



BOLETIN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO



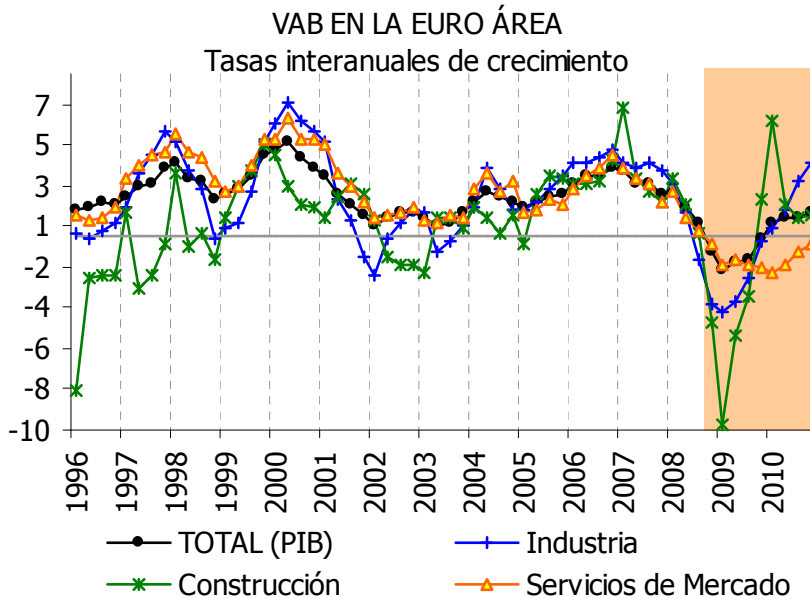
Universidad Carlos III de Madrid

Instituto Flores de Lemus

Segunda Época

SE REVISAN NUEVAMENTE A LA BAJA LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA EURO ÁREA

SE ESPERA AHORA UNA CONTRACCIÓN DEL 1.0% PARA 2009 Y UN CRECIMIENTO POSITIVO DEL 0.9% PARA 2010



Fuente: INE & IFL (UC3M)
Fecha: 19 de noviembre de 2008

Nº 171
Diciembre de 2008

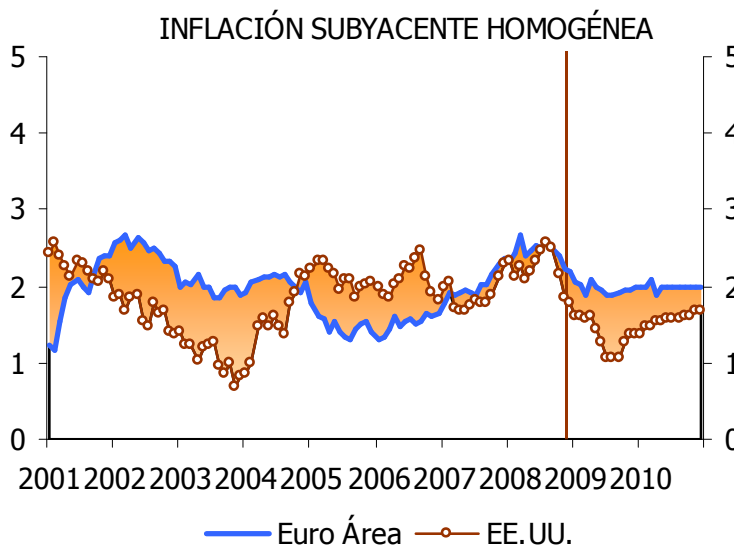
Comentario Macroeconómico
Michele Boldrin
"Siete mitos de la economía en tiempos de recesión"
Pag. 77

" Más Consumo, menos ahorro. De alguna forma este es el mito fundacional de todas las malas políticas económicas y es la base de los siete mitos que se irán analizando.

El mito fundacional se basa en la idea de que existe un mágico multiplicador (obviamente keynesiano) tal que, cuanto más grande sea la parte de renta que el individuo medio utiliza para financiar su consumo más grande será la renta agregada del país. Muchas veces este argumento se justifica a través de la idea demasiado obvia pero incompleta de que la demanda genera su propia oferta (claro, pero ¿de quien?) o que las empresas producen solo si esperan vender los bienes producidos (obviamente, pero las empresas necesitan un stock de capital).

Los que creen en este sin sentido nunca se paran a considerar que, también en el mundo abstracto de los modelos macroeconómicos, cuanto más consuman los consumidores menos les queda para ahorro e inversión "

LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN EE.UU., SIN INCLUIR LOS ALQUILERES IMPUTADOS, SE SITUARÁ EN 2009 Y 2010 SIGNIFICATIVAMENTE POR DEBAJO DE LA TASA CORRESPONDIENTE EN LA EURO ÁREA



Fuente: BLS & IFL
Fecha: 19 de diciembre de 2008

Nº 171



www.uc3m.es/boletin

Sietes mitos de la economía en tiempos de recesión

1. ¡Más Consumo, Menos ahorro!

De alguna forma este es el mito fundacional de todas las malas políticas económicas y es la base de los siete mitos que se irán analizando. Por esta razón dedicaré a este tema algo más de espacio y de tiempo que a los otros seis.

El mito fundacional se basa en la idea de que existe un mágico multiplicador (obviamente keynesiano) tal que, cuanto más grande sea la parte de renta que el individuo medio utiliza para financiar su consumo más grande será la renta agregada del país. Muchas veces este argumento se justifica a través de la idea demasiado obvia pero incompleta de que la demanda genera su propia oferta (claro, pero de quien?) o que las empresas producen solo si esperan vender los bienes producidos (obviamente, pero las empresas necesitan un stock de capital) lo que, como vamos a ver, tiene implicaciones prácticamente opuestas a las esperadas.

Los que creen en este sin sentido nunca se paran a considerar que, también en el mundo abstracto de los modelos macroeconómicos, cuanto más consuman los consumidores menos les queda para ahorro e inversión. Entonces ocurrirán alguna, o todas, de las siguientes consecuencias. Cuanto más grande sea la parte de nuestra renta que consumimos más tendremos que endeudarnos. A menos que decidamos ir completamente en la otra dirección posible que es la de consumir toda la riqueza acumulada hasta que se acabe. En una economía cerrada esta es la única opción disponible mientras que en una economía abierta es posible seguir endeudándose por un tiempo relativamente largo (posiblemente con la ilusión de tomar dinero a préstamo de las generaciones futuras a través de la deuda pública) o por lo menos hasta que los inversores extranjeros no inicien la retirada de sus ahorros de nuestros mercados y la capacidad de devolver la deuda del endeudado consumidor keynesiano sea cada vez menor. Cómo puede este proceso ser la base de un crecimiento alto y sostenido sólo lo saben los devotos creyentes de este mito.

Su confusión parece ser doble. Por un lado no entienden que la inversión viene del ahorro y como la inversión es la compra de bienes y servicios que

se producen exactamente como un bocadillo o un corte de pelo, también los ahorros tienen multiplicador. También los ahorros generan empleo y valor añadido según la regla de que la demanda crea su propia oferta. Hay empresas y trabajadores, cuya ventaja comparativa se encuentra en la producción de bienes de inversión, por lo que los ahorros son los que efectivamente generan la demanda para dichos trabajadores y dichas empresas. Por otro lado, los creyentes no parecen entender que la restricción presupuestaria inter-temporal tiene que ser cierta no sólo para los agentes económicos sino que también en agregado. Esto quiere decir que si en el presente nos endeudamos de forma masiva para financiar el consumo, el mercado espera que esto se compense con ahorros e inversiones futuras. De otra forma, ¿cómo vamos a ser capaces de repagar la deuda contraída? En pocas palabras, la restricción presupuestaria inter-temporal requiere una ponderación (por lo menos en términos inter-temporales) entre consumo y ahorro. Después de un periodo en el que se ha ahorrado poco y consumido mucho endeudándose de forma masiva en el proceso, lo más normal y la única cosa correcta que se puede hacer es consumir menos y ahorrar más. Cualquier otra estrategia conducirá, tarde o temprano, a una situación todavía peor.

En la situación actual observamos cómo unos cuantos países, en primer lugar los EE.UU., han estado consumiendo más de lo que podían permitirse en base a su renta actual financiando este exceso de consumo de dos formas. Primero, ofreciendo la riqueza acumulada (las propiedades inmobiliarias y el stock de capital en general) como colateral en la contratación de deuda; en la medida en que el valor de dicho colateral era alto y seguía creciendo, este comportamiento pareció razonable. Segundo, "prometiendo" (en el sentido de expectativas tanto de los prestamistas como de los deudores) que el alto crecimiento de futuro de la renta sería suficiente para asegurar el pago tanto de los intereses como del principal. Para ser claro: el caso de España no es tan extremo como el de EE.UU. porque una buena parte de la deuda contraída sirvió para financiar la inversión interna y porque (pero aquí podría estar terriblemente equivocado) la sobrevaloración de los activos no es tan grande como en EE.UU. Sin embargo trataré el caso de España con más detalle en otra ocasión;



hasta el final de este primer mito quiero centrarme en EE.UU.

Es ahora trágicamente claro que las familias que tienen ahorros positivos (en EE.UU. o en otros países) ya no están dispuestas a prestar dinero al "consumidor Keynesiano" americano con la misma facilidad con la que lo hicieron durante la última década. Esto depende, en parte, de la situación en la que se encuentran los intermediarios (léase los bancos) pero también, y de forma incluso más importante, de que (I) los "consumidores keynesianos" están literalmente hundidos en las deudas (II) sus activos están valorados mucho menos de lo que se esperaba (III) sus rentas podrían no crecer en el futuro tan rápidamente como muchos soñaban. Hablaré de los bancos después, pero ya tendría que ser claro que la única estrategia razonable para el consumidor americano es la de empezar a ahorrar un porcentaje más alto de su renta y amortizar, dentro de lo posible, la deuda contraída. Sólo después de que este proceso de deleveraging haya terminado (lo que significa no sólo que la deuda se haya reducido sino que también la inversión en EE.UU. haya vuelto a crecer) será razonable esperar que el consumo vuelva a crecer y, posiblemente, que se reactive también el crédito a los consumidores.

Que esto tenga que pasar, a pesar de las políticas equivocadas que se puedan poner en marcha durante los próximos años, depende de que esta es una crisis del crédito cuyo origen descansa en el hecho de que muchas familias son incapaces de devolver sus deudas. Dicho de otra forma, la causa de esta crisis es que tenemos mucha menos riqueza de la que creíamos tener, por esta razón los actuales niveles de consumo son insostenibles, no hay suficientes ahorros para financiar la inversión y la incapacidad de devolver nuestras deudas está destrozando la confianza de los mercados financieros.

Más consumo y menos ahorro en una situación como la actual es la receta para nuevos y peores desastres.

2. La deflación genera una depresión persistente. La inflación genera crecimiento.

Este otro mito no es nada más que una reformulación de la eterna curva de Phillips o del eterno trade-off entre inflación y crecimiento. Después de casi cuatro décadas, durante las cuales este sin sentido ha sido desmentido primero en la teoría económica y después por la cruda realidad de los 70, todavía sigue siendo un punto de

referencia en la mente de políticos y gobernadores de bancos centrales. Siendo la clásica evidencia de la stagflación bien conocida por mis lectores me centraré en temas y hechos más actuales.

Los predicadores del peligro deflacionista siempre mencionan Japón en la década 1992/2003 como si la falta de crecimiento económico fuera debida a la espiral deflacionista. No ha habido ninguna espiral deflacionista en Japón: los activos estaban increíblemente sobrevalorados y su valor se redujo de forma significativa entre 1989 (más o menos cuando el Nikkei alcanzó su máximo) y 1996 (cuando el mercado inmobiliario tocó fondo). Después de varios altibajos, el valor de los activos en la economía japonesa nunca recuperó los niveles alcanzados antes de ese periodo y el Nikkei se sitúa ahora en el 23% del nivel alcanzado en su máximo histórico. Lo mismo ha pasado en EE.UU. y en resto del mundo durante los últimos meses: ya hemos observado el principal ajuste deflacionista que, además, era lo que la economía más necesitaba. Espero que los que nos están asustando con los riesgos de deflación no quieran proponer que se vuelvan a inflar los precios de los activos a los valores de hace un año. Además de ser imposible, los daños que se generarían intentándolo (y fracasando) serían enormes.

En Japón también se observó una ligera deflación de los precios al consumo con tasas de inflación prácticamente nulas o ligeramente negativas (-1.0% en 2001 fue la más baja) durante los años 1999/2002. En total, entre 1992 y 2002 el deflador del PIB pasó de 100.1 a 92.3 (la deflación en el Índice de Precios al Consumo fue la mitad) mientras que la renta real per cápita creció del 3,878 al 4.244 (casi el 9,5%) durante el mismo periodo. Nada de lo que estar demasiado orgullosos, especialmente en comparación con el crecimiento anterior a esa década, pero tampoco el fin del mundo. ¡La mayoría de los países de la Europa continental han crecido más que Japón de forma marginal! Lo que es más importante es que el crecimiento débil de la economía japonesa no se debió a la deflación o a la falta de demanda sino a la falta de incentivos para la inversión interna. Dicha falta de incentivos se debía a un sistema bancario mortalmente enfermo donde a muchos bancos se les permitía sobrevivir acumulando liquidez mas allá de cualquier nivel que pueda considerarse razonable. Volveré después a tratar este tema. Lo que es más interesante es que en Japón hubo deflación incluso en 2003 (-0.8%), 2004 (-0.3%) 2005 (-0.1%) y 2006 (-0.3) y una inflación ligeramente positiva en 2007 (0.3%). Durante estos años el crecimiento del PIB fue del -0.3%, +2.7%, +2.6% y +2.2%, respectivamente.



En otras palabras mientras seguía la deflación de los precios al consumo la economía nipona volvió a crecer con tasas relativamente altas. El punto central que quiero transmitir al lector es que Japón no estaba en ninguna espiral deflacionista y que la economía del país no se ha colapsado. Las tasas de crecimiento dramáticamente bajas que observaremos durante los próximos meses pueden deberse a una variedad de factores (incluyendo políticas económicas equivocadas) pero de ninguna forma podemos pensar que dependan de una deflación incipiente.

Dado que no hay evidencia alguna que pueda sugerir una correlación (sin hablar de relación causal) entre deflación del IPC y depresión económica, pasamos a discutir los dos argumentos teóricos que los abogados de la inflación utilizan para respaldar sus teorías y sus estrategias de política económica. El primero es: en un entorno deflacionista, los consumidores esperan que los precios de los bienes duraderos se reducirán en el futuro y esto puede aminorar ulteriormente la demanda lo que genera una caída ulterior en los precios y produce la "dramática espiral deflacionista". Desde el punto de vista teórico esto es posible bajo algunas circunstancias que puedan generar múltiples equilibrios debidos a search externalities. Es posible que los anuncios repetidos de desastre inminente si este u otro plan de rescate no viene aprobado o el pánico generado por la adopción de políticas monetarias excepcionales hayan creado exactamente la situación más favorable para que la economía acabe en este tipo de equilibrio. No puedo excluir esta posibilidad, pero sería un ejemplo de cómo políticas económicas equivocadas nos pueden llevar al peor resultado posible. Pensar que las mismas políticas que nos han creado esta crisis serán las que nos saquen de ella es, más que nada, un simple sueño.

Esta forma de imaginar la deflación también olvida mencionar que, en un entorno deflacionista también los salarios y las rentas nominales se reducen. En otras palabras, o tenemos que pensar que en un periodo de deflación sólo caen los precios nominales y no los salarios (en este caso que haya deflación cuanto antes, ya que todos nuestros problemas se solucionarán!!!) o el cuento de la dramática espiral deflacionista tiene pocas posibilidades de ser cierto. Si se pospone el consumo esperando precios más bajos, también hay que tener en cuenta que los salarios serán más bajos. Si para compensar el menor salario esperado se ahorra una parte mayor del salario presente, lo que se está haciendo es exactamente invertir (por todo lo que se ha dicho en el apartado anterior) en lo que la economía necesita. Esto no reduce la

demanda agregada, simplemente cambia su composición. Los espantapájaros de la deflación sólo pueden argumentar que millones de ciudadanos están escondiendo trillones de billetes de 100 dólares debajo de sus colchones: esto no es cierto y si lo fuera, la culpa sería principalmente de las políticas llevadas a cabo por BB&Co. En conclusión: o los anuncios apocalípticos de BB&GWB han llevado la economía a un "entorno de equilibrios múltiples inducido por expectativas que se auto-realizan" (lo que implicaría que tiene que cambiar sus políticas o por lo menos no hablar tanto) o el argumento de la espiral no tiene mucho sentido. Si el resultado de la deflación es el de incentivar mas ahorro y menos consumo (lo que en parte es cierto) entonces la deflación sería una buena noticia.

A pesar de esto es razonable señalar que el mercado inmobiliario, tanto en EE.UU. como en Europa, se encuentra en un estado de crisis profunda porque muchos potenciales compradores están retrasando su compra para ver hasta que punto pueden caer los precios, lo que aumenta las presiones a la baja sobre los precios de los pisos y de alguna forma aumenta de forma innecesaria la profundidad de la crisis y la quiebra de empresas y puestos de trabajo. Sostener la demanda para pisos y bienes duraderos, como los coches, podría entonces parecer también razonable y deseable, y lo es, aunque conseguirlo evitando daños colaterales podría resultar más difícil de lo esperado. La razón es la siguiente y, confiad en mi, es lo que BB tiene en mente hacer en sus días de bondad y benevolencia. BB quiere que los consumidores crean que habrá un fuerte repunte inflacionista en el futuro próximo mientras que los salarios no crecerán con igual intensidad. De forma que, mejor comprar pisos y durables ahora que todavía podemos. Una vez que haya conseguido convencer a los consumidores de que la economía evolucionará en esta dirección hará lo siguiente: no acomodar la inflación sino que, una vez que la demanda de pisos y coches haya vuelto a subir, aumentará los tipos sin que los consumidores se den cuenta, de forma que todos sigan gastando/produciendo pero sin inflación. ¿No se parece esto muchísimo al numero de circo que BB y su predecesor intentaron poner en escena entre 2001 y 2006 con el resultado de romper todos los platos (y algunos vasos) que quedaban en la mesa? Si tan parecidos parecen es porque es efectivamente el mismo numero, cuyas nefastas consecuencias estamos todavía experimentando.

El segundo argumento utilizado por los abogados de la inflación es más cínico y dice que hay que generar inflación para reducir el valor real de las



deudas que hemos contraído y somos incapaces de devolver. Esto es en parte imposible y en parte una completa locura basándose en la idea de que los acreedores son "otros" y "nosotros" somos los deudores. Si de verdad fuera así entonces encaminarse hacia el default sobre nuestra deuda, como han hecho los argentinos de forma repetida, sería bueno para "nosotros" y malo para "ellos" por lo menos en el corto plazo o hasta que no necesitemos otra vez negociar prestamos en el mercado internacional. Preguntad ahora a los argentinos como les van las cosas buscando financiación en los mercados financieros internacionales... Pero esto no es el caso porque en realidad hoy "ellos" somos "nosotros".

Imaginemos como funcionaría una forma exitosa de inflación: los precios crecerían rápidamente y los precios de la vivienda dejarían de caer y podrían incluso crecer ligeramente. Este crecimiento tendría que ser realmente mínimo y por debajo del IPC porque, como se ha dicho, un reequilibrio en los precios relativos es necesario, saludable e inevitable. De otra forma todo el hablar sobre la burbuja inmobiliaria no tendría sentido, y en ese caso podíamos todos irnos a casa. Junto con el incremento de los precios, para que todo esto tenga sentido, se necesitaría un crecimiento de los salarios nominales parecido al del IPC. De otra forma, la inflación sólo empeoraría las cosas causando una reducción de los salarios reales que, junto con la caída en la riqueza ya experimentada, reduciría ulteriormente la demanda aumentando al mismo tiempo los impagos sobre la deuda contraída.

Supongamos de todas formas que este milagro inflacionista tuviera lugar: digamos que los precios y los salarios crecerán el 10% anual durante los próximos dos años y el precio de las casas se estabilice o crezca el 2% mientras que la producción se mantiene. ¿Qué pasará con los mercados financieros y con los bancos? A los bancos podría no afectarles mucho esta política. Los bancos mantienen deudas y créditos nominales con sus clientes. Mientras que los dólares nominales sigan entrando por el lado de los depósitos, los dólares nominales pueden salir como prestamos. Pero, y aquí está la trampa, los que prestan el dinero en realidad somos nosotros y, al parecer, cuando prestamos dinero no somos tan entupidos como cuando nos endeudamos. La razón es que todos sabemos que los tipos de interés pueden adaptarse de forma muy rápida a la inflación: La mayoría de los préstamos que se han emitido son a tipo variable y el Libor, el Euribor y otros tipos de referencia no tardaran en reaccionar si se consolidan las expectativas de un repunte

inflacionista. Hemos vuelto entonces exactamente al principio: una inflación del 10% causará un aumento proporcional en los tipos nominales que compensará por el aumento del 10% en los salarios. El resultado es que las familias que están teniendo problemas en repagar sus deudas se encontrarán en la misma situación de ahora.

En realidad esta situación podría ser incluso peor porque, como hemos aprendido de experiencias pasadas, la inflación puede causar cambios inesperados y dañinos en los precios relativos que perjudican ulteriormente la economía y con toda probabilidad conducen hacia una reducción de la renta real. Gracias a Dios los mercados financieros no parecen (hasta ahora) creer que "BB el destructor" tendrá éxito en su plan inflacionista: los tipos nominales están cayendo también en el tramo largo de la curva de tipos lo que señala que los bancos todavía no están gastando las inmensas cantidades de liquidez que BB está bombeando en el sistema. Si empezaran gastando ese dinero los tipos repuntarían en cuestión de semanas y el caos en que estaremos sumergidos será todavía peor.

Resumiendo: necesitábamos una deflación masiva y ya la hemos tenido con la caída en los precios de los inmuebles y de las acciones. A esta deflación de los activos seguirá una ligera deflación de los precios al consumo debida, entre otras cosas, a la reducción de los costes que dependen de alguna forma de dichos activos. Tanto la teoría como la práctica sugieren que esta ligera deflación, per-se, no causará ninguna "espiral" o depresión, sino que sólo llevará hacia un reequilibrio en los precios relativos que parece muy deseable. La experiencia muestra que la economía puede encaminarse hacia la depresión cuando el sistema bancario y los mercados financieros están paralizados y no operativos. Es en esta dirección que la política económica tendría que centrarse y no en la deflación.

Finalmente, si el plan inflacionista que BB y sus asociados está poniendo en marcha funcionara, la situación económica empeoraría con respecto a la actual.

3. Necesitamos un estímulo fiscal más grande para escapar a la trampa de liquidez

No necesitamos múltiples planes de estímulo fiscal porque estos incrementan la masa de deuda, porque ya estamos excesivamente endeudados y es exactamente este exceso de deuda el que nos ha llevado a la crisis actual. Además, la experiencia japonesa en la década 1992-2003 nos enseña que



incluso enormes cantidades de gasto público no sirven para reactivar la economía cuando el sistema bancario está paralizado y es mantenido en vida de forma artificial. La deuda pública Japonesa pasó de ser el 60% del PIB en 1993 al 155% en 2004 y al 194% en 2008 sin ningún impacto significativo sobre el crecimiento. La economía ha vuelto a crecer sólo después de que el sistema bancario se limpiara a través de fusiones y quiebras.

No hay ninguna trampa de liquidez sino que hay una "trampa de reservas preaccionales de los bancos" de la que no se puede escapar por medio de más gasto y deuda pública.

Dije que discutiría siete mitos y son siete, efectivamente, los que voy a discutir. Sin embargo el espacio a mi disposición es limitado y el tiempo es un recurso escaso. Para los cinco que quedan sólo voy a escribir comentarios muy sintéticos. Confío en que podréis daros cuenta sin mi ayuda de porque estos mitos no tiene ningún sentido y perseguir políticas económicas basadas en estos supuestos sólo empeorará las cosas.

En el caso en que fuerais realmente curiosos, podéis consultar las webs www.noisefromamerica.org y www.agaistmonopoly.org durante las próximas semanas. Podría desarrollar más estos últimos 5 mitos (e incluso alguno más) en estas páginas web.

4. Estamos en una trampa de liquidez porque las familias están reteniendo efectivos.

Las familias no están reteniendo nada, están simplemente ahorrando más. Los bancos son los que están reteniendo la liquidez y el exceso de reservas que el banco central les ha prestado. Lo está haciendo para evitar la quiebra. Pueden hacerlo porque los bancos centrales y las autoridades monetarias les están prestando dinero sin coste alguno y relajando las reglas para que no quiebren.

5. Dejar, o incluso favorecer, que los bancos quiebren empeorará la situación económica

No lo hará. De hecho es la única forma de que algunos bancos sólidos y bien capitalizados puedan emerger sin estar obligados a retener liquidez para evitar la quiebra sino que sean capaces de asumir riesgos y reactivar el crédito.

6. Hay demasiada competencia entre bancos

Totalmente el opuesto. De hecho, la existencia en la mayoría de los países de pocos "bancos nacionales" que se han transformado en "campeones nacionales" capaces de presionar los reguladores y las autoridades monetarias nacionales es una de las razones que están detrás del desastre financiero y de la crisis que estamos experimentando.

7. Las reformas estructurales pueden esperar, ahora tenemos que pensar en sobrevivir.

Esta es una crisis estructural, en sus orígenes, en sus causas e incluso en su evolución. Si no se llevan a cabo las reformas estructurales necesarias no habrá recuperación mientras que posponerlas sólo empeorará las cosas y alargará aun más el periodo de crisis.

