

Si no puedes vencer a tu enemigo, únete a él.

El debate del verano (y poco antes) sobre los riesgos de inflación y los peligros de la deflación ha sido remplazado por uno nuevo, que se centra en las formas en las que "la política" (ya sea monetaria o fiscal, pero siempre "agregada") va a salvar la economía mundial (léase occidental). Igual que el debate anterior, que había mantenido ocupados a los macroeconomistas, los expertos y los políticos desde el comienzo de 2010, este también parece demostrar el lamentable estado en que la macroeconomía contemporánea se ha arrinconado. La razón es sencilla: hablan de las grandes lluvias mientras el pueblo se esta quemando.

De hecho, en muchos aspectos, el debate actual no es nada más que una continuación del anterior: sigue siendo un debate sobre inflación y deflación, algo disfrazado. El hecho es que - una vez descubierto que la expansión de las reservas de los bancos no conduce obligatoriamente a la inflación y que la "espiral mortal" de la deflación no es ni una espiral ni es mortal - todo el mundo parece coincidir en que necesitamos un poco más de inflación. No me preguntéis por qué: se por qué, pero es demasiado largo para contar ... La parte mas divertida es que los concursantes parecen tener diferentes puntos de vista de cómo alcanzar este objetivo tan deseable; de aquí nace otro encendido, e inútil, debate.

El nuevo consenso subyacente parece ser que si logramos generar un poco de inflación adicional (no está claro cuánta, pero creo que una tasa entre el 3 y el 4% contentaría a la mayoría de la gente, aparte de a Paul Krugman y Bradford de Long, obviamente), las cosas comenzarán a mejorar pronto. No estoy bromeando, esa es la idea. Solo hay que echar un vistazo a la revista The Economist. Al parecer, el futuro del mundo depende de dos puntos porcentuales arriba o abajo en el crecimiento del IPC a los que tendremos (o no) que enfrentarnos durante los próximos años.

Nuestro destino colectivo, una vez más, está en las manos de los Bancos Centrales y de los brujos que ahí dentro desenvuelven su magia. Si - gracias a una combinación de anuncios, intervenciones de mercado abierto, fijación de objetivos y variaciones en las tasas de referencia - los brujos

logran generar una inflación del 3%, estaremos salvados. De lo contrario, los EE.UU. y todo el mundo occidental serán condenados sin remedio.

No estoy de acuerdo. Por lo meno estos días, el futuro del mundo no depende de la política monetaria. Dudo mucho de que alguna vez lo hiciera, pero esa es otra cuestión de mucha más complejidad. El hecho de que los mejores y los más brillantes (economistas) se estén centrando casi exclusivamente en la política monetaria (y fiscal, como veremos más adelante) es un mal presagio, además de ser también un desperdicio de valiosos recursos intelectuales. Para entender esto, volvamos unos meses atrás al debate sobre la inflación y la deflación.

Los que temían la inflación como una plaga (una minoría, concentrada en Alemania y en el Medio Oeste de los Estados Unidos, al parecer) no paraban de insistir en que la inflación pronto iba a explotar y sería "rampante". La inflación rampante, como todo el mundo sabe, se supone que es mala.

El clásico argumento monetarista se repetía una y otra vez: teniendo en cuenta que la "cantidad de dinero" se ha triplicado y la actividad real no, la inflación -tarde o temprano- tiene que aumentar. El tarde, según cualquier definición razonable, ya ha llegado y la inflación está lejos de ser "rampante". ¿Existe algún agente mínimamente racional realmente asustado por el temor a que pronto tendremos una inflación anual del 10%, o más, en la UE o en los EE.UU.? No, que yo sepa.

De hecho, en el "peor" de los escenarios puede que algunos países tengan que lidiar un par de años con una inflación sobre el 4-5%. Dudo mucho que el mundo se venga abajo debido a esto. Por lo tanto, volvemos a la siguiente pregunta: ¿por qué algunos se preocupaban tanto por la inflación?

Una explicación posible es la lucha contra el opuesto, o sea por temor a la deflación. Los predicadores de la deflación fueron - y siguen siendo- especialmente los círculos políticos y los medios de comunicación, y siguen generando un flujo diario de adver-

El hecho es que - una vez descubierto que la expansión de las reservas de los bancos no conduce obligatoriamente a la inflación y que la "espiral mortal" de la deflación no es ni una espiral ni es mortal - todo el mundo parece coincidir en que necesitamos un poco más de inflación.

¿Existe algún agente mínimamente racional realmente asustado por el temor a que pronto tendremos una inflación anual del 10%, o más, en la UE o en los EE.UU.? No, que yo sepa.



En pocas palabras: los apóstoles de la deflación quieren que los Gobiernos occidentales sigan acumulando grandes deudas y aumentando el gasto público en todo lo que se le ocurra.

En el otro bando, el de los que temen la inflación, las cosas han ido lentamente cambiando en los últimos tiempos. Aquellos que temen a la inflación probablemente siguen temiéndola, pero ahora han cambiado su postura sobre política monetaria de forma drástica: ahora están convencidos de que sí necesitamos un poco más de inflación y de que la forma correcta de lograrlo es ... elevar el tipo de interés oficial unos cientos de puntos básicos.

tencias de que los EE.UU. y la UE están siendo presa de la espiral mortal de "deflación de la deuda", algo que, aparentemente ha "destruido" la economía japonesa durante los quince últimos años. Año arriba, año abajo.

Teniendo en cuenta que, desde el comienzo de esta tan devastadora deflación, la renta per cápita ha crecido en Japón más que en Italia y casi lo mismo que en Francia y Alemania, uno se pregunta por qué la deflación al estilo japonés debería causar la preocupación que, al parecer, causa en todo el mundo. Considerando también la total ausencia de cualquier señal que apunte a una reducción generalizada de precios y salarios, uno se pregunta de nuevo qué es exactamente lo que motiva a los profetas de la deflación.

Aquí, por lo menos, la respuesta es algo más fácil: se trata de convencer a la opinión pública de que la deflación se tragará nuestras economías a menos que no "hagamos algo". El sutil razonamiento es el siguiente: se trata de asociar el riesgo de colapso económico a la deflación y, al mismo tiempo, alegar que existe una política sencilla (e indolora!) para evitar dicho desastre. ¿Cuál es? Por supuesto, la misma que los mismos profetas predicaron después de 2000 y hasta todo 2003: mantener las tasas de interés a corto plazo cerca de cero para un periodo indeterminado y monetizar la deuda necesaria para financiar el déficit público que también creen que es la cura a todos nuestros problemas.

En pocas palabras: los apóstoles de la deflación quieren que los Gobiernos occidentales sigan acumulando grandes deudas y aumentando el gasto público en todo lo que se le ocurra. Para ello necesitan que la oferta de dinero sea abundante y las tasas de interés casi nulas; de lo contrario el costo de financiar una ampliación adicional de la deuda pública sería prohibitivo.

La lógica que sostiene sus argumentos es aparentemente incontrovertible. Una reducción generalizada de los salarios y precios nominales llevaría a dos resultados igualmente desastrosos. Como consecuencia de las expectativas de reducción de los precios futuros, los hogares y las empresas aplazarán sus compras y sus decisiones de inversión reduciendo ulteriormente la demanda agregada en ambos sectores. Aun-

que esto, por sí mismo, no puede conducir a la espiral de empobrecimiento dramático que Paul Krugman y sus amigos habían previsto, sin duda retrasaría el proceso de recuperación.

Desde la semana pasada, cuando incluso Paul Krugman descubrió que el PIB per cápita de los japoneses sigue siendo, después de todo, mucho mayor que en Europa incluso después de una década y media de "espiral deflacionista", esta reducción de la demanda por causa de las expectativas de deflación ya es algo un poco menos fácil de argumentar, pero sigue allí.

Al mismo tiempo, y aquí entra en escena el segundo desastre, la deflación hará que la carga de la deuda financiera sea mucho más difícil de soportar, dando lugar a nuevas oleadas de impagos y manteniendo el sector financiero en una situación de persistente dificultad, lo que también acabará haciendo nuestra vida mucho más miserable de lo que ya es. Este segundo punto está mucho mejor planteado que el primero, que es bastante tonto, por lo que debe ser analizado detenidamente.

El hecho es, sin embargo, que no hay deflación, lo que significa que la deuda acumulada todavía sigue allí, igual que hace dos años, pero no ha empeorado ni parece que vaya a empeorar por culpa de una caída de precios. Conclusión: la deflación es quizás una terrible posibilidad teórica pero todo indica que es muy difícil que se convierta en una amenaza real.

Sin embargo, los deflatores siguen sosteniendo que el desempleo es elevado, que el crecimiento, después de un rápido brote se está ralentizando y por tanto que la deflación es una amenaza continua y hay que hacer algo, es decir, subir el gasto público y monetizar la deuda.

En el otro bando, el de los que temen la inflación, las cosas han ido lentamente cambiando en los últimos tiempos. Aquellos que temen a la inflación probablemente siguen temiéndola, pero ahora han cambiado su postura sobre política monetaria de forma drástica: ahora están convencidos de que sí necesitamos un poco más de inflación y de que la forma correcta de lograrlo es ... elevar el tipo de interés oficial unos cientos de puntos básicos. Como se puede observar, las motivaciones son dis-



tintas a las de antes, pero la conclusión es la misma. ¿Por qué?

Porque el modelo neo-keynesiano con precios rígidos y alguna variante de la regla de Taylor es el único juego disponible en los círculos de los Bancos Centrales, y los halcones de la inflación han renunciado a tratar de criticar este modelo y han accedido a jugar dentro de sus fronteras. Creo que este hecho sea una vergüenza y un desastre (diré más adelante por qué), pero así son las cosas en estos días en la Fed y en el BCE. Los que querían "elevar las tasas de interés para parar la inflación" están ahora siguiendo el proverbio chino: como no pudieron derrotar al modelo neo-keynesiano basado en precios rígidos, decidieron adoptarlo y hacerse amigos de él. Divertido, ¿no?

Los precios están subiendo y bajando por todas partes como nunca antes, y los responsables de las políticas macroeconómicas mundiales juegan con un modelo en el que los precios cambian de manera determinista y no más de una vez al año: ¿es que estos señores han ido alguna vez de compras? Pero: el paro ha doblado y el empleo se ha caído en todos los países de EU y en EE.UU. pero estos mismos señores deciden sus políticas utilizando un modelo en el cual

De todas formas: por un conjunto de razones muy divertido y a veces complicado, en el marco del modelo neo-keynesiano con una regla de Taylor para la política monetaria, pueden existir dos tipos de "equilibrio de largo plazo". Uno tiene los tipos de interés bajos y una inflación baja y el otro tiene altas tasas de interés y la inflación también alta. Al parecer, estamos en el primero y queremos pasar al segundo. ¿Por qué? No está claro.

El equilibrio con tipo de interés bajo no es peor que el otro en ningún sentido razonable. Es simplemente un estado de equilibrio en el que es imposible que el Banco Central pueda reducir aún más los tipos nominales porque ... ya están cerca -o exactamente- en cero. Y como se supone que los Bancos Centrales tienen ciertos "instrumentos de política" y su instrumento de política favorito son los tipos de interés a corto plazo, entonces ... ya podéis entender hacia dónde voy.

Bueno, no es realmente donde quisiera ir, aquí es donde se está atascando el debate actual dentro de los círculos de la Fed. En cualquier caso, ya que debemos pasar a un nuevo estado estacionario con una inflación alta y tasas de interés altas, hay una sola manera de ir allí: el anuncio "creíble" (sea lo que sea) de que queremos inflación y tasas de interés altas y que nunca vamos a fijar las tasas de interés por debajo de X% (donde X% es un número superior al 3%) y luego actuar en consecuencia. La inflación, a continuación, subirá como predice el modelo. Sí, no es broma. Simple macroeconomía neo-keynesiana en acción.

Ahora, ¿cuál es el error en esta posición? Hay dos errores, en mi opinión. El primero es mantener una fijación tan fuerte para un "clásico" del miedo como la inflación que, con el fin de lograr el tipo de política monetaria que se cree necesaria para capear eventuales presiones inflacionistas (tipos de interés más altos), se está dispuesto a arrodillarse ante el dios keynesiano y afirmar que un poco más de inflación es, en realidad, un objetivo deseable. Si esto no es retorcido, no tengo idea de lo que es. El segundo error, mucho más dramático, es aceptar el marco teórico propuesto por la contraparte, incluso cuando es sobradamente claro que dicho marco es incapaz de explicar lo que está pasando. Esto es verdaderamente trágico, ya que hace que los macroeconomistas académicos (de ambos bandos) sean completamente irrelevantes para el debate actual. Téngase en cuenta que la cuestión aquí NO ES la lógica de la "espiral deflacionista", sino la credibilidad empírica del modelo. La lógica, una vez que todos los supuestos se cumplen, lógicamente también se cumple

El problema es que no tenemos evidencia alguna de que realmente estamos viviendo en un mundo neo-Keynesiano! Estamos viviendo en otro mundo, un mundo que este tipo de economía y los modelos de "espiral deflacionista" son incapaces de explicar!

¿Por qué? Trivial.

En primer lugar, no hay ninguna espiral ahora y tampoco hubo "espiral" en Japón. Algunos precios están bajando, todos lo relacionados con el sector inmobiliario.

Los precios están subiendo y bajando por todas partes como nunca antes, y los responsables de las políticas macroeconómicas mundiales juegan con un modelo en el que los precios cambian de manera determinista y no más de una vez al año: ¿es que estos señores han ido alguna vez de compras?

El problema es que no tenemos evidencia alguna de que realmente estamos viviendo en un mundo neo-Keynesiano!



En conclusión: hubo una crisis realmente estructural. La riqueza real ha caído y la estructura de la oferta ya no es compatible con la estructura de la demanda potencial. Los dos lados tienen que pasar a través de un proceso de ajuste, las familias tienen que recuperar su riqueza y confiar en que un crecimiento estable de los ingresos esté a punto de materializarse.

Otros están subiendo, principalmente los precios relacionados con los servicios (salud, educación, servicios legales etc.). Los precios de las materias primas y de otros bienes oscilan dependiendo de las expectativas de demanda para los países BRIC y del Asia en general. Así que olvidémonos de esta maldita deflación de una vez por todas.

En Segundo lugar y teniendo en cuenta lo dicho antes, los precios no son rígidos en absoluto. Los salarios han parado de crecer y en algunos casos se están reduciendo en términos nominales, especialmente en los sectores más afectados por la crisis.

En tercer lugar, hay demanda de trabajo y nuevas ofertas de empleo se crean en cada momento. Hay puestos de trabajo disponibles que nadie ocupa, lo que necesariamente indica que existe un problema de "encaje" entre demanda y oferta.

Cuarto, hay oferta de crédito a tipos relativamente baratos en términos históricos. Sin embargo la demanda de crédito es débil, especialmente por parte de las empresas. ¿Por qué? Hay muchas respuestas: por un lado las empresas anticipan una demanda débil para sus productos. En parte sufren un elevado grado de incertidumbre sobre el futuro, están asustadas por la competencia de los países emergentes, son incapaces de innovar o inventar nuevos productos.

Quinto, las familias están incrementando su ahorro para desapalancar su posición financiera. Esto cambia la composición de la demanda agregada reduciendo la demanda para bienes de consumo y aumentando la demanda potencial para bienes de inversión y distintos tipos de capital. En la medida en que la estructura industrial se había desarrollado en base a la anterior composición de la demanda se generan problemas de encaje entre demanda y oferta en todo parecidos a los comentados para el mercado laboral.

En conclusión: hubo una crisis realmente estructural. La riqueza real ha caído y la estructura de la oferta ya no es compatible con la estructura de la demanda potencial. Los dos lados tienen que pasar a través de un proceso de ajuste, las familias tienen que recuperar su riqueza y confiar en que un crecimiento estable de los ingresos esté

a punto de materializarse. Todo esto lleva tiempo; cuanto, nadie lo sabe con exactitud. Si hicieron falta más de 10 años para crear este lío puede que hagan falta unos cinco años para limpiarlo. Mientras tanto la política monetaria podría ayudar simplemente evitando hacer nuevos desastres y manteniéndose lista para apoyar el crédito cuando la demanda vuelva a aparecer. Pero la política monetaria no puede hacer milagros, hace falta algo más que mover arriba o abajo los tipos de interés a corto plazo para transformar una empresa de construcción en quiebra en una rentable software-house.

Es la economía "baby", y aquí como en cualquier sitio nada sale gratis.

