



Real  
Instituto  
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

**SOBRE ESTABILIDAD DE PRECIOS,  
DEFLACIÓN Y TRAMPAS DE LIQUIDEZ  
EN EL G-3**

*Álvaro Espina*

Documento de Trabajo (DT) Nº 3/2004

13/01/2004



## Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G-3

Álvaro Espina \*

### Introducción

Durante el foro de debate que tuvo lugar en el Fondo Monetario Internacional en mayo de 2003 con motivo de la presentación del estudio *Deflación: Determinantes, Riesgos y Opciones Políticas* (1), dirigido por Kenneth Rogoff, Lawrence Ball –uno de los líderes académicos de la economía nekeynesiana– afirmó: “Dudo que ocurriera algo terrible si el nivel general de precios cayese de forma estable –por ejemplo– a un ritmo del uno o el dos por ciento anual. En cambio, de lo que debemos preocuparnos es de la trampa de liquidez” (2).

Se dice que una economía se encuentra en situación de trampa de liquidez cuando los incentivos de que disponen los agentes económicos hacen que –incluso cuando los tipos de interés llegan a cero– el ahorro se sitúe sistemáticamente por encima de la inversión, bloqueando el crecimiento. Cuando la política monetaria no se emplea sólo para controlar la inflación, sino también con la finalidad de suavizar las fluctuaciones de la economía y estimularla para que alcance su ritmo de crecimiento potencial –dondequiera que éste se encuentre–, su objetivo intermedio o instrumental consiste en modular los tipos de interés: reduciéndolos durante la fase baja del ciclo, para desincentivar el ahorro y estimular la inversión, y aumentándolos durante la fase alta. Como en circunstancias normales los tipos de interés no pueden caer por debajo de cero, si a ese nivel sigue habiendo exceso de ahorro, la política monetaria convencional deja prácticamente de resultar eficaz para estimular el crecimiento de forma directa.

La teoría sobre la trampa de liquidez fue formulada por Hicks en 1937 (3). Aunque el modelo fue concebido para un sistema económico mucho menos complejo que el actual, durante el último sexenio Paul Krugman (4) ha recuperado este análisis, adaptándolo para construir un modelo explicativo de la recesión recalcitrante por la que viene atravesando la economía japonesa desde comienzos de los años noventa, y que ahora amenaza a otras economías, como el propio Krugman había previsto.

Hicks describió la trampa de liquidez como aquella situación en que la elasticidad de la demanda de dinero ( $L^D$ ) es prácticamente infinita en relación al tipo de interés ( $i$ ), y casi cero en relación a la renta ( $Y$ ). Dibujando los tipos de interés en el eje vertical y la renta en el horizontal, esto significa que la curva que representa los tipos de interés de equilibrio en el mercado del dinero (LM) es plana en el intervalo en que se cruza con la curva de los tipos de interés de equilibrio en el mercado de bienes (IS), que representa aquellas combinaciones de tipos de interés y renta en que el ahorro (S) y la inversión (I) previstos se llevan a cabo efectivamente. Esta curva tiene pendiente negativa, porque al descender los tipos de interés crece la inversión, lo que hace aumentar la renta y, con ella, el ahorro que la financia. Superado un umbral mínimo de tipos de interés, la curva LM tiene pendiente positiva porque un aumento de la renta eleva la demanda de dinero y del tipo de interés –dada la cantidad de dinero–. Pero si el punto en que la curva IS corta

---

\* Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).

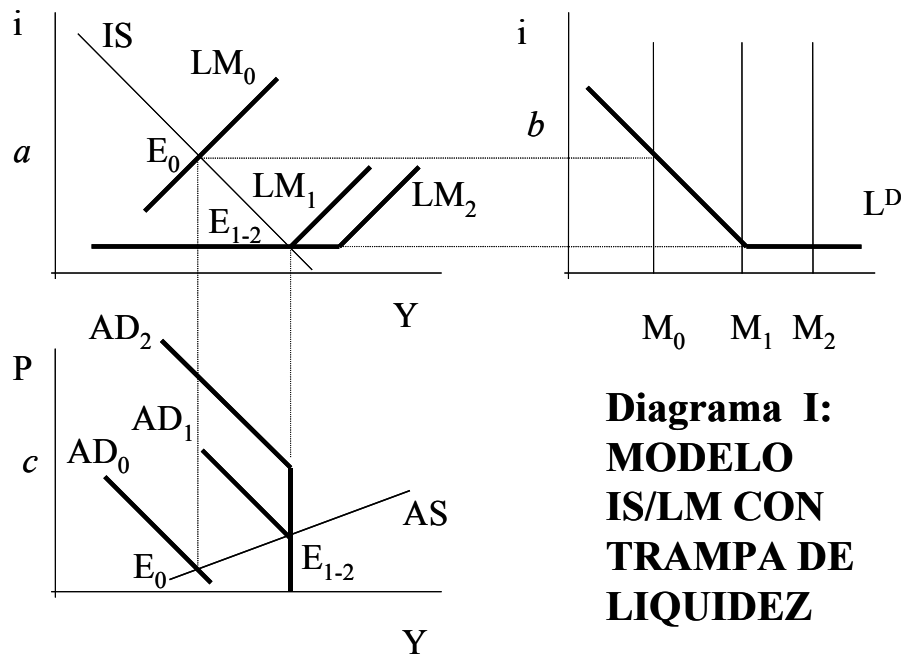
a LM se halla en su zona con pendiente nula, un desplazamiento de ésta última hacia la derecha (de  $LM_1$  a  $LM_2$ ) no tendrá consecuencias prácticas, precisamente porque nos encontramos en su tramo horizontal, de modo que el punto de equilibrio permanece invariable ( $E_{1-2}$ ) y la renta estancada. El correlato de todo ello es una curva de demanda agregada vertical en el tramo inferior, cuyo desplazamiento hacia arriba (de  $AD_1$  a  $AD_2$ ) no mueve el punto de equilibrio hacia la derecha (diagrama 1).

A la postre, ahorro e inversión han de coincidir necesariamente, ya que todo lo producido se consume o se invierte, del mismo modo que toda la renta se destina a consumo o ahorro. Como el producto total equivale a la renta total –porque todo el producto se agota remunerando a los factores que concurren en el proceso de producción, incluyendo entre ellos al gobierno–, un exceso de ahorro respecto a la inversión efectivamente realizada dará lugar a la aparición de servicios sin utilizar y de productos sin vender. Esta última es una forma no productiva de “inversión” (definiendo ésta en sentido muy amplio, como toda producción no consumida), que se traducirá en un aumento de las existencias. Tal aumento inducirá a los empresarios a invertir menos en el futuro y a prescindir de los trabajadores cuyos servicios laborales no son utilizados por las empresas que los tienen contratados, de modo que la renta y el ahorro disminuirán, y continuarán haciéndolo hasta que aquella alcance el nivel en que ahorro e inversión se igualan (5).

En la primera parte de este trabajo se examina el origen y la evolución reciente de las ideas básicas acerca de la deflación y la trampa de liquidez, así como de las políticas preventivas para evitar caer en una situación que resulta tanto más temible cuanto que muestra un elevado grado de histéresis o, lo que es lo mismo, que tiende a autoperpetuarse porque no se dispone todavía de instrumentos con eficacia probada para combatirla cuando las economías se encuentran atrapadas en ella, como ha quedado demostrado por la “larga enfermedad” de la economía japonesa, que dura ya más de un decenio y que sólo a finales de 2003 parece empezar a dar señales de remisión. Por eso, la simple posibilidad de que el “mal japonés” pueda extenderse a EEUU ha sido contemplada durante 2003 con enorme preocupación por el público, por las autoridades monetarias norteamericanas y por las instituciones financieras internacionales.

En la segunda parte del trabajo se evalúa la posibilidad de contagio y mutuo reforzamiento de la trampa de liquidez en las tres grandes áreas del G-3. El caso de la UE merece una consideración especial porque en la zona euro, que ocupa la mayor parte de este área, la política monetaria del BCE tiene tan sólo atribuidas facultades de mantenimiento de la estabilidad de precios y su papel en la política de control de las fluctuaciones económicas se lleva a cabo de forma indirecta, frenando las tensiones inflacionistas inherentes a las fases cíclicas en que la economía crece por encima de sus posibilidades efectivas, e inyectando liquidez en las fases recesivas. El problema aquí también es que el área euro no es homogénea y en que si el conjunto de ella llegara a caer en una trampa de liquidez con deflación, el mal sería ya tan grave que la holgura monetaria proporcionada por el BCE habría dejado de resultar eficaz para relanzar el crecimiento.

La comparación entre sí y con las otras dos grandes áreas de la evolución cíclica reciente en las cinco mayores economías de la UE –cuatro de ellas dentro de la zona euro– permite extraer algunas conclusiones de política económica en un breve epígrafe final.



## I. LAS IDEAS BÁSICAS Y LA EVOLUCIÓN DE LA TEORÍA

### I.1 Trampa de liquidez y política monetaria

El análisis de la trampa de liquidez parte del estudio de la demanda global de dinero, considerado en su doble función: como principal instrumento de cambio para las transacciones, y como activo. Desde esta segunda vertiente, la remuneración implícita que perciben por el dinero quienes ahorran, renunciando al consumo presente, y el coste real que pagan quienes invierten o desean mantener liquidez, equivale a la cantidad de bienes futuros a la que renuncia quien consume una unidad de bienes actuales a un precio  $p$ . Con una tasa de interés  $r$  y un precio esperado  $p^e$ , suponiendo un sólo período de espera, tal cantidad viene dada por la fórmula:  $(1 + r) \cdot (p/p^e)$ .

Denominando  $i$  al tipo de interés e  $i^e$  a la inflación esperada (expresados en tanto por ciento), con cifras de un solo dígito aquella expresión se convierte aproximadamente en  $(i - i^e)$ . La tabla adjunta refleja el coste de la liquidez y la remuneración del ahorro en el entorno relevante:

**$i$ : Tipos de Interés**

$i^e$ :	0	1	2	3	4
2	-2	-1	0	1	2
1	-1	0	1	2	3
0	0	1	2	3	4
-1	1	2	3	4	5
-2	2	3	4	5	6

En realidad, las curvas de oferta y demanda de dinero constituyen generalmente la contrapartida monetaria de las de demanda y oferta agregada real (AD y AS), en relación al nivel de precios (P), para cada cantidad de dinero. Por eso, las curvas IS y LM, referidas respectivamente a las economías real y monetaria, contienen simultáneamente su reverso: la demanda de inversión implica oferta de ahorro y la demanda de dinero

implica oferta de trabajo, productos y servicios –incluidos los servicios laborales (L)–. De ahí que en el modelo IS/LM dibujado en el Diagrama 1 la gráfica *a*, que relaciona el tipo de interés (*i*) con la renta (*Y*), resulte de la fusión de la gráfica *b*, que relaciona los tipos de interés con la cantidad de dinero (*M*), y la *c*, que relaciona los precios con la renta. En su zona normal, la curva de demanda agregada real tiene pendiente negativa –como la curva IS– porque cuando bajan los precios aumenta el cociente entre cantidad de dinero (*M*) y precios (*M/P*), lo que permite realizar mayor número de transacciones con el mismo numerario. O sea, en ausencia de trampas de liquidez, dada la cantidad de dinero, el descenso de los precios reduce la demanda de dinero, lo que hace descender los tipos de interés, y el abaratamiento del crédito hace posible la elevación de la inversión y de la renta. Al mismo tiempo, si aumentan las disponibilidades de dinero (de  $M_0$  a  $M_1$ ), baja el tipo de interés, el mercado monetario se desplaza hacia la derecha (de  $LM_0$  a  $LM_1$ ) y la demanda agregada se mueve hacia arriba (de  $AD_0$  a  $AD_1$ ), lo que hace avanzar el punto de equilibrio hacia la derecha (de  $E_0$  a  $E_{1,2}$ ).

Todo ello puede expresarse con un álgebra muy sencilla: suponiendo que en el corto plazo no se producen modificaciones en la velocidad de circulación del dinero (*v*), la identidad de la función cuantitativa del dinero ( $Y = M \cdot v / P$ ) indica que si la cantidad de dinero en circulación se mantiene constante, un descenso de *P* equivale a un aumento de *Y*. Cuando el descenso afecta a los salarios, tal cosa sólo ocurrirá si el aumento del empleo (*L*) derivado de la nueva inversión es proporcionalmente superior al descenso de los salarios (o sea, si la elasticidad de la demanda de trabajo en relación al salario es superior a uno). Y lo mismo cabe afirmar de la demanda agregada global, en relación al nivel general de precios.

En ausencia de movimientos autónomos de los precios y los salarios, la política monetaria y financiera expansiva eleva también el cociente *M/P*, al aumentar su numerador y reducir el tipo de interés, posibilitando la elevación de la demanda agregada. Y lo contrario ocurre con la política restrictiva. Pero la posibilidad de que una política monetaria expansiva se materialice en un mayor crecimiento de la economía depende de que la reducción de los tipos de interés constituya un estímulo suficiente para la inversión. Desde una perspectiva nekeynesiana esto requiere que la economía no se encuentre en situación de pleno empleo de sus factores productivos –para que pueda aumentar la cantidad de trabajo, *L*– y que precios y salarios sean relativamente rígidos en el corto plazo (o sea, que los mercados no sean perfectos y no respondan automáticamente a los cambios), ya que si los precios se ajustasen automáticamente al aumento en la cantidad de dinero –que multiplica *M* por un factor,  $\alpha$ –, en la identidad cuantitativa tanto el numerador como el denominador del segundo miembro aumentarían en la misma proporción ( $Y = \alpha \cdot M \cdot v / \alpha \cdot P$ ), y la demanda agregada y la renta nacional real (*Y*) permanecerían constantes.

Por eso dice Krugman, parafraseando al malogrado Rudi Dornbush, que “hacen falta dos nominales para hacer un real”. La condición para que la política monetaria no resulte neutral y produzca efectos reales consiste precisamente en que una de las dos magnitudes nominales resulte “relativamente viscosa”, ofreciendo algún tipo de resistencia al ajuste respecto al cambio de la otra, de modo que ésta última ejerza tracción sobre aquella. Este es el caso de la situación a la que Keynes denominó “espejismo monetario”, que explica la paradoja de que la rigidez de los salarios a la baja cuando descienden los precios contribuya en determinadas circunstancias a la recuperación de la economía –frenando la caída de la demanda–, y, viceversa, que una escasa elevación de los salarios como respuesta a un fuerte aumento de la demanda de trabajo –o sea, una cierta rigidez de los salarios al alza– aumente el impacto sobre el crecimiento y el empleo de la política monetaria expansiva. Y de este mismo modo actúan los denominados “estabilizadores automáticos”, o sea, el aumento del déficit público por causa de la disminución de la recaudación fiscal y el aumento de gasto en

protección social, cuando el crecimiento de la economía se desacelera por debajo de su ritmo de pleno empleo o de crecimiento potencial.

Sin embargo, esto sólo ocurre cuando la desviación está causada por un problema de demanda –como la trampa de liquidez–, pero no cuando se debe a un problema de oferta –como los *shocks* del petróleo, que disminuyen la renta nacional–, ya que en este caso los “estabilizadores” desestabilizan, al compensar parcialmente a los agentes del impacto del *shock*, contribuyendo a dilatar el ajuste de sus rentas a las nuevas condiciones. En tales casos, la rigidez salarial dificulta la vuelta al pleno empleo, y la tarea de la política monetaria consiste en drenar la liquidez adicional proporcionada por los estabilizadores para desperpezar a los agentes y obligarles a asumir las consecuencias negativas del *shock* (6).

Cuando la economía no se encuentra en situación de pleno empleo existe un margen para el crecimiento de la oferta y de la demanda agregadas al que se denomina *output gap*. En EEUU, el instrumento que se ha demostrado históricamente más efectivo para combatir los *shocks* de demanda que desvían a la economía de la senda de pleno empleo es la política monetaria. Los estudios de Romer & Romer (7) no dejan lugar a dudas acerca de la relevancia de la política monetaria para este propósito y la escasa apelación a la política fiscal para combatir las recesiones en Norteamérica durante el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial –así como acerca del velo ideológico que recubre la apreciación y desvalorización periódica de estas políticas (8).

Igualmente operativo es el margen de producción de que dispone la economía cuando existen oportunidades reales para mejorar la productividad en la utilización de los factores, elevando el ritmo de crecimiento potencial, como demostraron Brad Delong y Larry Summers a comienzos del pasado decenio. En este caso el problema se encuentra en el lado de la oferta. Cuando se detecta tal posibilidad, la política de fomento de la inversión privada y el aumento de la inversión pública necesaria para aumentarla no tienen porqué resultar incompatibles con la política de equilibrio presupuestario, aunque este objetivo debe contemplarse a medio plazo, puesto que el déficit inicial sólo se ve compensado más tarde, cuando se eleva el ritmo de crecimiento (9).

En EEUU, durante el pasado decenio el control del déficit y la aparición de superávit se consiguió sólo a partir del bienio 1997-98, cuando el crecimiento del PIB se situaba ya por encima del 4%, y probablemente su aparición fue prematura, porque el nivel de inversión pública distaba mucho todavía, según Stiglitz, de haber alcanzado su punto óptimo (10), lo que implica que la productividad esperada para la inversión privada se resintió a medio plazo por la ausencia de bienes públicos complementarios, y que la expansión de la demanda gravitó excesivamente sobre la elevación del consumo privado, desequilibrando en exceso la balanza comercial. Por lo que se refiere a los efectos de aquellas políticas, Dale Jorgenson considera miope esperarlos en el corto plazo: “La senda de transición para reencontrar un crecimiento equilibrado tras un cambio en las políticas que afectan a la inversión en activos tangibles requiere décadas, pero la transición después de cambios que afectan a la inversión en capital humano requiere un siglo” (11).

No son, por tanto, políticas que produzcan un rendimiento electoral, o que incidan sobre la rentabilidad inmediata de las empresas –ni, por esa misma razón, sobre su valor en bolsa–. Pero esto el inversor anónimo no lo sabe, ya que el mercado es imperfecto y la información asimétrica, de modo que la espectacularidad del cambio y su propia avidez de una ganancia extraordinaria hacen de él presa fácil para los agentes del mercado de valores, interesados en la expansión de las transacciones, ya que sus ingresos dependen del volumen, y no de la rentabilidad que alcancen en el futuro las inversiones en que intervienen. O sea, los contratos con sus clientes son imperfectos porque actúan como

agentes del inversor –que es su “principal”– sin verse obligados a tomar en consideración los verdaderos intereses de éste. Del mismo modo, el inversor no puede asegurar por completo sus riesgos –porque el mercado de seguros es también imperfecto, dado que si pudiera hacerlo no tendría expectativas de conseguir beneficios extraordinarios–, por mucho que las agencias de calificación orienten su elección (12).

En cualquier caso, el ritmo de crecimiento de pleno empleo –llámesele crecimiento natural, potencial, tasa natural o tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) (13)– constituye una construcción teórica cuya apreciación por parte de los *policymakers* ha evolucionado casi tanto a impulsos del avance de la investigación económica rigurosa como de las modas y la proliferación de ideas aparentemente novedosas, aunque no siempre consistentes: en EEUU, durante los años cincuenta se registró un cierto equilibrio entre la preocupación inflacionista y la actividad real, que fue enjuiciada muy negativamente por los economistas monetaristas, pero cuya eficacia ha sido recientemente rehabilitada; durante los sesenta, la preocupación casi exclusiva fue el crecimiento, mientras que durante los setenta, tan pronto se abrazaba la opción en favor de la rápida expansión para escapar de la contracción como la de la radical intolerancia contra la más mínima inflación. A comienzos de los ochenta las políticas desinflacionistas adoptaron un tono especialmente agresivo, mientras que a partir de entonces se ha tratado de reencontrar el equilibrio entre la consecución del crecimiento real y el cuidado con el repunte de la inflación (14).

## **1.2 La relación entre inflación y crecimiento ¿Una nueva curva de Phillips?**

El punto de partida para este nuevo equilibrio en la mezcla de políticas consiste en la constatación de que la inflación resulta dañina para el bienestar del consumidor porque eleva la variabilidad de los precios, reduciendo su capacidad informativa y la elasticidad de la demanda en relación a los mismos, induciendo a aquél a incurrir en errores al entablar relaciones con sus suministradores. Este juicio rompe con la consideración prácticamente neutral que tuvo la inflación cuando los economistas contemplaban la variabilidad de los precios exclusivamente desde el punto de vista de los procesos de asignación de recursos a través del mercado, ya que desde esta perspectiva tal variabilidad era el coste que se pagaba por la elevación de bienestar que experimenta el consumidor tras buscar con éxito las mejores opciones ofrecidas por el mercado –contemplado éste al modo *walrasiano*, como si fuera una lonja de pescado, sin relaciones estables de confianza entre consumidores y suministradores, sólo válido para asignar productos indiferenciados a través de la subasta–. En cambio, en mercados cada vez más sofisticados, el aspecto que resulta más relevante –y que se ve enfatizado en el análisis– es el contenido informativo de los precios actuales como orientación de los futuros.

Por esa razón, en contextos de bajos niveles de inflación las fluctuaciones de precios resultan especialmente dañinas (15). Esta constatación y la correspondiente preferencia de políticas macroeconómicas tendentes hacia la estabilidad de precios gozan hoy de amplia aceptación, ya que el efecto de contagio entre países y áreas económicas no ha dejado de aumentar en el tiempo, por mucho que a comienzos del siglo XXI pueda apreciarse todavía un cierto desfase en el énfasis puesto en los dos polos del binomio inflación-crecimiento entre ambas orillas del Atlántico, probablemente motivado por las diferencias en el calendario de la coyuntura cíclica, que es previsible se vean crecientemente armonizadas por el proceso de globalización.

Para que la posibilidad del crecimiento de la demanda de inversión derivada del estímulo de la política monetaria se materialice en forma de aumento de aquella hace falta que las perspectivas de crecimiento de la propia demanda agregada –de inversión y, sobre todo, de consumo– sean positivas durante el período previsto para la amortización de la

inversión, ya que de otro modo el crecimiento de la oferta agregada que se derivaría de un aumento de la capacidad instalada reduciría previsiblemente los precios futuros, lo que desaconsejaría materializar la inversión en el momento presente. Este tipo de situaciones en que la curva de demanda de inversión resulta inelástica respecto a los tipos de interés fue estudiado por James Tobin desde finales de los años cuarenta.

Una forma especialmente aguda de inelasticidad de la demanda se produce en el tipo de situaciones descritas por Fisher –y antes por Keynes– como “deflación de deuda” (16), en las que la caída de los precios hace aumentar el peso real de la deuda sobre los deudores, y si éstos se encuentran fuertemente endeudados –como suele suceder al estallar las burbujas de los mercados de valores o inmobiliarios– reducirán drásticamente su propensión a consumir. Además, si los balances de los bancos acreedores no están fuertemente capitalizados, el aumento de la morosidad les obligará a racionar el crédito, estrangulando la inversión (*credit crunch*), como ha venido sucediendo inexorablemente en todas las crisis financieras registradas a lo largo del pasado decenio, con la excepción de Japón, en donde la fuerte interpenetración entre bancos y empresas y la opacidad de sus balances hizo que aquellos siguieran prestando a las empresas de su grupo hasta que estalló la crisis bancaria de la segunda mitad de los noventa (17).

Las expectativas sobre la evolución de la inflación –asociadas a la percepción del desequilibrio futuro entre oferta y demanda– juegan en todo esto un papel tan relevante como la realidad, sólo contrastable esta última con carácter *ex post facto*. A comienzos de los setenta se pensaba que las expectativas eran adaptativas, como resultado de la simple extrapolación por parte de los agentes del promedio de la inflación observada en el pasado inmediato. Desde que Lucas y Sargent adoptaron la hipótesis de las expectativas racionales a comienzos de los setenta, es ésta la explicación que ha prevalecido en los grandes centros de decisión económica, desterrando la interpretación realizada a partir de la curva de Phillips, en que la inflación –provocada por la elevación de los salarios monetarios– se regulaba por el nivel de desempleo. Esta interpretación no sobrevivió a la coexistencia de altos niveles de inflación y de desempleo durante los años setenta, ni siquiera bajo su forma “aumentada-con-expectativas”, introducida por Friedman y Phelps a finales de los años sesenta, para tomar en consideración las expectativas inflacionistas y los salarios reales, en lugar de los nominales, en su definición de la NAIRU (18).

Sin embargo, el modelo de expectativas racionales ha resultado demasiado metafísico en un mundo real en el que la información y el conocimiento de los actores resulta limitado y frecuentemente sesgado. Mankiw y sus colaboradores han analizado las expectativas de inflación durante los últimos cincuenta años, constatando que los profundos desacuerdos entre los consumidores y los economistas profesionales ni siquiera han guardado una pauta regular a lo largo del tiempo. A veces los desacuerdos están relacionados con el nivel de la inflación; otras con las variaciones de ésta en términos absolutos –especialmente cuando la inflación es elevada–, y en otros casos con la variabilidad de los precios relativos. El modelo que mejor se adapta a la interpretación de estos cambios consiste en suponer que la información es rígida y que existe una cierta insensibilidad respecto a las noticias macroeconómicas más recientes (19).

La lentitud en la diseminación de la información sobre la inflación relevante de que disponen los agentes resulta especialmente cierta en el caso de los negociadores de los salarios, lo que explica en parte la dinámica de respuesta del empleo y la inflación frente a los movimientos exógenos de la política monetaria y la productividad: en ambos casos, el descenso de la inflación y la desaceleración de la productividad hacen caer el nivel de empleo por debajo de lo que sucedería en caso de información completa (ya que en este caso los empresarios no interpretarían el descenso de precios como caída de la demanda futura, y los asalariados admitirían menores salarios, con lo que la inversión y



el empleo podrían mantenerse). Pero con información incompleta, cuando cambia el ritmo de crecimiento de la productividad, la fijación de objetivos de rentas y salarios nominales ha resultado generalmente más efectiva que la de fijación de objetivos de precios de bienes y servicios. Basándose en el supuesto de que la rigidez proviene del ritmo de diseminación de la información, más que del de ajuste de los precios, Mankiw y Reis formularon en 2001 una nueva curva de Phillips y un modelo de ajuste de precios según el cual los procesos de desinflación no completamente previstos por los agentes tienen siempre efectos contractivos, ya que en este caso la inflación sí influye sobre el nivel de actividad y los efectos de la política monetaria registran considerables retrasos (20).

Para orientar la previsión de los agentes, muchos gobiernos comenzaron a adoptar objetivos de inflación durante los años setenta y ochenta, tarea que sería asumida durante el último decenio por los bancos centrales –cada vez más autónomos–. En lo que se refiere a la eficacia de estas políticas, Lawrence Ball ha encontrado evidencia de que las diferencias, en términos de estabilidad de precios, entre los países que fijan objetivos de inflación y los que no lo hacen resultan inapreciables, así como sus efectos discriminatorios sobre los resultados macroeconómicos, lo que se explica probablemente porque quienes dicen fijar sólo objetivos de tipos de interés –o de magnitudes monetarias, como hacía el Bundesbank (21)– son en realidad “fijadores encubiertos de objetivos de inflación” (*inflation targeters*) (22). El gobernador Gramlich de la Reserva Federal considera que existe consenso entre los investigadores que utilizan series temporales de inflación acerca de la contribución positiva de las políticas de fijación de objetivos de inflación durante la etapa de fuerte reducción de ésta (el período comprendido entre 1980 y 2002, en que el IPC de los países industrializados pasó de crecer a un ritmo del 12% a otro del 1,4% anual), aunque cuando se usan datos comparativos medios de inflación para el período 1994-2002 los países no fijadores de objetivos tuvieron todavía más éxito que los fijadores –probablemente porque tanto unos como otros “estaban persuadidos” de que había que reducir la inflación–.

Pero todas estas conclusiones se refieren a contextos en los que el principal problema consistía en la lucha contra la inflación, ya que ésta fue la preocupación predominante durante el último cuarto de siglo. Ahora, de lo que se trata es de mantener la estabilidad de precios, lo que no quiere decir inflación cero. Esto es así por una serie de razones: para dar margen de actuación a la política monetaria; para facilitar los ajustes de salarios; y para compensar la sobreestimación que hace de ella el IPC al no descontar muchas mejoras de calidad. Por eso, para algunos miembros del Consejo de la FED el umbral se sitúa en el 2,5% (23), que coincide con el objetivo marcado por el Gobierno británico, mientras que el BCE sitúa la estabilidad de precios en el 2%, que sería, además, el objetivo que maximiza la “utilidad esperada del consumidor representativo” (24).

Apoyándose sobre el estudio de Akerlof, Dickens y Perry (25) –según el cual con tasas de inflación entre el 1,5% y el 3% la tasa de desempleo desciende entre 0,5 y tres puntos porcentuales respecto a la NAIRU– la propuesta de *inflation targeting* más sofisticada es la del gobernador Bernanke del FRB (26), que situó la tasa de inflación óptima a largo plazo (*optimal long-run inflation rate*, u OLIR) en el 2%, lo que no significa que ése deba ser el objetivo establecido por el FOMC en cada circunstancia concreta, marcada por las características de la situación cíclica por las que atraviesa la economía, que exigen modular el objetivo al alza o a la baja en el corto plazo. De ahí que la adopción de un objetivo de inflación orientado por la OLIR significa en la práctica, según la propuesta de Bernanke, que la FED se comprometería públicamente –mediante una declaración ante el Parlamento– a alcanzar ese objetivo “en un período de diez años, a partir de dentro de tres”.

El actual subsecretario del Tesoro tradujo todo esto a una regla práctica que lleva su nombre –la “regla de Taylor”–. La regla establece que el tipo de interés real neutral es de dos puntos. La política monetaria debe modificarlo en el mismo sentido que las desviaciones de la inflación –respecto al objetivo de estabilidad de precios– y que las desviaciones del ritmo de crecimiento del PIB –en relación a su tasa de crecimiento potencial–, moviéndose 1,5 veces por encima de la desviación del crecimiento del PIB y/o de la inflación (27). Esto es, si la estabilidad de precios se sitúa en el 2% y el PIB crece a su ritmo potencial, el tipo de interés neutral es 4%. Cuando la tasa de crecimiento del PIB se sitúa un punto por debajo de su tasa potencial y la inflación un punto por debajo de la estabilidad, el tipo de interés nominal debería reducirse en tres puntos y situarse en el 1% –y viceversa cuando las desviaciones de un punto son al alza, situando los tipos en el 7%–. Cambios tan violentos de los tipos de interés relacionados con cambios aparentemente tan modestos en el ritmo de la inflación y el crecimiento no suelen ser previstos por los hogares y las empresas y pueden llegar a desestabilizar sus finanzas. De ahí la importancia que se atribuye actualmente a la estabilidad de una y otro.

### **I.3 Es más fácil prevenir que curar la deflación**

Simplificándolo mucho, el marco conceptual ortodoxo de la política monetaria consiste en la combinación de dos curvas: la de Phillips y la de Okun. La primera de ellas postula la existencia de una relación entre inflación y tasa de desempleo. La segunda indica el crecimiento del PIB que cabe esperar de una disminución de la tasa de desempleo. En el largo plazo, la política monetaria no influye directamente sobre el crecimiento ni sobre el empleo, sino tan sólo sobre el nivel de inflación, y su objetivo consiste en lograr la estabilidad de precios (28). Suponiendo que en el largo plazo la economía tiende a crecer al ritmo “natural” permitido por el aumento de la capacidad productiva y de los factores disponibles –especialmente la cantidad y calidad de los recursos humanos– y por el crecimiento de la productividad –impulsada por el avance tecnológico–, en el corto plazo, sin embargo, múltiples incidentes tienden a desviarla de esa senda “natural” porque los precios no se adaptan inmediatamente a tales incidentes (*shocks* o sorpresas).

Según esta interpretación, los cambios en la inflación se deben a que la economía no crece a su ritmo natural: si crece más y el desempleo se reduce por debajo de su tasa natural (denominada NAIRU), aumenta la inflación; y viceversa, si crece menos y aumenta el desempleo, la inflación se reduce. Bajo un régimen de estabilidad monetaria esto último puede deberse a *shocks* que separan momentáneamente a la economía de su senda de crecimiento tendencial, a la existencia de factores institucionales que lo obstaculizan con carácter estructural, o a una mezcla de ambos: *shocks* permanentes que requieren cambios institucionales y frenan el crecimiento mientras tales cambios no se llevan a cabo. En puridad, la política monetaria sólo resulta efectiva en el primer supuesto y su papel consiste en tratar de recuperar la senda natural del crecimiento, empleando para ello las propiedades estimulantes o calmantes que Krugman atribuía a la función de oferta de dinero –incluyendo entre estas últimas la pasividad o la restricción monetaria cuando la economía recibe *shocks* de oferta, evitando políticas acomodaticias o compensatorias, y neutralizando el efecto de los estabilizadores automáticos, que contribuyen a retrasar el ajuste por parte de los agentes–.

La curva de Phillips mide la relación entre las magnitudes nominales (precios y salarios nominales, influidos a su vez por las magnitudes monetarias) y el desempleo, señalando la dirección a seguir. La ley de Okun sirve como guía orientativa para modular la intensidad de esta política, al indicarnos cuanto crecimiento podemos esperar de una determinada reducción del desempleo, ya que si sobrepasamos la tasa de crecimiento correspondiente a la plena utilización de la capacidad instalada –o a la tasa de desempleo NAIRU– aumentará la inflación y ésta acabará minando el crecimiento, que se situará por debajo de su ritmo potencial (29).

Pero la NAIRU no es más que una estimación teórica y no resulta directamente observable; además, cambia con el tiempo y sus cambios no resultan fácilmente previsibles, de modo que difícilmente puede ser empleada como termómetro de actuación por la autoridad monetaria –la FED en EEUU, y más concretamente en el Comité Federal de Mercado Abierto (el FOMC). Gordon y Eller (30) han demostrado –aunque *ex post facto*– que la NAIRU y la relación de Phillips siguen vigentes. Es más, su concepto de la TV NAIRCU (o tasa de utilización de la capacidad no aceleradora de la inflación, variable en el tiempo) viene a ser la fusión de las curvas de Phillips y Okun en orden a medir el grado de “tirantez” con que se mueve la economía.

Ésta parece ser la vía más fecunda para la reconstrucción de la curva de Phillips en un sentido neokeynesiano (NKPC), desde el lado de la oferta, en la que los movimientos de la inflación resultan gobernados por los de los costes marginales, determinados a su vez en buena medida por los de los costes laborales unitarios –sobre los que influye el margen monopolista de los mercados de trabajo (*wage markup*)–, y por los de capital, cuyas fluctuaciones dependen del nivel de utilización de la capacidad y pueden estimarse mediante una *output gap proxy* –como las empleadas por Okun–. El modelo –puesto a punto por Jordi Galí y Mark Gertler (31)– ha permitido explicar razonablemente la dinámica de la inflación en EEUU, el Reino Unido y Australia, países en los que la principal fuente de rigideces nominales no proviene de los salarios, sino de los precios (32), justamente lo contrario de lo que ha venido ocurriendo en Europa, en donde la curva de Phillips resulta igualmente vigente, aunque el concepto de la NAIRU resulte mucho más cuestionable para orientar la política monetaria (33).

De la definición de objetivos e instrumentos de la política monetaria se deduce claramente su limitación para combatir recesiones profundas acompañadas por caídas del nivel general de precios. Tal debilidad se debe a que, en general, los tipos nominales de interés del dinero no pueden ser negativos, siendo así que para combatir tales recesiones y relanzar la inversión y/o el consumo, en ocasiones hace falta aplicar tipos reales de interés negativos, como sucede en la tabla con que comienza este trabajo cuando las expectativas de inflación son del 2% y el tipo de interés nominal alcanza su límite cero –algo que está a punto de ocurrir en EEUU según las declaraciones del gobernador Bernanke, de la FED. Porque la deflación impide que podamos llevar la política monetaria hasta el punto adecuado: en aquella tabla, con una perspectiva de descenso de los precios del 1%, el tipo de interés real no puede bajar del 1% (y, en general, del ritmo esperado de deflación, cambiado de signo).

En tal caso, las recesiones severas tienden a convertirse en espirales deflacionistas, como indica el trabajo de Krugman del mismo título (34), porque la perspectiva continuada de descenso de los precios incita al público hacia una preferencia generalizada por la liquidez. En esta situación el dinero resulta intercambiable por los bonos como forma de colocación del ahorro, de modo que ulteriores reducciones de la demanda agregada retroalimentan la caída del nivel de precios, desincentivando nuevamente el consumo y la inversión y estimulando el ahorro, aunque no se disponga de bonos ni de otras colocaciones atractivas para el dinero, al que las caídas de precios ya remuneran suficientemente en términos reales y de forma automática.

W.H. Buiter y Nicolaos Panigirtzoglou (35) han estudiado la correlación entre el nivel y la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y evaluado el impacto que han tenido las políticas macroeconómicas practicadas durante las últimas décadas, tendentes a conseguir bajos niveles de inflación, sobre la reducción y la estabilidad de los tipos de interés. Tal correlación resulta ambigua: es elevada cuando se analizan los datos comparativos de corte transversal, aunque no aparece cuando se examina la evidencia histórica del Reino Unido. Pero aun admitiendo tal correlación, las actuales políticas

macroeconómicas tendentes a lograr una inflación baja no pueden eliminar por completo el riesgo de *shocks* o sorpresas deflacionistas –ya que la volatilidad de precios puede volver (36)–, situando en cambio el nivel deseado de precios muy próximo a cero, que es precisamente el punto a partir del cual los instrumentos de política monetaria resultan estériles, porque el negocio bancario cesa –aunque no lo haga el ahorro– cuando no se puede percibir interés por el dinero prestado.

Como la neutralización de la eficacia de la política monetaria se debe a la imposibilidad de aplicar intereses negativos, Buitier y Panigirtzoglou examinaron también la creación del tipo de dinero propuesto en su día por Silvio Gesell (37), cuya conservación implica el pago de un impuesto. Se trata de una forma de numerario canjeable o sujeto a resello periódico, previo pago de una tasa, lo que viene a ser un dinero cuya conservación se remunera con interés negativo –algo similar a lo que ocurrió en la España del siglo XVII, aquejada de una descomunal trampa de liquidez propia de las sociedades de rentistas, en donde el resello y la desvalorización periódica del vellón cumplieron esa misma función– (38). El estudio evalúa con toda justificación los elevados costes administrativos y de transacción de un instrumento de este tipo, pero llega a la conclusión de que cuando una economía ha caído en una trampa de liquidez no le quedan más que dos opciones: confiar en la aparición de *shocks* de exceso de demanda –bien externos, bien provocados por políticas fiscales abiertamente expansionistas–, o introducir un tipo de interés negativo sobre la conservación del dinero –un impuesto–. Esta medida ayuda tanto a evitar caer, como a salir de la trampa de liquidez. La primera, en cambio, fue la adoptada por Japón durante el último decenio, con escaso éxito. Para Krugman, el fracaso se debe a la tardanza en actuar y a la incapacidad del gobierno japonés para establecer públicamente un objetivo de inflación suficientemente elevado y para llevarlo a cabo utilizando una política agresiva de *fiat money*.

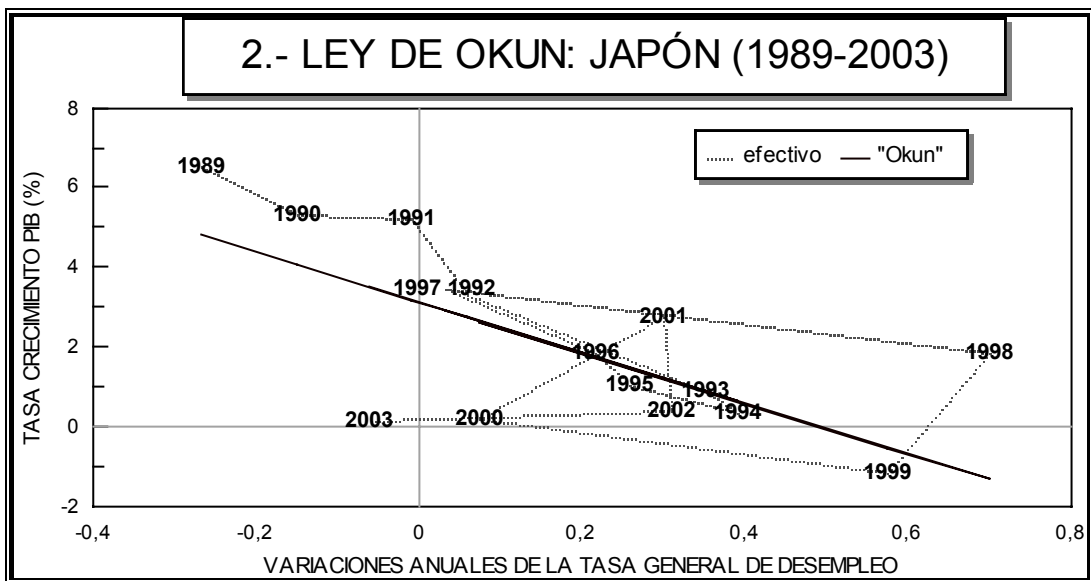
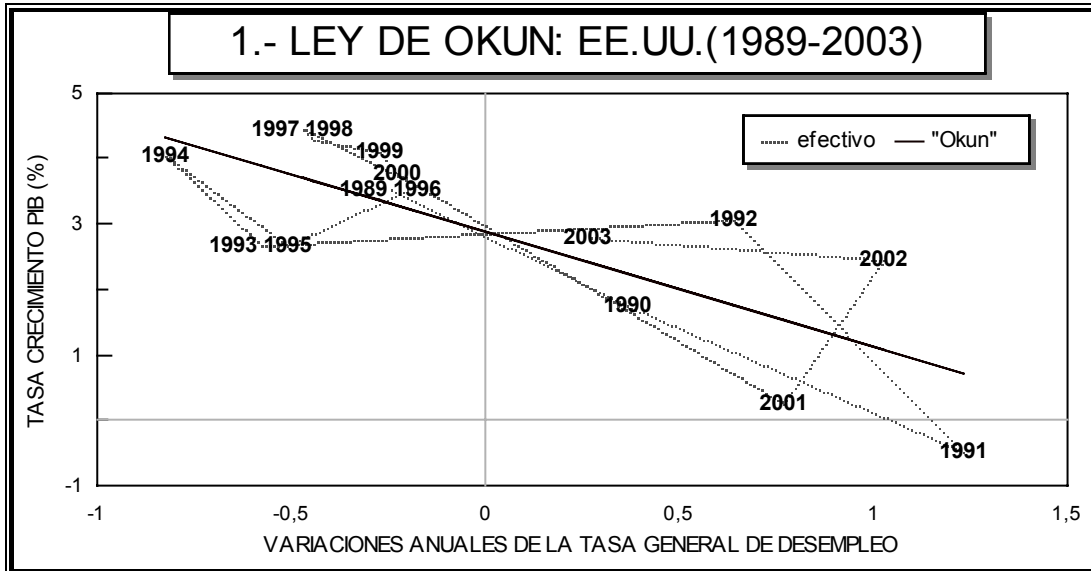
Desarrollando y dinamizando el modelo de Krugman, Eggertsson y Woodford (39) han explicado el estancamiento o el crecimiento subóptimo de la economía japonesa durante el pasado decenio y diseñado una “política monetaria óptima” que minimiza el anuncio de objetivos de inflación por parte del gobierno –lo que implica coexistir con la amenaza de inflación cero o de deflación, y admitir la pérdida de eficacia de la política monetaria convencional– pero trata en cambio de comprometer al Gobierno de forma creíble con una política capaz de generar expectativas de mantenimiento de bajos tipos nominales de interés durante un período dilatado y hace intervenir al Banco Central en el mercado empleando instrumentos no convencionales:

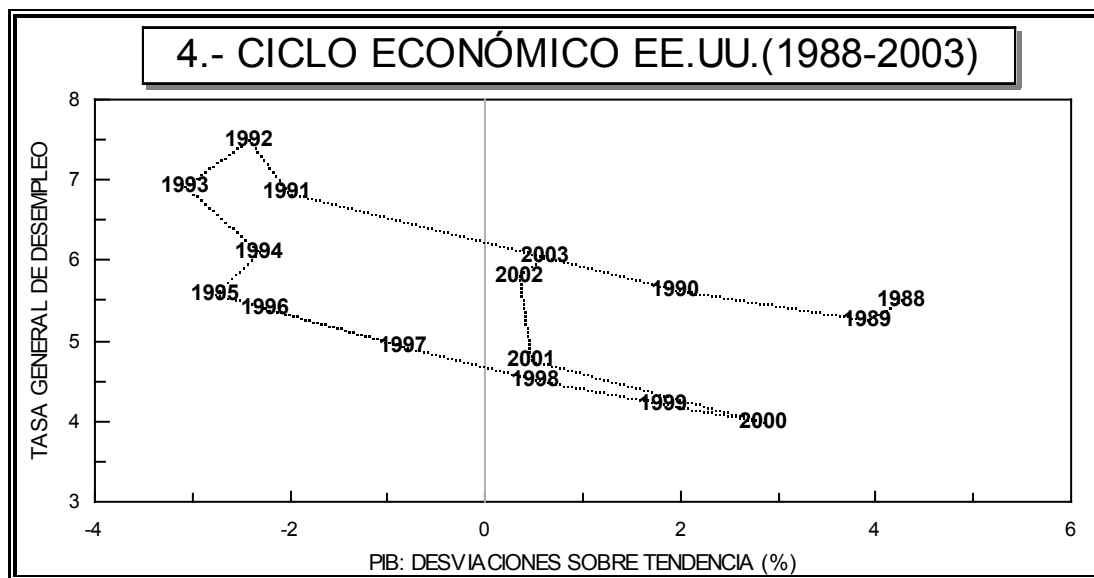
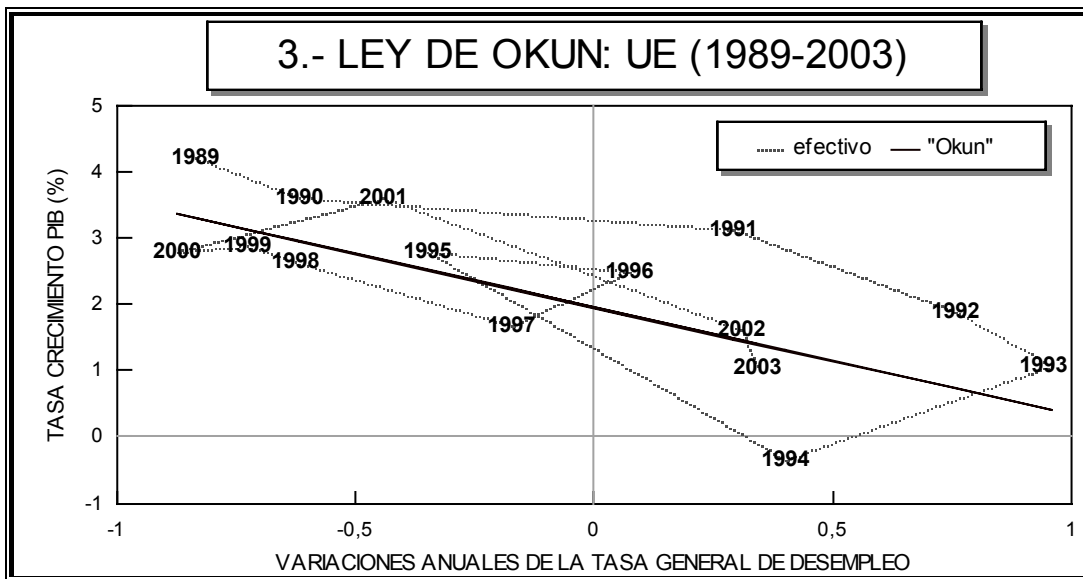
- a) Ofreciendo garantías a los inversores de que los tipos de interés a corto plazo serán en el futuro más bajos que sus expectativas actuales.
- b) Modificando la oferta relativa de valores –como las letras del tesoro y los bonos– en el mercado secundario variando la composición del balance del banco central.
- c) Aumentando el tamaño del balance del banco central por encima del nivel necesario para la política de fijación de tipos de interés cero (*quantitative easing*, o “relajación cuantitativa”) (40).

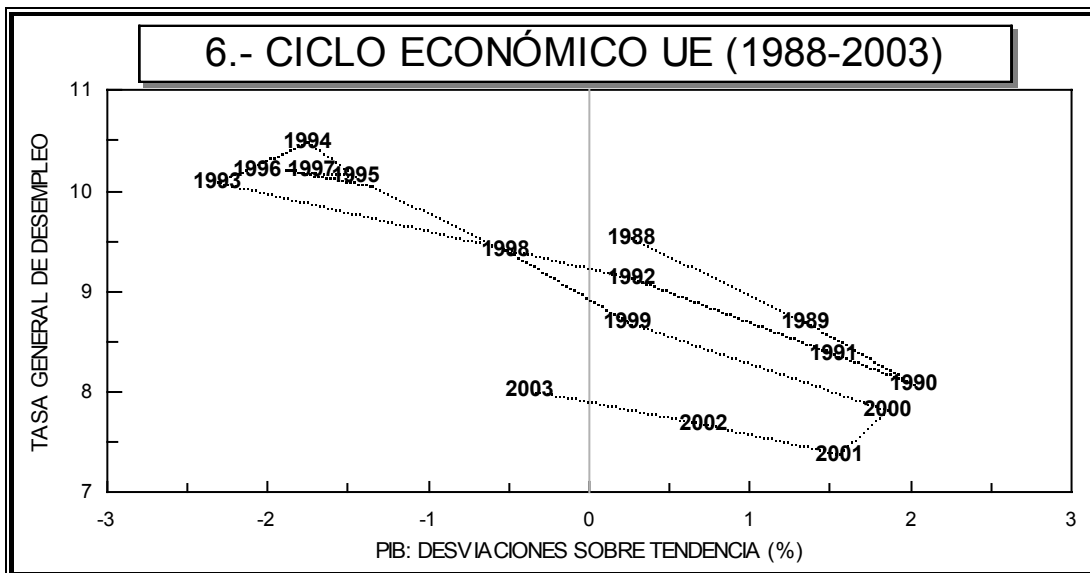
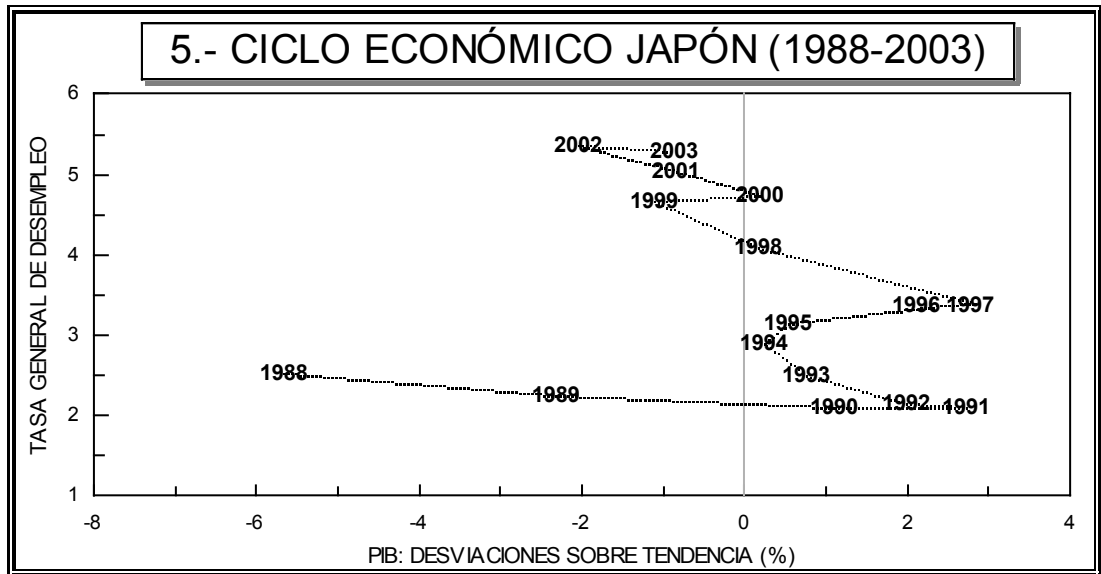
Todo ello con el fin de lograr que la política de lucha contra la trampa de liquidez –y sólo en menor medida contra la deflación– coexista con el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

A parecidas conclusiones llegaron Ball, Mankiw y Reis en su reformulación de la política monetaria desde una perspectiva neokeynesiana (41), según la cual la política monetaria óptima consiste en mantenerse firme en la formulación y la aplicación de objetivos explícitos de estabilidad de precios a medio plazo, aplicando esta política, sin embargo, de forma flexible en cualquier dirección –esto es, al alza o a la baja– tan pronto se presentan *shocks* de demanda agregada y/o de productividad. Porque, si durante los

últimos treinta años los gobiernos y las autoridades monetarias se dedicaron a crear instrumentos de lucha contra la inflación, el futuro les exige más bien aprender a crear “el nivel deseado” de inflación.







## II. ¿EXISTE UNA AMENAZA REAL DE TRAMPA DE LIQUIDEZ EN EL G-3?

En el debate al que se hizo referencia al comienzo de este trabajo, Lawrence Ball afirmó jocosamente que “hablar sobre el riesgo de trampa de liquidez en Japón es algo así como hablar del riesgo de mortalidad de una persona cuando ya está muerta... porque Japón ya está atrapado en ella”. Evaluar si esa misma amenaza se cierne sobre el G-3 exige analizar –siquiera sea de forma sucinta– la evolución del último ciclo económico de alcance medio (42). Los gráficos 1 a 3 representan la relación entre las variaciones anuales de la tasa de desempleo y las tasas de crecimiento del PIB americano, japonés y europeo desde 1988 hasta 2003 (43), relación que se conoce como “ley de Okun”. Para el período anterior a 1960, Okun observó que una variación de un punto en la tasa porcentual de paro producía otra en sentido contrario de más de tres puntos en el PIB norteamericano (44). En 1996, con datos retrospectivos desde 1960, este impacto se había reducido a dos puntos, pero la relación entre una y otra variable ha sido considerada tradicionalmente como una de las ideas más consistentes en economía (45).

En realidad, sin embargo, la relación entre los cambios en el PIB y en la tasa de desempleo durante los últimos cuarenta años del siglo XX muestra grandes diferencias entre países: un punto de PIB significó una reducción de la tasa de desempleo de tan sólo 0,12 puntos en Japón pero de 0,82 puntos en Holanda, situándose EEUU en la zona intermedia, con 0,52 puntos (46). Una simple regresión entre los datos del G-3 reproducidos en nuestros tres primeros gráficos indica que durante los últimos quince años los coeficientes Okun de Japón, EEUU y la UE habrían sido de 0,12, 0,34 y 0,45, lo que implica que un punto de reducción de la tasa de desempleo requiere actualmente aumentos del PIB del 6,3%, del 1,8% y del 1,6%, respectivamente –que se corresponden con las pendientes negativas de las rectas “Okun” dibujadas en los gráficos 1 a 3–. Todo ello a partir de unos umbrales o tasas mínimas de crecimiento del PIB, por debajo de los cuales las economías ven aumentar la tasa de paro a aquel mismo ritmo. Estos umbrales se situarían actualmente en el 3,1% en Japón, el 2,9% en EEUU y el 1,9% en Europa – que coinciden con la altura a la que las rectas Okun cortan al eje vertical en los mismos gráficos–.

En los gráficos 4 a 6 se han representado las relaciones entre la tasa general de desempleo (no sus variaciones) y las desviaciones porcentuales anuales del PIB respecto a la tendencia lineal observada durante el período más reciente (1988-2003), para dar cuenta de las fluctuaciones cíclicas. En general, las dos series de gráficos sirven para ratificar buena parte de las apreciaciones con las que está bien familiarizada la opinión pública:

- En primer lugar, durante los últimos quince años las tasas medias de paro de la UE (9%) y de EEUU (5,6%) han sido un 160% y un 65% más elevadas que las de Japón (3,5%).
- En cambio, la tasa de paro japonesa no dejó de aumentar desde 1991, mientras que las otras dos áreas aprovecharon la recuperación de la segunda mitad del decenio para reducir sustancialmente sus tasas de desempleo.
- En la UE y EEUU se percibe perfectamente la relación entre las fluctuaciones del indicador de actividad y la tasa de desempleo a lo largo de los dos bucles cíclicos que tienen sus crestas en 1988-90 y 2000-01 y sus valles –hasta ahora– en 1992-94 y 2003 (con un adelanto de uno o dos años en Norteamérica). Durante el quinquenio 1995-2000, la tasa de paro de la UE (9,4%) se situó todavía por encima de la media del período completo representado en los gráficos, mientras que la de EEUU se redujo hasta el 4,8%; en cambio, en el último trienio las tasas convergieron, hasta situarse en el 8% y el 5,7%, respectivamente.
- En el caso de Japón, las crestas y valles sólo coinciden con el resto del G-3 en 2003 y en todo este período apenas se percibe el impacto de la “ley de Okun”, ya que el desempleo no resulta sensible a las fluctuaciones del PIB. En los gráficos 1 a 3 esto se materializaba en una gran concentración de puntos en el cuadrante superior derecho, en torno al eje de crecimiento cero, en el caso de Japón, frente a una distribución equilibrada en el de Europa y otra abiertamente sesgada hacia el cuadrante superior izquierdo, en el caso de EEUU.

## II.1 La quiebra de la “ley de Okun” en Japón

Todo parece indicar que el coeficiente Okun extremadamente bajo de Japón se debe a la tradicional rigidez del mercado de trabajo en sus grandes empresas –o *keiretsus*–, que hasta estos últimos años venían internalizando las fluctuaciones del desempleo, manteniendo a sus trabajadores contratados, aunque subempleados, durante las fases de baja cíclica, a la espera de la reactivación, para ahorrar costes de reclutamiento y



aprendizaje, sistema que proporcionó ventaja competitiva hasta finales de los años ochenta, en que la economía japonesa llegó a funcionar con tasas de paro próximas al 2%. Aoki construyó un modelo interpretativo de la empresa japonesa (empresa J) según el cuál esta ventaja provenía de la resolución del problema de agencia a través de la cooperación horizontal, que en determinadas circunstancias históricas y en ciertos sectores resultó más eficiente que su tratamiento bajo la modalidad jerárquica vertical (empresa H) típica del sistema de gestión y dirección norteamericanos (47).

El cambio estructural, el brusco aumento de la productividad y la maduración de muchos mercados industriales en un contexto de globalización económica hizo que el modelo resultara inviable. El propio Aoki había previsto que la mayor eficacia del modelo americano de gestión en ciertos sectores acabaría imponiéndose en Japón –al modo evolucionista– siempre que se abriese el mercado corporativo a la libre competencia y se permitiese la absorción de empresas japonesas por americanas –o, más bien, por empresas del modelo H– (48).

Esto sucedió tras la lenta y tardía reacción japonesa frente a la crisis durante la primera mitad del decenio, que obligó a realizar el ajuste a base de quiebras de empresas (algunas de las cuales acabaron siendo absorbidas o se fusionaron con grandes corporaciones americanas y europeas). El traumatismo de esta experiencia ha acabado provocando medidas de flexibilización del mercado de trabajo, de modo que las empresas disponen ahora de mayor margen de maniobra para controlar sus niveles de productividad a lo largo del ciclo económico, si es que finalmente se recupera una senda de crecimiento, aunque no libre de fluctuaciones (49). La contrapartida a este abandono del modelo de “empleo de por vida” (50) explica el continuo aumento del desempleo entre 1991 y 2003 (gráfico 5), mientras los costes del ajuste consumían todo el crecimiento potencial del PIB, que se estancó durante el último quinquenio, como se observa en el gráfico 2.

El futuro dependerá del tiempo necesario para completar el ajuste industrial y, sobre todo, el del sector financiero –fuertemente comprometido y entrelazado con el sector productivo–, que se vio naturalmente arrastrado por el deterioro generalizado de los balances de las empresas y por el sistema de transferencias cruzadas entre recursos de empresas sanas y empresas en crisis dentro de los *keiretsus* (51).

### *II.1.1 Demografía y ahorro: el “excepcionalismo” japonés*

A ello vino a añadirse el aumento de la insolvencia de las familias tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y financiera en 1991. Los particulares se habían endeudado fuertemente –al calor de los bajos tipos de interés facilitados por la elevada tasa de ahorro– para adquirir activos inmobiliarios y acciones durante los ochenta. Unos y otros duplicaron su valor entre 1986 y 1990, lo que se explica totalmente por el aumento de rentabilidad de los activos inmobiliarios de uso comercial en el contexto de fuerte crecimiento del PIB (cuyas tasas se mantuvieron en este período entre el 4% y el 6%), pero sólo a medias en el caso de las acciones, en relación a los beneficios de las empresas. Fueron éstas las que cayeron primero, y el estancamiento hizo caer también el valor de la tierra: las acciones volvieron en 1993 a su cotización de 1986; los activos inmobiliarios lo hicieron en 1995; y las minusvalías en los patrimonios familiares provocaron una fuerte elevación de la morosidad. A todo ello hay que agregar la “sorpresa” del aumento del desempleo –que resultaba imprevisible en el antiguo contexto del mercado de trabajo–.

Así es como cayó Japón, más que en una trampa de liquidez, en una trampa de deuda –o de deflación con deuda–, en la que participan tanto las familias, como las empresas y el Gobierno lo que, unido al descenso de los precios –retroalimentado ahora por el aumento de la productividad–, produce un cuadro típico de “deflación de deuda” como los descritos

por Keynes y Fisher. De modo que los problemas de la economía japonesa no pueden limitarse, ni mucho menos, a la incapacidad de la autoridad monetaria para gestionar toda esta coyuntura dramática, porque, como se señala más adelante, la política monetaria sólo puede acompañar, pero no sustituir, a la de ajuste estructural para hacer frente a los cambios profundos y permanentes que experimentan la demografía, la tecnología y los mercados, tanto domésticos como globales.

La “peculiaridad” de la elevada tasa de ahorro japonesa –que había venido considerándose como una idiosincrasia del modo de vida nipón, relacionada con la institución de la herencia– renovó el interés por los estudios sobre las relaciones entre ahorro, demografía y crecimiento. El principal resultado de estos estudios ha consistido en la recuperación de la teoría del ciclo de vida del ahorro, formulada hace ya casi medio siglo por Modigliani y Brumberg, actualizándola para tomar en consideración la dinámica del cambio demográfico y las diferencias espaciales de tipos y características del grupo familiar (52).

A partir de esta renovación ha podido verificarse que la aparente anomalía de la tasa de ahorro registrada durante el decenio de los ochenta se explica en realidad por la teoría de Modigliani y Brumberg, que resulta consistente también con la fuerte caída en la propensión al ahorro de la familia mediana japonesa durante los años noventa, consecuencia de la evolución demográfica y del derrumbe de la productividad total de los factores productivos (53). Este cambio ya había sido detectado a mediados del decenio, pero ha permanecido parcialmente enmascarado hasta ahora por la gran heterogeneidad de las tasas de ahorro entre los diferentes estratos demográficos (54).

La caída de la productividad, por su parte, se explica por la enorme rigidez del mercado de trabajo en las grandes empresas, que hizo derrumbarse la productividad del trabajo durante la etapa recesiva. El subsiguiente endeudamiento de las empresas para hacer frente a las pérdidas hundió adicionalmente la productividad del capital, dando lugar enseguida a una enorme oleada de quiebras que llegó a consumir entre 1997 y 1998 más del 3% del PIB anual. En el futuro, parece que los mismos factores que produjeron elevadas tasas de ahorro durante los años ochenta contribuirán a producir pautas de ahorro similares a las norteamericanas y, si el crecimiento de la productividad se recupera, los tipos de interés podrán permanecer razonablemente bajos durante los próximos veinte años (55).

#### *II.1.2 El “fracaso” de la política reactivadora*

Krugman calificó de tímida la política económica aplicada para hacer frente a la crisis japonesa. La causa de esta timidez sería imputable al miedo del Gobierno a adoptar políticas e instrumentos que contradecían abiertamente la ortodoxia imperante en las instituciones financieras internacionales y en los mercados. El Gobierno vio caer sus ingresos fiscales y aumentar el gasto corriente, con la consiguiente elevación del déficit, que ya se situaba en torno al 25% del gasto total entre 1995 y 1997 y ascendió rápidamente hasta situarse en el 45% entre 1999 y 2003. Se trataba simplemente de la manifestación de los estabilizadores homeostáticos que acompañan a toda crisis –y más si ésta es profunda y duradera–. Pero, en lugar de dejarlos actuar automáticamente, el Gobierno japonés se empeñó en esterilizar el efecto expansionista del gasto emitiendo bonos y aumentando la presión fiscal.

Algo similar había sucedido con la política reactivadora basada en grandes programas de gasto público durante la primera mitad del decenio, que consistió en siete paquetes que en la mayoría de los casos no significaron realmente fuertes elevaciones de la inversión, sino simples reordenaciones del gasto previsto, aunque sirvieran para justificar la emisión de bonos, destinados realmente a financiar el déficit corriente, cuyas perspectivas a largo plazo son todavía más negativas por causa del déficit previsible en el sistema de

seguridad social, dado el envejecimiento, que es el mayor de los países industrializados. Desde esta perspectiva resulta cuestionable la tan traída queja de que los programas reactivadores basados en la inversión pública no funcionan en Japón. De hecho, de entre el conjunto de 120 billones de yenes gastados en “paquetes reactivadores”, el único “paquete” real aplicado por el gobierno fue el de septiembre de 1995, que supuso una inyección de inversión adicional del 1,6% del PIB y que sí funcionó, traducándose en la reactivación subsiguiente (56). Pero ésta no fue duradera porque la política no fue perseverante ni acometió las imprescindibles reformas, de modo que prevaleció la tesis contraria, favoreciendo la pasividad política, la fuga de capitales, la degradación del yen y una política mercantilista que, de perseverar en ella, acabaría conduciendo a estrategias de “suma cero” en Asia, lo que trae a la memoria las peores imágenes del pasado (57). En cambio, la evidencia disponible indica que los intereses a largo plazo de los tres superpoderes del Pacífico (EEUU, Japón y China) se encuentran más bien en estrategias cooperativas –no sólo en el terreno económico, pero también en él– (58).

La principal consecuencia de financiar con bonos el desequilibrio del gasto corriente fue amasar un “monte Fuji” de deuda pública que se sitúa actualmente en el 160% del PIB y es más de quince veces superior a los ingresos fiscales, que ya se destinan en un 60% a hacer frente a los intereses, dejando escaso margen para cualquier otra política e introduciendo incertidumbre acerca de la amenaza de suspensión de pagos, ampliamente difundida por las agencias calificadoras (59). Esto viene a añadirse a la incertidumbre sobre la solvencia futura del sistema de bienestar, que se refleja en un adelanto del ciclo de vida del ahorro “por razones de precaución”, especialmente en los hogares que no reciben transferencias ni esperan la herencia paterna (60). Precaución que se ha visto estimulada por el anuncio reciente de que los fondos de pensiones de las empresas se encuentran infracapitalizados y que su dotación absorberá buena parte de los beneficios empresariales durante el próximo decenio (61).

Sin embargo, el problema del tamaño de la deuda pública sólo se refiere a la emitida por el Gobierno, que en parte ha sido adquirida –también “por precaución”– por los gestores de la Seguridad Social y otras instituciones. Cuando se descuenta este efecto, la deuda neta soportada por el sector público equivale, según la OCDE, al 72% del PIB, lo que resulta elevado en términos comparativos, pero soportable en un contexto de crecimiento económico. El problema consiste precisamente en que todos estos programas no han conseguido todavía dinamizar el crecimiento porque el efecto multiplicador que en otras circunstancias pudiera haberse derivado del aumento de gasto público se vio neutralizado por el efecto tampón de la adquisición de deuda por esas instituciones. Además, la fuerte preferencia por el ahorro del 12% de las familias con rentas superiores (cuyo comportamiento explica el 75% del ahorro del país (62)) absorbía la masa restante de deuda y terminaba de esterilizar el efecto multiplicador de los programas de inversión.

Por lo que se refiere al BoJ, su actuación, más que de tímida, puede calificarse de recalcitrante. Y no es que el Banco haya dejado de aplicar la regla de oro de la política monetaria –que consiste en combatir la recesión con descensos de los tipos de interés, siempre que no se vislumbren amenazas inflacionistas–, sino que lo ha hecho con lentitud y desgana, controlando estrictamente las magnitudes y tratando además de que su actuación pasara inadvertida, pretendiendo evitar, sobre todo, generar la más mínima expectativa inflacionista, que es precisamente lo contrario de lo que convenía hacer. La reducción del tipo de interés desde el 6% hasta el 0,5% no se hizo con rapidez, sino que se realizó paulatinamente a lo largo del período 1991-1995. A partir de 1998 el Banco forzó al tipo de interés interbancario a situarse prácticamente en el 0,5%, reduciéndolo enseguida hasta el 0,25%, para llevarlo prácticamente a cero en diciembre de 1999. Pero el gobernador Masaru Hayami –que dirigió el BoJ entre 1998 y 2003– se encargó de neutralizar el efecto de estas políticas anunciando que estaba dispuesto a invertir la tendencia monetaria tan pronto ésta causase el menor efecto real.

### II.1.3 Política monetaria versus reforma institucional

Ciertamente, la pauta de conducta del BoJ perseguía obligar al sistema político a asumir sus propias responsabilidades y acometer las imprescindibles reformas estructurales, sin las que los efectos de la política monetaria no podían ser duraderos –ni los de la política presupuestaria, como quedó demostrado con las bengalas o arranques fallidos de 1996 y 2000–. Además, la separación entre las autoridades monetaria y financiera –situada ésta en la Agencia de Servicios Financieros (FSA)– y la incomunicación y falta de colaboración entre el Gobierno y estas dos autoridades dificultaba considerablemente acometer el saneamiento de la banca, que sigue siendo la gran reforma pendiente, porque el anterior titular del BoJ estaba persuadido de que, sin un sistema crediticio eficiente, el sistema de transmisión monetaria tampoco podía funcionar.

Tras el cambio de liderazgo en el viejo Partido Liberal Democrático (PLD) que gobierna casi interrumpidamente el país desde 1956, la llegada al gobierno de Junichiro Koizumi en abril de 2001 abrió un portillo a la esperanza en el cambio de políticas, aunque la carga del pasado y el difícil equilibrio dentro de su partido hacían dudar de que dispusiera de suficiente margen de maniobra para aplicar su programa de reformas, que se vio favorecido, sin embargo, por una política de ampliación de las magnitudes monetarias por parte del BoJ, enfrentado a la agudización de la crisis bancaria (63). En el año y medio transcurrido los signos de cambio han sido mixtos: frente a las promesas de abandono de la política tradicional de estímulos presupuestarios ejecutados a través de la Corporación de Carreteras y de la Caja Postal, dominados en última instancia por el clientelismo partidario, el déficit provocado por las políticas inertes no ha dejado de aumentar; frente al compromiso de dejar morir en la quiebra a las empresas “zombies” –que arrastran con su competencia destructiva a las empresas eficientes– aparece la demora en acometer la reestructuración bancaria, cuyos balances se ven inexorablemente arrastrados por el achatarramiento de muchos de sus activos industriales y las correspondientes anulaciones de deuda (*write-off*); y, frente a la promesa de mayor competencia y desmantelamiento de la vieja política industrial mercantilista, el BoJ no ha dejado de intervenir en los mercados para frenar todo eventual ascenso en la cotización del yen.

En el otoño de 2003 todo esto parece haber empezado a moverse en la buena dirección. El nombramiento de Toshihiko Fukui al frente del BoJ en marzo pasado ha abierto el camino para el cambio de política monetaria, destinando la inyección de dinero a recapitalizar los bancos en crisis, una vez enviadas a la quiebra las empresas ineficientes –aunque surjan dudas de si bajo tal cobertura no se estará condonando también deuda a estas últimas– (64). El caso de Resona –el quinto mayor banco japonés– es único en la historia por cuanto por primera vez los accionistas no pierden su dinero al acudir el gobierno con fondos públicos al rescate de un gran banco –en combinación con el BoJ y la FSA–, lo que ha permitido lanzar la señal de una política beligerante para combatir la aversión al riesgo, nacionalizándolo, y ha tenido la virtud de elevar casi automáticamente las cotizaciones de los demás bancos en crisis, que habían alcanzado en abril su nivel mínimo (un 93% inferior al máximo de finales de 1989) (65). La “limpieza” de los préstamos fallidos de los bancos es la condición imprescindible para la recuperación, pero la intensidad del problema es tal que llevará tiempo absorber sus consecuencias, ya que estos “*bad loans*” suponen, según el gobierno, algo más del 7% del PIB, pero dependiendo de las diferentes clasificaciones oficiales empleadas, se sitúan entre el 10,5% y el 14,1%, y algunas estimaciones privadas lo elevan al 20% y hasta el 25%, de modo que la crisis sería de intensidad parecida a la que experimentó la banca española (por razones muy similares) entre 1977 y 1985, que consumió el 16,8% del PIB, aunque mucho menos intensa que la chilena o la argentina de comienzos de los años ochenta, cuyo coste fue del 41,2% y el 55,3% de los respectivos PIB nacionales (66).

Además, en lugar de seguir inventándose programas expansivos, el Gobierno parece dispuesto a gastar dinero en proteger a los desempleados y en ayudarles a buscar

empleo. Como ha dicho un observador de la realidad económica japonesa, si te dispones a aplicar cirugía agresiva debes acumular una buena reserva de sangre para transfusiones, ya que la etapa de reestructuración lleva aparejada una mayor exclusión, y –en una sociedad considerablemente tradicional– el visible aumento de las tasas de criminalidad podría acabar bloqueando el proceso de reforma (67). Por otra parte, la nueva senda por la que se está adentrando ya el ahorro y las perspectivas inflacionistas deberían incentivar el consumo, así como la mayor fortaleza del yen, que el BoJ parece dispuesto a dejar que se aprecie suavemente en el mercado tras la reunión del G-7 en Dubai. Parece abandonarse, pues, la obsesión por poner un suelo a la cotización de la divisa, que hasta el ocho de octubre de 2003 se había situado en 110 yenes por dólar (68), a lo que contribuye también la nueva tendencia de los ahorradores a invertir en el exterior (69).

Finalmente, la victoria del primer ministro Koizumi sobre los partidarios de las políticas tradicionales en el reciente congreso del PLD –en donde los viejos paquidermos calificaron su programa de “terrorismo político” (70)– y la subsiguiente disolución del Parlamento, parecieron ser la señal de que el Gobierno estaba firmemente decidido esta vez a aplicar su programa de reformas, previamente ratificando en las urnas frente a los tiros de dentro y los troyanos de fuera (los partidos Democrático y Liberal, recientemente fusionados) (71). Quedan, naturalmente, muchas incógnitas por despejar pero por primera vez en muchos años “el vaso parece estar medio lleno” (72) y aparecen indicios de que el repunte del PIB durante los tres últimos trimestres con tasas anuales del 2,9%, el 3,0% y el 2,2% no será un nuevo “falso amanecer”, aunque el deflactor siga cayendo a un ritmo entre el 3,5% y el 2,7% anual (73), acumulando un descenso del 10,5% respecto al año base de 1995. El aumento de la abstención y la tímida victoria electoral de la coalición dirigida por el PLD el 9 de noviembre arrojan alguna sombra de duda sobre la perseverancia de Koizumi en aquellos propósitos, al perder la mayoría absoluta de la que disfrutaba su partido en el Parlamento –aunque la pérdida de apoyos parece causada más por las políticas exterior y militar que por las propuestas de reforma–, si bien el paso de una situación de partido único (*de facto*) a un sistema verdaderamente competitivo entre partidos, que se deriva de las últimas elecciones, puede ayudarle a vencer resistencias en su propio partido, aunque en un primer momento los mercados interpretasen que el resultado le obligará a ceder impulso y a contemperizar con los adversarios de la reforma (74).

## **II.2 La amenaza de deflación en EEUU**

Como vienen reconociendo abiertamente desde la primavera de 2003 el FMI y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, tras el estallido de la burbuja de la llamada “nueva Economía” y la aparición, tras el 11-S, de la “economía del miedo” (75), el problema del momento consiste en la amenaza de deflación y en la caída, tras Japón, de EEUU y Alemania en situaciones de trampa de liquidez –con el riesgo de que esta última acabe arrastrando al conjunto de la UE–.

### *II.2.1 La burbuja de la “nueva economía”*

La primera pregunta que hay que hacer en un contexto como el norteamericano, en donde la política monetaria se atribuye el amplio cometido de “velar por la salud de la economía”, es si la formación de la burbuja pudo haberse evitado aplicando una política monetaria preventiva tan pronto se detectó la “exhuberancia” de los mercados de valores, que ya era evidente en 1998 tras tres años de “*bull market*”, cuando el presidente de la FED se preguntaba públicamente si existía realmente una “nueva economía” (76). El propio Alan Greenspan había considerado saludable el crecimiento del 20% en las cotizaciones de 1997 (77), tras sufrir los ataques de Edward Yardeny y otros magos de Wall Street por haberse referido en diciembre de 1996 a la “exhuberancia irracional de los mercados de valores” (78). La frase no fue utilizada como título para el conocido libro de Robert Shiller

hasta el año 2000, cuando la burbuja estaba a punto de estallar, pero Greenspan conocía perfectamente sus ideas y sus métodos de valoración desde el 6 de diciembre de 1996, cuando Shiller y Campbell presentaron conjuntamente su testimonio ante el *Board of Governors* de la Reserva Federal (79).

Ciertamente, sólo los historiadores de la moneda y de la economía –rememorando lo ocurrido antes de 1929– se planteaban por esas fechas la posibilidad de que el mercado de valores pudiera controlarse desde la política monetaria, ya que, como argumentaba Yardeny en su debate con Greenspan, para hacerlo la FED tendría que haber contado con un modelo de valoración de las acciones, lo que es tanto como pretender gobernar el nivel que alcanzan en cada momento las cotizaciones del mercado como si se tratase de una variable determinada por procedimientos técnicos. Pero, sin llegar a esos extremos, la burbuja era más que evidente a comienzos de 2000, cuando las acciones del índice Dow Jones llegaron a alcanzar una relación entre precio y dividendo (PER) de 50, frente a una media secular de 15, por mucho que el segmento más claramente sobrevalorado fuera el tecnológico (con un PER 65), que llegó a ponderar un 30% en el índice (80), porque el mercado –y sus animadores– decidieron descontar de forma fulminante aquellos efectos de la elevación de la tasa de crecimiento potencial que Jorgenson estima se producirán a lo largo de todo el siglo XXI, y, sin barreras de entrada en los sectores tecnológicos, el beneficio de la inversión no lo retenían los inversores, sino que se difundía rápidamente por toda la economía (81).

Pero el cometido y el bagaje instrumental de la política monetaria comúnmente aceptados nunca fue tan allá. Sin embargo, según los análisis de los economistas más solventes (82), por el tiempo en que tenía lugar el debate sobre la política monetaria exigida por la “nueva economía”, el PIB norteamericano ya estaba creciendo por encima de su “tasa natural” –aún considerando el posible escalón derivado de la nueva IT–, por mucho que la inflación se mantuviera aproximadamente a la mitad de lo que resultaba previsible porque se estaba beneficiando de una serie de *shocks* favorables, tales como los bajos precios de las materias primas y otros suministros, que se debían: a la crisis asiática y a la fortaleza del dólar; al cambio de ritmo del crecimiento de la productividad, y sobre todo, a la fuerte elevación de la productividad en los servicios médicos, originada por la introducción de las tecnologías de la información –*shocks* que sólo se producen una vez, como escribía machaconamente Krugman en la prensa diaria–.

Y si todos los factores y la capacidad instalada ya se estaban utilizando, ¿a dónde iba el dinero que inyectaba la FED? Alguien advirtió desde Francia que cuando el dinero no tiene adonde ir, echa hacia arriba. Como los precios al consumo se mantenían estables gracias a que cada vez América importaba más productos –con la contrapartida del crecimiento del déficit de la balanza comercial– y la inmigración mantenía bajo mínimos los de los servicios personales, el lugar para subir era la bolsa. Pero los precios de las acciones no entran en los índices de inflación manejados por el FOMC, de modo que la autoridad monetaria no veía razones para tirar de la cuerda del dinero y, cuando lo hacía, todo el mundo se le echaba encima porque América vivía el sueño de la nueva riqueza: ¿tendría la FED que haber abortado la carrera de toros desbocados que se celebraba en la bolsa de Nueva York, empujada por la “manada electrónica” de los corredores de bolsa, convertidos en “amos del universo” mientras celebraban su “hoguera de las vanidades”?

El análisis empírico de la respuesta de los mercados de valores a los cambios no anticipados en los tipos de interés de la FED indica que, *grosso modo*, una reducción por sorpresa de 25 puntos básicos (o sea, del 0,25%) provoca una subida del 1,25% en las cotizaciones de la bolsa ese mismo día, mientras que una elevación de los tipos de aquella misma magnitud se traduce en una caída de las cotizaciones sólo algo por encima del 1%. Según el gobernador Ben Bernanke esto implica que las elevaciones de

los tipos de interés de los fondos federales necesarias para controlar una sobrevaloración de las acciones del orden del 25% en los valores cotizados se situaría entre cinco y seis puntos, lo que habría provocado un debilitamiento de la economía muy significativo, además de producir otros efectos colaterales igualmente nocivos (hay que señalar que en el momento en que arreciaba el debate sobre la “nueva economía” los tipos se situaban en el 5,5%, lo que significa que el control de la burbuja habría requerido tipos de interés de dos dígitos, con lo que la consiguiente desaceleración del crecimiento y la elevación del ahorro habrían permitido que éste financiase la inversión). Todo ello lleva a este alto responsable de la política monetaria de la FED a desaconsejar el empleo de la política monetaria para el control de las burbujas financieras, aunque apenas mencione las posibilidades de una política preventiva persistente, que habría podido contemplar la sobrevaloración de los activos financieros como un elemento significativo de la inflación (83).

Esto es precisamente lo que defendió Olivier Blanchard al extraer las consecuencias para la política monetaria norteamericana de su análisis de las causas de la burbuja japonesa de finales de los ochenta, recomendando una política monetaria capaz de quebrar las expectativas desmesuradamente alcistas de los mercados, anunciando simplemente la intención del banco central de reaccionar frente a cualquier crecimiento desmesurado del PER medio en los mercados de valores, porque “las burbujas no se mueven a impulsos de la racionalidad y los fundamentos económicos, sino del *espíritu animal* de los inversores”, aunque siempre acaban prevaleciendo aquellos. En esto, Blanchard coincide con Krugman. Y también en señalar que, incluso cuando la economía atraviesa por una trampa de liquidez, los gestores de la política monetaria disponen de cierto margen de maniobra para generar expectativas sobre la inflación y orientar los tipos de interés y el tipo de cambio a medio y largo plazo, fijando un objetivo para la inflación futura y ampliando desproporcionadamente la cantidad actual de dinero, dado que en el contexto presente el signo de la existencia o inexistencia de un *output gap* es probablemente el nivel de la inflación, mientras que cuando éste era elevado, el signo provenía de su tasa de cambio (84), lo que se explica por razones estrictamente aritméticas (cuando la inflación pasa del 1% al 2%, esa es la medida del cambio, mientras que cuando pasa del 10% al 20%, lo que importa no son los diez puntos, sino la duplicación). La obligación de anclar las expectativas de inflación es precisamente la mayor contribución de Milton Friedman al bagaje conceptual y a la práctica de la política monetaria tal como hoy la entienden los gobernadores de la FED (85).

A parecidas conclusiones llega Posen, aunque su análisis del caso japonés establece que la política del BoJ no fue condición necesaria ni suficiente para la formación de la burbuja –por mucho que debiera de haber actuado de otra manera, no precisamente para controlar los precios de las acciones, sino para cumplir con su cometido ordinario en relación a las expectativas inflacionistas– mientras que sí considera al Banco responsable del marasmo económico de los noventa, por su pasividad tras el pinchazo de aquella. Todo ello expresado en cuatro máximas:

- *Las burbujas van y vienen, pero la política monetaria siempre es la misma.*
- *Lo que importa para los resultados macroeconómicos es lo que ocurre después del pinchazo de la burbuja.*
- *Cuanto menos bancos [èn todos los sentidos, o sea, cuanto menor es el papel de la intermediación bancaria], menos crisis.*
- *La reacción apropiada frente al pinchazo de la burbuja es la relajación monetaria* (86).

#### II.2.2 “Que lo de Japón no nos ocurra a nosotros”

Sea como fuere, la FED no adoptó una política verdaderamente preventiva y diez años más tarde de la burbuja japonesa –junto a otras muchas coincidencias entre las dos

situaciones— la burbuja norteamericana creció hasta estallar y amenazar con provocar otro episodio de inflación de deuda. Como el mundo occidental no guardaba recuerdos de esta situación, tampoco había desarrollado reflejos preventivos ni se había estudiado seriamente qué hacer en tal situación. Que el debate siga vivo al cabo de tres años se debe sin duda a que en el estado actual del arte y el conocimiento económicos no se dispone de instrumentos que hayan probado su eficacia para combatir las situaciones de deflación acompañadas de trampa de liquidez, probablemente porque hasta hace muy poco tiempo se había preferido cerrar los ojos frente a esa amenaza, pensando tal vez que “a nosotros no nos puede pasar”.

La declaración realizada por el Comité de Mercado Abierto de la FED el 6 de mayo de 2003 —y ratificada en los mismos términos el 25 de junio, el 12 de agosto, el 16 de septiembre y el 28 de octubre, cambiando ligeramente de tono el 9 de diciembre (87)— marcan un hito en la historia de la política monetaria norteamericana porque por primera vez desde hace más de medio siglo se reconocía que el peligro actual “estriba en que la inflación llegue a ser demasiado baja” —de hecho, en agosto de 2003 se situó en el punto más bajo desde 1966—. De lo que se trata ahora es de actuar “para que a nosotros no nos pase lo que a Japón”, extrayendo las consecuencias de su experiencia, que aconseja aplicar medidas intensas desde el momento mismo en que los tipos de interés se aproximan a cero (88). Lo menos que puede decirse es que la reacción fue fulminante: si Japón había tardado seis años en emplear a fondo la política monetaria, la FED redujo el tipo de interés al 1,75% en los once primeros meses de 2001.

El Presidente de la FED, Alan Greenspan, encontró la fórmula para embarcarse en esta nueva política antideflacionista sin provocar pánico en los mercados ni admitir un riesgo inminente de deflación afirmando que la política monetaria adopta el enfoque de la gestión de riesgos. Bajo tal enfoque, no sólo se toma en consideración el escenario o la senda más probable de evolución de la economía, sino la distribución de las consecuencias que tendrían los diferentes escenarios: “de modo que hay que hacer un juicio sobre las probabilidades, costes y beneficios de los posibles resultados que se alcanzarían aplicando políticas alternativas... [Una determinada] política podría no ser la más efectiva para conseguir los resultados deseados en caso de que se asumiese el modelo base, pero podría en cambio resultar relativamente benigna en la eventualidad de que la economía no se comportase de acuerdo con ese escenario. Estas consideraciones son las que han inclinado a la Reserva Federal hacia políticas que limiten el riesgo de deflación, a pesar de que las previsiones más probables derivadas de los modelos convencionales no indican que tal riesgo exista” (89), ya que la tasa media de crecimiento anual prevista hasta mediados de 2004 se sitúa en el 4% —por mucho que el desempleo se mantenga casi en el 6%— y la inflación de precios al consumo por debajo del 1,5% (90).

La necesidad de extremar la prudencia estriba en que, aunque no sepamos cómo salir de las situaciones de trampa de liquidez, todavía creemos disponer de los instrumentos para evitar caer en ellas cuando aún no es demasiado tarde, lo que exige evitar incurrir en excesos de confianza, como hicieron los japoneses. La primera condición para actuar así consiste en reconocer el problema. En EEUU esto ya ha ocurrido. En palabras de Alan Greenspan, en su declaración ante el Congreso el 15 de julio de 2003, “existe un escenario especialmente pernicioso —aunque remoto— en el que la inflación se hace negativa en un contexto de debilidad de la demanda agregada, lo que podría engendrar una espiral deflacionista corrosiva” (91). En consecuencia, la autoridad monetaria americana anuncia estar dispuesta a practicar una política acomodaticia tan intensa y duradera como sea necesario. Desde la propia FED, el gobernador Bernanke ya ha señalado que el objetivo de inflación deseable se encuentra por encima del 1% —aunque un escenario probable la sitúa en el 0,7% a finales de 2004—.



Si cayera por debajo de esa cifra y el estímulo monetario proporcionado por los bajos tipos de interés a corto plazo no fuera suficiente, el Gobierno norteamericano podría aplicar también estímulos de tipo presupuestario, como de hecho ya ha venido haciendo al asumir un déficit de 455.000 millones de dólares para este año, que se elevaría a 45,5 billones si se tomasen en consideración las obligaciones futuras del Gobierno, para equilibrar el cual sería necesario elevar en un 66% el impuesto sobre la renta (92), por no hablar del impacto presupuestario de la guerra y la reconstrucción de Irak.

Manteniéndose estrictamente en el terreno de la política monetaria, la FED podría intervenir sobre los tipos de interés a largo plazo a través de medidas “no tradicionales”, como: comprar bonos del Gobierno a largo plazo –impidiendo las subidas de rentabilidad actual, que amenazan la recuperación (93)–; establecer un programa de suministro de reservas monetarias para los bancos a bajo interés y largo plazo; o vender opciones para tomar dinero prestado de la FED en esas mismas condiciones. Porque para romper la trampa de liquidez es necesario amenazar al público con inflación futura y bajos tipos de interés a medio plazo, como Krugman recomendaba hacer en Japón.

De lo que se trata es de convencer a los mercados, a los consumidores y a los ahorradores de la voluntad de mantener una política monetaria acomodaticia durante un período de tiempo suficiente para la recuperación. Y para ello no basta simplemente con comunicar un objetivo de precios, sino que se requieren compromisos efectivos y vinculantes de aplicar la política tendente a conseguirlo, y anunciar un calendario creíble y preciso acerca del momento en que el riesgo de deflación desaparecerá y los tipos de interés volverán a subir (94).

Ahora bien, conceptualmente esto implica un grado de dirigismo sobre el mercado muy superior al que nadie ha estado dispuesto a aceptar hasta el presente, ya que en último extremo tales medidas implican la monetización indirecta de la deuda pública, lo que impide al mercado emitir señales sobre sus expectativas reales de inflación, conocidas como la “equivalencia de Ricardo”, según la cual el público percibe el aumento del déficit como una futura elevación de impuestos. Tradicionalmente estas expectativas se han concretado en un aumento de 25 puntos básicos en el tipo de interés a largo plazo por cada aumento de un punto porcentual en las necesidades de financiación del presupuesto federal norteamericano, aunque recientemente se estén revisando tales mediciones (95). Lo más probable es que si la política monetaria actual no les deja expresarse libremente, en un momento ulterior esto podría despertar la desconfianza de los inversores y desencadenar su huida en masa del mercado de bonos –de acuerdo con la alternativa *exit/voice*, formulada por Hirschman–, una huida cuyas consecuencias resultan imprevisibles.

Probablemente por eso Greenspan (96) ha expresado su preocupación por el nivel del déficit actual, que alcanzó en 2003 el 3,5%, subirá al 4,3% en 2004 y la oficina presupuestaria del Congreso prevé se mantendrá al menos a lo largo de todo el decenio, por causa de las reducciones de impuestos y de la elevación del aparato militar –siguiendo una política que ha sido calificada por los círculos de estudios como “la mayor irresponsabilidad fiscal en la historia del País” (97) y a la que Akerlof considera una forma de saqueo de los ingresos federales por las familias más ricas–. Pero, según Krugman, ni aún retirando totalmente las subvenciones de Bush podría recuperarse el equilibrio (98). Además, en 2008 la primera cohorte de la generación del *baby boom*, nacida con la posguerra, alcanzará los 62 años, edad legal en que comienzan las jubilaciones voluntarias. Los impuestos actuales no serán suficientes para financiar las pensiones ni la atención médica (*medicare*) comprometida con esta generación, de modo que el aumento del déficit elevará el monto de la deuda –cuya *ratio* respecto al PIB se sitúa actualmente en el 37% y alcanzará como mínimo el 40% en 2005, lo que no es excesivo en términos comparados, pero resulta inadmisibles para un país cuya democracia se modeló poniendo

límites a la capacidad del Gobierno para endeudarse—. Como el sistema político siempre ha estado a la altura de las circunstancias –afirma Greenspan–, es razonable pensar que antes de que esto ocurra se tomarán medidas para evitar la desestabilización del presupuesto. Por eso, necesariamente el déficit tendrá consecuencias a largo plazo sobre los mercados financieros. De esta manera es como Greenspan indica veladamente que, de no corregirse el problema del déficit, la FED no podría llevar a cabo una política monetaria tan discrecional y anticonvencional como se había mostrado dispuesta a aplicar para reactivar la economía –avisando con ello que la actual política de bajos tipos a largo plazo puede cambiar–.

Además, aunque la FED deseara y pudiera garantizar bajos tipos de interés a un plazo suficiente para garantizar la reactivación, el problema es que, como dice el chiste del economista: “si hacer previsiones siempre es difícil, mucho más difícil es prever el futuro”. Por ejemplo, tras un bienio de sequía informativa, en la segunda quincena de octubre de 2003 empezaron a aparecer buenas noticias económicas, tanto en EEUU, como en Asia y hasta en Alemania:

“Los economistas están augurando un crecimiento más estable para las principales economías del mundo en el 2004. La encuesta trimestral de Reuters, realizada entre unos 150 economistas del Grupo de los Siete países más industrializados, mostró que el crecimiento se fortalecerá el próximo año en todas las principales economías, encabezadas por Estados Unidos.”

Y en diciembre:

“El barómetro coyuntural presentado por el Centro Europeo de Investigación Económica (ZEW) prevé no sólo una evolución económica positiva en la eurozona; también subraya que el pesimismo, que hasta poco imperaba entre los inversionistas alemanes sobre la economía nacional, empieza a mejorar” (99).

### *II.2.3 Lo de 2001 no era una crisis en “V”*

Pues bien, de ser cierta la recuperación, hasta el otoño de 2003 ésta apenas se había dejado sentir sobre el mercado de trabajo americano (100). Un cierto retraso es habitual, lo que explica las fluctuaciones de la productividad a lo largo del ciclo económico. El retraso ya fue más prolongado que de costumbre durante la reactivación de comienzos de los noventa y, según algunos estudios, la brecha tenderá a ensancharse ahora, por causa del cambio estructural, que explica que muchos empleos perdidos durante la crisis no reaparezcan en los mismos sectores, sino en nuevas actividades, cuya productividad es mucho más elevada (101). En el cuarto trimestre de 2003 la utilización de la capacidad industrial se situó en el 75,6%, 9,2 puntos por debajo del máximo trimestral de la serie desestacionalizada, registrado en 1988-1989 (84,8%), y 5,5 puntos menos que la media del período 1972-2002 (81,3%); no obstante, había aumentado 1,5 puntos respecto al segundo trimestre, y ya se situaba cuatro décimas por encima del último trimestre de 2002 –habiéndose registrado un aumento del 6,2 % en la producción industrial durante el trimestre y otro del 1,1% en la capacidad industrial durante el año– (102). Se trata, pues, de cifras todavía ambiguas para poder hablar de recuperación, al menos en la industria y en el mercado de trabajo, lo que aconseja mantener alta la guardia de la política monetaria (103). Todo ello con independencia de la abultada cifra de crecimiento del PIB estimada para el tercer trimestre del año (8,3%, frente al 3,3% registrada en el segundo), imputable al bien conocido efecto del ciclo de las existencias en Norteamérica, alimentado en este caso por las reducciones de impuestos dirigidas a impulsar una reactivación rápida. Brad DeLong considera esta política una aberración, que conducirá probablemente a una nueva desaceleración dentro de seis o doce meses (104). Perry considera también que se trata de una “salida en falso” (105), y tampoco a Greenspan le inspiraban demasiada confianza tales cifras (106).

A mayor abundamiento, el propio Brad Delong ha venido deflactando en su semidiario el optimismo de las noticias sobre la coyuntura norteamericana a corto plazo y fijando la atención en el medio plazo: el déficit comercial norteamericano resulta insostenible sin una fuerte caída del dólar –algo en lo que coincidía con Duisenberg–. Ciertamente, un verdadero derrumbe de su divisa no sería tan dañino para la economía americana como para las economías emergentes, porque su deuda está denominada en dólares, aunque los déficit exterior y público dejarían de financiarse desde fuera, los inversores que operan en dólares experimentarían notables pérdidas, y el consiguiente efecto riqueza extendería su capacidad contractiva en el ámbito global, contagiando en primer lugar a la eurozona. En cambio, una caída controlada resultaría beneficiosa. Sin embargo, los datos del Tesoro indican que desde septiembre de 2003 el flujo de entrada de inversiones no alcanza para cubrir el déficit por cuenta corriente, lo que desencadena un rápido abandono de posiciones en dólares y un flujo de ventas en *Wall Street*, que puede resultar desestabilizador, como indica la experiencia del pasado (107).

Por ejemplo, tras la crisis asiática, los mercados de valores de esa zona presentaban cotizaciones y rentabilidades considerables que resultan atractivas para los inversores y contribuyen a su reflación (108). Pero si el flujo se convirtiera en una riada, abaratando demasiado el coste del capital para los gestores, éstos comenzarían a despilfarrarlo – como hicieron los de las empresas *punto.com*– y para cuando los inversores se percatasen del exceso y exigieran el reembolso, la crisis volvería, porque en el estado actual del sistema financiero global estos flujos, cuya acción resulta abiertamente procíclica, provocan una amplificación brutal de las fluctuaciones, actuando como “desestabilizadores automáticos” que aumentan la volatilidad del crecimiento y la desigualdad en las economías emergentes. De ahí que la estabilidad del crecimiento de estas economías –sobre todo en América Latina– dependa de su capacidad para combinar el crecimiento con la elevación de sus tasas de ahorro –especialmente durante las fases de alza cíclica– (109). En todo caso, conviene evitar movimientos bruscos y declaraciones alarmistas –motivadas, en parte, por las urgencias electorales, en busca del voto industrial– que provocarían efectos de abandono o huida de las posiciones en dólares –para buscar el refugio de los activos mobiliarios– y la venta de reservas de los grandes países asiáticos, cuyos movimientos en espiral resultarían abiertamente desestabilizadores para todos, porque en un contexto de globalización no rige el refrán de que “quien la hace la paga” (110), sino que en muchos casos se la hace pagar a los demás, ya que los efectos de pinchar la burbuja –y de otras muchas externalidades negativas– son también globales.

Además, el miedo a la competencia internacional y la huida hacia el nuevo mercantilismo no parecen justificados. El que el crecimiento desbocado de la economía financiera –y de su efecto riqueza, ficticio y pasajero– haya provocado el déficit comercial actual no implica que en un contexto más ordenado de recuperación la corrección del desequilibrio de la balanza requiera recetas tradicionales. Aquí también Krugman resulta pionero: su modelo de crecimiento basado en la diversificación de la producción (111) implica que la elevación del crecimiento potencial derivado de la innovación tecnológica no conduce necesariamente a un deterioro de la balanza o a la depreciación de la moneda, ya que en un contexto de diversificación la elevada elasticidad de la demanda de exportaciones puede compensar con creces el aumento de las importaciones inherente al mayor ritmo de crecimiento, sin precisar de bruscas caídas en el tipo de cambio. Su modelo, aplicado al análisis de las series de importación e importación bilateral entre EEUU y los otros países (considerando el efecto de diversificación), arroja una elasticidad de las exportaciones respecto al producto de 1,4, no mucho mas baja que la de las importaciones (1,8) (112).

En cualquier caso, es evidente que los desequilibrios acumulados durante el decenio de los noventa son tan profundos que sólo se logrará evitar la deflación e iniciar una





























































