

LECCIONES DE LA ECONOMÍA JAPONESA ANTE LA AMENAZA DE DEFLACIÓN MUNDIAL*

*Jesper Koll***

Partiendo del hecho de que la deflación es una amenaza que se cierne actualmente sobre todas las economías mundiales, el autor de este artículo estudia, primero, las diferentes medidas antideflacionistas adoptadas por Japón a lo largo de los últimos años, por considerarlo como «pionero de la deflación mundial». Más adelante, propone una serie de medidas que, a su juicio, deberían adoptar las autoridades japonesas, y termina incluyendo en su análisis la futura evolución económica de Estados Unidos, la previsible actuación del Banco de la Reserva Federal para combatir la deflación, y las repercusiones que dicha actuación podrá tener en el resto del mundo.

Palabras clave: *deflación, política antidepresiva, política de reactivación, Japón, Estados Unidos.*

Clasificación JEL: *E31, E58, O51, O53.*

1. Introducción

En todo el mundo cada vez son más numerosos los economistas que intentan predecir qué va a suceder en los mercados financieros basándose en previsiones de lo que ocurrirá en las distintas economías. Por desgracia, buena parte de este esfuerzo puede ser una pérdida de tiempo, ya que lo más frecuente es que sea la evolución de los mercados financieros la que explique la de las economías. Si se tiene en cuenta la espectacular caída de los mercados de capital mundiales, y el continuo descenso de los tipos de interés durante al año 2002, la predicción del crecimiento económico en 2003 debería resultar

fácil: la economía mundial puede estar abocada a una descompresión deflacionista.

Lo cierto es que el espectro de la deflación amenaza a la economía mundial. Los hechos hablan por sí mismos: a principios de 2003, los países industrializados del G-7 registraban una caída de los precios de las mercancías, con tasas entre el 0,5 y el 2 por 100. Incluso en China —identificada a menudo como una fuente clave de la deflación registrada en los mercados mundiales de mercancías— los precios están cayendo de forma generalizada. No nos engañemos, el comienzo del siglo XXI viene marcado por una deflación mundial y ningún país ni responsable de la política económica o empresario puede librarse de ella.

Japón destaca como el «pionero de la deflación» mundial. La «destrucción» de precios ha sido una realidad desde mediados de los noventa, mucho antes de que empezase en los otros países industrializados y es especialmente notable el impulso sin precedentes de la deflación en Japón en los últimos años.

* KOLL, J.: «Embracing Deflation. Lessons from Japan and the Threat of a Federal Reserve Bank Inflation Regime Forcing More Global Deflation». Traducción de Jaime González-Torres.

** Economista Jefe de Merrill Lynch Japón.

Los precios en todos los principales mercados de la economía han estado cayendo simultáneamente: los precios de las mercancías, de los servicios, de los activos y los salarios; de forma que ningún país desde la Gran Depresión de los años treinta ha visto esta clase de destrucción simultánea de la riqueza nacional, la renta de las economías domésticas y los beneficios empresariales. Si hay alguna sorpresa es que la larga deflación japonesa no haya desencadenado una intranquilidad social mucho más amplia, o incluso una revuelta cívica. Desgraciadamente, la principal razón de esta relativa estabilidad de la que se ha gozado hasta ahora parece deberse al carácter nacional de los japoneses más que a la calidad de mando de los responsables de la política económica, los líderes de las empresas u otros miembros de la élite nacional.

2. Medidas para combatir la deflación en Japón

En la lucha contra la deflación, Japón también ha sido un pionero. Se han probado todas las posibilidades de los instrumentos de política económica disponibles: un estímulo récord de la demanda de estilo keynesiano, una relajación de la política monetaria hasta llegar al límite de un tipo cero *de facto* y varias iniciativas de desregulación radicales. Desgraciadamente, ninguna parece haber funcionado y Japón sigue atascado en la deflación.

La explicación más simple que se ofrece es que todos los esfuerzos de la política económica se han aplicado simplemente, «demasiado poco, demasiado tarde». Hay consejeros monetaristas que critican que el Banco de Japón no haya aumentado los niveles de liquidez con la suficiente rapidez, expertos keynesianos que defienden mayores planes de gasto con déficit, o economistas de la oferta abogando por medidas de desregulación más rápidas y más agresivas; pero mientras el contenido de la crítica puede diferir, los expertos están generalmente de acuerdo en que la lucha pionera de Japón contra la deflación se ha perdido por ser «demasiado escasa y demasiado tarde».

Personalmente, pienso que es más probable que el punto de vista opuesto sea el correcto. En la lucha contra la deflación, habría que haber acusado a Japón de haber hecho «demasiado y

para demasiados» en vez de «demasiado poco, demasiado tarde». Comprendo que esto puede parecer extraño, pero quisiera explicarlo.

Para comenzar, la década de los noventa se vio marcada por una tremenda inestabilidad política. Los gabinetes fueron y vinieron, con el resultado neto de muchas incongruencias de política económica que se contrarrestaban entre sí. De manera casi aleatoria, se intentó cualquier opción de política económica disponible en un punto u otro para luchar contra la deflación pero, claramente, faltaba una estrategia nacional u objetivo de política económica y, lo que es más significativo, la llamada del primer ministro Hashimoto a la desregulación y disciplina fiscal en 1997-1998 se vio rápidamente sobrepasada por la masiva movilización de recursos públicos y por el socialismo financiero del primer ministro Obuchi, dando como resultado que, a principios de 2003, más del 45 por 100 de todo el crédito vivo se viese asignado a través del programa de inversión fiscal pública y de préstamos. La realidad es que Japón se ha convertido en el mayor experimento mundial de socialismo financiero, con el 45 por 100 del crédito vivo financiado por el sistema de ahorros postales públicos, administrado por burócratas en el Ministerio de Finanzas (MOF) y el Ministerio de Economía, Comercio e Industria, y distribuido por políticos que trataban de maximizar votos y no rendimientos económicos. Este socialismo financiero asigna créditos a tipos por debajo del mercado, alimentando así un exceso de capacidad de empleo y de deuda, y es aquí donde se encuentra la causa fundamental de la incapacidad de Japón para reestructurarse.

¿Qué se puede decir de la política monetaria estándar? El primer ministro Koizumi ha encargado al Banco de Japón (BOJ) que dirija la lucha contra la deflación, y las buenas noticias son que el nuevo equipo dirigente del BOJ parece tener el suficiente poder como para cumplir su misión, y las malas, que los nuevos poderes de coordinación de la política económica del gobernador entrante del BOJ, Fukui, pueden apartarlo de la tarea inmediata, esto es, crear oportunidades de inversión y crecimiento para los empresarios e inversores privados.

Para poner en claro lo que el BOJ debería hacer o no hacer, comencemos con las cuestiones básicas, y en Japón el hecho fundamental es que los tipos de interés se encuentran al nivel cero. Esta política de tipos de interés cero no es simplemente un capricho temporal de los mercados, sino el mismo centro de la política pública de Japón. El BOJ ha mantenido los tipos de interés al nivel cero durante más de tres años, y lo que esto significa es que el precio del dinero en Japón es cero, de forma que no cuesta nada endeudarse, con lo que con la política de tipo de interés cero, Japón es, *de facto*, infinitamente rico.

Evidentemente, no somos usted ni yo los que podemos conseguir préstamos a tipo cero, sino que eso sólo pueden hacerlo los bancos japoneses; y con un coste de financiación cero, los bancos japoneses pueden financiar cualquier activo, sin que importe si los analistas de crédito piensan que se trata de un activo bueno o un activo malo. Mientras que los banqueros consiguen financiación sin costes, cualquier activo que tengan se convierte en un activo *de facto* gratis sobre el crecimiento futuro. No hay que equivocarse, el efecto más importante de la política de interés cero del BOJ es la muerte de la disciplina del mercado financiero. Cada vez que un banquero intenta dejar sin fondos a un mal prestatario, viene otro que le ofrece un préstamo a un tipo por debajo del verdadero mercado. Al convertir a los banqueros en «polizones», la política de interés cero del BOJ es una causa básica del problema fundamental de Japón: exceso de capacidad, exceso de deuda y exceso de empleo. No nos engañemos, la política de tipo de interés cero del BOJ ha contribuido de forma significativa al problema deflacionista de Japón, porque evita una destrucción del exceso de capacidad basada en el mercado.

Aquí es donde entra en juego la «coordinación de la política económica». La coordinación se deriva del poder, de quién tiene el poder de disciplinar a las empresas y los bancos, y en Japón, este poder lo tienen los burócratas y los políticos y no los mercados financieros, habiendo sido el Banco de Japón el que ha contribuido a aumentar el poder de los burócratas por medio de su política de tipo de interés cero. Como los bancos pueden financiar tanto los créditos buenos como los malos a un coste

cero, es a los burócratas y reguladores a los que les toca «jugar a Dios», es decir, decidir qué préstamos son los que hay que reclasificar como «malos» y cuáles figuran en los libros como «buenos». Con unos tipos cero que bloquean cualquier disciplina del mercado financiero, los reguladores y administradores de la FSA son la única fuerza que tiene poder para aplicar la disciplina.

Esto da paso a los enormes peligros del «riesgo moral» y de la intervención política. Empresas *zombie* con buenas conexiones políticas pueden salvarse y se les concede acceso a otra línea de préstamos a tipo cero, pero las empresas sin cobertura política están destinadas a convertirse en emisarios de la nueva actitud de seriedad en el tratamiento de los activos malos. De nuevo, la clave aquí es la economía política, que es la que decide quién debe vivir y quién debe morir. ¿Se trata de una solución administrada y «coordinada» burocráticamente, o es la fe en los mercados financieros y sus actores la que va a formular una mejor elección que cualquier comité de hombres sabios organizado por el gobierno.

Las buenas noticias consisten en que el nuevo gobernador, Fukui, ha sido uno de los que más claramente han abogado por la necesidad de una selección más basada en el mercado japonés y que nunca ha temido alzarse contra la interferencia política y las soluciones no basadas en el mercado propuestas por políticos o burócratas, obsesionados con promover únicamente el *status quo*.

3. ¿Qué debería hacer la nueva dirección del Banco de Japón?

En esencia, la tarea clave debería ser elevar los tipos de interés. En cuanto el dinero dejara de ser gratis, los banqueros y empresarios pronto comenzarían a elaborar criterios de selección acerca de qué prestatario es viable y cuál no lo es. El exceso de capacidad se reduciría rápidamente, al igual que el exceso de empleo y se destruiría el exceso de deuda. Incluso los políticos verían reducidos sus poderes para gastar sin coste, ya que unos tipos en alza significan mayores pagos por intere-

ses, reduciendo la flexibilidad presupuestaria de los proyectos amparados por los políticos.

Pero está claro que sería un error que el BOJ promoviese una destrucción creativa brusca, ya que un alza en los tipos de interés a corto plazo empujaría a Japón a una depresión. Sin embargo, lo que puede hacer el BOJ es centrar todos sus esfuerzos en promover el crecimiento económico y una vez que éste remonte, se desarrollará un ciclo virtuoso por sí mismo y, lo que es más importante, en el caso de Japón, una recuperación del crecimiento comenzaría a elevar los tipos de interés a largo plazo lo que, a su vez, daría poder a los banqueros y mercados financieros para seleccionar entre ganadores y perdedores. Esto es así porque el crecimiento hará que aumenten las oportunidades de inversión y los banqueros, ansiosos de obtener activos con mejores rendimientos, comenzarán a ser más selectivos en sus asignaciones de préstamos. Nada tiene tanto éxito como el éxito mismo.

¿Cómo promueve el BOJ el crecimiento económico? Será una combinación de expansión monetaria y expansión fiscal. Al elegir al gobernador Fukui, el Primer Ministro Koizumi ha dejado claro que no es monetarista y que no considera el problema de la deflación de Japón como un simple fenómeno monetario, sino que quiere un ataque conjunto contra la deflación, esto es, adoptar una política monetaria más fácil combinada con un gasto fiscal más efectivo y que los burócratas impongan una disciplina burocrática más transparente a los banqueros. Concretamente, lo que esto significa es que el nuevo equipo directivo del BOJ tiene una oportunidad única de coordinar un ataque completo contra la deflación. Lo que podría hacerse está claro: el BOJ tiene que monetizar (financiar directamente) un presupuesto suplementario bien elaborado centrándose en dos puntos básicos: en primer lugar, el de aumentar el poder adquisitivo de la población y los empresarios ofreciendo reducciones fiscales, mejores incentivos para la recualificación de los desempleados, así como incentivos empresariales para promover una reestructuración económica regional. En segundo lugar, el de establecer un esquema de compra financiado por el BOJ que ofrezca incentivos reales a los bancos para

desembarazarse de los activos no realizables. En efecto, dada la política de tipo cero, el único incentivo posible sería que el gobierno, es decir, el BdJ estuviese dispuesto a garantizar las pérdidas secundarias en las que pudiera incurrir esta institución crediticia al comprar préstamos a los bancos a un precio mayor que el precio corriente de mercado.

El mayor desafío al que se enfrenta el nuevo equipo directivo del BOJ es que su función obvia, como líder de la coordinación de la política económica, comience a apartarlo de lo que debe ser su objetivo fundamental: terminar con la deflación y comenzar un nuevo ciclo de crecimiento. Una expansión fiscal financiada por el BOJ sería un buen punto de partida en el que el nuevo equipo de dirección del BOJ, apoyara abiertamente una inversión y unas oportunidades de crecimiento en Japón positivos en vez de limitarse a lamentar las actuales realidades deflacionistas. Los problemas de Japón no son fáciles de solucionar, pero si no se emprende pronto una nueva orientación, creíble, de la política económica en favor del crecimiento, grandes serán los riesgos de que Japón caiga en una espiral deflacionista autoalimentada.

La pasada década fue «demasiado para demasiados», con los funcionarios de unos gabinetes, que no cesaban de cambiar, tratando de dar gusto a todos y consiguiendo poco más que un alto coste para la población japonesa en términos de impuestos futuros.

La buena noticia es que la clase dirigente japonesa ha comenzado, finalmente, a cambiar su forma de pensar, debido, principalmente, a que ha caído en la cuenta de que, sino cambia, Japón está en peligro de convertirse en un poder de segunda o tercera clase. Esta es la esencia del desafío al que se enfrenta el primer ministro Koizumi.

Es cierto que los gestores de la política económica japonesa tienen la gran oportunidad de utilizar la deflación a su favor y el problema es aumentar el poder de compra de la población y el sector privado. Hay tres áreas principales que merece señalarse:

- En primer lugar, un mayor esfuerzo para romper los monopolios públicos *de facto* que siguen dominando grandes áreas de

la economía japonesa, lo que lleva a reducciones fiscales de hecho en favor del consumidor, pagadas con menores beneficios de los monopolios. Por ejemplo, los consumidores japoneses siguen gastando aproximadamente un 2,5 por 100 de su consumo anual en pagar las facturas de las telecomunicaciones, lo que en Alemania es sólo el 2 por 100, en EE UU el 1,9 por 100 y en el país de las «comunicaciones locas», Corea del Sur, es sólo un 1,5 por 100; de forma que una desregulación más agresiva en Japón podría liberar con facilidad hasta un 0,5 ó 0,7 por 100 del consumo anual, lo que significa de 1,5 a 2 billones de yenes de nueva demanda potencial de consumo para los empresarios del sector privado. Una desregulación más agresiva de la capacidad de fijar los precios por parte de los monopolios públicos *de facto* del gas, electricidad y agua también tiene que tenerse en cuenta para conseguir una «deflación buena» ordenada por el gobierno y utilizada con el fin de aumentar la demanda privada por medio de unas cuasi-reducciones de impuestos.

• En segundo lugar, hay que impulsar la capacidad de obtener beneficios de los bancos japoneses, reduciendo más agresivamente el socialismo financiero del país. Los bancos, las compañías de seguros de vida y otras instituciones financieras privadas sólo pueden desembarazarse de su legado de activos morosos incrementando sus beneficios. El socialismo financiero de Japón —financiado por los ahorros postales y asignado a través de las diversas instituciones financieras y presupuestarias *Zaito*¹— posee hoy en día, directamente, casi el 45 por 100 de todo el crédito vivo. Una buena parte de este total está cerrando oportunidades de negocios a las instituciones privadas susceptibles de producir beneficios (*crowding out*). Por ejemplo, los préstamos para vivienda ofrecen oportunidades de márgenes muy altos para los bancos y si las entidades especializadas en la concesión de préstamos hipotecarios (*Jusen*) redujese sus créditos a cero, los beneficios de los bancos privados podrían aumentar hasta un 15 por 100. La gestión pública de pensiones y seguros de vida ofrece oportunidades similares de crecimiento en los beneficios empresariales privados.

• En tercer lugar, hay que tratar de establecer un acuerdo de libre comercio con China. Desde la perspectiva de un economista, las fuerzas que van en favor de la integración Japón-China son inevitables. Nada se atrae tanto como los polos opuestos: una isla pequeña, pobre en recursos pero rica en tecnología como Japón se junta con el enorme reino del centro, rico en recursos pero indigente en tecnología. La prosperidad económica necesita dos principales ingredientes: capital y trabajo y Japón tiene aquél y China éste. Si ha habido alguna vez un ejemplo claro de integración económica, Japón y China lo son. Sobre el papel, las dos economías son casi perfectamente complementarias, y en la realidad, evidentemente, la política insular sigue interponiéndose, pero, por decirlo sin rodeos, para los políticos japoneses el dilema es o ponerse a la cabeza de las fuerzas a favor de la integración Japón-China, o dejar pasivamente que el país se convierta en algo más que un lugar de vacaciones y un centro comercial de primera categoría para los recién llegados nuevos ricos chinos. Las buenas noticias son que la administración Koizumi es al mismo tiempo demasiado pragmática y demasiado nacionalista para seguir una política que no sea de una integración más activa y puede haber algunos signos de que la utilización agresiva de China por los primeros empresarios japoneses ya está empezando a reducir la presión deflacionista. Desde mitad de 2002, se ha reducido la «destrucción» de precios en las industrias textil y alimenticia. La mejor forma de terminar con la deflación es adoptarla y utilizarla en el propio beneficio.

4. El Banco de la Reserva Federal de EE UU: ¿Una nueva fuerza de deflación mundial?

Sin embargo, desde una perspectiva mundial, el año 2003 va dirigido a caracterizarse por una nueva fuerza de riesgo deflacionista. Irónicamente, esto se debe a que los bancos centrales están comenzando a movilizarse para luchar contra ella. Las perspectivas de un ataque total contra la deflación dirigida por un banco central han comenzado a ser tomadas en serio, porque este ataque está encabezado por el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, que es el mismo centro del sistema financiero mundial.

¹ N. del T.: fondos financieros extrapresupuestarios procedentes de los depósitos postales.

El 21 de noviembre de 2002, el nuevo gobernador del Banco de la Reserva Federal, Ben Bernanke, pronunció una conferencia extraordinaria titulada «Deflación: asegurarse de que no ocurre aquí». Mientras Bernanke subrayaba que el riesgo de deflación en América es todavía «extremadamente pequeño» el punto central de la conferencia fue dejar muy claro que el Banco de la Reserva no dudaría en aplicar políticas radicales y heterodoxas para garantizar que «cualquier deflación fuera suave y breve».

Bernanke afirma que el Banco de la Reserva tiene amplios instrumentos a su disposición y concretamente menciona que el Banco no dudaría en comprar bonos de empresas y realizar préstamos a tipo de interés cero a los bancos contra papel comercial empresarial colateral. Además, el Banco estaría dispuesto a comprar deuda pública extranjera.

Se trata de importantes afirmaciones de política económica que apuntan a un verdadero cambio de sistema. Si los responsables de la política económica de EE UU comienzan a valorar el riesgo de deflación en EE UU como algo más que «extremadamente pequeño», empezará una guerra total contra la deflación centrada en ese momento en Estados Unidos y los banqueros centrales de todo el mundo no tendrán más remedio que seguirla.

5. Filosofías en contraste: el Banco de la Reserva Federal «monetarista» versus el BOJ «austríaco»

La determinación del Fed está ciertamente en contraste con la posición del BOJ. A lo largo de los años noventa, el BOJ mostró que tenía los instrumentos para pinchar una burbuja y causar una deflación, pero, una vez que ésta comenzó, el BOJ ha afirmado, congruentemente, que carece de los instrumentos para producir una inflación. Muchos de los discursos de política económica del BOJ y trabajos firmados por su equipo a lo largo de los años han señalado que las reducciones de precios en Japón se deben a todo tipo de razones, como exceso de capacidad, mundialización, el auge de China, desregulación, progreso técnico, etcétera. Dicho de forma sencilla, la diferencia

demanda-oferta de Japón puede ser simplemente demasiado grande, de forma que por mucho dinero que imprima el BOJ los bancos comerciales lo liquidarán fácilmente. Solamente la destrucción del exceso de capacidad y la fuerza de los balances puede proporcionar una nueva base para el crecimiento.

En muchos aspectos, la posición operativa del BOJ es «austríaca», argumentando, como el economista austriaco Schumpeter y sus seguidores, que Japón necesita una «destrucción creativa». Frente a esto, la posición del Banco de la Reserva es claramente «monetarista», esto es, la deflación se da porque no hay dinero suficiente persiguiendo a demasiados bienes, de forma que mientras los que los producen compiten entre sí hasta la muerte, pongamos en funcionamiento la manivela de imprimir billetes.

No es de sorprender que los banqueros centrales que afirman que la inflación/deflación es ciertamente un fenómeno monetario reciban mucho mayor credibilidad, tanto por parte de los mercados financieros como de los políticos. Después de todo, el único poder real del banco central es su poder constitucional para fijar el precio del dinero y/o la cantidad de dinero en circulación. El que los banqueros centrales afirmen que el dinero no importa, equivale a insistir en su propia falta de importancia.

6. Si a un cambio de régimen, pero ¿qué mecanismo de transmisión?

Las perspectivas de un cambio de régimen en el Banco de la Reserva, evidentemente, han captado la atención de muchos economistas influyentes en el mercado en Estados Unidos. La mayor parte de ellos se sienten aliviados al ver que el Banco de la Reserva se prepara para la lucha y dan la enhorabuena a la posibilidad de que se convierta en un «comprador en último término» para evitar una espiral deuda-deflación, pero desde una perspectiva macroeconómica, el verdadero mecanismo de transmisión de la política monetaria que saque a la economía de EE UU de su bache de deflación sigue estando poco claro. El Economista Jefe de Merrill Lynch EE UU, David Rosenberg, señala un importante riesgo de que se produzca un aumento

estructural en la tasa de ahorro de las economías domésticas, es decir, que los consumidores se centren en saldar sus deudas, buscando aumentar su riqueza neta disminuyendo su pasivo con el fin de contrarrestar el efecto riqueza negativo de sus planes de pensiones. Ciertamente, EE UU puede no ser inmune a las condiciones de una «especie de trampa de la liquidez», en la que los bancos se verían forzados a atesorar el dinero del Banco de la Reserva, porque las economías domésticas y las empresas quieran pagar sus deudas y reducir capacidad.

Sin embargo, es cierto que a lo largo de toda la historia, ninguna economía ha salido de la deflación sin depreciar su moneda y no hay que equivocarse, un mecanismo de transmisión clave de la guerra, centrada en Estados Unidos, contra la deflación será una presión cada vez mayor en favor de una depreciación del dólar y, ciertamente, hay un alto riesgo de que dicha guerra cause una brusca aceleración de la deflación, tanto en Japón como en Europa.

Durante años, los inversores mundiales han depositado su confianza en el futuro de América, considerándola como la mejor apuesta, en el sentido de que una combinación entre nueva tecnología, nuevos empresarios y una instrumentación sólida de la política económica impulsarían un ciclo de crecimiento y superproductividad. Los inversores mundiales han considerado a Estados Unidos como la economía en desarrollo y el mercado emergente más ricos y mayores del mundo.

Pensemos en ello: la economía de Estados Unidos tiene poco ahorro y una gran cantidad de oportunidades de inversión potencialmente provechosas, por lo que el rendimiento del capital tiene que ser alto a la hora de atraer esta inversión. Por el contrario, Japón y Europa son economías maduras y desarrolladas atrapadas en una combinación de elevado ahorro, exceso de inversión interna y mercados laborales inflexibles. Como resultado, Japón y Europa ofrecen tasas de rendimiento del capital relativamente bajas. En el mundo real, el exceso de ahorro fluye de donde los rendimientos son bajos a donde son altos, lo que ha sido la razón fundamental del alza del dólar.

Hay pocas dudas de que los Estados Unidos ofrecen el marco institucional legal y financiero más abierto y desarro-

llado del mundo. Al mismo tiempo, la economía americana se comportó como una economía en desarrollo durante los años noventa. Estados Unidos tenía mucha mano de obra de reserva gracias a la inmigración y las altas tasas de natalidad. El crecimiento del empleo fue explosivo. Los costes laborales unitarios fueron bajos y decrecientes. El largo *boom* de los años noventa fue impulsado por la inversión en una medida mucho mayor que en cualquier otro momento desde la Segunda Guerra Mundial.

Todas estas condiciones económicas sólo suelen encontrarse en las economías en desarrollo y, como en las economías en desarrollo de Asia, en la carrera hacia la crisis cambiaria de 1998, las entradas de capital fortalecieron la moneda.

Es discutible si un dólar fuerte va en interés de EE UU o no, pero no hay duda de que un dólar fuerte refleja una confianza mundial en el liderazgo económico de EE UU, pero no hace mucho que el dólar se ha sobrevaluado, con un superávit de cuenta corriente insosteniblemente grande y unos precios de importación en caída alimentando la deflación.

Pensando lo impensable se puede considerar un colapso del dólar de EE UU que fuerce una deflación mundial; y siempre pensando lo impensable, la verdadera preocupación para la economía mundial, a principios de 2003, es que EE UU sea la última y mayor economía que sufra una «crisis de mercados emergentes». Las entradas de capital extranjero se convertirían en salidas y el dólar se hundiría. Para defender la moneda, el Banco de la Reserva tendría que aumentar los tipos, de forma que se produciría un *crash* en Wall Street, explotaría la burbuja de la propiedad y, ¿entonces qué?

Una receta sería un paquete estilo Fondo Monetario Internacional (FMI) para Estados Unidos. El enfoque FMI para las economías en desarrollo golpeadas por la crisis defiende que la eliminación de un déficit de cuenta corriente y un exceso interno tiene que conseguirse más por deflación que por devaluación. El FMI, casi con toda seguridad, ordenaría al Banco Federal de la Reserva que aumentase los tipos de interés aún más y que se redujese el superávit presupuestario para disminuir el exceso de demanda interna en EE UU.

En realidad, es evidente que vamos precisamente a lo contrario, y ello se debe a que el principal objetivo de política económica del Banco de la Reserva es exactamente lo contrario de la receta del FMI: quiere eliminar la amenaza de deflación y lo hará de una forma clara, decisiva y sin contemplaciones. El discurso de Bernanke deja claro que hay que aprender mucho acerca del colapso de las burbujas de activos y de la amenaza que plantean, desestabilizando el sistema financiero y desencadenando unas espirales mortales de deflación autoalimentada.

No, cuanto mayor sea el riesgo de deflación en Estados Unidos, mayor será la certidumbre de que el mundo se vea inundado con dólares americanos. El yen podría dispararse a 80 yenes por dólar, o incluso más. El euro podría remontar a 1,25 €/\$, lo que acabaría con cualquier esperanza de una recuperación mundial.

Está claro que EE UU no moverá un dedo para detener la caída del dólar, ya que no tiene las reservas de divisas para hacerlo. Si los prestatarios privados de monedas diferentes del dólar quiebran, el gobierno no asumirá la responsabilidad de estos pasivos extranjeros privados, sino que simplemente les dejará quebrar.

A diferencia de países en desarrollo más pobres y más pequeños, tales como Tailandia, Corea, Turquía, Rusia y Argentina, EE UU, como el mayor país deudor del mundo, puede obligar a sus acreedores a ocuparse del problema y lo hará.

Concretamente, si un colapso del dólar estadounidense causa problemas a los bancos japoneses y a los seguros de vida, porque reduce el valor en yenes de sus tenencias, el gobierno japonés tendrá que avalarlos. Si el yen se hace demasiado fuerte, tendrá que ser Japón solo quién intervenga para apoyar al dólar. EE UU no pedirá prestado al FMI o contendrá la

demanda interna para avalar a los prestamistas extranjeros, sino que obligará a los países acreedores a estimular la demanda.

La caída mundial del dólar EE UU de los últimos meses puede estar ya anunciando esta presión: Japón y Europa se verán obligados a reducir su superávit exportando menos e importando más, mientras EE UU exporta más e importa menos. Para compensar sus pérdidas de exportaciones, tanto Japón como Europa tendrán que estimular la demanda interna, en otras palabras, en este momento pende sobre la economía mundial la amenaza de un gran riesgo de deflación futura: la de la guerra contra la deflación centrada en EE UU que está por venir.

Evidentemente, nada de esto va a pasar mientras los inversores norteamericanos y mundiales estén dispuestos a financiar el sueño de la innovación tecnológica implacable, el excelente liderazgo en la política económica y los superiores empresarios americanos; sin embargo, si el entusiasmo cesa —y la historia sugiere que cuanto más altas sean las expectativas, mayor la posibilidad de decepción— los responsables de la política económica y banqueros centrales mundiales se tendrán que enfrentar con un verdadero problema de coordinación de políticas.

La mejor red de seguridad, tanto para Europa como para Japón, sería acelerar la desregulación y fomentar una revolución empresarial que cree empleos riqueza y el sueño de una explosión de la productividad europea y japonesa. Japón y Europa tienen que empezar a derrotar a los americanos en su propio tablero de juego y convertirse en economías en desarrollo que ofrezcan altas perspectivas de rendimiento. Cuanto más hagan Tokio y Bruselas para crear oportunidades de desarrollo interno, tanto menos tendrán que temer una guerra contra la deflación centrada en Estados Unidos y en la caída del dólar.