A black and white close-up portrait of Daniel Lacalle. He is looking upwards and to the right with a thoughtful expression, his hand resting near his chin. He is wearing a dark suit jacket over a light-colored, vertically striped shirt.

Por qué los  
bancos centrales  
están abonando  
el terreno para  
la próxima  
crisis

# DANIEL LACALLE

La gran  
trampa

DEUSTO

# **La gran trampa**

Por qué los bancos centrales están abonando  
el terreno para la próxima crisis

**DANIEL LACALLE**

Traducido por Jorge Paredes



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Escape from the Central Bank Trap*

Publicado por Business Expert Press, LLC, Nueva York, Estados Unidos, 2017

© 2017 Daniel Lacalle, de la edición en inglés y de la adaptación en español

© de la traducción Jorge Paredes, 2017

© Centro Libros PAPP, S.L.U., 2017

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

ISBN: 978-84-234-2887-8

Depósito legal: B. 22.358-2017

Primera edición: octubre de 2017

Preimpresión: pleka sep

Impreso por Egedsa

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91.702.19.70 / 93.272.04.47.

# Sumario

---

## PRIMERA PARTE

### CREAR DINERO DE LA NADA

|                                                                                                 |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Introducción</b> .....                                                                       | 15 |
| <b>Capítulo 1. ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?</b> .....                                        | 19 |
| Pero... ¿cómo hemos llegado hasta aquí? .....                                                   | 24 |
| El bombero pirómano .....                                                                       | 30 |
| Cuatro billones para nada .....                                                                 | 33 |
| <b>Capítulo 2. Los bancos centrales no imprimen crecimiento</b> .                               | 43 |
| ¿Por qué ocurre esto? .....                                                                     | 46 |
| Pero ¿qué consecuencias negativas? .....                                                        | 47 |
| Todo por la inflación .....                                                                     | 48 |
| ¿De verdad? .....                                                                               | 52 |
| Bonos a tipos negativos: los riesgos .....                                                      | 53 |
| La falacia del «efecto riqueza» .....                                                           | 55 |
| El desastre de crear «dinero para el pueblo»<br>y la falsa teoría monetaria moderna (MMT) ..... | 59 |
| Imprimir dinero y provocar inflación no es una política<br>social, es robar .....               | 60 |
| Dinero frente a inflación .....                                                                 | 62 |
| ¿Que imprimir el dinero no crea inflación? .....                                                | 64 |
| Ecuador evita la depresión sin imprimir dinero .....                                            | 75 |
| Estimular... fallar... ¿Cuál es el paso siguiente? .....                                        | 77 |

|                                                                                                       |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Los fundamentales . . . . .                                                                           | 80         |
| Más crisis, más cortas . . . . .                                                                      | 84         |
| <b>Capítulo 3. La deuda no es un activo. El relativo</b>                                              |            |
| <b>éxito de la expansión cuantitativa de Estados Unidos . . . . .</b>                                 | <b>87</b>  |
| ¿Es la deuda realmente un activo? . . . . .                                                           | 88         |
| Hacer de la represión financiera una actividad del mercado . . . . .                                  | 90         |
| La trampa del bombero pirómano . . . . .                                                              | 94         |
| Los costes más bajos ayudan a reducir la deuda, ¿o no? . . . . .                                      | 97         |
| El consenso general y el timo del «palo de hockey» . . . . .                                          | 99         |
| Fallar más que una escopeta de feria . . . . .                                                        | 100        |
| El espejismo empieza a desvanecerse . . . . .                                                         | 103        |
| Las burbujas inmobiliarias no son una casualidad . . . . .                                            | 104        |
| Las burbujas se producen en los activos aparentemente<br>más seguros . . . . .                        | 108        |
| <b>Capítulo 4. Parada repentina en los mercados emergentes . . . . .</b>                              | <b>115</b> |
| ¿Qué sucede cuando cambia la marea? El dólar<br>estadounidense se convierte en el nuevo oro . . . . . | 120        |
| «Trumponomics» y el fin de las guerras monetarias . . . . .                                           | 124        |
| Los mayores recortes de la historia<br>de Estados Unidos desde Ronald Reagan . . . . .                | 129        |
| <b>Capítulo 5. El fracaso de la Abenomics . . . . .</b>                                               | <b>137</b> |
| La conocida burbuja de Japón . . . . .                                                                | 140        |
| Por qué es poco probable que Japón cambie . . . . .                                                   | 142        |
| La justificación . . . . .                                                                            | 144        |
| La bomba de relojería demográfica . . . . .                                                           | 147        |
| El <i>statu quo</i> empresarial . . . . .                                                             | 147        |
| <b>Capítulo 6. Draghi al rescate . . . . .</b>                                                        | <b>151</b> |
| Trichet tenía razón . . . . .                                                                         | 153        |
| El dinero barato no es la respuesta . . . . .                                                         | 154        |
| La injusta fama del BCE . . . . .                                                                     | 159        |
| Grecia. El ejemplo de lo que no hay que hacer . . . . .                                               | 160        |
| Alemania, ¿la malvada? La falacia de estimular<br>la demanda interna . . . . .                        | 162        |
| España. Un ejemplo de reformas que funcionan . . . . .                                                | 166        |
| El BCE pone en marcha la expansión cuantitativa . . . . .                                             | 167        |
| Los incentivos perversos . . . . .                                                                    | 169        |
| La plena monetización de la deuda es un suicidio . . . . .                                            | 171        |
| El efecto aspirador . . . . .                                                                         | 172        |

|                                                                              |            |
|------------------------------------------------------------------------------|------------|
| España. La deuda sí importa, incluso con tipos bajos . . . . .               | 175        |
| Desafíos futuros . . . . .                                                   | 178        |
| <b>Capítulo 7. «Zombificación» de la economía... Repetimos . . . .</b>       | <b>181</b> |
| Guerras de divisas. Nadie gana . . . . .                                     | 183        |
| El dinero barato crea deuda barata . . . . .                                 | 186        |
| ¿Beneficia el BCE a las grandes corporaciones<br>y no a las pymes? . . . . . | 190        |
| Los bancos sufren su propia medicina . . . . .                               | 192        |
| La tecnología no destruye empleo . . . . .                                   | 195        |
| La carga fiscal aumenta. . . . .                                             | 198        |
| El coste de capital importa . . . . .                                        | 200        |

## SEGUNDA PARTE

### CÓMO ESCAPAR DEL TSUNAMI MONETARIO

|                                                                                                                                                                    |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Capítulo 8. Cuando las materias primas se desplomen,<br/>  encuentra un fondo de cobertura . . . . .</b>                                                        | <b>209</b> |
| ¿Cuál es el precio del petróleo? . . . . .                                                                                                                         | 211        |
| Hola, Sra. Fed . . . . .                                                                                                                                           | 213        |
| Auge y depresión . . . . .                                                                                                                                         | 214        |
| El mayor enemigo de las burbujas y de los agoreros<br>es un ingeniero. . . . .                                                                                     | 215        |
| El desplome del dólar, el auge<br>de las materias primas y la depresión . . . . .                                                                                  | 218        |
| <b>Capítulo 9. La flexibilización de veinticinco bancos<br/>  centrales. Lecciones y ejemplos . . . . .</b>                                                        | <b>221</b> |
| El mayor riesgo: la carga de la energía y los alimentos . . . . .                                                                                                  | 222        |
| ¿Cómo pueden un país y sus ciudadanos evitar este shock? . .                                                                                                       | 225        |
| A veces los bancos actúan bien. . . . .                                                                                                                            | 227        |
| El impresionante ejemplo del Banco Central de Rusia . . . . .                                                                                                      | 229        |
| <b>Capítulo 10. Lecciones para los bancos centrales. El<br/>  estancamiento secular y los multiplicadores fiscales . . . .</b>                                     | <b>233</b> |
| No nos dejemos engañar de nuevo. . . . .                                                                                                                           | 234        |
| Pensar que comprar bonos crea empleo<br>es como pensar que bailar en círculo atrae la lluvia . . . . .                                                             | 235        |
| La credibilidad de una moneda como reserva de valor<br>generalmente aceptada depende de la credibilidad<br>de su política económica y de su banco central. . . . . | 236        |

|                                                                                                                                                 |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| No ha habido un solo banco central que haya predicho una crisis o alertado sobre una burbuja de manera contundente. Por eso deben cambiar. .... | 237        |
| No hay romance sin finanzas .....                                                                                                               | 239        |
| Neofisherismo .....                                                                                                                             | 243        |
| ¿Incumplir todas las normas? .....                                                                                                              | 245        |
| Mantengámonos juntos .....                                                                                                                      | 252        |
| Los bancos centrales tienen que añadir otra capa a su política: la condicionalidad .....                                                        | 253        |
| <b>Capítulo 11. Cómo salir de las políticas expansionistas .....</b>                                                                            | <b>257</b> |
| El New Deal que fracasó .....                                                                                                                   | 258        |
| Estamos transformando las piedras en pan. ....                                                                                                  | 263        |
| El consenso. La opinión dominante. ....                                                                                                         | 268        |
| La oferta es la respuesta .....                                                                                                                 | 271        |
| La recaudación fiscal aumenta con la actividad económica, no debido a una decisión de un comité .....                                           | 274        |
| Cómo subir la recaudación del impuesto de sociedades sin hundir el país. ....                                                                   | 277        |
| Credibilidad y política monetaria .....                                                                                                         | 279        |
| <b>Capítulo 12. La guía de los inversores para el estancamiento secular .....</b>                                                               | <b>283</b> |
| Cuál es mi aversión al riesgo. ....                                                                                                             | 283        |
| Bonos. ....                                                                                                                                     | 286        |
| Renta variable .....                                                                                                                            | 293        |
| El oro y el bitcoin .....                                                                                                                       | 301        |
| La trampa del banco central y la cobertura de riesgo. ....                                                                                      | 304        |
| <b>Conclusión .....</b>                                                                                                                         | <b>307</b> |
| <b>Agradecimientos. ....</b>                                                                                                                    | <b>311</b> |
| <b>Bibliografía recomendada .....</b>                                                                                                           | <b>313</b> |

# Capítulo 1

---

## ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

Y te preguntarás... Bueno... ¿cómo he llegado hasta aquí?

*Once In A Lifetime, Talking Heads*

«Política monetaria no convencional.» Probablemente, lo habréis oído muchas veces, pero se trata de un término engañoso.

Lo que los medios de comunicación generalistas y la opinión pública denominan «no convencional» es y ha sido la política más convencional que se ha practicado durante los últimos seiscientos años; esto es, tratar de solucionar los desequilibrios estructurales y los problemas macroeconómicos mediante medidas inflacionistas. En otras palabras, crear dinero de la nada.

No obstante, imprimir dinero no es exactamente lo que han hecho los principales bancos centrales durante los últimos siglos; es algo mucho más complejo que eso. La idea de utilizar el aparentemente infinito balance del banco central de una nación para absorber bonos del Estado e instrumentos financieros con el fin de liberar la capacidad financiera de los bancos que acumulan dichos bonos, para permitirles prestar más dinero a las pequeñas y medianas empresas (pymes) y a las familias tiene su lógica. Pero sólo cuando se trata de una medida temporal para proporcionar liquidez, reducir la percepción de riesgo no justificado y volver a la normalidad. En su momento, parecía una buena idea, sí, hasta que las medidas «temporales» y «extraordinarias» se convirtieron en la norma.



Ahí es donde radica el problema. La política monetaria no es más que una herramienta a corto plazo, pero no soluciona los desequilibrios estructurales. En el mejor de los casos —tal como nos recuerda constantemente el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi—, se trata de una medida para ganar tiempo y permitir a los gobiernos y a otros agentes económicos solventar problemas puntuales, en su mayoría derivados del exceso de deuda y de una inadecuada asignación de capital.

Sin embargo, incluso el programa más cuidadosamente planificado crea incentivos perversos significativos. El más evidente de ellos es el de repetir los mismos errores de manera constante.

A continuación, explicaremos brevemente cómo funciona este proceso llamado «expansión cuantitativa», que, se mire como se mire, no deja de ser una herramienta para acumular riesgo.

El banco central de un país no «imprime» dinero; lo que hace es endeudarse. Compra miles de millones de euros en bonos del Estado o activos financieros —también acciones, bonos de empresas y activos ligados al sector inmobiliario— y con ello aumenta su balance, es decir, aumenta su deuda. Así pues, lo que compra el banco central no es gratis: es un préstamo.

El banco central adquiere esos bonos y activos a otros bancos. Unos bonos que, anteriormente, estos bancos tenían en su balance debido a que los percibían como tóxicos y que venden con el fin de «desatascar» la posición financiera de la propia entidad. Esto les permitía prestar a la economía real de manera más fluida. Lo habrás escuchado en muchas ocasiones: «Que fluya el crédito». Eso lo hace el banco central porque estima que los bancos no estaban prestando de acuerdo con la demanda de las empresas y familias debido a un exceso de riesgo acumulado. Pues bien, el banco central absorbe ese riesgo, esos bonos, y así los bancos comerciales pueden recuperar la actividad de financiación de empresas y familias de manera normalizada. A eso se le llama «mecanismo de transmisión de la política monetaria».

Además, el banco central pone en circulación líneas de liquidez a coste bajo con el fin de que los bancos presten, y si éstos no mueven —prestan— esa liquidez, los penaliza. Con ello se espera que la actividad económica se acelere y por lo tanto que la infla-

ción suba y mejore el empleo. No es, como dicen algunos medios, un regalo a los bancos, sino un préstamo a bajo coste.

¿Por qué se lleva a cabo ese mecanismo de transmisión a través de la banca y no directamente «regando» con dinero (crédito) a empresas y familias? Porque los bancos tienen mejor capacidad de entender si la demanda de crédito es solvente, y con ese mecanismo de varios pasos se evita que se genere hiperinflación y brutales burbujas que terminen en crisis devastadoras. Es como un mecanismo que, al entender el riesgo que conlleva crear dinero artificialmente, busca contar con una serie de elementos que permitan analizar correctamente la demanda solvente.

¿Cómo se paga esto? El banco central compra unos activos que, por cuestiones de pánico o riesgo no justificado, considera que son baratos, pero estancan el mecanismo de flujo de crédito a la economía real. Los adquiere, sea directamente o liberando el balance de los bancos, y así cuando la bolsa y los mercados financieros empiecen a reflejar valoraciones superiores ante una situación más adecuada, el banco central gana dinero con esos bonos, que se revalorizan y además pagan cupón, por lo que, a medida que van venciendo, el balance de ese banco central se va reduciendo.

En realidad, el banco central se convierte en un enorme *hedg-fund*, un gran fondo de inversión apalancado, que —además— tiene la potestad de afectar al precio y a la cantidad de dinero. Es decir, el banco central baja los tipos de interés y, con ello, empuja a los agentes económicos a asumir más riesgo, ya que los depósitos pagan cada vez menos, y, al bajar esos tipos, genera una profecía autocumplida: hace que los bonos que ha comprado se conviertan en una buena inversión manipulando la cantidad de dinero —ya que usa su balance, se endeuda, todo lo que «sea necesario»— y, además, decide el coste de ese dinero.

Todo ello con el fin de que la economía crezca, se cree empleo y se recupere la inflación, para luego retirarse del mercado. Por eso, el banco central siempre tiene un ojo en los mercados financieros, para evitar enormes distorsiones. Si entregara el dinero a los agentes económicos directamente, ese préstamo contra su balance generaría el mismo efecto que una subvención impro-

ductiva; es decir, se crearía un enorme impacto inflacionista que llevaría a una crisis.

No está mal, ¿verdad?

Como idea, como solución mágica, parece buena sobre el papel... hasta que se implementa.

En realidad, al lector le habrá parecido que es una política curiosa, algo así como si un vendedor de alcohol bajase sobremana el precio de sus productos y aumentase de forma brutal la disponibilidad de éstos, pero, «para evitar borracheras», lo distribuyese a través de sucursales confiando en que cada vendedor de éstas supiera valorar el riesgo de sus clientes.

A eso se le llama «política monetaria expansiva»; esto es, aumentar agresivamente la cantidad de dinero y bajar el precio del mismo para incentivar el crédito... Y tiene un riesgo muy evidente: el efecto embudo; es decir, que la crisis o recesión que se crea cuando se termina lo que algunos denominamos el «gas de la risa monetario» es más abrupta que lo que se pretendía evitar: una vez que haces «pop», como las Pringles, ya no hay «stop».

En realidad, la política monetaria expansiva mencionada es exactamente igual al aumento del apalancamiento financiero visto en los años anteriores a la crisis, promovida, de nuevo, desde la gestión agresiva de los tipos de interés y la cantidad de dinero.

A finales de 2016, más de veinticinco bancos centrales de todo el mundo seguían el mismo camino: «políticas expansivas», o, lo que es lo mismo, bajar los tipos de interés y aumentar la masa monetaria. Los viejos mantras de «devaluar» para exportar, endeudar para «crecer» y solventar los desequilibrios generados por exceso de deuda... con más excesos de deuda.

De hecho, en 2017 los principales bancos centrales del mundo llevaban a cabo enormes planes de recompra de activos sin que se hubiese producido una recesión o una crisis. Por primera vez en la historia reciente, esos bancos aumentaban su balance en más de 200.000 millones de dólares mensuales sin que se produjese un riesgo real —ni siquiera remoto— de crisis o recesión.

Después de ocho años, más de 24 billones de dólares de expansión fiscal y monetaria y más de 650 bajadas de los tipos de interés, el resultado es sin duda decepcionante. Fue muy fácil

caer en la trampa de la liquidez del inagotable dinero barato y, en este libro, analizaremos cómo escapar ilesos de ella.

Fijémonos en los resultados obtenidos tras años de estímulos y centenares de bajadas de tipos de interés:

- Al 3,1 por ciento en 2016, los peores niveles de crecimiento global del PIB desde la crisis.
- El crecimiento de Estados Unidos es el peor de cualquier recuperación y representa la mitad de su potencial, con una tasa de actividad situada al nivel de 1978.<sup>1</sup>
- El crecimiento del comercio mundial cayó a niveles de 2010.<sup>2</sup>
- El endeudamiento global se ha disparado a un máximo histórico de 217 billones de dólares, o el 325 por ciento del PIB.<sup>3</sup>

Deuda pública como porcentaje del PIB entre 2007 y 2015:

- Estados Unidos del 64 al 106 por ciento.
- China del 35 al 46 por ciento (y eso excluyendo las empresas estatales).
- Eurozona del 65 al 90 por ciento.
- Japón del 183 al 250 por ciento.<sup>4</sup>

Mientras tanto, se creó la mayor burbuja de bonos jamás vista, con la emisión de bonos de rentabilidad negativa que alcanzaron un valor de 11 billones de dólares y con los bonos de alto riesgo (*high yield*) al tipo más bajo en treinta años.<sup>5</sup>

El nivel de burbuja logrado en el mercado de bonos ha sido de tal calibre que Argentina —un país que ha hecho impago ocho veces en doscientos años— emitió un bono a cien años al 8,25 por

1. Tasa de actividad del 62,7 por ciento en 2016. Las expectativas de crecimiento fueron reducidas a la mitad por la Reserva Federal entre enero y diciembre de 2016.

2. Organización Mundial del Comercio (OMC), diciembre de 2016

3. Institute of International Finance (IIF). Global Debt Monitor, enero de 2017

4. Banco Mundial, FRED, 2016.

5. Bloomberg, noviembre de 2016.

ciento en junio de 2017 con una demanda tres veces y media superior a la oferta.

Y, a pesar de todo, muchos medios de comunicación lo califican de éxito.

¿Son éstos los resultados que cabría esperar de un estímulo monetario masivo? Está claro que no.

Aunque los medios de comunicación y los economistas coincidían en demandar políticas de devaluación para incrementar las exportaciones, éstas se han estancado<sup>6</sup>, y el impulso del crecimiento global acabó en el nivel más bajo en décadas.

### **Pero... ¿cómo hemos llegado hasta aquí?**

La crisis no se generó por falta de estímulos, sino por un exceso de éstos.

Efectivamente, hemos llegado hasta aquí... a través de las mismas medidas utilizadas siempre para «hacer frente a la crisis».

Hemos llegado hasta aquí haciendo exactamente lo que algunos medios de comunicación presentan como «la solución»: una expansión masiva del crédito y de la cantidad de dinero (la masa monetaria). Si le preguntamos a cualquier economista del mundo por los orígenes de la crisis mal llamada «financiera», responderá inmediatamente señalando el «apalancamiento excesivo» y el «exceso de riesgo» como las causas. Y es cierto en parte, porque éstos fueron los efectos, pero no las causas.

¿Por qué «mal llamada» crisis financiera? Porque nos hemos centrado en el síntoma, no en la enfermedad. El síntoma es la caída de las bolsas o el agujero bancario, pero la enfermedad es la represión financiera.

Represión financiera es bajar los tipos y aumentar la liquidez para forzar a los agentes económicos a asumir riesgo, a invertir, con la idea de que los desequilibrios creados se compensarán con crecimiento y empleo. Pero la enfermedad es precisamente in-

6. Crecimiento mundial de las exportaciones 2010-2016 estancado, según la OMC.

centivar, tomar más riesgo por menor rentabilidad. Y es una enfermedad que generamos una y otra vez desde el poder político para intentar cubrir problemas estructurales. Por eso lo llamamos «gas de la risa monetario», porque da la sensación de euforia, pero no cura el problema de fondo. Sólo lo perpetúa. No es más que un efecto placebo.

Y la manifestación de esa enfermedad es —como no puede ser de otra manera— la banca y el sector financiero. Porque, como la fiebre, es la manifestación externa de un problema interno mayor.

El origen de esta crisis,<sup>7</sup> como el de cualquier otra crisis financiera de la historia, fue el masivo aumento del riesgo provocado por la manipulación de la cantidad y del precio del dinero. En este caso, reduciendo los tipos de interés artificialmente.

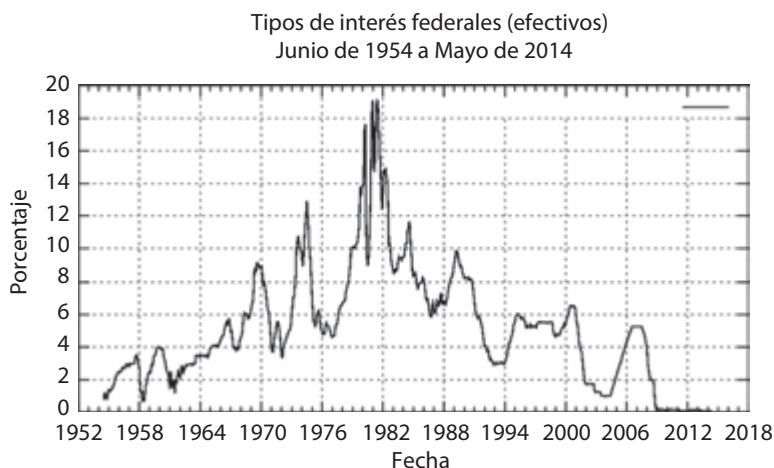
Las crisis no se generan en activos que el público o los agentes económicos perciben como arriesgados, sino en aquellos que el consenso considera de muy bajo riesgo. En 2008 era el inmobiliario, en 2016, el riesgo se acumula en los bonos.

En el origen de todas las crisis financieras apreciamos la tozuda determinación por parte de los gobiernos y los bancos centrales de ignorar los ciclos económicos como si la política monetaria fuera a cambiarlos: la idea mágica de que los desequilibrios se solucionarían perpetuando e incrementando esos mismos desequilibrios. El endeudamiento excesivo y la inadecuada asignación de capital no son problemas que vayan a resolverse mediante la rebaja de tipos de interés y una mayor liquidez; de hecho, estas medidas no hacen más que prolongar la misma estrategia por parte de los agentes económicos.

Los tipos de interés bajos y la liquidez elevada avivan el fuego, no lo apagan. En el mejor de los casos, la medida debería ir encaminada a favorecer el desapalancamiento y a interrumpir la cadena de asunción de riesgos mientras la economía se recupera. Sin embargo, no es así, pues el incentivo para la asignación inadecuada de capital es demasiado grande.

7. Lectura recomendada: *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles, and the Efficient Market Fallacy* (29 de octubre de 2008), de George Cooper.

Crear dinero, bajar los tipos de interés, forzar el aumento del crédito a toda costa e incrementar la oferta de dinero son las mismas medidas, sólo que con herramientas diferentes. Entre los años 2001 y 2008, la excesiva asunción de riesgo fue fomentada por el hecho de que los bancos centrales y los gobiernos bajaron drásticamente los tipos de interés,<sup>8</sup> y el conducto para el crecimiento impulsado por la deuda fue el sector privado, con el sistema financiero como dinamizador. El dinero era demasiado barato como para ignorarlo.



**Figura 1.** Tabla histórica de los tipos de interés federales.  
Entre 2001 y 2006, los tipos de interés se redujeron drásticamente.  
*Fuente:* Reserva Federal EEUU.

Tras el 11 de septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) empezó a hinchar el suministro de crédito para tratar de impedir una crisis económica. Los tipos de interés bajos, que se situaron alrededor del 1 por ciento en 2003, provocaron que los bancos y otros agentes financieros dispusieran de tal exceso de efectivo para prestar que incluso lo hicieran a personas con bajos índices de solvencia (lo que denominamos «*subprime*»). Por supuesto que en

8. Desde 2008, hemos vivido más de 650 rebajas de los tipos de interés (Alex Dryden de JP Morgan Asset Management).

ese proceso de endeudamiento todos los agentes económicos tienen parte de culpa, pero, sin el «efecto llamada» de la política monetaria, no se habrían generado semejantes burbujas.

Los principales impulsores de esos préstamos *subprime* fueron dos entidades del sector público, Freddie Mac y Fannie Mae. El gobierno norteamericano amplió la capacidad de endeudamiento y relajó las condiciones de préstamo que podían ofrecer estas entidades públicas<sup>9</sup> dándoles un mandato explícito de incrementar masivamente la concesión de préstamos «sociales»<sup>10</sup> para que todos los norteamericanos pudieran tener acceso a comprar una casa. Curiosamente, las entidades públicas norteamericanas aplicaban, con ello, la política que algunos en España denominan como «social» de prestar «sin criterios economicistas» para garantizar la compra de una vivienda a los más pobres, y con ello contribuyeron decisivamente a generar la crisis. Entre 1993 y 2004 el porcentaje del total de hipotecas que suponían Freddie Mac y Fannie se disparó del 37 por ciento al 57 por ciento<sup>11</sup> ¿Acaso los bancos estaban siendo imprudentes y asumiendo riesgos injustificados? No exactamente. Tanto la opinión pública como la de muchos expertos aseguraba que el sector inmobiliario era una apuesta segura. De hecho, la más segura. Con poco riesgo, un activo muy líquido que podía venderse rápidamente a un precio más elevado si el prestatario no era capaz de hacer frente a los pagos.

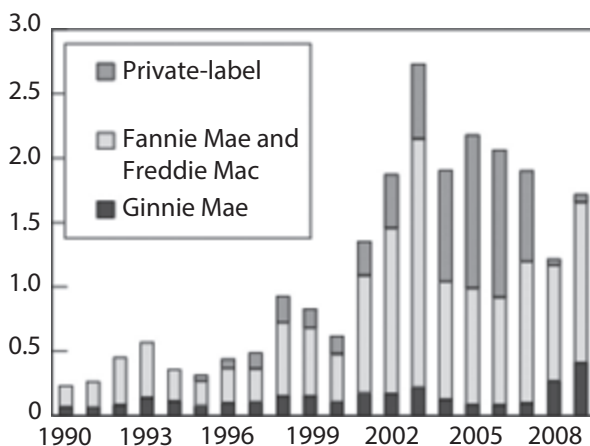
Según muchos analistas, pasada la crisis, el proceso a través del cual se generó ese enorme aumento de crédito vulneraba los principios tradicionales de la gestión de riesgos bancaria. Exceso de riesgo. Pero ¿de verdad ocurrió eso? Los bancos invertían en

9. Entre 1995 y 2008, los requisitos gubernamentales para la concesión de préstamos de las entidades públicas Freddie Mac y Fannie Mae, fijados a nivel estatal, se relajaron de manera drástica en sucesivas ocasiones, incluyendo reducir de manera tajante los colaterales y garantías que los prestamistas debían aportar para poder concederles una hipoteca, hasta hacerlos prácticamente inexistentes, además de aumentar el mandato de cantidad a conceder en hipotecas.

10. «How Government Housing Policy Led to the Financial Crisis», John Ligage, Heritage, 11 de marzo de 2013.

11. «A Government Mandated Housing Bubble», Peter J Wallison, *Forbes*, 16 de febrero de 2009.





**Figura 2.** Valor de las garantías hipotecarias emitidas en billones de dólares, 1990-2009. (Fuente: Securities Industry and Financial Markets Association [SIFMA].)

activos a largo plazo (hipotecas) los fondos que recibían en forma de deuda a corto plazo (depósitos públicos) con la esperanza de cumplir con esas obligaciones a corto, repagándolas en los mercados monetarios interbancarios.

La razón por la que se prestaba a largo plazo en el sector inmobiliario era la percepción generalizada —y repetida machaconamente por expertos, economistas, gobernantes...— de que el activo inmobiliario era líquido, de bajísimo riesgo («lo último que se deja de pagar es la hipoteca», ¿recuerdas?), y, por lo tanto, rentable y seguro, porque la demanda inmobiliaria subyacente era prácticamente inelástica y el consenso de esos expertos, compradores y vendedores estimaba que los precios «no bajarían» y, en caso de que lo hicieran, lo harían muy poco.

El resultado fue una expansión del crédito brutal, alimentada por el incesante mensaje de que la vivienda era un activo seguro que siempre aumentaba de valor.

Todos recordamos esas frases dichas por familiares y amigos: «a largo plazo todo sube», «el precio de las casas nunca baja» o «alquilar es tirar el dinero», pero mi favorita siempre ha sido «si no lo puedes pagar, vendes la casa más cara».

Como todas las burbujas, duró más de lo que cualquier escéptico podía imaginar, lo que hizo que hasta los analistas más dubitativos se cuestionaran su postura. El aumento de la demanda de crédito implicaba precios más elevados de la vivienda, lo que, a su vez, generaba hipotecas de mayor riesgo. Tal era la liquidez que los agentes económicos y financieros absorbían cualquier activo, aunque fuera de pobre solvencia, puesto que el riesgo parecía inexistente y los precios continuaban subiendo. Nada era suficiente.

El crédito a toda costa como «motor social»: ¿Cómo iba a rechazarse un préstamo a alguien «solamente» porque no podía pagarlo?

La deuda doméstica pasó del ciento por ciento de los ingresos disponibles al 160 por ciento y, en consecuencia, los precios de la vivienda se multiplicaron por dos.<sup>12</sup>

En 2004, muchos hipotecados empezaron a experimentar dificultades para hacer frente a sus préstamos, pero la demanda se mantenía saneada y los precios de la vivienda se desaceleraban aunque sin llegar a caer. La burbuja estaba estallando; sin embargo, la opinión generalizada era que no se trataba de un problema real, a pesar de que el crédito para la vivienda superaba el 20 por ciento del crédito dispuesto. No obstante, a principios de 2007, la realidad se reveló: la cadena de préstamos vencidos sin pagar comenzó a estallar, a medida que la deuda doméstica superaba los ingresos disponibles en más del 60 por ciento y, de ese modo, se inició una serie de impagos masivos.

Esos impagos hundieron el valor de mercado de todos los préstamos hipotecarios. Dado que los bancos tenían que pagar sus deudas a corto plazo mientras desaparecía una parte sustancial de sus ingresos, se creó una crisis de liquidez. Y a medida que el valor de mercado de las hipotecas *subprime* seguía descendiendo, esta crisis de liquidez se agudizó, hasta el punto de que los propios bancos no se fiaban unos de otros, por lo que no querían prestarse dinero.

Así las cosas, aumentó el riesgo de una retirada masiva de efectivo de los bancos, ya que sus clientes y el público en general temían por sus depósitos.

12. Bank of International Settlements (BIS).

## El bombero pirómano

Los bancos centrales decidieron ayudar a contener el incendio que ellos mismos habían provocado con una inyección masiva de liquidez. Más madera. Se estaban comportando, una vez más, como un «bombero pirómano»: crea el incendio bajo la premisa de que no hay riesgo, justifica la burbuja desde el argumento de que es «un nuevo paradigma» y luego, cuando estalla, se presenta como salvador.

Recuerdo cuando Christine Lagarde, por aquel entonces directora del Fondo Monetario Internacional (FMI), afirmaba: «Los bancos centrales han sido los héroes de esta crisis».<sup>13</sup> Lagarde ignoraba —o eludía— por completo el papel que esos mismos bancos habían tenido a la hora de inflar la burbuja inmobiliaria: el de rebajar drásticamente los tipos de interés.

Tras el estallido de la burbuja, en noviembre de 2008, la Reserva Federal puso en marcha la QE1<sup>14</sup> y con ella surgió el espejismo del crecimiento y la estabilidad mediante la política monetaria. Sin embargo, las pruebas demuestran que los estímulos monetarios raramente funcionan.

En un informe titulado «Boletín de política monetaria no convencional», el Deutsche Bank analizó en 2016 el impacto que habían tenido en la economía las políticas monetarias «no convencionales», la expansión cuantitativa y los tipos de interés negativos. Examinando el efecto sobre los índices de producción industrial de esas medidas, desde su primera aplicación hasta el final de cada política no convencional, el banco obtuvo los siguientes resultados:

- En ocho de los doce casos estudiados, el impacto sobre la economía fue negativo.

13. «En muchos sentidos, los bancos centrales han sido los héroes de la crisis financiera», Lagarde, Jackson Hole, Wyoming, 2013.

14. *Quantitative easing* (expansión cuantitativa) utilizando el balance del Banco Central para comprar bonos del Estado y garantías hipotecarias con el fin de liberar espacio en los balances de los bancos y así aumentar los créditos a la economía real.

- En tres casos resultó completamente neutral.
- Solamente tuvo un impacto positivo en el caso de la denominada QE1 en Estados Unidos, y fundamentalmente debido a que se partía de una base muy baja y a que, durante ese período, el país se había convertido en uno de los principales productores de petróleo y gas.

¿Cómo valoras si la expansión cuantitativa (QE) y los tipos negativos de interés funcionan? Cuando hablo de ello con mis clientes, en ocasiones me responden que la QE y los tipos de interés negativos funcionan bien porque los sistemas de pago funcionan y el sistema financiero sigue en marcha. Pero el tema no es si los operadores pueden afrontar los tipos de interés negativos. El tema es si la QE y los tipos de interés negativos han estado apoyando la economía. La conclusión es que la QE1 de Estados Unidos tuvo cierta influencia, pero en todos los demás casos el impacto de la QE y de los tipos de interés negativos ha sido insignificante. Y en ocho de doce casos, el impacto económico ha resultado negativo. De nuevo, se trata de una carga demasiado pesada para la política monetaria y es hora de aplicar una política fiscal y estructural para poder avanzar y empezar a favorecer el crecimiento del PIB.<sup>15</sup>

El hecho de que en ocho de doce casos el impacto fuera negativo habla por sí solo.

¿Habría sido peor no haber aplicado esas medidas? El debate sigue abierto, pero yo realizaré mi propio análisis. Kenneth Rogoff sostiene que «con la QE valía la pena asumir el riesgo añadido que suponía tener más deuda a corto plazo. Sin embargo, a medida que la crisis se va mitigando, el cálculo de riesgos y beneficios cambia».<sup>16</sup>

Mi opinión es un tanto diferente. Comparando el riesgo con la rentabilidad, llego a la conclusión de que hubiera sido menos

15. Torsten Slock, Deutsche Bank, «A report card for unconventional monetary policy», noviembre de 2016.

16. Kenneth Rogoff, «Was quantitative easing best way to boost US economy?», marzo de 2015.

peligroso llevar a cabo una medida de inyección de liquidez a corto plazo dirigida exclusivamente a los agentes económicos. El TARP (Troubled Asset Relief Program),<sup>17</sup> que creaba incentivos para reestructurar los bancos generando al mismo tiempo beneficios para el gobierno —que cobra dividendos y recibe el principal más intereses—, habría sido más que suficiente y con él podrían haberse evitado el resto de las consecuencias negativas.

Cuando evaluamos el éxito o el fracaso de una política concreta, debemos analizar claramente los efectos positivos y negativos provocados por ella. Asumir que el crecimiento y el empleo habrían empeorado de no haberse aplicado tales medidas es más que cuestionable. De hecho, si nos fijamos en los ejemplos tanto de la Unión Europea como de Estados Unidos inmediatamente antes de la QE y de la QE1, observamos que la economía ya había tocado fondo y empezaba a remontar.<sup>18</sup>

Otro factor importante para tener una imagen más convincente de si las cosas habrían empeorado «realmente» de no haber sido por los estímulos monetarios es la velocidad de circulación del dinero, las inversiones (el capex o los gastos en bienes de capitales) y la deuda. Aunque ninguno de estos índices ha mejorado desde la aplicación de medidas no convencionales, no podemos asumir simplemente que se habrían deteriorado más de lo que lo han hecho en los últimos años.

¿Y qué pasa con la inflación? Lo mismo. Combatir la deflación no es un objetivo en sí mismo. Pero si un estímulo monetario de la magnitud y la duración de los aplicados ni siquiera lo ha logrado, el argumento de que «habría sido peor» no vale, y es una justificación intelectualmente deshonesto de una medida ante la evidencia del fracaso.

17. El TARP era un programa para adquirir activos tóxicos de instituciones financieras para fortalecer el sector financiero de Estados Unidos. Generó un beneficio para el gobierno de casi 20.000 millones de dólares a partir de los 426.400 millones invertidos.

18. Crecimiento del empleo y del PIB en Estados Unidos lo mismo que en la UE.

## Cuatro billones para nada

Dinero por nada y chicas gratis.

DIRE STRAITS

En las páginas anteriores hemos mencionado las consecuencias negativas generadas por la política monetaria actual. ¿Negativas? ¿Qué consecuencias negativas? Pero si todo va estupendamente...

En este punto, es necesario recordar lo prometido para apoyar el masivo plan de estímulo. La Casa Blanca predijo un crecimiento medio de la economía de entre el 4 y el 4,5 por ciento, que el desempleo caería hasta el 5 por ciento y que el déficit presupuestario se reduciría a tan sólo el 3,5 por ciento del PIB.

Durante la administración Obama y bajo las masivas políticas expansionistas de tres programas de expansión cuantitativa y de tipos de interés muy bajos (véase la fig. 3), el crecimiento económico era de media de solamente el 1,4 por ciento, a diferencia de una media del 3,5 por ciento con Reagan, el 3,9 por ciento con Clinton y el 2,1 por ciento con Bush Jr.<sup>19</sup>



**Figura 3.** Balance de la Fed frente a tipos de interés  
(Fuente: Realinvestmentadvice, Bloomberg).

19. Crecimiento medio anual del PIB.

La brecha de la recuperación del crecimiento, comparada con otras recuperaciones desde la década de 1960, se ha situado en 1,67 billones de dólares, lo que significa que es la más débil de la historia reciente. De la misma forma, el crecimiento económico se ha estancado a medio camino de lo prometido, pues la Reserva Federal esperaba un crecimiento del 1,9 por ciento en 2016 y del 2 por ciento en 2018, el más débil respecto a recuperaciones potenciales y anteriores.

Todo esto tras un estímulo monetario masivo de 4,7 billones de dólares y 10 billones de dólares en deuda nueva (un aumento del déficit fiscal de 13 billones de dólares a nivel estatal, local y federal). Con ello, la deuda pública pasó del 48 al 106 por ciento del PIB, y el déficit medio anual se situó en el 5,2 por ciento.

La expansión cuantitativa se puso en marcha bajo cuatro premisas: proporcionar liquidez para reducir el riesgo de contagio tras la mal llamada crisis financiera, crear empleo, inflación y crecimiento.

Si bien su primer objetivo estaba claro y funcionó, desgraciadamente pasó de solucionar un problema de liquidez a crear la mayor burbuja de la historia económica: bonos de alto rendimiento al tipo de interés más bajo en treinta y cinco años y acciones en su máximo histórico, lo que superó las valoraciones fundamentales y el crecimiento real de los beneficios.

En cuanto al segundo objetivo, la creación de empleo, también resultó un éxito. Pero ¿realmente fue así? Veámoslo: por un lado, una tasa de desempleo del 4,6 por ciento y, por el otro, 9,3 millones de puestos de trabajo creados. Siendo buenas, esas cifras están lejos de las que se esperan de la economía líder del mundo tras un estímulo fiscal y monetario de 24,7 billones de dólares. Para hacernos una idea, durante el mandato de Reagan se crearon 12,6 millones de puestos de trabajo y en el de Clinton, 21 millones. Incluso durante la gran crisis, Bush Jr fue testigo de la creación de 5,7 millones de puestos de trabajo.

Por una parte, las cifras de población activa se vieron mermadas por más de 11 millones de bajas, lo que situó la tasa de actividad a niveles de 1978. Hay quien afirma que eso se debe explicar en términos demográficos, pero es incorrecto. Si comparamos los datos demográficos de Estados Unidos y el Reino Unido, vere-

mos que son bastante similares; no obstante, la tasa de actividad estadounidense es inferior en casi diez puntos a la británica. Y además, ha caído en casi todos los segmentos de edad, incluyendo el de entre veinticinco a treinta cinco años, uno de los más importantes.<sup>20</sup> Así pues, un total de 94,6 millones de estadounidenses en edad laboral no participan en el sistema ni buscan empleo, lo que refleja una tasa de actividad del 62,8 por ciento, algo nunca visto desde 1978. Además, el número de ciudadanos de Estados Unidos que complementan sus ingresos con cupones de alimentos se ha duplicado: ha pasado de 20 a más de 40 millones.

Por otro lado, el empleo temporal (menos de treinta y cinco horas a la semana) se situaba a finales de 2016 en el 18,2 por ciento, un nivel considerado propio de períodos de recesión. En épocas de crecimiento, Estados Unidos ha tenido siempre un índice de empleo temporal inferior al 16,6 por ciento. Durante la recesión de 2001 fue del 17 por ciento y durante la de 2008 el máximo se situó en el 18,2 por ciento, incluso con la escasa tasa de actividad mencionada.

Desde 2009, mientras que la deuda nacional se ha duplicado, los ingresos domésticos medios en Estados Unidos se desplomaron en todos los sectores (en el intermedio, el salario ha pasado de 55.000 a 54.000 dólares, y en el más desfavorecido de 13.000 a 12.000 dólares) y los salarios reales —ajustados por la inflación— continúan estando al nivel de 2008. Para colmo, durante los últimos cinco años, el crecimiento medio anual de la productividad en este país ha sido del 0,6 por ciento, el más bajo desde 1978.<sup>21</sup>

Las expectativas de inflación también se han revisado a la baja constantemente a lo largo de ese período. Lo más interesante de ello es que la expansión cuantitativa ha tenido un efecto desinflacionista a medida que la velocidad de circulación del dinero se ha reducido drásticamente y que el uso de la capacidad productiva sigue siendo baja, del 75 por ciento. La creación masiva de dinero provocó una enorme inflación en los activos financieros y desinflación en la economía real, lo que ha sentado las

20. Estadísticas laborales, noviembre de 2016.

21. Todos los datos de 2008 a 2016 proceden de cifras oficiales.



bases para uno de los desequilibrios más dramáticos entre clases de activos, industria y consumo desde la década de 1970.

El plan de estímulo de Obama y de la Reserva Federal, además, ha sido la mayor transferencia de riqueza de la historia desde los ahorradores y ciudadanos al gobierno y el mercado financiero:<sup>22</sup> 1,5 billones en nuevos impuestos, reducción en renta disponible y aumento masivo de deuda.<sup>23</sup>

Los argumentos que se suelen emplear para explicar esos datos es que, de no haberse implementado estas decisiones, «habría sido peor» y que la crisis era demasiado grande. Ninguno de los dos es válido y suenan más bien a excusas: otros gobiernos se vieron expuestos en el pasado a crisis muy profundas, y hasta Roosevelt logró mejores resultados de crecimiento de la economía durante su mandato.

Sin embargo, esas excusas no explican el hecho de que Estados Unidos haya creado más de la mitad de todo el dinero de su historia durante los últimos ocho años y que haya vivido su período más largo con tipos de interés extremadamente bajos.

En resumen, la política de la Reserva Federal ha generado resultados que van desde la decepción —liquidez, empleo— al fracaso absoluto —crecimiento e inflación—, y dejando tras de sí una burbuja gigantesca en activos financieros que no desaparecerá fácilmente.

«Nadie sabe cuándo ni por dónde llegará la próxima crisis: lo único seguro es que vendrá» (Mario Draghi).

«Gas de la risa monetario.» Llevo unos cuantos años utilizando esta expresión, porque refleja a la perfección el impacto del poder curativo de las políticas monetarias en la economía real: se trata simplemente de un placebo, pues no resuelve los problemas de ésta, sino que tan sólo la endulza con el fugaz «efecto riqueza».

22. Michael Gray, «The Great Fleecing», <<https://mgray12.wordpress.com/2016/01/11/the-greatest-transfer-of-wealth-in-history/>>.

23. Robert S. Rycroft, *The American Middle Class: An Economic Encyclopedia of Progress and Poverty* (dos volúmenes).

¿Qué es el «efecto riqueza»? Las políticas de devaluación, las enormes inyecciones de liquidez y la reducción de los tipos de interés no ayudan a la economía real de manera directa; cualquiera que piense lo contrario no hace más que engañarse a sí mismo. Sin embargo, lo que todo el mundo espera es que las acciones suban, el rendimiento de los bonos caiga, el precio de los activos —especialmente las viviendas— aumente y todo esto haga que los ciudadanos se «sientan» más ricos: el «efecto riqueza». Tendría sentido de no ser por un pequeño problema: es un auténtico engaño.

Menos del 10 por ciento de la riqueza de los ciudadanos de Estados Unidos se reparte en acciones y bonos, y la mayoría de los propietarios de viviendas tienen grandes hipotecas. En la mayor parte de los países de la OCDE, menos del 6 por ciento de la riqueza de una familia media se corresponde con valores y bonos.

¿Adivinas dónde se encuentra la mayor parte de la riqueza del ciudadano medio? En dinero en efectivo,<sup>24</sup> lo que nos lleva a responder a la pregunta de por qué a los gobiernos les resulta tan atractiva la tentación de resolver los desequilibrios económicos mediante la devaluación, la inflación y la desmonetización —eliminando el dinero en efectivo—, como en los casos de India, Pakistán, o Venezuela. Es exactamente lo mismo que meter la mano en los bolsillos de los ahorradores para sufragar el presupuesto del gobierno. Así las cosas, los países endeudados se benefician de la inflación y, al aumentar el dinero en circulación, los ahorradores pierden poder adquisitivo y riqueza.

Mediante políticas monetarias masivas, lo que los gobiernos hacen es básicamente erosionar la riqueza de la clase media destruyendo el valor y el precio del dinero. Y si se imprimiese moneda al estilo «populista» de «crear dinero para el pueblo», el desastre —como ha demostrado la historia y explicaré más tarde— aún sería peor. Al inyectar cantidades enormes de liquidez en el sistema, en la práctica los bancos centrales lo que hacen es transferir riqueza de los ahorradores a los gobiernos endeudados y al sistema financiero. Con todo, la mayoría de los

24. La media de la OCDE es del 80 por ciento.

economistas de consenso te dirán que es esencial para «combatir la deflación».

Pero ¿qué es la deflación? ¿Es algo negativo?

La deflación es, en términos sencillos, el proceso por el cual los precios caen.

La deflación es una contracción del suministro del dinero circulante en una economía y, por tanto, lo opuesto a la inflación. En épocas de deflación, el poder adquisitivo de la moneda y los salarios es mayor de lo que lo habrían sido en otras circunstancias. Es algo diferente, aunque parecido, a la deflación de los precios, que es una disminución general del nivel de los precios, aunque ambos términos se confunden habitualmente y se emplean de forma indistinta.<sup>25</sup>

Sin embargo, la tecnología y las mejoras de la eficiencia también provocan deflación, de modo que debería haber, como mínimo, una forma diferente de medir si la inflación y la deflación son positivas o negativas. Por ejemplo, un nivel moderado de inflación puede ser positivo si el aumento de los precios es consecuencia de salarios más elevados, un mayor crecimiento y una mejora de los patrones de consumo; es resultado de un adecuado suministro y un aumento de la demanda y, lo que es más importante, no supone un ataque al poder adquisitivo a medida que aumentan los salarios reales.

No obstante, cuando la inflación deriva de artificios monetarios, del aumento del precio de materias primas como el petróleo o el carbón, esenciales para el suministro de energía, y del aumento del precio de los alimentos, no genera ningún efecto positivo. A eso se debe que la mayoría de los economistas vean la inflación subyacente —la que excluye los alimentos y energía— como un medio más adecuado de analizar la inflación. Además, incluso el aumento de la inflación subyacente puede ser negativo si —como hemos visto casi constantemente durante las dos últimas décadas— los salarios reales no aumentan y el poder adquisitivo se erosiona.

25. Investopedia.

¿Has visto alguna vez a alguien salir de un supermercado gritando: «Maldita sea, los precios han vuelto a bajar»? Nunca, ¿verdad? ¿Recuerdas que alguna vez hayas salido de una gasolinera quejándote porque el carburante ha bajado de precio? Nunca. ¿Y en alguna ocasión, a la hora de comprarte un piso, le has exigido al vendedor que te subiera el precio porque era demasiado barato? Efectivamente, jamás.

No, no ha habido nunca ni un solo ciudadano en todo el mundo que se haya quejado de los precios bajos. No obstante, los economistas de consenso te dirán que eso, que los precios bajen, es lo peor que puede pasar. Pero ¿por qué?

La inflación es imposición sin legislación.<sup>26</sup>

Cuando la inflación aumenta, las deudas se reducen en términos reales. Y los más beneficiados de ello son las entidades endeudadas que pueden aumentar sus precios con la inflación, gracias a su naturaleza semimonopolística. Es decir, los sectores públicos y cercanos al poder, aquellos a los que a muchos países les encanta denominar «sectores estratégicos». Porque pueden cubrir el efecto negativo de la inflación en sus costes subiendo impuestos y tarifas. Sin embargo, tú no puedes hacerlo.

Por tanto, resulta lógico que esas entidades, especialmente los gobiernos, hagan todo lo posible por «combatir la deflación», aunque vaya —y va— en contra de los ahorros y los depósitos de sus propios ciudadanos.

Con todo, existe un argumento a favor de una deflación moderada, que expliqué en *Viaje a la libertad económica* y que señala George Selgin, profesor de economía de la Universidad de Georgia.<sup>27</sup>

Deflación. Para mucha gente la palabra evoca imágenes de la Gran Depresión, cuando los precios cayeron dramáticamente en la mayor parte del mundo. El declive en los precios fue la contraparte del colapso en las ventas, las bancarrotas generalizadas y los ejércitos de trabajadores desempleados. Si un poco de inflación es la única

26. Milton Friedman.

27. «A Case For Moderate Deflation», Cato Policy Report, mayo de 2003.

garantía contra otra calamidad como aquella de los años treinta, entonces ciertamente es un precio que merece la pena pagar.

La verdad, sin embargo, es que la deflación no tiene por qué ser una receta para la depresión. Por el contrario, una deflación moderada puede ser una buena noticia, siempre y cuando sea el tipo correcto de deflación.

Desde los desastrosos años treinta, los economistas y banqueros centrales parecen haber perdido de vista el hecho de que existen dos tipos de deflación, una buena, y la otra mala. La deflación maligna, del tipo que acompañó a la Gran Depresión, es una consecuencia de la contracción en el gasto, las ganancias corporativas y los salarios. En rigor, aun en este caso, no es precisamente la deflación en sí misma la que resulta dañina, sino su causa subyacente, un stock inadecuado de dinero. El atesoramiento del dinero, o su actual desaparición (la cantidad de dinero en la economía de Estados Unidos en realidad se contrajo un 35 por ciento entre 1930 y 1933), causa que la demanda de bienes y servicios se evapore. En respuesta, las empresas se ven forzadas a reducir la producción y a despedir trabajadores. Los precios caen, no porque los bienes y servicios abundan, sino porque el dinero escasea.

La deflación buena es algo completamente distinto. Es el resultado de mejoras en la productividad, es decir, ocasiones en las que los avances tecnológicos o administrativos permiten la obtención de mayores cantidades reales de bienes y servicios finales con el uso de una cantidad dada de tierra, trabajo y capital. Ya que un alza en la productividad es lo mismo que una disminución de los costes de producción, una reducción de precios en los bienes y servicios finales debido a una mayor productividad no implica ninguna caída de las ganancias de los productores ni de los salarios de sus trabajadores. Los menores costes se corresponden con menores precios al consumidor, no con menores salarios o ingresos. Tal deflación —originada en la productividad— es una buena noticia para el asalariado promedio.

El argumento a favor de una deflación moderada ha sido fundamental para la recuperación de la Unión Europea después de la crisis de 2008. La reducción de los salarios y la pérdida de em-

pleos después de la crisis se mitigaron con la estabilidad de los precios, y el fortalecimiento de la moneda ayudó a las familias a recuperar su riqueza rápidamente (antes de 2012), en su mayor parte acumulada en depósitos bancarios. De haber recurrido la Unión Europea a las medidas históricas de las devaluaciones competitivas masivas, el impacto de un mayor desempleo y del aumento de los precios habría empobrecido aún más a las familias. No se trata de un argumento hipotético: es la prueba de años de políticas monetarias incorrectas por parte de otros países europeos periféricos.

Entre 1980 y 1996, casi todos los países europeos periféricos recurrieron constantemente a la devaluación como una forma de tratar de mejorar la competitividad y reducir los desequilibrios. Sin embargo, a pesar de una devaluación del dracma de más del 60 por ciento respecto al dólar estadounidense, el déficit fiscal de Grecia representaba como media el 7,3 por ciento del déficit del PIB anual de los veinte años anteriores a su entrada en la Unión Europea y el desempleo en este país se multiplicó por cuatro.<sup>28</sup>

En España, la moneda local se depreció más del 50 por ciento respecto al dólar estadounidense durante ese mismo período, el gasto público se duplicó en términos reales, la inflación se triplicó (un IPC medio anual del 7,2 por ciento) y el desempleo no bajó del 15 por ciento (de hecho, se situó por encima del 20 por ciento durante la primera mitad del período).<sup>29</sup>

A pesar de que las condiciones nacionales e internacionales eran más propicias —el crecimiento mundial era mayor y con mucha menos deuda que entre los años 2010 y 2016—, esos proyectos de devaluaciones competitivas no funcionaron. Es por eso que es importante recordar que la crisis de 2008 no se debió a la falta de estímulos, sino a su exceso. Fijarnos en los mismos errores cometidos en el pasado como la solución al problema no funciona. De ahí el riesgo de que los bancos centrales desempeñen el

28. Michael Mitsopoulos, *Understanding the Crisis in Greece, From Boom To Bust*, Palgrave Macmillan, 2011.

29. Juan Ramón Rallo, «El fracaso de las devaluaciones competitivas» (web personal).

papel de «bombero pirómano», creando las condiciones para la crisis y ofreciendo las mismas herramientas para solucionarla.

Como inversor, o como alguien interesado en la economía, hay pocas enseñanzas que extraer, especialmente ante los cambios significativos en el proceso de la elaboración de políticas:

- Fijarnos siempre en lo que ha cambiado realmente en la economía en relación con los desequilibrios creados.
- Analizar continuamente las mejoras o los debilitamientos de la economía relacionados con la cantidad de deuda acumulada y con los cambios en la métrica microeconómica.
- Analizar siempre los cálculos de consenso con mirada crítica. Los organismos económicos importantes y de consenso han errado históricamente en sus cálculos debido a que sus predicciones eran excesivamente optimistas.<sup>30</sup>
- Ser exageradamente pesimistas es tan peligroso como ser excesivamente optimistas. Existen ciclos, y los inversores deben entender esos ciclos para aprovechar los períodos expansionistas sin darlos por sentados.
- El endeudamiento masivo y los grandes desequilibrios económicos acortan los ciclos económicos y hacen que éstos sean más bruscos, de modo que la mentalidad de los inversores y el período de maduración deben ajustarse en consecuencia.

30. En los últimos treinta años, el FMI, la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón erraron sus predicciones más del 80 por ciento de las veces. Ned Davis explica en «Being Right Or Making Money» (2000, Ned Davis Research) que la media de aciertos de las organizaciones internacionales en cuanto a sus expectativas es del 26 por ciento y, lo que es más importante, que presentan una histórica tendencia al alza, es decir, que tienden al optimismo, no a la prudencia.