

[Imprimir Página Web](#)

## **Deflación y recesión: riesgo mundial y el papel de España**

*Federico Steinberg*

*ARI Nº 75-2002 - 17.10.2002*

Los economistas llevan siglos estudiando las causas y la dinámica de los ciclos económicos. Intentan predecirlos y encontrar los instrumentos de política económica que permitan evitarlos o suavizarlos. La actual situación de la economía mundial resulta preocupante no sólo porque Estados Unidos no muestra señales claras de reactivación y porque la Unión Europea reducirá su crecimiento al 0.9% en 2002, sino también porque se corre el riesgo de que, por primera vez desde los años treinta, entremos en una etapa de deflación simultánea en Japón, Alemania y Estados Unidos. De producirse esta situación sería difícil generar un fuerte crecimiento sostenido a corto plazo y evitar el aumento del desempleo.

Japón lleva varios años con crecimiento negativo de precios (en 2002 experimentará una deflación del 1%), Estados Unidos tiene una inflación de tan sólo el 1% (medido a través del deflactor del PIB) y Alemania, que no ha llegado todavía al punto más bajo del ciclo, ha experimentando una rápida desaceleración de precios y tiene en la actualidad un 1.1% de inflación. Incluso en el caso de que se evite una recesión de doble fondo y de que el PIB crezca moderadamente, si su crecimiento es menor al producto potencial, es posible que los precios continúen cayendo.

Hemos llegado a una situación en la que las sucesivas bajadas de tipos de interés no están generando la reactivación esperada porque la inversión no se está recuperando y el consumo privado no termina de despuntar ni en Estados Unidos ni en la Unión Europea. Las razones principales de la dificultad de la recuperación son las expectativas empresariales desfavorables, la incertidumbre que se derivan de los escándalos financiero-contables de grandes corporaciones y de la posible segunda guerra del Golfo, y el sobredimensionamiento de las inversiones que se realizaron en las empresas de la “nueva economía” desde mediados de la década de los noventa, que hacen que el rendimiento esperado del capital sea hoy bajo en las economías desarrolladas.

Si los tipos de interés, que en Estados Unidos se sitúan en el 1,75%, el mínimo de los últimos cuarenta años, en Japón están en el 0.01% y en la Unión Europea en el 3.25%, continúan bajando en Estados Unidos y la Unión Europea (en Japón ya no pueden bajar más), las expectativas no mejoran, el crecimiento de la producción permanece por debajo del crecimiento potencial y los precios continúan descendiendo, la política monetaria perdería su efectividad y las autoridades se enfrentaría a una situación desconocida desde hace más de setenta años y para la que no conocen soluciones fáciles de aplicar. En definitiva, la vuelta a niveles de crecimiento en torno al 3%-4% se retrasaría, con el consiguiente aumento del desempleo.

Para evitar esta situación es necesario que los gobiernos y los Bancos Centrales diagnostiquen el problema, determinen con precisión tanto el momento adecuado como los efectos de nuevas bajadas de tipos de interés y consideren seriamente utilizar la política fiscal y las reformas estructurales para generar la reactivación, especialmente en Europa. Asimismo, dado el nivel de interdependencia económica mundial, debe considerarse la posibilidad de diseñar políticas coordinadas internacionalmente para reactivar la economía, especialmente en los mercados de divisas. En momentos de turbulencia económica resulta fundamental el liderazgo político para mejorar las expectativas de los agentes e influir en los “animal spirits” a los que Keynes consideraba culpables de las recesiones. Sin embargo, es poco probable que la administración Bush acepte actuar de modo multilateral.

En este artículo analizaremos las opciones de política económica que tienen gobiernos y Bancos Centrales para superar la recesión, haciendo énfasis en cómo evitar la deflación y la trampa de la liquidez en la que Japón ya se encuentra y en la que Estados Unidos podría caer. Estudiaremos el papel del Banco Central Europeo (BCE), que no parece dispuesto a aumentar la cantidad de dinero y exige reformas estructurales a los gobiernos europeos y el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Examinaremos también los posibles efectos sobre la economía de una intervención militar en Irak y la viabilidad de una acción coordinada internacionalmente para reactivar la economía. Finalmente nos centraremos en cómo afectarán todas estas variables a la economía española.

### **El problema de la deflación: Japón y Estados Unidos**

Una inflación elevada e impredecible dificulta la asignación eficiente de los recursos al no permitir al sistema de precios lanzar señales correctas a los agentes económicos, distorsionar las decisiones de inversión y consumo y generar incertidumbre.

Curiosamente, no encontramos habitualmente en el discurso de políticos y economistas una preocupación por la deflación comparable con el de la inflación. La razón fundamentalmente es que, salvo en Japón en la década de los noventa, la economía mundial no ha experimentado deflación desde los años treinta y por lo tanto no se la considera como una amenaza. Sin embargo, la situación actual resulta preocupante. Según datos del Fondo Monetario Internacional los precios llevan dos años bajando. En Estados Unidos, la inflación ha caído desde el 2.8% en 2001 hasta el 1.5% en 2002, en la zona

Euro del 2.6% en 2001 al 2% en 2002, y se estima que en el 2003 caiga hasta el 1.8%. Por su parte, Japón experimentó una deflación del 0.7% en 2001 y el Fondo Monetario Internacional espera que en 2002 sus precios caigan un 1%. Ante estas perspectivas resulta fundamental que la comunidad internacional sea consciente de que la deflación es mucho más peligrosa que una inflación moderada. La caída de los precios aumenta el coste real de la deuda de gobiernos y empresas, incentiva a los ciudadanos a posponer el consumo presente debido a que esperan precios menores en el futuro, no permiten al Banco Central fijar tipos de interés reales negativos y hace bajar los precios de todos los activos, incluyendo las acciones.

Tal y como argumentó Milton Friedman, la inflación es un fenómeno monetario. Esto implica que el Banco Central la determina a largo plazo al controlar la cantidad de dinero en circulación a través del tipo de interés, una vez que los shocks externos han sido absorbidos por la economía. La difícil labor de un Banco Central consiste en facilitar el crecimiento sin que los precios se descontroren. Por una parte, debe evitar el recalentamiento de la economía y la aparición de burbujas financieras aumentando los tipos de interés cuando los salarios crecen por encima de la productividad y cuando el crecimiento y la caída del desempleo por debajo de su tasa natural aumentan el nivel general de precios. Por otra, cuando la economía se desacelera debe inyectar dinero reduciendo los tipos de interés para incentivar la inversión y el consumo privado.

Dado que una recesión depende en parte de factores psicológicos, relajar la política monetaria no siempre conduce directamente a un aumento de la inversión y del consumo. Utilizando la metáfora de Keynes, la política monetaria es como una cuerda: es efectiva para contraer la economía tirando de ella, pero no siempre funciona para reactivar la actividad porque una cuerda no sirve para impulsar.

La situación más preocupante se produce cuando los tipos de interés se han reducido sustancialmente, como es el caso de Japón y de Estados Unidos en la actualidad, y la economía no muestra claros síntomas de reactivación. Esta situación se conoce como la trampa de la liquidez porque es un escenario en el cual el aumento de liquidez que se produce con la bajada de tipos no sirve para aumentar la producción y generar crecimiento. Cuando se llega a la trampa de la liquidez hay que recurrir a la política fiscal y a las reformas estructurales para reactivar la economía. Japón lleva casi una década sumido en esta situación, y la expansión fiscal, que ha elevado el déficit público al 12% del PIB y el nivel de endeudamiento del Estado al 116% del PIB, no ha logrado sacar al país de la deflación. Una solución de corto plazo propuesta por Paul Krugman es que el Banco Central se fije un objetivo de inflación del 2%, cosa que nunca ha hecho hasta ahora. Sin embargo, esta medida depreciaría el Yen, lo que no gustaría a las autoridades políticas. En el largo plazo, la solución en Japón pasa por poner en práctica reformas estructurales, especialmente en el sistema financiero. Por su parte, si Estados Unidos no experimenta una recesión de doble fondo y el crecimiento se sitúa en torno al 2% no sería necesario que Alan Greenspan volviese a reducir los tipos de interés y se evitaría la trampa de la liquidez. Sin embargo, dado que se estima que el crecimiento potencial de Estados Unidos se sitúa en torno al 3%-3.5%, un crecimiento del 2% haría que el nivel de inflación bajase. En este sentido resulta preocupante que los tipos de interés de los bonos a diez años hayan caído al 3.6%, el mínimo desde 1958, y que la inversión se haya debilitado en los últimos siete trimestres.

### **La política económica en la Unión Europea**

El BCE nació con el mandato de mantener la inflación “por debajo del 2%” debido a la presión alemana y a la necesidad de establecer el prestigio del Euro como una moneda sólida. La situación de la zona Euro es delicada. Los tipos de interés están en el 3.25% y la inflación es ligeramente superior al 2%. Si el BCE interpreta su mandato de modo conservador, los tipos de interés no bajarán hasta que la inflación no caiga por debajo del 2%. Por otra parte, todos los analistas coinciden en que la recesión en la zona Euro todavía no ha tocado fondo, por lo que sería necesario un estímulo monetario o fiscal en el corto plazo y reformas estructurales en el largo plazo (es importante tener en cuenta que estas reformas podrían hacer aumentar el desempleo en primera instancia, pero mejorarían la asignación de recursos en el largo plazo). Finalmente, el BCE sabe que los niveles de inflación en los países de la zona Euro son distintos. Alemania, motor económico de la Unión Europea, necesita una urgente inyección de liquidez, pero el BCE es consciente de que si reduce los tipos de interés para reactivar la economía alemana, la inflación media de la zona Euro podría dispararse, ya que ésta es superior al 3% en España, Italia, Holanda, Grecia y Portugal. En declaraciones del 8 de Octubre en Bruselas, Willem F. Duisenberg, presidente del BCE, reconoció que las presiones inflacionistas en la zona Euro se han reducido y que la desaceleración económica y la apreciación del Euro indican que los precios no subirán. Sin embargo, también expresó su preocupación por los aumentos salariales y por la subida del precio del petróleo, factores que podrían desencadenar un repunte inflacionista. Duisenberg concluyó declarando que los tipos de interés presentes son los correctos e insistió en que la política monetaria no es el instrumento adecuado en el medio plazo para reducir el desempleo en la zona Euro.

Por lo tanto, instó a los gobiernos a poner en práctica reformas estructurales en los mercados de bienes, trabajo y financieros. El argumento del BCE según el cual sólo flexibilizando los mercados europeos será posible que la economía de la zona Euro absorba los shocks externos con facilidad, aumente su producto potencial y permita a Europa ser el motor de la economía mundial es difícil de refutar, ya que el desempleo Europeo es más estructural que cíclico. Sin embargo, impulsar reformas estructurales liberalizadoras tiene un elevado coste político, especialmente en el caso de la reforma del mercado laboral.

La solución pasa necesariamente por retomar y poner en práctica el compromiso adquirido en la cumbre de Lisboa de Marzo de 2000, en la cual se fijó como objetivo que la Unión Europea fuese para el año 2010 la economía más dinámica, competitiva y basada en el conocimiento del mundo. Este compromiso, liderado por España y el Reino Unido ha perdido impulso político y sólo se ha avanzado tímidamente en las reformas de los sectores eléctrico, de telecomunicaciones, en las reglas de compras del sector público y en el sistema europeo de patentes. Sin embargo, para que la economía europea sea

realmente más dinámica y se reduzca el desempleo es necesario completar la liberalización e integración de todos los mercados energéticos, de transporte, de telecomunicaciones, de servicios postales y financieros, todo ello dentro de un entorno de desarrollo sostenible. Asimismo, es necesario que el gasto en I+D se acerque al 3% del PIB (hoy están en el 1.9%), deben reducirse las ayudas estatales para aumentar la competencia, deben simplificarse los procedimientos administrativos, y sería deseable la armonización de los sistemas fiscales, la reducción de impuestos y mayores apoyos para las iniciativas empresariales. Finalmente, la agenda de Lisboa también incluía la reforma del mercado de trabajo. Éste es el punto más controvertido, sin embargo, la reducción del desempleo estructural pasa necesariamente por idear fórmulas que faciliten la flexibilización del mercado laboral, sin que esto implique la reducción de las redes de seguridad social ni atenten contra el modelo social europeo del Estado del Bienestar.

Es muy posible que si el BCE ve que se avanza en estas reformas estructurales, considere reducir los tipos de interés. Lo que se desprende de las declaraciones de Duisenberg es que si estas reformas no se ponen en marcha, no habrá una política monetaria expansiva mientras la inflación no baje del 2%, y esto pondría a Alemania en claro riesgo de deflación.

Finalmente, tal y como se descubrió en la Gran Depresión, puede utilizarse la política fiscal para reactivar la economía. Este instrumento está en manos de los gobiernos nacionales, pero estos están restringidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, según el cual, el déficit público debe mantenerse por debajo del 3% del PIB (excepto en situaciones de severa recesión) y debe tenderse al déficit cero a medio plazo. Los países que no lo cumplan podrían pagar multas de hasta el 0.5% del PIB. Se ha generado un intenso debate respecto a la conveniencia de retrasar el cumplimiento del elemento presupuestario del Pacto al año 2006 (en principio debería cumplirse en 2004). Los defensores de no retrasarlo son los países con bajo déficit (España, Bélgica, Austria, Holanda, Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia). Los que necesitan retrasarlo son Alemania, que tiene un déficit del 2.8%, Francia e Italia, que se acercan al 2.6% y Portugal, que supera el 4%. Estos países, especialmente Alemania y Francia, argumentan que su inflación es reducida y que la política del BCE es demasiado restrictiva para ellos, por lo que demandan al Comisario de Economía, Pedro Solbes, flexibilidad para utilizar la política presupuestaria como motor del crecimiento, a la vez que prometen que el déficit no superará el 3%, aunque tampoco se acercará a cero hasta que la economía no repunte. Como justificación argumentan que sus niveles de deuda pública con respecto al PIB están por debajo de la media Europea (en Alemania el *ratio* Deuda/PIB es del 61%, en Francia del 57% y en la Unión Europea del 72%) y que la recesión actual no era previsible cuando se firmó el Pacto, en la cumbre de Edimburgo de 1997. En este sentido, los recientemente publicados presupuestos franceses para 2003 han puesto de manifiesto que la reducción del déficit no es una prioridad para el gobierno conservador francés, ya que prevén mantener el déficit nominal en el 2,6%.

Lamentablemente para los países con déficit cercano a cero, con España a la cabeza, los mercados no están recompensando la ortodoxia fiscal en forma de menores primas para los activos de estos países, con lo que los partidos de oposición al gobierno están demandando un aumento de gasto público para salir de la recesión. Dado que la flexibilización del Pacto de Estabilidad y Crecimiento es una decisión fundamentalmente política y que la economía europea se encuentra en una posición delicada, es muy probable que se alcance una solución de compromiso a corto plazo, como la planteada el pasado 24 de Septiembre por Pedro Solbes, según la cual el déficit estructural intentaría reducirse un 0.5% cada año hasta que se alcancen tasas de crecimiento sostenidas. En el largo plazo, una vez superada la recesión, la estabilidad y la fortaleza económica de la Unión Europea pasa necesariamente por que el déficit estructural se acerque a cero.

### **La guerra en Irak, el precio del petróleo y la cooperación económica internacional**

La administración Bush parece decidida a intervenir militarmente en Irak, con o sin el apoyo de la comunidad internacional. La intervención no parece que vaya a producirse antes de las elecciones a la cámara de representantes, el senado y los gobiernos estatales del próximo 5 de Noviembre. Pero si su situación económica interna continúa deteriorándose, es muy posible que la intervención se adelante para desviar la atención de los problemas domésticos y beneficiar a los lobbies militares y con intereses en la industria petrolífera.

Es muy difícil predecir los efectos de la intervención en Irak sobre la economía internacional. Un reciente estudio de la OCDE basado en precios de 22\$ por barril estima que el shock de una subida de 10\$ en el precio del barril de petróleo aumentaría la inflación entre un 0.4% y un 1.1% y reduciría el crecimiento entre un 0.2% y un 0.5% en los países desarrollados si este aumento de precios se mantuviese durante un año. Un eventual incremento de precios perjudicaría especialmente a la Unión Europea, cuyas importaciones de 11.531 millones de barriles al día equivalen al 1.73 % de su PIB anual, considerando un precio de 25\$ por barril. Por su parte, Estados Unidos, que importa 11.618 millones de barriles al día (lo que constituye el 1.05% de su PIB anual) podría hacer uso, en caso de extrema necesidad, de su producción doméstica, que hoy cubre solamente el 50% de su consumo interno. A pesar de que los analistas estiman que el precio del barril de petróleo ya incluye una prima de guerra de entre 4\$ y 8\$, la intervención podría hacer que los precios se elevaran por encima del 40\$ en el corto plazo. Este aumento de inflación eliminaría el riesgo de deflación en Estados Unidos y en Europa, pero también dificultaría la reactivación económica porque añadiría incertidumbre y empeoraría la confianza y la inversión privada. Además, debemos tener en cuenta que si la intervención en Irak permite que la oferta de crudo aumente, el precio del petróleo debería reducirse en el medio plazo, con lo que la inflación volvería a caer. Finalmente, aunque Estados Unidos logre reemplazar a Sadam Husein rápidamente y el precio del petróleo caiga, existe el riesgo de que el equilibrio geoestratégico en Oriente Medio se rompa, crezca el fundamentalismo islámico, se acentúe la presión sobre los gobiernos árabes moderados y se agudice el problema israelí-palestino. Ninguno de estos factores contribuiría a mejorar las expectativas empresariales, con lo que podríamos vernos ante un alargamiento de la recesión unido a una caída todavía mayor de precios.

En el escenario internacional también debe contemplarse la posibilidad de realizar una acción coordinada para reactivar la economía. En este momento, un esfuerzo conjunto de Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, instrumentado desde el G-8, la OCDE o el Fondo Monetario Internacional para depreciar el dólar podría beneficiar a la economía mundial. Por una parte, un dólar más bajo impulsaría las exportaciones de Estados Unidos y evitaría la recesión de doble fondo. Por otro, un Euro más fuerte, reduciría las presiones inflacionistas en Europa y permitiría al BCE más margen para reducir los tipos de interés en caso necesario. Una acción coordinada de este tipo no se pone en práctica desde los acuerdos del Plaza de 1985 y del Louvre de 1987 y es difícil predecir cómo reaccionarían los mercados ante una acción de este tipo. Sin embargo, tal y como apuntó Charles Kindleberger en su explicación de la crisis económica del período de entreguerras, en momentos de recesión, el liderazgo político internacional resulta fundamental para reestablecer la confianza de los mercados. Por lo tanto, y aunque la administración Bush no parece estar dispuesta a actuar multilateralmente, sería importante tener en cuenta esta posibilidad.

### **La situación de España**

La economía española se encuentra en una situación distinta a la de la mayoría de los países de la Unión Europea. El pasado 8 de Octubre Jaime Caruana, gobernador del Banco de España, revisó a la baja el crecimiento, situándolo en el 2% en 2002 y en el 2.5% para el año 2003. Asimismo, el Ministerio de Economía reconoció que la inflación se situará en el 3.6% este año, muy por encima del objetivo del gobierno del 2% y que los Presupuestos Generales del Estado no tendrán déficit, con lo que España cumple el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Estos datos indican que la recesión en España es más suave que en la Unión Europea y que está llegando con retraso, que no existe riesgo de deflación y que la política del BCE de mantenimiento de los tipos de interés es conveniente para la economía española. Sin embargo, la tasa de desempleo se sitúa en el 11.3% (hace un año era del 10.6% y sigue siendo la más alta de Europa) y el aumento de los precios del petróleo podría hacer que la inflación se disparase en el corto plazo, minando la competitividad de los productos españoles.

Ante esta situación, España debería avanzar en las reformas estructurales en la línea del compromiso de Lisboa, que son la única medida para reducir el desempleo estructural y unos precios sistemáticamente más altos que los de los demás países de la zona Euro. Además, debería aprovecharse el margen presupuestario para aumentar el gasto en educación, que es del 4.4% del PIB respecto del 5.1% de la media europea; en I+D, que se sitúa en el 0.9% del PIB mientras la media europea está en el 1.9%; y tecnologías de la información y la telecomunicación, que es del 1.9% del PIB respecto al 4.1% europeo.

A pesar de que la caída de precios no afecta a España, es necesario que el gobierno juegue un papel activo liderando las iniciativas políticas dentro de la Unión Europea y de los organismos internacionales para promover políticas económicas que alejen el riesgo de deflación de la economía mundial.

*Federico Steinberg*

*Especialista en Economía Política Internacional*

El Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos es una fundación privada e independiente cuya tarea es servir de foro de análisis y discusión sobre la actualidad internacional, y muy particularmente sobre las relaciones internacionales de España. El Real Instituto Elcano no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los documentos firmados por sus analistas o colaboradores y difundidos en su página web o en cualquier otra publicación.

© Fundación Real Instituto Elcano 2011

Subir ▲