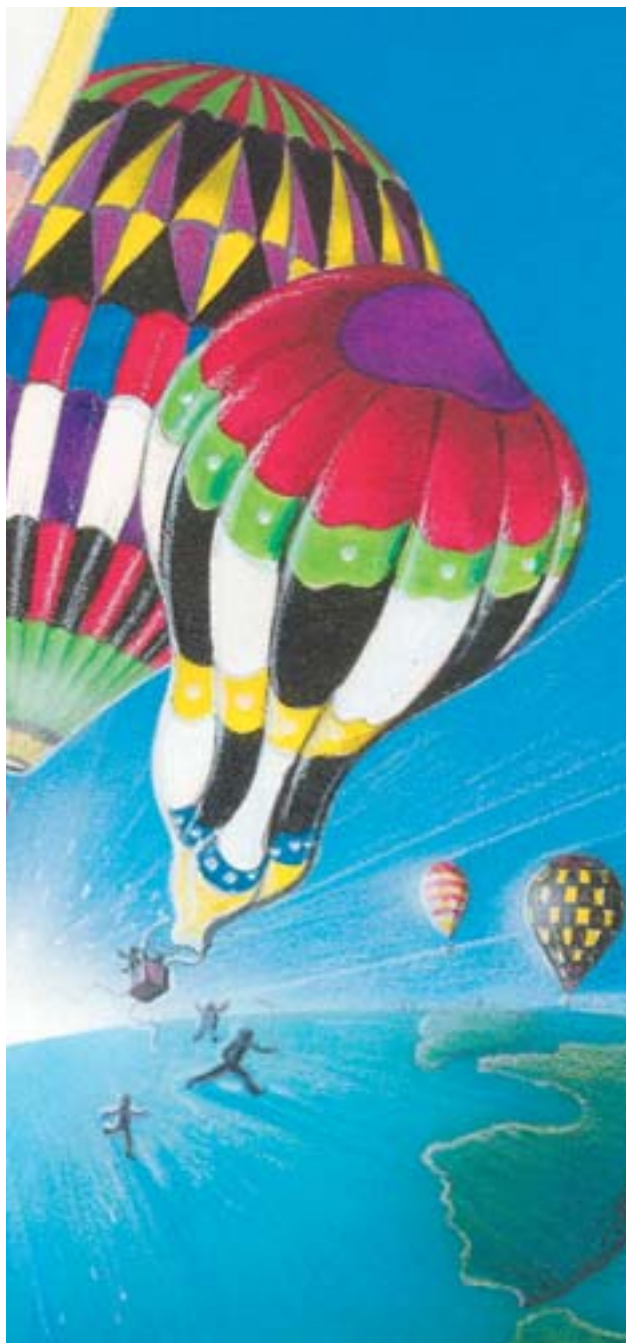


Deflación

¿La nueva amenaza?

Manmohan S. Kumar



LA preocupación por el riesgo de deflación mundial se ha intensificado en los últimos meses. Los entendidos, como Stephen Roach, han resaltado las vulnerabilidades económicas, y en diciembre de 2002, durante una intervención en el Economic Club de Nueva York, Alan Greenspan señaló lo crucial que era garantizar que cualquier presión deflacionaria latente sea debidamente abordada mucho antes de que se convierta en un problema. Al ser la segunda vez en cinco años que surgen estas inquietudes (la primera fue en 1997 y 1998, tras la crisis financiera de Asia), se puede hablar de un cambio radical en el enfoque dado a la inflación después de la segunda guerra mundial.

Esta vez, las inquietudes se deben a la deflación sostenida en Japón (véase “Panorama nacional” en la pág. 55), la deflación en China continental y algunos otros mercados emergentes asiáticos, y la notable caída de las tasas de inflación en los países industriales, donde la inflación según el índice de precios al consumidor (IPC) ha bajado a un promedio de menos del 2%, algo que no sucedía desde la década de los cincuenta (gráfico 1); mientras que en las economías de mercados emergentes el nivel es el más bajo desde finales de los años sesenta.

La baja inflación (inferior al 2% más o menos) tiene algunas ventajas importantes, como la mayor eficiencia en la asignación de recursos y una menor incertidumbre, pero en las condiciones económicas actuales —poca actividad mundial, sobrecapacidad en alza y las secuelas del estallido de la burbuja bursátil, aunadas a los actuales cambios estructurales de la economía mundial— el riesgo de deflación se puede agravar.

Los problemas de la deflación

La deflación puede ser relativamente leve (reducciones de los índices de precios agregados de apenas un 1% aproximadamente) y corta (no más de unos pocos trimestres); o leve y persistente (varios años); o sostenida y violenta, con caídas de los precios y costos en medio de un estancamiento económico y un alto desempleo, como ocurrió durante la Gran Depresión, la deflación más aguda del siglo XX.

El primer caso, visto por ejemplo en Canadá, Noruega y Suecia a finales de los años ochenta, podría obedecer a deficiencias cíclicas o perturbaciones de la demanda, como una baja de ésta tras el estallido de una burbuja de precios de los activos. En tal caso, la deflación va acompañada de una desaceleración o incluso una disminución de la actividad agregada,

pero el efecto en la actividad y los precios dura poco. En los últimos años, un grupo sustancial de países en desarrollo también ha registrado caídas de precios, por lo general a causa de fuertes reducciones de la relación de intercambio de los productos de exportación, pero éstas han sido cortas o moderadas.

Una deflación leve y pasajera también puede ser el resultado de importantes mejoras en la oferta, como el caso reciente de China, o de reducciones de los precios de importación. En tales circunstancias, la actividad económica puede mantener su vigor y los precios de los activos pueden incluso aumentar.

Pero en ambos casos, y especialmente si es imprevista, la deflación redistribuye el ingreso de los deudores a favor de los acreedores, es decir hacia grupos menos propensos a gastar, lo cual contrae la demanda. Con salarios nominales rígidos y precios a la baja, también eleva los costos reales de mano de obra y reduce la competitividad. Como las tasas nominales de interés no pueden caer por debajo de cero, las tasas reales aumentan conforme los precios disminuyen, en detrimento de la eficacia de la política monetaria, una consideración importante si el producto flaquea. El sector financiero podría verse afectado por un deterioro de la solvencia de las empresas y los hogares, a causa del aumento de las obligaciones de deuda en términos reales.

Casos recientes de deflación

En la actualidad, solo Japón padece deflación sostenida y atonía económica, aunque China, la RAE de Hong Kong, Singapur y la provincia china de Taiwan han atravesado períodos de baja de precios. Sin embargo, entre las economías industriales y los grandes mercados emergentes, los casos de depresión del IPC han aumentado, de 1%–3% en el primer quinquenio de los años noventa a 10%–15% en el último trienio, con un incremento bastante más agudo en los mercados emergentes (gráfico 1, panel inferior). Dado que el IPC puede estar sujeto a un sesgo por exceso de $\frac{1}{2}\%$ –1% (si se excluyen las posibles sustituciones y los productos nuevos o mejorados), puede que detrás de una inflación medida del 1% o menos se esconda una estabilidad de precios o incluso una deflación. De ser así, es posible que una deflación leve ya esté afectando a un porcentaje más elevado de las economías industriales y de mercados emergentes que lo que indica la tasa de inflación medida.

Lo que preocupa es que los efectos perniciosos de la deflación pueden empezar a acumularse y provocar un cambio en las expectativas y una deflación, leve todavía, pero persistente. Ese parece ser el caso de Japón, donde la baja de precios en los últimos cinco años refleja y agudiza la atonía y las repercusiones del colapso en los precios de los activos. El crecimiento inferior de Japón acarrea una dinámica negativa: las utilidades de las empresas siguen deteriorándose; el sector financiero soporta un porcentaje creciente de préstamos improductivos, lo cual a su vez reduce la intermediación, y el consumo y la inversión se postergan.

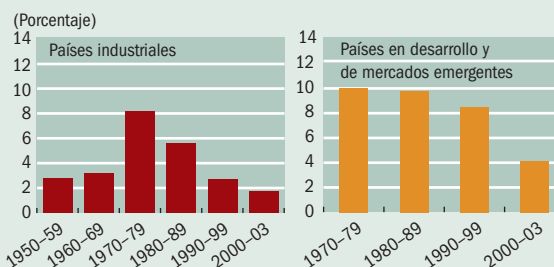
Episodios anteriores

Hasta el siglo XIX, la deflación persistente y leve no fue rara, y solía estar ligada a perturbaciones positivas de la demanda.

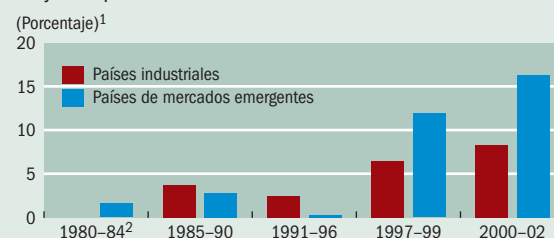
Gráfico 1

Inflación y deflación

Existe temor a una deflación, ante las tasas más bajas de inflación registradas en décadas.



Los precios están bajando en un número cada vez mayor de países.



Fuente: FMI, *International Financial Statistics* (varios años).

Nota: Datos basados en 35 de las principales economías industriales y de mercados emergentes.

¹Número de meses-país con caídas de precios interanuales, como porcentaje del total.

²Durante 1980-84 no se produjo ninguna caída de precios en los países industriales.

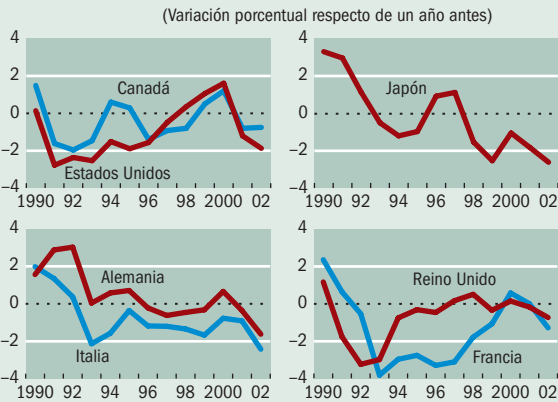
Sin embargo, prevalecía la idea de que la deflación, aun sin ser aguda, tenía una incidencia negativa en la actividad y el bienestar económicos, fuente a su vez de frecuentes tensiones laborales y políticas. Así lo testimonian estudios sobre trabajadores estadounidenses y británicos, para quienes la caída de los salarios nominales no se veía compensada por la caída incluso más veloz de los precios del consumo. El crecimiento era más lento de lo que hacían esperar los importantes cambios tecnológicos en curso, y las crisis financieras repercutían con fuerza.

El riesgo está en que una deflación leve puede empeorar y acelerar la baja y las expectativas bajas de los precios. Esto podría atribuirse a varias causas más allá de una demanda agregada insuficiente, tales como problemas estructurales del sector financiero, rigideces en los mercados laborales y de productos, grandes deudas nominales fijas y políticas inadecuadas. La deflación dañina suele ir acompañada de un aumento de la carga de la deuda real, numerosas quiebras y una floja demanda agregada, todos ellos factores que aumentarían la presión en los precios. Ante la deflación de la deuda, se reintensificaría la presión sobre los precios de los activos debido al deterioro de las utilidades y los balances empresariales, pudiendo sobrevenir una escasez de crédito que encarecería el financiamiento y agravaría la desaceleración y la deflación. Los salarios rígidos en un comienzo pueden ayudar a alejar la probabilidad de una espiral deflacionaria, pero

Gráfico 2

Más probabilidades de deflación por las débiles condiciones económicas

A juzgar por las brechas de producción en el G-7, el exceso de capacidad está aumentando.



Las cotizaciones de las acciones se han desplomado tres años seguidos, frenando el consumo y la inversión.



Fuente: FMI, *International Financial Statistics* (varios años).

Nota: La brecha de producción es la diferencia entre la producción efectiva y la potencial, como porcentaje de la producción potencial.

también pueden provocar caídas aún más drásticas del producto y el empleo ya que disminuyen las utilidades empresariales. El resultado extremo sería una debacle de la confianza que alimentaría la espiral descendente de la actividad, el empleo, las ganancias y los precios.

Indicadores anticipados

El caso de Japón demuestra que la deflación puede ser difícil de prever. En 2002, un amplio estudio publicado por la Reserva Federal reveló que tanto las encuestas de hogares y negocios como los rendimientos de los bonos del gobierno y de empresas a mediados de los años noventa hacían pensar hasta el momento mismo en que empezó la deflación que la inflación moderada continuaría. Por ende, al evaluar los riesgos coyunturales, no basta con fijarse exclusivamente en la evolución de los precios o incluso en los indicadores del mercado financiero que incluyen expectativas de precios, como los rendimientos de los bonos. Para aislar los factores que tienden a sensibilizar una economía a las presiones deflacionarias, hay que pensar en varios indicadores básicos, como las mediciones de la actividad y el exceso de capacidad, la

situación de los mercados de intermediación financiera y crédito y los cambios en los mercados de activos.

Los análisis a partir de estos indicadores apuntan a que, más allá del comportamiento de los precios hasta la fecha, hay una serie de factores que podrían acentuar las fuerzas deflacionarias. No se prevén cambios en la débil recuperación mundial debido a las circunstancias geopolíticas y los efectos duraderos de la recesión bursátil. De hecho, las expectativas de reactivación, especialmente de la inversión, se han visto frustradas más de una vez. Los datos sobre las brechas de producción en las economías del G-7 concuerdan con un aumento del exceso de capacidad, en Japón en particular, pero también en las otras economías (gráfico 2, panel superior). Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2003, es probable que a corto plazo las brechas de producción del G-7 y muchas economías emergentes asiáticas se ensanchen hasta niveles que tenderían a acentuar la baja de los precios. El desempleo también ha aumentado sustancialmente en algunas de las principales economías.

Por tres años seguidos, las cotizaciones de acciones en las principales economías industriales y en la mayoría de los mercados emergentes han registrado bajas de una magnitud y duración excepcionales (gráfico 2, panel inferior), y los datos indican claramente que la actividad económica ha sufrido mucho las consecuencias. Los descensos han limitado fuertemente el consumo al reducir la riqueza de los hogares y la inversión a causa del encarecimiento del capital. Es posible que aún no se hayan sentido todas las repercusiones, especialmente en los balances de las empresas y en las instituciones financieras. Los precios de la vivienda, que se han disparado en algunas de las principales economías (Estados Unidos y el Reino Unido sobre todo) a raíz de la aguda caída de las tasas hipotecarias, han ayudado a atenuar el efecto que ha tenido en el consumo el retroceso de la bolsa. Sin embargo, otra corrección podría mermar aún más la demanda de los hogares.

En muchos países, el crédito privado también ha disminuido bastante, como síntoma no solo de la menor demanda, sino también en varios casos de dificultades bancarias. Las ganancias de las empresas siguen siendo inciertas, y el aumento de la renta del trabajo ha empezado a menguar. La propensión al riesgo de los inversionistas y los mercados financieros siguen siendo volátiles frente al incremento de los riesgos y las incertidumbres.

Entonces, bien pueden producirse un aumento del número de países con deflación o un empeoramiento en los países que ya la padecen. Es cierto que las expectativas inflacionarias por lo general están bien fundamentadas, pero cabe recalcar que los pronósticos de inflación suelen incluir la actividad; si ésta no se recupera, las expectativas también pierden validez. Además, la vulnerabilidad de un país a la deflación parece aumentar si el margen de maniobra de las políticas monetaria y fiscal es limitado. Esto básicamente refleja la posibilidad de que las autoridades no logren contener los primeros indicios deflacionarios, que entonces se multiplicarían.

No obstante, el riesgo de una deflación mundial parece ser relativamente pequeño: los mercados y las instituciones

financieras siguen demostrando un buen grado de resistencia; la carga de la deuda de las empresas y los hogares parece manejable, y en la mayoría de los países todavía hay margen para realizar ajustes en las políticas. Por otro lado, el riesgo de que la deflación se importe también parece reducido, dada la baja participación en el comercio mundial de los países que la experimentan. En China, la alta productividad, aunada a un exceso de oferta de mano de obra, ha ocasionado caídas pronunciadas de los precios en algunos sectores a nivel local y nacional, pero su participación general en el comercio mundial es demasiado pequeña como para extender la deflación entre los socios comerciales.

¿Qué hacer al respecto?

Aun así, una eventual propagación de la deflación es inquietante. Las autoridades tienen instrumentos para cortar el paso, siempre que actúen con anticipación. La política monetaria debería ser suficiente para contener las expectativas deflacionarias. Sin embargo, como lo ha señalado Paul Krugman, los bancos centrales pueden infravalorar los riesgos o, por razones de economía política, no tomar las medidas necesarias. Cuando la política monetaria no es suficiente, se necesitan medidas fiscales y estructurales.

Japón demuestra el reto de la política monetaria. Antes de la deflación, se pensaba que era adecuada o incluso expansiva. Pero, retrospectivamente, fue demasiado restrictiva, porque la inflación resultó ser mucho más baja de lo proyectado. El régimen monetario puede ser decisivo ante estas expectativas. Por ejemplo, si hay un objetivo explícito de inflación, se debería fijar un mínimo para crear un margen que permita reducir el riesgo de deflación si la inflación es muy cercana a cero y la demanda se contrae. El tamaño de ese margen dependería del país, de la intensidad y la variabilidad de las perturbaciones y de la flexibilidad de la economía.

Además, puede ser útil enfrentar anticipadamente los riesgos que amenazan la demanda agregada y el ritmo de la actividad. Puede ser que la distensión monetaria deba ir acompañada de mayores estímulos fiscales. Es posible que más allá del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, el estímulo fiscal podría acabar siendo contraproducente o procíclico. Kenneth Rogoff ha planteado que, ante estos riesgos, a lo mejor conviene aplicar medidas concretas a favor de los rendimientos de las inversiones de capital, para imprimir dinamismo y demostrar que las autoridades están decididas a evitar una baja generalizada de los precios.

La política monetaria enfrenta más problemas en un entorno deflacionario, sobre todo cuando las tasas nominales de interés llegan a cero y no puede reducirlas más por el método convencional. Esta limitación es más crítica porque, ante la trampa de liquidez, la tasa real de equilibrio de la economía podría fácilmente ser negativa.

El problema puede agravarse si el sistema bancario atravesara dificultades, como después del estallido de una burbuja de precios de los activos, enfatizando la necesidad de reformas estructurales. Con la deflación, las deudas incobrables de los bancos aumentan y tienden a frenar la propensión al riesgo y la concesión de préstamos. No obstante, Ben S.

Bernanke (de la Reserva Federal) y otros han sostenido que las autoridades monetarias pueden usar métodos no convencionales para manejar las expectativas. Incluso con tasas iguales a cero y sin imprimir ni circular dinero, es posible influir en la economía a través de otros canales que se abren cuando un banco central baja aún más las tasas de interés, como por ejemplo, prometiendo mantener en cero las tasas a corto plazo por un lapso específico o comprando bonos a más largo plazo. Para esto último, el gobierno podría fijar metas de rendimientos, comprometiéndose a comprar valores en los montos que sean necesarios y bajando las tasas para todos los plazos. Además, se podría ampliar la gama de activos que los bancos podrían presentar para obtener préstamos del banco central, con reducciones de los plazos y las primas de liquidez para abaratar el capital.

En suma, la vulnerabilidad a la deflación ha aumentado en varios países, mientras que en otros ha persistido una deflación leve. La mayor vulnerabilidad tiene que ver con el débil crecimiento, los efectos del estallido de la burbuja bursátil, los factores estructurales y, en ciertos casos, el alcance de las políticas. Aun así, el riesgo de una deflación mundial luce pequeño, pero en vista de los costos que acarrearía, es importante aplicar medidas anticipadas para impedirla o, si fuera el caso, volcarse a contener y erradicar las expectativas deflacionarias. ■

Manmohan S. Kumar, Asesor en el Departamento de Estudios del FMI, ha dirigido un grupo de trabajo interdepartamental sobre deflación. El informe del grupo, "Deflation: Determinants, Risks and Policies", preparado por Manmohan S. Kumar, Taimur Baig, Jörg W. Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh y Tarhan Feyzioglu, se publicará en junio de 2003 como Occasional Paper No. 221 del FMI.

Bibliografía:

- Ahearne, Alan, y otros, 2002, "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s", *International Finance Discussion Paper 729* (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos).
- Bernanke, Ben S., 2002, "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", discurso pronunciado ante el National Economists Club, Washington, 21 de noviembre; www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm
- Greenspan, Alan, 2002, "Issues for Monetary Policy", discurso pronunciado ante el Economic Club de Nueva York, diciembre; www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm
- Krugman, Paul, 2002, "Can Deflation Be Prevented?"; [web.mit.edu/krugman.www/deflator.html](http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html)
- Roach, Stephen, 2002, "The Costs of Bursting Bubbles", *New York Times Week in Review* (septiembre), pág. 13.
- Rogoff, Kenneth, 1998, "Comment on Krugman, It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, págs. 194-9.
- , 2002, "Revitalizing Japan: Risks and Opportunities", comentarios, *Nihon Keizai Shimbun* (noviembre).