

«Riesgo de deflación en EE.UU.: ¿un temor justificado?»

220

Tras la desaceleración de la actividad iniciada en 2001, el crecimiento de la economía de EE.UU. se ha mantenido por debajo de su potencial y la inflación se ha situado en mínimos históricos. Ello ha llevado a temer que la economía estadounidense pueda sufrir un episodio de deflación prolongado, similar al experimentado por la economía japonesa desde los años noventa con elevados costes en términos de producción agregada y desempleo. Teniendo en cuenta la experiencia nipona, este trabajo trata de determinar hasta qué punto los factores de riesgo existentes están justificando el temor a la deflación en EE.UU. desde una óptica macroeconómica. Para ello se analizan las proyecciones de inflación realizadas con distintos instrumentos de predicción, el efecto de las ganancias de productividad sobre la tasa de inflación, el exceso de capacidad existente en la economía de EE.UU., la evolución de los precios de los activos y, por último, el papel de las políticas económicas, tanto monetaria como fiscal. En conjunto, los resultados ponen de manifiesto que la deflación es un escenario poco probable en la economía estadounidense.

AEBetako ekonomiaren hazkundera, 2001. urtean hasitako jarduera moteltzearen ondoren, izan daitekeenaren azpitik mantendu da eta inflazioa gutxieneko balioetan kokatu. Horrek pentsarazi du AEBetako ekonomia deflazioaldi luze batean erori zitekeela, Japoniako ekonomiak laurogeita hamarretan nozitu zuenaren antzekoa, ekoizpen agregatuan eta langabezian kostu handiak ekarriko zituelarik. Japoniako esperientzia kontuan izanda, azterlan honek zehaztu nahi du dauden arrisku faktoreek zer puntutaraino justifikatzen duten, ikuspegi makroekonomiko batetik, deflazioaren beldurra AEBetan. Horretarako zenbait adierazle aztertu dira, hala nola aurreikuspen tresna desberdinekin eginiko inflazio proiektzioak, ekoizkortasun irabaziek inflazio tasan izan duten eragina, AEBetako ekonomiaren ekoizte ahalmenaren soberakina, aktiboen prezioen bilakaera eta, azkenik, ekonomi politiken papera, hala monetarioa nola zerga politika. Oro har, emaitzek agerian utzi dute deflazioaren arriskua oso txikia dela AEBetako ekonomian.

After the 2001 deceleration of economic activity, the growth of US economy has since been below its potential and inflation has decreased to its historical minimum. This has brought about the fear that the American economy could be suffering from an extended episode of deflation, similar that experienced by Japanese economy from the nineteen-nineties with high costs in terms of added production and unemployment. Taking into account the Japanese experience, this work tries to determine up to what point the existing risk factors justify the fear of deflation in the USA from a macroeconomic optic. With this purpose the author analyses the inflation projections carried out with various forecast instruments, the effect of gains in productivity on the inflation rate, the degree of excessive capacity in the US economy, the evolution of asset prices and, finally, the role of economic policies, both monetary and fiscal. By and large, the results show that deflation is somewhat improbable in the American economy.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Los costes y el origen de la deflación
 3. Japón, la voz de la experiencia
 4. EE.UU., una revisión de los riesgos de deflación
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Deflación, inflación, política fiscal, política monetaria, EEUU.
Clasificación JEL: E31, C53, E58

1. INTRODUCCIÓN

Durante décadas, la lucha contra la inflación ha sido el objetivo fundamental de las políticas económicas. En los últimos años, los esfuerzos realizados han tenido su recompensa y la inflación mundial, que a mediados de la década de los ochenta se situaba en tasas cercanas al 15%, se ha reducido considerablemente hasta alcanzar un nivel medio del 3,6% en 2002. Actualmente, en un contexto de desaceleración mundial y bajo crecimiento de los precios, es el temor al fenómeno de la deflación lo que preocupa a las autoridades económicas.

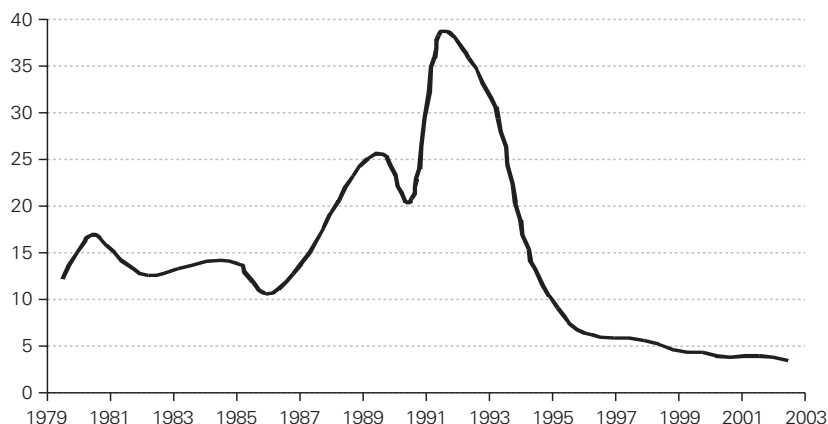
Aunque en la historia de las economías han existido multitud de experiencias de deflación, entre ellas, la de la Gran Depresión de EE.UU., el periodo de continuados

aumentos de precios que se observó tras la Segunda Guerra Mundial supuso que los economistas dejaran de preocuparse por la deflación. Sin embargo, la experiencia de la economía de Japón en los años noventa muestra que el fenómeno deflacionista puede aparecer de una manera relativamente inesperada, con consecuencias muy negativas en términos de crecimiento y que, una vez que se ha iniciado, es realmente difícil instrumentar políticas con el objetivo de combatirlo, incluso en las economías más desarrolladas.

En concreto, tras la desaceleración de la actividad iniciada en 2001 y el reducido crecimiento económico registrado desde entonces, el temor a un escenario de deflación planea sobre la economía de EE.UU. Al comportamiento de los precios, con una inflación en niveles muy reducidos, hay que añadir algunos paralelismos con la economía japonesa que incremen-

* Economistas del Servicio de Estudios del BBVA.

Gráfico n.º 1: **Inflación mundial (en tasa interanual)**



tan el temor, como la corrección de la burbuja bursátil o un posible exceso de capacidad de la economía.

De hecho, aunque la mayoría de analistas coinciden en señalar que la deflación en EE.UU. es un fenómeno poco probable, sus elevados costes aconsejan tomar medidas para minimizar la probabilidad de que llegue a producirse. En este sentido, el propio A. Greenspan, como gobernador de la Reserva Federal, ha mostrado su disposición a emplear todas las herramientas a su alcance para alejar el riesgo de deflación en EE.UU.

El objetivo de este trabajo es determinar hasta qué punto está justificado el temor por la deflación en la economía de EE.UU., teniendo en cuenta la reciente experiencia vivida por la economía japonesa. Con este fin, el artículo se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se revisan los principales costes en términos de crecimiento de un esce-

nario de deflación, así como los factores que pueden originarlo; en la sección 3 se analizan las causas y los factores que explican la intensidad de la deflación en Japón en los últimos años; en la sección 4, a la luz de lo expuesto en las anteriores secciones, se analizan los riesgos de deflación a los que se enfrenta la economía de EE.UU. en la actualidad; por último, las conclusiones se resumen en la sección 5.

2. **LOS COSTES Y EL ORIGEN DE LA DEFLACIÓN**

La deflación se define como un descenso generalizado y sostenido de los precios del conjunto de una economía. De esta definición están excluidas las reducciones del precio de un bien o de un conjunto de bienes, que puedan deberse a las diferencias relativas de costes y de productividad entre distintos sectores de

la economía o a cambios en la demanda relativa de determinados grupos de bienes. En la práctica, se identifica como deflación el descenso prolongado de medidas de precios relativamente amplias como son el índice de precios al consumo, el deflactor del consumo o el deflactor del PIB¹.

Los efectos de la deflación dependen del tipo de choque —de oferta o de demanda— que haya dado origen a la misma, así como de las condiciones de partida de la economía (endeudamiento de los agentes, margen de actuación de las políticas de demanda, fortaleza del sistema financiero, etc.). En los dos siguientes subapartados se analizan los principales costes de la deflación y las condiciones que pueden conducir a la misma.

2.1. Los costes de la deflación

Algunos costes asociados con la deflación son similares a los de la inflación. Así, los *costes de menú* (costes de cambiar los precios) se aplican tanto a incrementos como a recortes de los mismos. Además, no existen razones para pensar que la distorsión en las señales de precios que emiten y reciben los agentes en caso de inflación positiva sea distinta cuando la inflación es negativa. Sin embargo, un proceso de deflación prolongado puede tener costes para la economía de naturaleza muy distinta a los que genera la inflación.

En primer lugar, existe una asimetría entre las rigideces al alza y a la baja de algunos precios. Este es el caso, por ejemplo, de los salarios, que habitualmente

presentan una notable resistencia a la baja. Este tipo de resistencia es mayor en aquellos países con menor grado de flexibilidad en los mercados. En este sentido, cuando una economía se encuentra en deflación y sufre un choque negativo de demanda, la dificultad para realizar un ajuste vía disminuciones en los precios provoca una corrección de las cantidades, es decir, una disminución del empleo y el output agregados², contribuyendo a empeorar la situación cíclica de la economía.

En segundo lugar, la reducción de los precios de la economía supone un aumento del monto de las deudas de los agentes en términos reales. La deflación supone una transferencia de riqueza de los deudores a los acreedores que no es neutral en términos de actividad económica. Habitualmente se observa que la propensión al gasto de los agentes deudores es mayor que la de los acreedores, por lo que una transferencia hacia los segundos tendrá como resultado una disminución del gasto agregado. Además, en economías donde existen restricciones al crédito y el nivel de endeudamiento de las familias y las empresas es elevado, el incremento del volumen de la deuda en términos reales puede llevar a un aumento de la morosidad y de las quiebras empresariales. A su vez, este proceso puede deteriorar el balance de los bancos, que pueden verse obligados a encarecer la financiación, restringiendo su oferta de préstamos. Todo ello puede llegar a tener importantes efectos perniciosos sobre la actividad, con elevados costes en términos de *output*.

¹ Véase, por ejemplo, Bernanke (2002).

² En ocasiones se argumenta que la resistencia a la baja de los salarios puede contribuir a evitar la deflación, pero esta interpretación olvida el efecto pernicioso de la misma sobre la actividad.

En tercer lugar, la combinación de deflación (o expectativas de deflación) y elevado endeudamiento puede tener otra consecuencia perversa. En general, los factores que permiten a las empresas aumentar sus beneficios son su poder de fijación de precios, los aumentos de su productividad y los recortes de sus costes. Sin embargo, en un contexto de baja inflación o de deflación, las empresas tienen un margen escaso o nulo para aumentar sus precios y los costes laborales (reales) aumentan o permanecen estables, dada la rigidez a la baja de los salarios. En este caso, la única vía que permite aumentar los beneficios es el incremento de la productividad, sin el cual las expectativas de rentabilidad de las nuevas inversiones son reducidas. En un contexto como el que se considera, es posible que la solución del problema de optimización individual al que se enfrentan las empresas sea reducir el volumen de endeudamiento de su balance, en lugar de acometer nuevas inversiones³. Esta decisión, racional desde el punto de vista individual, puede tener consecuencias muy negativas desde una óptica agregada, dado que la caída de la inversión agrava el problema de deflación. Este efecto negativo «de balance» supone una reducción importante de la demanda de crédito por parte de las empresas.

Otro factor a considerar es el papel de las expectativas de los agentes para determinar los efectos y la duración de un episodio deflacionista. Si los consumidores esperan que la deflación perdure en el tiempo, pospondrán sus decisiones de consumo, dadas las expectativas de que los productos sean más baratos

en el futuro. Este freno al consumo supone una caída de la demanda, que repercute negativamente en la actividad, generando presiones deflacionistas adicionales. Ello genera un círculo vicioso que contribuye a prolongar el proceso deflacionista⁴.

Finalmente, cabe decir que la política monetaria, en su instrumentación clásica, pierde su efectividad en un contexto de deflación. Existen instrumentos que actúan como reserva de valor y ofrecen un tipo nominal cero libre de riesgo, por lo que los tipos nominales no pueden ser negativos. Cuando una economía se encuentra en deflación y se quiere llevar a cabo una política monetaria expansiva existe el peligro de alcanzar este límite inferior. Cuando el tipo nominal es cero, el aumento de la deflación supone un incremento de los tipos de interés reales, haciendo la política monetaria más restrictiva y contribuyendo a agravar la situación cíclica de la economía⁵. La limitada efectividad de la política monetaria en este contexto incrementa la relevancia de la política fiscal en contextos de deflación, en línea con lo que sugiere la literatura sobre trampas de liquidez⁶.

En definitiva, la deflación tiene diversos costes para las economías, cuyo impacto sobre la actividad puede ser elevado. Además, bajo ciertas condiciones, las situaciones de deflación pueden prolongarse en el tiempo en la medida que algunos

³ Véase Koo (2003).

⁴ Krugman (1998), Svensson (2003) y Buitier (2003).

⁵ Con todo, en contextos deflacionistas existe margen para la actuación de los bancos centrales, que pueden tomar medidas no convencionales, como la inyección directa de liquidez en la economía, la compra de todo tipo de activos, etc. (véase, por ejemplo, Bernanke (2002) y King y Morris (2003)).

⁶ Véase, por ejemplo, Krugman (1998).

de estos costes tienden a agravarlas, esto es, a generar una espiral deflacionista que se autoalimenta.

2.2. Origen de la deflación

La intensidad de los efectos anteriormente mencionados depende de los factores que originen el episodio de deflación. En general, puede decirse que la deflación surge de un desajuste entre la oferta y la demanda agregadas. Cuando dicho desajuste se debe a un choque positivo de oferta, la reducción de los precios vendrá acompañada de un incremento del *output* de la economía. En cambio, cuando la deflación tiene su origen en un choque negativo de demanda, el resultado es una reducción de la producción agregada.

2.2.1. Choque positivo de oferta

Los choques positivos de oferta suelen deberse a aumentos de la productividad (con frecuencia asociados a cambios tecnológicos), a incrementos de la flexibilidad en los mercados o a la introducción de un mayor grado de liberalización comercial. Ante estos choques, la oferta agregada aumenta provocando una presión a la baja sobre los precios, al mismo tiempo que aumenta el *output* agregado.

Cuando la deflación se debe a un choque positivo de oferta sus costes tienden a ser reducidos. Esto es así porque el crecimiento de la productividad limita los efectos negativos de la rigidez a la baja de los precios y de los salarios, y genera expectativas de beneficios para las empresas. En este contexto se generan in-

centivos para la inversión y la creación de empleo, lo que limita la posibilidad de que las expectativas de deflación se anclen en los agentes, facilitando el regreso al terreno de la inflación positiva.

La evolución de la economía de EE.UU. en algunos períodos del siglo XIX constituye un buen ejemplo de este tipo de episodio deflacionista⁷. Durante largos períodos, la economía estadounidense registró sustanciales reducciones de los precios al mismo tiempo que aumentaba el *output* agregado. Este proceso se explica por la combinación del patrón oro (cuya oferta estaba restringida) y un rápido cambio tecnológico asociado a la difusión de tecnologías como el transporte ferroviario.

La reciente evolución de la economía china constituye un ejemplo más cercano en el tiempo. Este país ha iniciado recientemente una importante liberalización de sus mercados. La entrada de capital extranjero ha supuesto un importante aumento de la productividad, mientras que el ingreso en 2001 en la Organización Mundial del Comercio permitió multiplicar el volumen de comercio exterior, que en la actualidad crece a tasas cercanas al 20% anual, a pesar de la atonía del escenario económico internacional. Estos choques positivos de oferta impulsan los precios a la baja, al tiempo que mantienen la fortaleza del crecimiento, que según las estimaciones actuales podría situarse cerca del 7% en media en 2003.

Con todo, no debe concluirse que la deflación no tiene costes cuando tiene su origen en un choque de oferta. De hecho, la evidencia muestra que en el siglo XIX el crecimiento de EE.UU. fue mayor en los

⁷ Bordo y Redish (2003) y FMI (2003).

períodos inflacionistas que en los de deflación. Por tanto, cuando la deflación se debe a un choque positivo de oferta, sus costes se ven limitados pero no desaparecen⁸.

2.2.2. Choque negativo de demanda

Otra fuente de deflación es un choque negativo de demanda, que supone una reducción del producto agregado y del conjunto de precios de la economía. Esto es lo que se observó en EE.UU. durante la Gran Depresión y en la actualidad se observa en Japón.

Históricamente, este tipo de choques ha tenido su origen en la corrección brusca de burbujas en los mercados de activos. Las burbujas se forman cuando el precio de un activo es superior al que justifican sus fundamentos y su expectativa de revalorización en el futuro depende de su evolución pasada. Durante el período de formación de las mismas, la riqueza (financiera o inmobiliaria) de los agentes aumenta, lo que les lleva a incrementar su nivel de gasto. Sin embargo, al producirse la corrección de la burbuja se produce el efecto contrario. La reducción del valor de los activos de las familias y de las empresas provoca una disminución del consumo y de la inversión. Además, el sistema financiero se ve negativamente afectado por la pérdida de valor de los activos del balance de los bancos y por la reducción del valor de los colaterales de los préstamos. En este contexto, los bancos pueden endurecer las condiciones de crédito, lo que supone un obstáculo para la inversión.

Adicionalmente, la corrección de una burbuja tiende a exacerbar los efectos

negativos «de balance». Durante la formación de una burbuja los consumidores y las empresas se endeudan en exceso respaldados por el aumento del valor de sus activos y por unas expectativas de beneficios demasiado optimistas (en el caso de una burbuja bursátil). Cuando se corrige la burbuja, se produce un aumento repentino del peso de la deuda sobre el valor total de los activos lo que tiende a acentuar la probabilidad de una recesión provocada por los problemas de balance⁹.

Ante un episodio de deflación provocado por un choque negativo de demanda, las políticas monetaria y fiscal deben adoptar un tono expansivo. Sin embargo, como demuestra el caso de Japón en la década de los años noventa, resulta difícil predecir dichos episodios. Ello hace que las políticas de demanda sean demasiado restrictivas *ex post*, lo que puede agravar el problema de la deflación¹⁰. Por otra parte, es posible que aunque la política monetaria reaccione con celeridad, su efectividad se vea restringida por el límite inferior de los tipos de interés nominales. En este caso, los bancos centrales deben acudir a medidas no convencionales como la inyección directa de liquidez, la intervención en los plazos largos de la curva de tipos, la compra de otros activos en la economía, etc.¹¹.

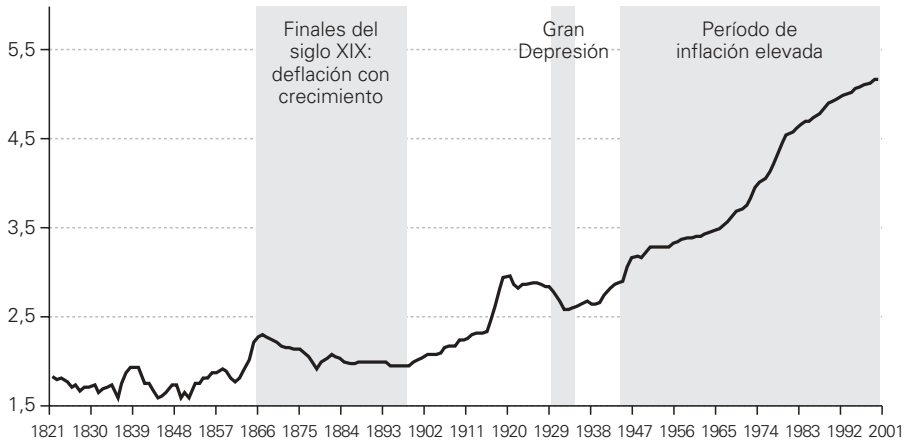
En conclusión, los costes de un episodio de deflación asociado a un choque positivo de oferta tenderán a ser limitados.

⁹ En Koo (2003) se sostiene que los problemas de balance originaron el choque negativo que generó la deflación en Japón.

¹⁰ En Ahearne y otros (2002) se estima que la deflación de Japón en los años 90 se podría haber evitado con una reducción rápida de los tipos de interés.

¹¹ Véase King y Morris (2003).

⁸ Bordo y Redish (2003).

Gráfico n.º 2.1: **EE.UU.: índice de precios al consumo (en logaritmos)**

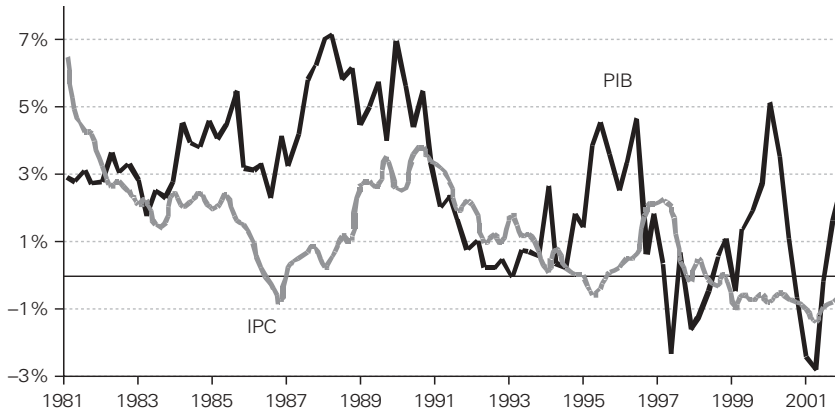
Fuente: University of Michigan, Documents Center y BLS.

En este caso, es poco probable que se generen expectativas de deflación a medio y largo plazo (se evita la trampa de liquidez) y el deterioro de los balances de las empresas y de las familias se ve en parte compensado por las mayores expectativas de crecimiento de los beneficios y los salarios. En cambio, cuando la deflación está asociada a un choque negativo de demanda, sus costes tienden a ser considerablemente mayores: el límite inferior de los tipos de interés limita la efectividad de la política monetaria; existe un elevado riesgo de que se anclen las expectativas de deflación generando una trampa de liquidez; el incremento del endeudamiento en términos reales supone un riesgo para el sistema financiero, especialmente tras la corrección de burbujas en los mercados de activos y, por último, aumentan las consecuencias perniciosas de las rigideces de la economía.

3. JAPÓN, LA VOZ DE LA EXPERIENCIA

A finales de los años ochenta muchos economistas señalaban a la economía japonesa como el modelo a seguir por el resto de las economías desarrolladas. Sus elevadas tasas de crecimiento así lo avalaban. Sin embargo, coincidiendo con el inicio de la década de los años noventa la evolución positiva de esta economía se vio truncada, dando paso a un período de crecimiento débil que se ha prolongado hasta la actualidad. Así, mientras que en la década de los ochenta el crecimiento promedio anual de Japón fue del 4%, en el período 1990-2002 esta tasa se redujo hasta el 1,6%. Esta debilidad de la actividad se vio acompañada, desde mediados de los años noventa, por un descenso prolongado y generalizado de los precios del conjunto de la economía.

Gráfico n.º 3.1: **Japón: crecimiento del PIB e inflación (en tasa interanual)**



Fuente: ESRJ y Oficina Nacional de Estadística.

El descenso de la inflación a escala global y los paralelismos entre la situación de Japón a principios de los años noventa y la de algunas economías desarrolladas como EE.UU. o Alemania en la actualidad (especialmente tras la corrección de la burbuja tecnológica) han resucitado el interés por la experiencia de la deflación en Japón¹².

El origen de la deflación japonesa debe buscarse en la burbuja en los mercados de activos. Tras una fuerte revalorización de los precios bursátiles durante la segunda mitad de los años ochenta, en 1990 se produjo un descenso de los mismos de magnitud significativa. De hecho, se estima que la caída de los precios bursátiles a principios de los noventa supuso una reducción de la riqueza equivalente a 2,7 veces el PIB japonés del año 1989¹³.

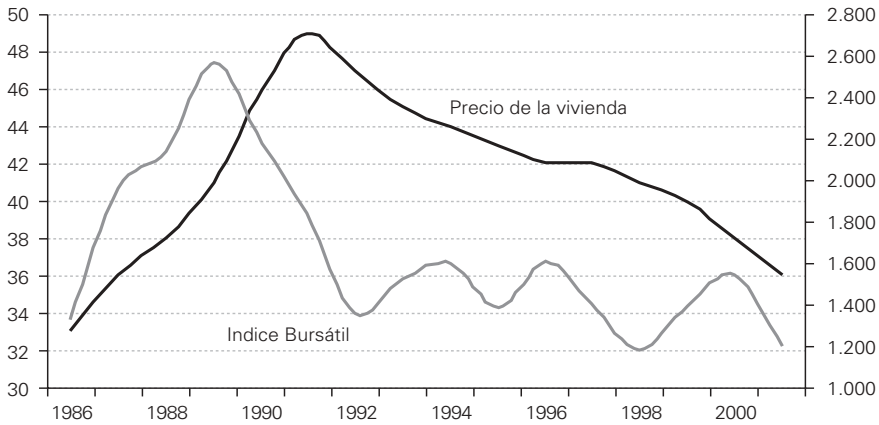
A pesar de la reducción de la riqueza de los agentes y de los riesgos sobre la actividad, el Banco de Japón, lejos de relajar las condiciones monetarias, continuó incrementando los tipos de interés, tratando de detener el crecimiento de los precios del suelo, que seguían aumentando a tasas elevadas. En este sentido, la política fue exitosa, pero provocó una brusca corrección de la burbuja en los precios del suelo, que supuso una pérdida de riqueza todavía mayor que la provocada en el caso de la burbuja bursátil (equivalente a más de seis veces el PIB japonés de 1989).

Aunque existe cierto consenso sobre el papel de la corrección brusca de estas burbujas en el origen de la deflación en Japón, existen diversas visiones acerca de los factores que explican la intensidad y la duración de la misma. Algunos estudios¹⁴ destacan los problemas en el

¹² Ahearne y otros (2002).

¹³ Koo (2003).

¹⁴ Véase, por ejemplo, Bayoumi y Collins (2000).

Gráfico n.º 3.2: **Japón: precio de la vivienda y precios bursátiles**

Fuente: Bolsa de Tokio y Datastream.

sistema financiero que exacerbaron el impacto del descenso del precio de los activos financieros sobre la economía. A finales de los años ochenta el crédito bancario se expandió notablemente apoyado en el incremento de los precios bursátiles e inmobiliarios. Sin embargo, el pinchazo de la burbuja generó el efecto contrario. Los bancos, insuficientemente capitalizados, restringieron el crédito para adecuarse a los requerimientos mínimos de reservas. Ello habría impedido a las familias y a las empresas aumentar su gasto aprovechando los bajos tipos de interés (el canal de crédito pierde su efectividad en la transmisión de la política monetaria).

Otros autores¹⁵ destacan la importancia de los efectos de balance en la economía japonesa. Tras el estallido de sendas burbujas en el mercado inmobiliario y

en el bursátil, las familias y las empresas, que estaban notablemente endeudadas, se centraron en tratar de reducir la carga de deuda de sus balances. La consiguiente reducción del consumo y la inversión estaría en el origen del choque de demanda que provocó la deflación. Según esta explicación, al contrario de lo que ocurre con la anterior, la caída del crédito no se debió a la restricción de oferta por parte de los bancos sino a la disminución de la demanda por parte de los consumidores y las empresas.

Una visión alternativa atribuye el problema japonés al insuficiente grado de liberalización de esta economía, así como al fracaso del modelo japonés para lograr la adaptación al nuevo entorno internacional de los años noventa¹⁶. Durante décadas, dicho modelo permitió un elevado

¹⁵ Koo (2003).

¹⁶ Véase, entre otros, Hayashi y Prescott (2002).

crecimiento gracias a la adopción y la mejora de tecnologías importadas. Sin embargo, no consiguió generar nuevas tecnologías que permitieran incrementar la productividad ni adaptarse a un contexto de mayor liberalización y competencia en los mercados internacionales. Según esta visión, las políticas antideflacionistas deben centrarse en mejorar la flexibilidad y la eficiencia de la economía¹⁷.

Otra explicación resalta la importancia de las trampas de liquidez para explicar el fenómeno japonés¹⁸. Según este argumento, la economía japonesa habría sufrido un choque de demanda negativo que la habría llevado a una trampa de liquidez, con unos tipos de interés reales positivos demasiado elevados para estimular la actividad. Una vez que la inflación se sitúa en el terreno negativo durante un período prolongado de tiempo, los agentes incorporan este fenómeno en sus expectativas, lo que les lleva a retrasar sus decisiones de gasto (lo cual es especialmente grave en una de las economías desarrolladas con mayor tasa de ahorro, próxima al 10% en 2002).

Por último, en muchas ocasiones se destaca la incapacidad que mostraron los responsables del diseño de las políticas económicas para prevenir la deflación y para combatirla una vez ésta había comenzado. Desde la perspectiva actual, parece obvio que hubiera sido deseable reaccionar de una manera rápida con bajadas agresivas de los tipos de interés. Con todo, las críticas al Banco de Japón

deben matizarse. Si se introducen las previsiones que en 1990 y 1991 tenían los organismos oficiales (y la práctica totalidad de los analistas) en una regla de política monetaria, se concluye que la política monetaria era suficientemente expansiva para los estándares convencionales¹⁹. Sin embargo, estas previsiones resultaron ser equivocadas (especialmente en el caso de las proyecciones de inflación), lo que tuvo como consecuencia una política demasiado restrictiva *ex post*.

Pero las autoridades monetarias no fueron las únicas incapaces de anticipar el riesgo de deflación. De hecho, tras una notable expansión monetaria que llevó los tipos oficiales del 6% a mediados de 1991 hasta el 1,75% en 1994, se generaron nuevas expectativas de recuperación de la economía, tal y como se refleja en el repunte de los tipos a largo plazo en 1994. Este incremento de los tipos a 10 años, que entre 1994 y 1998 se mantuvieron en torno a 200 puntos básicos por encima de los tipos a tres meses refleja el excesivo optimismo del mercado acerca de la recuperación de la economía. Este comportamiento de los tipos a largo plazo contribuyó a restringir en exceso las condiciones monetarias lo que tuvo efectos negativos sobre la actividad.

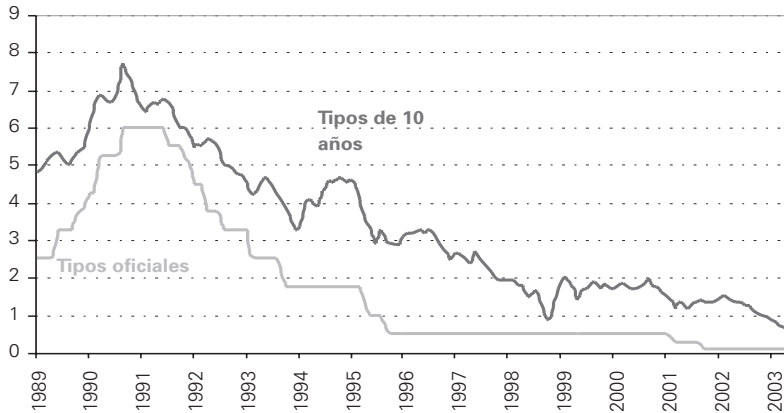
Por otro lado, Japón también ha registrado una fuerte expansión fiscal en la última década. De hecho, se ha pasado de un superávit público a finales de los años ochenta a un déficit del 7,7% del PIB en 2002. Los elevados déficits de la última década han supuesto un fuerte aumento de la deuda pública, que ha pasado de suponer el 64,5% del PIB en 1990 a rebasar

¹⁷ En la actualidad, el gobierno japonés impulsa planes de reactivación industrial con este objetivo. Sin embargo, los resultados de los mismos han sido limitadas hasta el momento, dada la dificultad política para sanear las empresas y sectores más ineficientes.

¹⁸ Véase, por ejemplo, Buitier (2003).

¹⁹ Ahearne y otros (2002).

Gráfico n.º 3.3: **Japón: tipos de intereses oficiales y tipos a 10 años (en puntos porcentuales)**



Fuente: Banco de Japón y Bloomberg.

el 150% PIB en 2003. En ocasiones se toma el ejemplo de Japón como muestra de la escasa efectividad de la política fiscal, dado que a pesar del espectacular aumento del gasto público no se ha conseguido una recuperación de la actividad. Es cierto que, al igual que la política monetaria, la política fiscal tardó demasiado en reaccionar a principios de la década de los 90 (hasta 1993 no se produjo un estímulo fiscal importante). Además, la composición del incremento del gasto, excesivamente dirigido a la creación de empleo público y al mantenimiento de sectores ineficientes en la economía, podría haberse mejorado con un mayor volumen de inversión pública. A pesar de todo ello, la evidencia muestra que el gasto público en la última década ha contribuido a aumentar la demanda agregada²⁰. Por lo

tanto, el problema no es que el gasto público no haya tenido efectos sobre la actividad sino que éste no ha sido suficiente para compensar la debilidad del gasto privado en un contexto en el que los consumidores se encuentran inmersos en una trampa de liquidez y las empresas, con un elevado nivel de endeudamiento en sus balances, son reticentes a tomar decisiones de inversión (habiendo llegado a convertirse en ahorradoras netas).

La deflación en Japón permite extraer algunas lecciones que pueden ser de utilidad para otros países. Es cierto que la experiencia japonesa muestra que la deflación es un fenómeno difícil de prever, pero al mismo tiempo permite deducir un conjunto de indicadores de riesgo (además del seguimiento de la evolución de los precios), como son la existencia de burbujas en los mercados de activos, del nivel de endeudamiento de los agentes y el

²⁰ Véase Kalra (2003).

grado de flexibilidad y regulación de la economía. Además, el caso de Japón muestra que las políticas de demanda pueden jugar un papel importante para combatir la deflación, pero que su efectividad será mayor si éstas se implantan de forma inmediata. En este sentido, en la medida que los costes de un posible episodio de deflación son mayores que los de una excesiva expansión monetaria y fiscal, se justificaría la actuación de las políticas con carácter preventivo.

4. EE.UU., UNA REVISIÓN DE LOS RIESGOS DE DEFLACIÓN

4.1. Introducción

La evolución de la economía de EE.UU. en la década de los noventa fue bien distinta a la de Japón. En la segunda parte de los años noventa, la economía estadounidense registró fuertes ganancias de productividad, con tasas de crecimiento de la actividad elevadas, próximas al 4% en media. Sin embargo, a principios de 2001²¹ la economía entró en un periodo recesivo, registrando un crecimiento en 2001 del 0,3% en media. Dos años después, y pese a la fuerte expansión realizada mediante las políticas monetaria y fiscal, es la deflación, y no la inflación, la que parece ser la máxima preocupación de los responsables de la política económica en EE.UU.

Una revisión a los principales indicadores de precios de la economía permite

observar una tendencia descendente en la tasa de crecimiento de los precios. Por un lado, durante la última década, varios factores como la innovación tecnológica y la mejora de la gestión empresarial, han propiciado un proceso continuado de desaceleración de la tasa de crecimiento de los precios. Por otro lado, tras el inicio de la recesión de 2001, la economía ha venido creciendo por debajo de su potencial. Así, el *output gap* negativo ha contribuido a acentuar la presión a la baja sobre los precios, aumentando el temor por la deflación.

En concreto, desde el inicio de la recesión en 2001, la inflación medida a partir de indicadores como el IPC o los precios de producción se ha desacelerado significativamente, entre un 1 y un 1,5%²². El descenso de los precios de algunos componentes de la cesta de bienes ha sido significativo, como la reducción observada en el precio de los ordenadores, con un descenso del 57%. El componente de servicios, por su parte, sigue señalando presiones inflacionistas, lo que permite cierto optimismo en la medida en que, al igual que ocurre en otros países industrializados, el peso dentro del IPC del componente de bienes tiende a disminuir con el tiempo, mientras que el de servicios tiende a aumentar.

Durante los primeros meses de 2003 se observó un repunte en la tasa de crecimiento de los precios como consecuencia del aumento de los precios del petróleo. Así, tras alcanzar un mínimo en 2002 del 1,6% en media del año, la inflación repuntó seis décimas respecto a los niveles

²¹ Según el NBER, organismo que fecha los periodos de recesión y expansión de la economía de EE.UU., éste se inició en marzo de 2001 y finalizó en noviembre de ese mismo año.

²² Los índices de precios al consumo tienden a sobreestimar la tasa de inflación. En EE.UU. se han realizado importantes avances en este sentido, aunque algunos estudios señalan que todavía existe un sesgo positivo en el índice.

Tabla n.º 4.1: **Evolución principales indicadores de precios (en tasa interanual; media del período)**

	1990-95	1996-00	2001-Ppios. 03	A junio 2003
IPC	3.51	2.48	2.27	2.06
IPC Subyacente	3.79	2.38	2.35	1.59
Comp. Bienes IPC	2.58	0.78	-0.60	-1.87
Comp. Servicios IPC	4.37	3.08	3.62	3.00
Prc. Producción	2.02	1.54	0.80	2.53
Prc. Importación	1.70	-0.01	-1.62	1.48
Deflator PIB	2.77	1.73	1.74	1.62
Deflator Consumo	3.03	1.87	1.76	2.25

Fuente: BEA y BLS.

de finales de 2002. Actualmente, se mantiene en tasas próximas al 2,2%. Sin embargo, si se excluyen los componentes más volátiles del índice, se observa que la inflación subyacente se sitúa próxima al 1,5%, mínimo desde 1996 y significativamente menor a la observada en 2002. Los precios de producción, por su parte, registraron una caída media del 1,3% en 2002. Durante el primer trimestre de 2003, éstos ascendieron un 3,4%, pero preocupa la tendencia descendente observada en los últimos datos. Así, actualmente éstos se mantienen en tasas próximas al 2,5%. En la tabla 4.1. se recoge la evolución de los principales indicadores de precios de la economía estadounidense.

El objetivo de la siguiente sección es dilucidar hasta qué punto la deflación es un escenario probable para la economía de EE.UU. Con este fin, y considerando los posibles factores causantes de un proceso de deflación mencionados en la sección 2, se evalúan los riesgos de la deflación para la economía estadounidense.

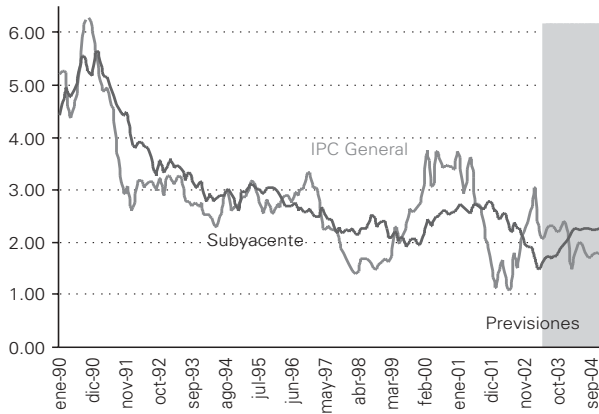
4.2. Riesgos de deflación

El primer argumento para afirmar que el riesgo de deflación es limitado es que las previsiones de inflación para los próximos años apuntan a tasas positivas de crecimiento de los precios. Así las previsiones de los analistas y los organismos internacionales son de una tasa de inflación media en 2004 próxima al 2%, con un rango de previsiones entre el 1,2% y el 2,8%²³.

Si se utiliza un modelo de predicción univariante para los distintos componentes del índice de precios al consumo estadounidense, que considera a su vez las variaciones del precio del petróleo, las previsiones actuales apuntan a una tasa de inflación para el conjunto del índice próxima al 1,8% en media para 2004. En el núcleo más estable de la inflación, el crecimiento de los precios se situaría en media en

²³ Según las estimaciones recogidas en el *Consensus Forecast* de mayo de 2003 para los precios al consumo de EE.UU.

Gráfico n.º 4.1: **EE.UU.: Índice de Precios al Consumo (en tasa interanual)**



Fuente: BLS y Servicio de Estudios BBVA.

niveles del 2,2% en 2004, incluso en el caso de que se mantuviera la deflación en el componente de bienes industriales no energéticos. Por otra parte, las estimaciones del IPC realizadas en función de los precios de importación, los precios de producción y la variación del tipo de cambio permiten llegar a conclusiones similares, aunque la tasa de inflación que se obtiene en las previsiones es ligeramente inferior²⁴.

No obstante, a pesar de que desde un punto de vista técnico los distintos instrumentos de previsión de la inflación a medio plazo permiten calificar el escenario de deflación como poco probable, la experiencia en Japón muestra que los modelos de predicción habitualmente utilizados no son capaces de anticipar las caídas de

precios que posteriormente se observan, como ocurrió en el caso de Japón²⁵. La constatación de la dificultad de prever la deflación con las técnicas habitualmente utilizadas sustenta el temor a la deflación existente en la economía de EE.UU.

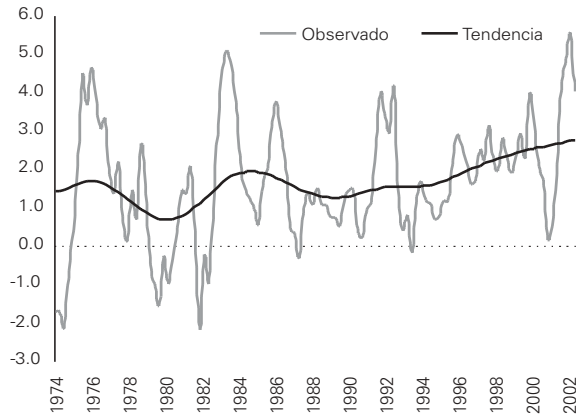
4.2.1. *Ganancias de productividad*

A lo largo de la segunda mitad de la década de los noventa, EE.UU. experimentó un periodo de elevado crecimiento de la actividad caracterizado por fuertes ganancias de productividad que sustentaron, a su vez, unas elevadas expectativas de beneficios y altas tasas de inversión. En concreto, la productividad del trabajo —medida como producto por hora del sector privado no agrario— creció a una tasa promedio del 2,6% entre 1996 y 2002, registrando una significativa aceleración de

²⁴ Los modelos de predicción y las estimaciones corresponden al Servicio de Estudios del BBVA. En las estimaciones para 2004 se supone un precio del petróleo de 23\$ de media el barril de Brent y un tipo de cambio del dólar-euro de 1,12 en media.

²⁵ Ahearne y otros (2002)

Gráfico n.º 4.2: **Productividad laboral en EE.UU., 1974-2002 (en tasa interanual; observado y tendencial; sector privado)**



Fuente: BEA y elaboración propia.

1,3 puntos respecto a la media del periodo 1974-1995. El cambio tecnológico y la innovación en las prácticas de gestión parecían estar detrás del proceso conocido como «Nueva Economía»²⁶.

El inicio de la recesión, las fuertes caídas de los precios bursátiles, la reducción de la inversión ante las expectativas de un exceso de capacidad instalada junto con los escándalos corporativos y la consiguiente incertidumbre contable pusieron en duda dicho proceso. Con todo, varios estudios corroboran el carácter estructural de buena parte de la aceleración de la productividad experimentada en EE.UU. desde mediados de los noventa. De hecho, la tasa de crecimiento de la productividad a

largo plazo en EE.UU. podría mantenerse en el rango del 2-2,5%²⁷.

En la medida en que un choque de oferta positivo reduce la inflación, las ganancias de productividad en los últimos años en EE.UU. suponen presión a la baja sobre los precios. Con todo, como se ha argumentado en la sección 2, el proceso por sí mismo no debería generar expectativas de deflación a medio y largo plazo.

4.2.2. ¿Exceso de capacidad?

El temor a la deflación toma relevancia en el momento en que se consideran las bajas tasas de crecimiento actuales de la economía de EE.UU. Tras el inicio del proceso de recesión en 2001, la actividad

²⁶ Véase, entre otros, Oliner y Sichel (2002). Adicionalmente puede consultarse el recuadro «La Nueva Economía en EE.UU.: Productividad de la buena», publicado en el *Informe Económico de 2001* del Servicio de Estudios de BBVA

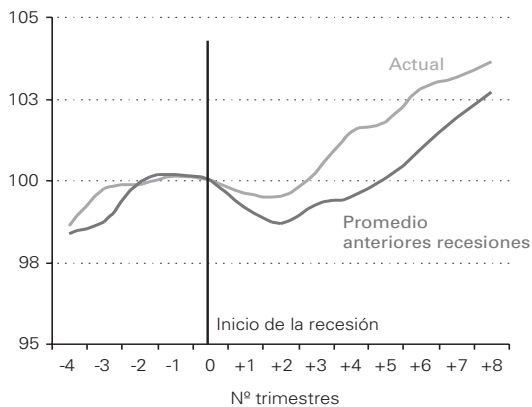
²⁷ Véase recuadro: «La productividad de largo plazo en EE.UU.», *Situación Global*, Servicio de Estudios BBVA, marzo 2003.

repuntó en 2002 hasta el 2,4%. Con todo, actualmente, el crecimiento del conjunto de la economía, próximo al 2% en términos anuales, se mantiene en tasas inferiores al crecimiento potencial, cuyas estimaciones más moderadas lo sitúan en tasas del 3%.

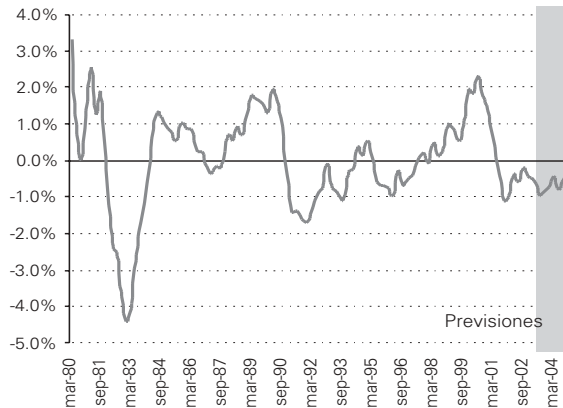
En los últimos años, la economía ha hecho frente a un conjunto de choques negativos que han mantenido la demanda deprimida. El ajuste a la baja de las expectativas de beneficios y de las decisiones de inversión de los agentes, consecuencia en parte de la posible sobreestimación en los años anteriores, las continuadas caídas de los precios bursátiles, hasta alcanzar niveles mínimos desde 1997, los sucesivos escándalos contables con el consiguiente aumento de la aversión al riesgo, los atentados terroristas y, en general, el mantenimiento de una incertidumbre geopolítica elevada, son los principales factores que subyacen en la ralentización del ritmo de crecimiento.

Respecto a otros periodos de recesión de la economía de EE.UU., la desaceleración del PIB en 2001 fue relativamente suave en magnitud. Así, las recesiones de principios de los ochenta y de los noventa se caracterizaron por mayor caída de la actividad seguida de una recuperación posterior más fuerte. A su vez, destaca la composición del crecimiento del PIB durante estos últimos años. A pesar de la fuerte reducción de la actividad industrial, con caídas de un 6% en 2001, el consumo privado siguió creciendo a una tasa media del 3% anual, significativamente superior a la media de anteriores recesiones. La importante reducción de los impuestos a las familias, la relajación de las condiciones financieras y el aumento de la riqueza inmobiliaria han permitido sustentar el consumo de las familias, pese al deterioro de las condiciones del mercado laboral y a la reducción de la riqueza financiera, consecuencia de la caída de los precios bursátiles. No obstante, las bajas tasas de

Gráfico n.º 4.3: **EE.UU. Evolución del PIB (inicio recesión = 100)**



Fuente: BEA, NBER y elaboración propia.

Gráfico n.º 4.4: **EE.UU. Componente cíclico del PIB (en porcentaje)**

Fuente: BEA y elaboración propia.

crecimiento de la actividad preocupan en la medida en que la economía pueda encontrarse en una situación de exceso de capacidad que mantenga los precios presionados a la baja a medio plazo.

Actualmente, las previsiones de crecimiento existentes en el mercado apuestan por una recuperación moderada de la actividad en 2004. En concreto, la media de analistas espera un crecimiento del 2,3% en 2003 y del 3,6% en 2004. Utilizando un filtro de Hodrick-Prescott para estimar el componente cíclico del PIB, se observa que éste se mantiene actualmente negativo, próximo al 0,6%, y que considerando unas previsiones de progresiva recuperación de la actividad²⁸ éste se mantendría negativo a lo largo de todo el año 2004. Otras estimaciones recogen un componente cíclico del PIB más negativo

aún. Así, la OCDE, mediante una función de producción para el conjunto de la economía, estima un componente cíclico negativo del 1,5% en 2002.

No obstante, a pesar del mantenimiento de un significativo *gap* negativo, su magnitud no parece preocupante en términos de deflación. Con el objetivo de cuantificar hasta qué punto existe un exceso de capacidad que pueda originar una caída generalizada de los precios, se ha realizado un simple ejercicio de simulación para la economía de EE.UU. Así, tomando la metodología de la Curva de Phillips²⁹ se estima que un escenario de deflación para la economía de EE.UU. requeriría un

²⁸ Esto es, un 2% en 2003 y el 3% en 2004. Más allá se mantiene constante en tasas del 3,2%.

²⁹ En concreto, la curva de Phillips relaciona los cambios en los precios con la inflación pasada, las presiones de demanda —que se recogen a través del diferencial entre la tasa de desempleo actual y la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación— y los choques de oferta —que se recogen a partir de las presiones sobre los precios de importación—.

ciclo negativo de magnitud similar al observado en la recesión de principios de los ochenta, esto es, próximo al 4%, una caída de los precios de importación superior a la observada tras la crisis asiática, y una apreciación significativa del dólar, algo que de momento no parece el escenario más probable³⁰. Este resultado es similar al que concluye el FMI en su último informe. Así, según el FMI, y utilizando la misma metodología, para un escenario de deflación suave sería necesario un *output gap* negativo del 5% y un aumento de la tasa de desempleo hasta el 8%. En consecuencia, a pesar de la existencia de un exceso de capacidad en la economía, con un crecimiento del PIB inferior al potencial, parece poco probable que éste alcance los niveles necesarios para generar un proceso de deflación.

4.2.3. *Burbujas en los activos y deflación*

Uno de los factores que más preocupa en términos de deflación es la sobrevaloración de los activos inmobiliarios o financieros. En el caso de la economía de EE.UU., la última recesión se caracterizó por un fuerte descenso del conjunto de los precios bursátiles y, en concreto, de los precios de los valores tecnológicos y de telecomunicaciones. A la sobreestimación de los beneficios y de la capacidad de crecimiento de las empresas, hay que añadir los escándalos contables que provocaron las quiebras de empresas como Enron. El descubrimiento de que las empresas podrían tener más deuda de la reflejada en los informes y el cuestionamiento de la fiabilidad de los procesos de auditoría supusieron un duro golpe para la

confianza de los inversores. Así, tras el máximo alcanzado en marzo del año 2000, los principales índices bursátiles experimentaron descensos de importante magnitud, hasta situarse actualmente en niveles similares a los de 1997. La caída fue generalizada, con reducciones de precios del 40-50% respecto a los niveles máximos.

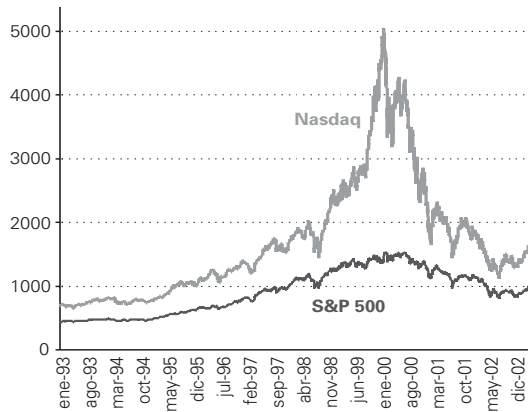
Como se ha comentado en la sección 2, no cabe duda que un descenso de esta magnitud en los precios de los activos bursátiles aumenta el riesgo de deflación en la economía. Con todo, varios factores permiten matizar los efectos para el caso de EE.UU.

Por un lado, aunque el descenso ha sido importante en magnitud, la pérdida de riqueza que ha supuesto para el conjunto de la economía ha sido significativamente inferior a la que se observó en la economía japonesa. En concreto, en EE.UU., la pérdida de capitalización en el conjunto de los principales índices bursátiles equivale al 70% del PIB estadounidense de 2001. En Japón, sin embargo, ésta alcanzó una magnitud 2,7 veces el PIB de 1989 y 2,3 veces el de 2001. Esto es, la pérdida de riqueza fue prácticamente cuatro veces superior en Japón que en EE.UU.³¹.

Por otro lado, el mantenimiento del precio de los activos inmobiliarios en EE.UU. ha sido un factor decisivo para minimizar la pérdida de riqueza sufrida de los agentes de la economía debida a la reducción de la riqueza financiera. En Japón, cerca del 70% de la pérdida de riqueza fue consecuencia del colapso del precio del suelo. En EE.UU., los precios inmobiliarios han seguido aumentando a un ritmo significativo. Desde el principio de la recesión en

³⁰ Ejercicios realizados por el Servicio de Estudios del BBVA.

³¹ Koo (2003)

Gráfico n.º 4.5: **EE.UU.: Principales índices bursátiles**

Fuente: Bloomberg.

2001 hasta finales de 2002, los precios de la vivienda han crecido a una tasa anualizada del 7%, significativamente por encima de lo que se observó durante la recesión de principios de los noventa, en que los precios apenas crecieron al 2%. Cabe añadir que, aunque la riqueza inmobiliaria representa solamente un 30% de los activos de las familias (la riqueza financiera supone un 65%), la elasticidad del consumo a cambios en la riqueza inmobiliaria es cuatro veces mayor a la de cambios en la riqueza bursátil³². De esta forma, el aumento de la riqueza inmobiliaria ha permitido contrarrestar en parte la caída de la riqueza financiera, manteniendo el fuerte crecimiento del consumo de las familias.

El papel de las políticas económicas ha sido determinante en el mantenimiento del consumo de las familias, al contrario de lo

que se observó en la economía japonesa. La Reserva Federal, teniendo en cuenta la experiencia de dicha economía, optó por iniciar el descenso de los tipos de interés en enero de 2001, reduciéndolos hasta el 1,75% en menos de un año.

El entorno de reducidos tipos de interés en EE.UU. ha propiciado una fuerte expansión de la actividad de refinanciación hipotecaria, elevando las rentas de las familias. Por un lado, se ha reducido considerablemente el servicio mensual del préstamo hipotecario y se ha ampliado la duración de los préstamos. Por otro lado, en un entorno de precios de la vivienda al alza, los agentes han tenido acceso a nuevos préstamos de valor superior al anterior.

Existe una amplia literatura sobre el papel de la política monetaria ante posibles burbujas en los precios de los activos, aunque no una conclusión única. Incluso si se pudiese identificar con cierta antelación una burbuja, algo que no es sencillo, no re-

³² Según el modelo FRB/US para la economía de EE.UU. de la Reserva Federal.

sulta obvio cual sería la respuesta más adecuada. En cualquier caso, parece claro que la Reserva Federal, al reducir los tipos de interés, ha conseguido minimizar los efectos del colapso de la burbuja financiera, aunque sea a expensas de una posible burbuja en el mercado inmobiliario. Con todo, los riesgos de que exista una burbuja importante en el mercado inmobiliario son limitados. Los datos sugieren que los precios se sitúan por encima de su relación de largo plazo, pero parece que es posible restaurar un relativo equilibrio en dicho mercado sin observar descensos importantes como los que tuvieron lugar en el mercado de activos financieros, o el colapso que se observó en la economía japonesa³³.

En consecuencia, la fuerte corrección de los activos bursátiles ha tenido un efecto moderado sobre las decisiones de consumo de las familias. Adicionalmente, el riesgo de un ajuste brusco del consumo parece limitado. El ahorro de las familias, tras alcanzar niveles mínimos en 2001 inferiores al 1% de la renta disponible, se sitúa actualmente en tasas cercanas al 4%. Aunque todavía existe un gap entre el ratio de ahorro y el de riqueza, éste parece moderado. A su vez, el mantenimiento de unas políticas expansivas y el aumento de la confianza de los consumidores observado en los últimos meses son factores a los que se hace referencia para sostener el consumo a medio plazo.

Adicionalmente, preocupan las consecuencias que el proceso de reducción de los precios bursátiles y el aumento de la incertidumbre pueda tener sobre las decisiones de inversión de las empresas. Esto es, la posibilidad de enfrentarse a lo que

se denomina como una recesión de «hoja de balance», similar a la que se menciona como una de las explicaciones de la experiencia japonesa. Tras el colapso de los precios bursátiles y la reducción de la confianza empresarial, afectada a su vez por los escándalos contables, el sector empresarial ha reducido considerablemente su demanda de fondos. Con todo, las condiciones monetarias permanecen muy relajadas, tanto a corto como a largo plazo, las condiciones crediticias se han flexibilizado en los últimos meses y las expectativas empresariales se recuperan, lo que minimiza los riesgos.

4.2.4. *Condiciones monetarias relajadas*

La evolución de las condiciones monetarias es un elemento claramente diferenciador entre el diagnóstico de la economía japonesa y el de la de EE.UU. La política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal ha sido fuertemente expansiva, tanto por la magnitud del movimiento como por la rapidez con que se ha producido. En concreto, los Fondos Federales se han reducido 550 puntos básicos respecto a los niveles de finales de 2000. Así, los tipos oficiales, actualmente en el 1,00%, se encuentran en los niveles mínimos de los últimos cuarenta años.

La rapidez del movimiento ha sido significativa. En concreto, durante 2001 la Reserva Federal redujo los tipos de interés oficiales en un total de 475 puntos básicos en tan sólo un año. El Banco de Japón lo hizo sólo en 250 puntos básicos en el primer año. A su vez, el Banco de Japón tardó más de cuatro años en acumular un descenso en los tipos de magnitud similar a la existente hoy en EE.UU., realizado en apenas dos años y medio.

³³ FRBSF (2003)

Diversos estudios de la Reserva Federal ponen de manifiesto que, cuando la inflación es negativa y los tipos de interés a corto plazo se aproximan a la cota inferior de cero, es realmente complejo luchar contra la deflación. Así, una de las lecciones que se extraen de la experiencia japonesa es que el estímulo monetario debe ir más allá de lo que en un principio sería conveniente dadas las actuales perspectivas de crecimiento e inflación, esto es, que el Banco Central debe actuar de forma preventiva.

Una forma de analizar el grado de expansión de la política monetaria es mediante el uso de la metodología de la regla de Taylor (1993). Esta regla de política monetaria define las desviaciones de los tipos de interés a corto plazo respecto de su nivel de equilibrio en función de dos factores: la situación cíclica de la economía y las desviaciones de la inflación respecto al objetivo a largo plazo del banco central. A partir de la metodología desarrollada por Taylor y teniendo en cuenta las consideraciones realizadas por Clarida, Galí y Getler (1998)³⁴, se observa que los tipos de interés de corto plazo estimados por la regla monetaria son significativamente superiores a los observados en la actualidad. En otras palabras, que los tipos de interés actuales no se corresponden con las actuales tasas de crecimiento e inflación. Así, el actual nivel de tipos de interés en EE.UU. puede explicarse en la medida en que exista una asimetría en los costes entre la deflación y la inflación, lo que conduce a la Reserva Federal a actuar preventivamente reduciendo los tipos de interés oficiales, en el momento en

que existe una probabilidad positiva de un escenario de deflación en la economía.

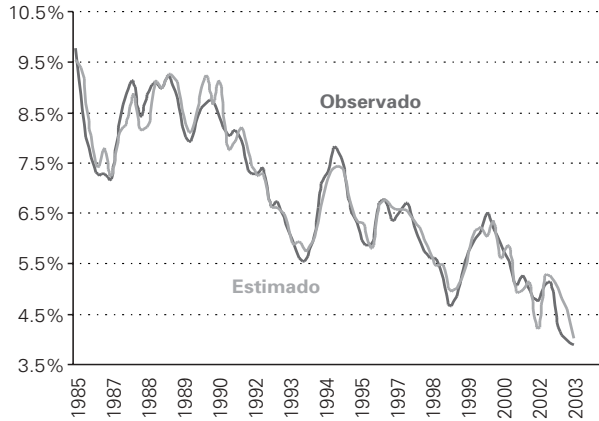
Por su parte, un análisis de la evolución de los tipos de interés a largo plazo permite llegar a una conclusión similar. Después de alcanzar a finales de 2000 tasas próximas al 6%, éstas llegaron a alcanzar niveles del 3,1% a mediados de 2003, mínimos de los últimos cincuenta y cinco años. Así, a diferencia de lo observado en la economía japonesa, donde los tipos de interés a largo plazo permanecieron varios meses en tasas elevadas, en EE.UU. los riesgos de recesión, la incertidumbre existente y el fuerte descenso de los tipos a corto plazo, en un contexto de bajas expectativas de inflación, comportaron un fuerte descenso de los tipos de interés, manteniéndose en niveles reducidos a pesar del aumento del déficit público.

De hecho, uno de los temores expresados por A. Greenspan, consecuencia del fuerte deterioro de las cuentas públicas, era que tuviese lugar un aumento en los tipos de interés a largo plazo que pudiese cuestionar y frenar la incipiente recuperación de la actividad económica. El temor tiene su origen en la relación positiva que generalmente se acepta entre los tipos de interés de la deuda y los cambios en el ahorro público. En otras palabras, dado que históricamente se observa que un deterioro del ahorro público no suele ser compensado en la misma magnitud por un aumento del ahorro privado, una reducción del ahorro público comporta una reducción del ahorro nacional que, dadas unas tasas de inversión determinadas, presiona al alza los tipos de interés³⁵.

³⁴ Clarida, Galí y Getler (1998) estiman un tipo de interés de equilibrio a largo plazo mayor al inicialmente propuesto por Taylor. Con todo, los resultados se mantienen si se sigue la especificación original.

³⁵ Véase el artículo «Déficit público y tipos de interés a largo plazo en EE.UU.», *Situación Global* Marzo de 2003, Servicio de Estudios del BBVA

Gráfico n.º 4.6: **EE.UU. Tipos de interés a diez años observado y estimado (en puntos porcentuales)**



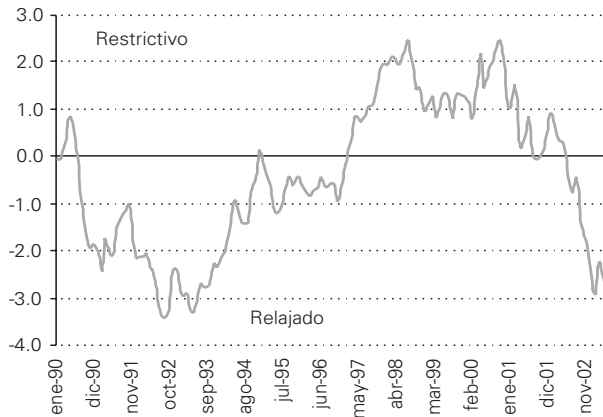
Fuente: Servicio de Estudios BBVA.

Con todo, el temor a la deflación y los esfuerzos realizados por parte de la Reserva Federal han conseguido mantener los tipos de interés en niveles históricamente reducidos. De hecho, utilizando un modelo de predicción de los tipos de interés de la deuda pública estadounidense se observa que los actuales niveles no se corresponden con los fundamentos de la economía. En concreto, el modelo estima el tipo de interés nominal a 10 años del Tesoro en función de los tipos de interés a tres meses de las Letras del Tesoro, una variable de precios —medida como la variación trimestral del índice de precios al consumo—, el saldo de las cuentas públicas —medido en porcentaje del PIB— y una variable de actividad, aproximada mediante el indicador de actividad empresarial del *Institute for Supply Management*. Las estimaciones realizadas para el periodo muestral de 1970 a 2002

muestran que en el último año el modelo sobreestima de forma sistemática los tipos de interés de largo plazo.

Finalmente, otro indicador del grado de relajación de las condiciones monetarias en EE.UU. es la evolución del tipo de cambio. Mientras en la economía japonesa el yen siguió apreciándose hasta alcanzar niveles máximos a mediados de 1995, el dólar acumula una depreciación significativa respecto a las principales divisas. Así, el tipo de cambio efectivo nominal se ha depreciado prácticamente un 20% desde los niveles máximos.

En conjunto, las condiciones monetarias en la economía de EE.UU. permanecen relajadas, y ello en un contexto de crecimiento de la actividad. Un índice de condiciones monetarias para la economía estadounidense, que considera los tipos de interés reales a corto plazo (deflatados

Gráfico n.º 4.7: **EE.UU. Índice de condiciones monetarias**

Fuente: Servicio de Estudios BBVA.

con la inflación subyacente) y las variaciones del tipo de cambio efectivo real del dólar muestra que éstas se sitúan en niveles próximos a los observados durante la recesión de los noventa³⁶.

4.2.5. *Una política fiscal expansiva*

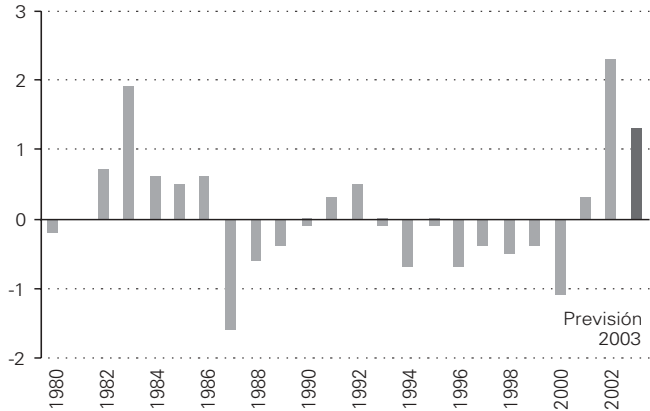
Finalmente, cabe mencionar brevemente el papel diferenciador de la política fiscal en EE.UU. respecto a Japón a principios de la recesión. Al contrario de lo que ocurrió en Japón a principios de los años noventa, la política fiscal en EE.UU. ha adoptado un carácter notablemente expansivo en los últimos años.

En los años 1995-2000, el fuerte crecimiento económico de la economía de EE.UU. permitió llevar a cabo un notable

proceso de consolidación fiscal. En 2000, el saldo federal alcanzó un superávit del 2,4% del PIB. No obstante, a partir de 2001, coincidiendo con el inicio del período de recesión, la política fiscal adoptó un tono notablemente expansivo. Así, en 2002, las cuentas públicas volvieron a mostrar números rojos tras cuatro años de superávit. El proceso de relajación fiscal destaca por dos cuestiones. En primer lugar, por el ritmo al que se ha producido, cuatro puntos del PIB en tan sólo dos años. Y, en segundo lugar, por que viene acompañado de un fuerte deterioro de las cuentas públicas a medio plazo. Las estimaciones apuntan a que el déficit podría situarse en el 3,5% del PIB en 2003 y 2004. En términos de saldo estructural, la expansión fiscal de los últimos años ha supuesto pasar de un superávit del 1,1% del PIB en 2000 a un déficit estructural cercano al 3% del PIB en 2003, lo que supone la mayor expansión fiscal en la década.

³⁶ Según lo habitualmente utilizado, los tipos a tres meses tienen una ponderación de 9/10 en el índice, mientras las variaciones en el tipo de cambio de 1/10.

Gráfico n.º 4.8: **EE.UU.: impulso fiscal medido como incremento del déficit estructural (en porcentaje del PIB)**



Fuente: CBO y elaboración propia.

Este aumento del déficit se debe a los recortes fiscales introducidos por la Administración Bush. El primero de ellos, aprobado en 2001, supuso un notable estímulo fiscal, que se ha prolongado hasta la actualidad. Recientemente, se ha aprobado un nuevo plan fiscal. La cuantía del mismo es sensiblemente inferior que la propuesta inicial (350 mil millones de dólares en los próximos diez años, en vez de los 726 inicialmente previstos) pero supondrá un notable impulso fiscal en el período 2003-2005. Según estimaciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso estadounidense, el nuevo plan podría suponer un aumento del déficit del 1,5% del PIB en 2004, lo que supone el mayor recorte impositivo desde el realizado por Reagan en el año 1981. En términos de PIB, esta última expansión fiscal podría suponer una aportación al crecimiento de aproximadamente ocho décimas en el año fiscal 2004.

A su vez, destaca el aumento del gasto público observado en los últimos años. Así, el gasto público ha prácticamente duplicado su aportación al crecimiento del PIB respecto a la segunda mitad de los noventa. El aumento del gasto en defensa es el principal responsable. En conjunto, se puede afirmar que la política fiscal en EE.UU. ha tenido un carácter fuertemente expansivo y que las autoridades política han actuado con rapidez tras la última desaceleración económica³⁷.

5. CONCLUSIONES

El temor a la deflación está justificado en la medida que ésta puede llegar a tener un impacto negativo significativo sobre la

³⁷ Con todo, no hay que olvidar los riesgos que un deterioro significativo y prologando en el tiempo de las cuentas públicas puede llegar a tener para el crecimiento a largo plazo de una economía.

producción agregada. En este sentido, la experiencia japonesa de los últimos años es un ejemplo que ayuda a evaluar los riesgos de deflación en el resto de economías industrializadas. En concreto, el análisis realizado para la economía de EE.UU. permite llegar a las siguientes conclusiones: en primer lugar, ni los indicadores de precios ni los instrumentos de predicción disponibles apuntan hacia un escenario de reducción de los precios en el conjunto de la economía estadounidense. En segundo lugar, aunque es cierto que las ganancias de productividad de los últimos años han contribuido a la reducción de las tasas de inflación, el mantenimiento de dichas ganancias contribuye a minimizar los riesgos de deflación en el medio plazo. Por otra parte,

aunque se constata la existencia de un exceso de capacidad en la economía estadounidense, los ejercicios de simulación realizados muestran que éste no es suficiente para desencadenar un proceso de deflación en EE.UU. En cuanto al análisis de la evolución de los precios de los activos, las conclusiones son diversas. Así, mientras que los efectos de la caída de los precios bursátiles parecen moderados, se alerta sobre los riesgos que una reducción brusca de los precios de la vivienda tendría sobre la economía. Finalmente, el análisis de las condiciones monetarias, así como de las políticas monetaria y fiscal instrumentadas, permite cierto optimismo en la medida que contribuyen a minimizar los riesgos de un escenario de deflación.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHEARNE y otros (2002): «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s». *International Finance Discussion Papers* n.º 729. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BAYOUMI, T. y COLLYNS, C. (2000): «How Japan Responded to Asset Price Collapse». FMI. Washington.
- BERNANKE, B.S. (2002): «Making Sure "It" Doesn't Happen Here». Discurso ante el National Economists Club, Washington, 21 de noviembre de 2002.
- BORDO, M.D., y REDISH, A. (2003): «Is deflation Depressing? Evidence from the classical Gold Standard». *NBER Working Paper* n.º 9520.
- BUITER, W.H. (2003): «Deflation Prevention and Cure». *NBER Working Paper* n.º 9623.
- CLARIDA, R.; GALÍ, J. y GETLER, M. (1998), «Monetary Policy rules in Practice: Some International Evidence» *European Economic Review*, 42, 1998, 1033-1067
- CALLEN, T. y OSTRY, J.D. eds. (2003): «Japan's Lost Decade». *Policies for Economic Revival*. FMI.
- FRBSF (2003) «House Price Bubbles», *Economic Letter*, Marzo, Reserva Federal de San Francisco, EE.UU.
- FMI (2003): *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force*.
- HAYASHI, F. y PRESCOTT, E.C. (2002): «The 1990s in Japan: A Lost Decade», *Review of Economic Dynamics*, 5: 206-235.
- KALRA, S. (2003): «Fiscal Policy: An Evaluation of Its Effectiveness». En *Japan's Lost Decade. Policies For Economic Revival*, T. Callen y J.D. Ostry, eds. Fondo Monetario Internacional.
- KING, S. y MORRIS, I. (2003): «Thinking the unthinkable. Unconventional ways of fighting deflation». *HSBC*. Mayo de 2003.
- KOO, R.C. (2003): *Balance Sheet Recession*. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- KRUGMAN, P. (1998): «It's Baaaak! Japan's slump and the return of the liquidity trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 137-205.
- OLINER, S.D. y SICHEL, D.E. (2002): «Information technology and productivity: where are we now and where are we going?». *Finance and Economics Discussion Series 2002-29* (junio).
- SVENSSON, L. (2003): «Escaping from a Liquidity trap and Deflation: The Foolproof Way and Others». Preparado para el *Journal of Economic Perspectives*. Versión de Febrero de 2003.