiencia de salidas en falso durante las grandes crisis del siglo XX –la economía estadounidense en el año 1937 o, más recientemente, de Japón en 1997– pesará en la toma de decisiones de los responsables de la política monetaria, de forma plenamente justificada. Frente a este riesgo, una salida demasiado tardía podría desembocar en un repunte excesivo de la inflación. Sin negar esta posibilidad, su relevancia a día de hoy es limitada. Nuestro conocimiento de los procesos inflacionarios indica que en horizontes de corto y medio plazo la inflación viene fundamentalmente determinada por las condiciones de oferta y demanda agregada, y no tanto por los agregados monetarios.

Tampoco las inyecciones de liquidez actuales van a desembocar, como algunos sostienen, en hiperinflaciones. Los episodios de precios descontrolados no se producen de forma súbita, salvo en el caso de guerras, revoluciones, etc., sino que se desencadenan tras etapas muy prolongadas en las que las expectativas de inflación se van afianzando en niveles progresivamente más altos. En el caso típico, el de las hiperinflaciones latinoamericanas, este proceso se extendió aproximadamente 10 años. La conclusión es clara: existiría aún mucho margen para drenar la liquidez y subir los tipos oficiales cuando la situación económica mejore de forma sostenible. En vista de todo esto, el mercado está anticipando en exceso el momento en que se producirá el giro de la política monetaria.

Daniel Navia
Economista Jefe de Escenarios Financieros
Servicio de Estudios de BBVA