



Alza o baja

Mientras unos predicen deflación en las economías avanzadas después de la crisis, otros presagian fuerte inflación. Ambos grupos probablemente se preocupan demasiado.

André Meier

LA RECUPERACIÓN tras la crisis financiera mundial está en curso, pero es probable que en muchas economías avanzadas sea relativamente lenta, y que en Estados Unidos, Japón y la zona del euro la demanda de bienes y servicios sea inferior a la oferta potencial por muchos años (FMI, 2010).

Para muchos el motivo de preocupación reside en que si una economía opera por debajo de su capacidad por un período largo —con el resultado consiguiente de alto desempleo e inactividad de las fábricas— podría sobrevenir un crecimiento muy bajo de los precios y sueldos. En teoría, la capacidad ociosa hace descender las tasas de inflación (desinflación) o incluso el nivel general de precios (deflación), lo cual a su vez podría prolongar el bache económico, ya que el gasto se posterga ante la expectativa de precios más bajos y la carga de la deuda real aumenta.

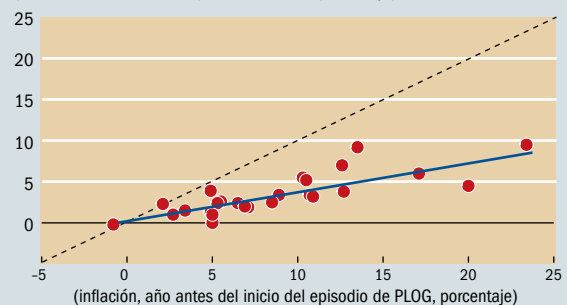
Pero esta opinión no es universal. Hay quienes sostienen exactamente lo contrario y predicen un período de alzas sostenidas de precios, aduciendo que cualquier efecto desinflacionario de la capacidad ociosa se verá anulado por el efecto inflacionario de las políticas desplegadas para combatir la recesión mundial. Según esta opinión, las semillas de la inflación se sembraron al acumular cuantiosos déficits fiscales y al adoptar políticas monetarias heterodoxas. Lo que ahora se debate no es en qué etapa está el ciclo —el consenso es que en muchas economías avanzadas aún hay mucha capacidad ociosa—, sino el efecto moderador de la capacidad ociosa sobre la inflación.

Para aclarar el asunto se analizó la dinámica del índice de precios al consumidor (IPC) en economías avanzadas en períodos en que el producto permaneció por lo menos un 1,5% por debajo de su potencial por más de ocho trimestres consecutivos. Esta muestra, que probablemente refleja lo ocurrido en la mayoría de las economías avanzadas desde finales de 2008,

Gráfico 1

Inflación neutralizada

La inflación disminuyó en casi todos los 25 episodios de recesión grave en las economías avanzadas entre 1970 y 2007. En los dos casos en que aumentó, la tasa inicial de inflación era muy baja y los aumentos fueron insignificantes. (inflación, último año del episodio de PLOG, porcentaje)



Fuente: Meier (2010).

Nota: Un período de brecha del producto persistente y grande (PLOG) es aquel en que el producto permanece por lo menos un 1,5% por debajo de su nivel potencial por más de ocho trimestres consecutivos. Hubo 25 episodios de PLOG en 14 economías avanzadas. La inflación se mide a partir de las variaciones del índice de precios al consumidor a una tasa anual desestacionalizada.

es tan solo una guía para la situación actual, pero brinda una visión empírica amplia sobre la evolución de la inflación durante episodios de brechas del producto persistentes y grandes (o PLOG, por sus siglas en inglés).

La trayectoria de la inflación

Utilizando datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2009), en el período 1970–2007, analicé 25 episodios de PLOG en 14 economías avanzadas, de los que pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- La gran mayoría de episodios se caracterizan por una tendencia clara y generalizada de desinflación. En dos casos en que la inflación no disminuyó, los aumentos fueron insignificantes y a partir de tasas excepcionalmente bajas (gráfico 1).
- Un factor que parece contribuir a la desinflación es la debilidad de los mercados laborales, en donde el desempleo alto o en alza y los salarios nominales y costos unitarios reales a la baja confirman la relación esperada entre la capacidad ociosa y la menor presión de costos en las empresas.
- En varios casos, la caída de los precios del petróleo contribuyó a la desinflación. Los tipos de cambio nominales no evolucionaron uniformemente durante los episodios de PLOG, pero cuando se apreciaron, la desinflación tendió a acelerarse. Quizás inesperadamente, el crecimiento de los agregados monetarios amplios (efectivo y depósitos bancarios) no parece estar relacionado con la intensidad de la desinflación.

- En general, la relación entre las tasas de inflación inicial y final es aproximadamente proporcional, lo que significa que los países con tasas iniciales altas experimentaron una mayor desinflación absoluta, pero no relativa, sin que ello cambie cuando se analiza la duración de cada episodio de PLOG a partir de las variaciones anualizadas de las tasas de inflación.

Distintas dinámicas

No obstante, las dinámicas varían algo entre períodos (gráfico 2). Antes de 1990, cuando la inflación inicial era relativamente alta, la desinflación tendía a ser uniforme a lo largo del período. Pero en los episodios más recientes, con una

La inflación en general deja de caer y se estabiliza o incluso sube, después de alcanzar una tasa baja positiva.

inflación inicial más moderada, la desinflación se aglomera al comienzo y fija un nuevo nivel más bajo de inflación. De hecho, la inflación en general deja de caer y se estabiliza o incluso sube, después de alcanzar una tasa baja positiva.

¿Por qué la desinflación pierde fuerza en lugar de degenerar en deflación?

En primer lugar, los estudios insisten en que *la mayor credibilidad de los bancos centrales* ha ayudado a preservar la estabilidad de precios en los últimos años. Esta credibilidad está reflejada no solo en las bajas tasas medias de inflación, sino en el sólido anclaje de las expectativas inflacionarias. Si el público confía en el compromiso del banco central con la estabilidad de precios, las variaciones a corto plazo de los costos de producción apenas incidirán en el proceso general de determinación de precios. El resultado es una relación más débil entre las brechas del producto y la inflación en general, como ya ha sido documentado (Kleiberger y Mavroeidis, 2009).

En segundo lugar, quizá la desinflación pierde fuerza cuando la tasa se acerca a cero si hay sólidos *factores formales o informales que impiden el desplome de los salarios o los precios*. Estas rigideces parecen ser comunes en el mercado laboral, donde los salarios nominales no suelen caer ni en épocas de recesión (Akerlof, Dickens y Perry, 1996; y Benigno y Ricci, 2010). La mano de obra es el mayor componente de los costos de producción, y toda resistencia a los recortes de los salarios nominales también puede explicar la escasez de reducciones sostenidas del IPC en la muestra. Aparentemente, solo circunstancias excepcionales —quizá como las de Japón en los últimos 20 años— pueden convertir a la desinflación en deflación.

¿Qué incidencia tiene esto hoy en día?

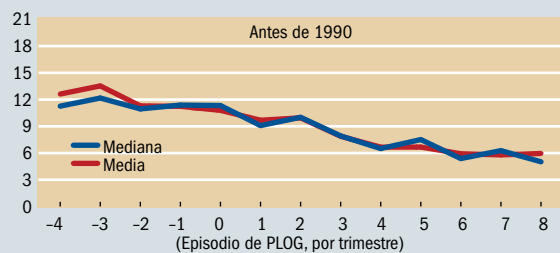
Históricamente, los PLOG tienen un claro efecto desinflacionario, al menos hasta que la inflación llegue a tasas positivas muy bajas. Si bien esto hace pensar que en los países que atraviesan una desaceleración prolongada el riesgo de inflación es limitado, hay que tener en cuenta tres factores.

Gráfico 2

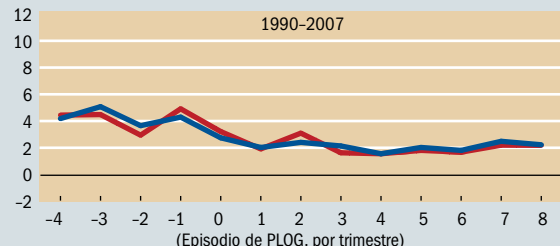
Décadas distintas

El nivel de inflación fue relativamente elevado en los episodios de PLOG previos a 1990, y los aumentos de precios se desaceleraron a lo largo del período. En episodios más recientes, la inflación inicial fue más moderada y la mayor parte de la desinflación ocurrió al comienzo del período de PLOG.

(inflación, porcentaje)



(inflación, porcentaje)



Fuente: Meier (2010).

Nota: Un período de brecha del producto persistente y grande (PLOG) es aquel en que el producto permanece por lo menos un 1,5% por debajo de su nivel potencial por más de ocho trimestres consecutivos. Hubo 25 episodios de PLOG en 14 economías avanzadas entre 1970 y 2007. La inflación se mide a partir de las variaciones del índice de precios al consumidor con una tasa anual desestacionalizada. Cero en el eje de abscisas denota el comienzo de un episodio de PLOG.

Primero, los datos, sobre todo los de los años setenta, indican que las *evaluaciones en tiempo en real sobre la capacidad ociosa pueden sufrir fuertes revisiones posteriores*. Quizás ahora también se esté sobreestimando la capacidad ociosa en las economías avanzadas, aunque es cierto que los economistas aprendieron bien las lecciones de los años setenta, ya que las actuales estimaciones consideran la posibilidad de que la crisis financiera no solo haya deprimido la demanda, sino también restringido la oferta potencial.

Nada parece indicar que la expansión cuantitativa vaya a desatar expectativas inflacionarias.

En segundo lugar, las relaciones macroeconómicas estables no son comunes, y es posible que ni las tendencias bien documentadas persistan. Para los que se preocupan por los niveles altos de inflación, las recientes medidas excepcionales marcan un hito. Con tasas de política monetaria prácticamente iguales a cero, varios bancos centrales tomaron medidas poco convencionales, como la expansión cuantitativa, que consiste en usar reservas para comprar bonos (Meier, 2009). Pero no existe un vínculo concreto entre estas políticas y la inflación alta. El argumento común de que el aumento de la base monetaria causa una inflación galopante no encaja con la teoría, ya que hay varias formas de combatir el efecto de la liquidez excesiva, y tampoco tiene en cuenta la experiencia de Japón, donde la inflación cercana a cero ha persistido pese a masivas emisiones de dinero desde 2001.

En tercer lugar, la incidencia de los PLOG pese a ser clara no es la única. Según la tendencia histórica, las variaciones de los precios del petróleo y los tipos de cambio también pueden causar fluctuaciones importantes en el nivel general de inflación. Pero mientras la recesión contenga los aumentos salariales, los mayores precios de las importaciones de por sí solos no ejercerán una presión inflacionaria generalizada.

El riesgo más grave es un escenario extremo, poco probable, en el que una política monetaria heterodoxa aviva el temor a que una deuda pública elevada socave la confianza en la moneda. Frente a este riesgo, las autoridades de muchos países ya cuentan con planes para reducir el déficit público y restablecer la sostenibilidad fiscal. Así, en el próximo período la política fiscal probablemente no contrarrestará la desinflación, sino que la propiciará en la mayoría de las economías avanzadas. Mientras, nada parece indicar que la expansión cuantitativa vaya a desatar expectativas inflacionarias.

Tendencias recientes de la inflación

Con todo esto, cabe repasar los datos empíricos actuales. Las tendencias reales de inflación hasta el final de 2010 no divergen mucho del patrón histórico. Utilizando los mismos criterios que en la muestra histórica y datos más recientes de la OCDE (OCDE, 2010), se detectaron 15 PLOG en curso en economías avanzadas. La mayoría de estos episodios comen-

zaron cuando se agravó la crisis en el último trimestre de 2008, y se espera que duren hasta finales de 2011.

Frente a los episodios históricos, la actual reducción del producto es inusualmente grande, aunque los mercados laborales han resistido bien en términos relativos. El acaparamiento general de mano de obra —es decir, la resistencia a efectuar despidos pese a la fuerte desaceleración— en un inicio elevó el costo unitario de la mano de obra en muchos países, aun cuando el crecimiento del salario nominal empezó a ceder. Otra característica notable son los altibajos de los precios del petróleo (y de otras materias primas), que tras desplomarse recuperaron gran parte del terreno perdido. Estos vaivenes incidieron mucho en la inflación general, incluso en meses recientes, pero la tendencia general con respecto a las tasas registradas antes de la crisis parece ser a la baja (gráfico 3).

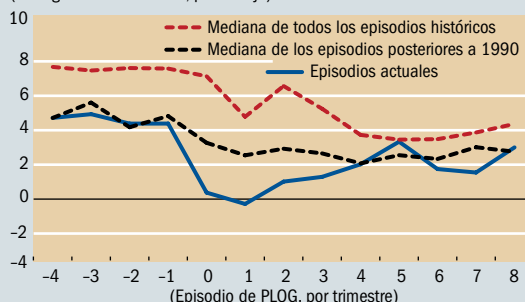
Al eliminar del IPC los precios de los alimentos y de la energía, la reducción de la inflación es más constante pero relativamente moderada, conforme a la tendencia histórica. En los episodios de PLOG más recientes, la inflación básica

Gráfico 3

El pasado es prólogo

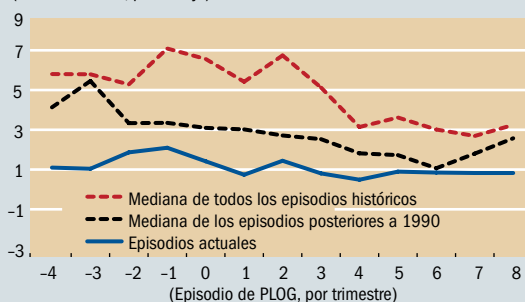
La inflación ha tenido un comportamiento irracional en los 15 episodios actuales de PLOG en economías avanzadas debido a los fuertes altibajos de los precios de las materias primas. Sin embargo, la tendencia general parece ser a la baja.

(nivel general de inflación, porcentaje)



Al eliminar los precios de los alimentos y de la energía se observa una reducción constante pero moderada de la inflación básica, coherente con la tendencia histórica en que la desinflación tiende a perder fuerza cuando la inflación llega a tasas positivas bajas.

(inflación básica, porcentaje)



Fuente: Meier (2010).

Nota: Un período de brecha del producto persistente y grande (PLOG) es aquel en que el producto permanece por lo menos un 1,5% por debajo de su nivel potencial por más de ocho trimestres consecutivos. Hubo 25 episodios de PLOG en 14 economías avanzadas entre 1970 y 2007 y en la actualidad hay 15. La inflación se mide a partir de las variaciones del índice de precios al consumidor con una tasa anual desestacionalizada. Cero en el eje de abscisas denota el comienzo de un episodio de PLOG.

inicial es relativamente baja —apenas un 2% en promedio—, y ha ido disminuyendo en general 0,4 puntos porcentuales por año (un 20% de la tasa anual inicial), lo que equivale al ritmo *relativo* de desinflación en los episodios de PLOG iniciales. Los datos de corte transversal también confirman una estrecha correlación entre el grado de desinflación y el aumento del desempleo en los diferentes países.

Conclusión

Los episodios históricos de PLOG en las economías avanzadas tienen un carácter claramente desinflacionario, al que contribuye la debilidad de los mercados laborales y del crecimiento de los salarios. La tendencia parece ser más moderada si la inflación inicial es muy baja, lo cual apunta al efecto combinado de expectativas inflacionarias mejor ancladas y rigideces nominales a la baja, como la resistencia a recortar salarios. Además, las fluctuaciones del precio del petróleo y los tipos de cambio pueden hacer muy volátil la inflación a corto plazo.

La evolución desde el inicio de la crisis financiera mundial se ajusta a este patrón. Pese a las marcadas fluctuaciones en el nivel general de inflación, la inflación básica en las economías avanzadas en general ha disminuido, y muchos indicadores básicos han descendido hasta niveles en que la desinflación suele perder fuerza. Los riesgos al alza, por tanto, parecen estar concentrados en los países que todavía están en recesión; aun así, un desencadenamiento de la deflación tampoco parece probable. ■

André Meier es Economista en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

Akerlof, George, William Dickens y George Perry, 1996, "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, No. 1, págs. 1–76.

Benigno, Pierpaolo, y Luca Antonio Ricci, 2010, "The Inflation-Output Trade-off with Downward Wage Rigidities", *NBER Working Paper 15672* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2010, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).

Kleibergen, Frank, y Sophocles Mavroeidis, 2009, "Weak Instrument Robust Tests in GMM and the New Keynesian Phillips Curve", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 27, No. 3, págs. 293–311.

Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom", *IMF Working Paper 09/163* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

———, 2010, "Still Minding the Gap—Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps", *IMF Working Paper 10/189* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 2009, *base de datos de Economic Outlook 86* (París).

———, 2010, *base de datos de Economic Outlook 88* (París).



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/pepm

To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu