

# ¿Por qué preocupa LA DEFLACIÓN EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS?

MARÍA GRACIA RAMOS\* Y  
MAURICIO DE LA CUBA\*\*

Para quienes hemos experimentado un proceso hiperinflacionario –y sus graves consecuencias en la economía– puede ser difícil entender el porqué una deflación es perjudicial. El presente artículo explica cuáles son los canales a través de los cuales la deflación, entendida como una caída sostenida en los precios, puede ser un fenómeno pernicioso para las economías desarrolladas y cuáles son los dilemas y riesgos de las políticas aplicadas para revertir dicho proceso.

\* Especialista en Economía Mundial del BCRP.  
mariagracia.ramos@bcrp.gob.pe

\*\* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.  
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe

En el discurso ante el Club de Prensa Nacional en Washington a inicios de 2014, Christine Lagarde, directora ejecutiva del Fondo Monetario Internacional, señaló que “una deflación en la Eurozona es uno de los principales riesgos de la economía mundial”. Dicha preocupación llevó a que el Banco Central Europeo adoptara medidas monetarias expansivas que incluyeron una reducción de tasas a mínimos históricos y un programa de compra de activos<sup>1</sup>. Un año antes, el Banco Central de Japón había anunciado una agresiva política monetaria –que duplicaría el tamaño del balance en apenas dos años– con el fin de revertir el proceso deflacionario que viene afectando a dicha economía desde hace dos décadas; poco después, el gobernador del Banco de Japón señaló que tomaría las medidas adicionales que fuesen necesarias para alcanzar su objetivo de inflación de dos por ciento. Estos eventos recientes muestran que la deflación es una de las principales preocupaciones y uno de los principales riesgos para la recuperación de la economía global.

#### LA DEFLACIÓN: LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

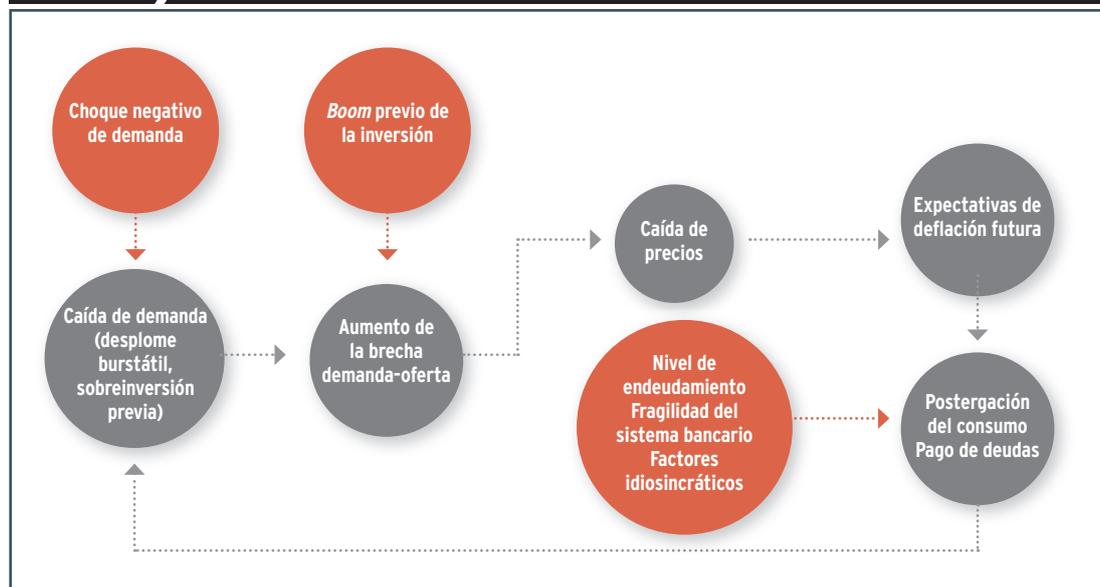
Si bien un proceso deflacionario puede explicarse por choques de oferta –mejoras de productividad, apreciación del tipo de cambio o apertura comercial, entre otros– los efectos más perniciosos sobre la actividad provienen de los choques por el lado de la demanda. El Diagrama 1 muestra cuál es el mecanismo por el cual una deflación puede generar un proceso recesivo que tiende a perpetuarse.

Luego de un choque inicial que deprime la demanda, la economía enfrenta un exceso de oferta que presiona los precios a la baja. Normalmente, los precios a la baja deberían incentivar al consumo, pero eso no sucede si hay expectativas generalizadas de continuas caídas en los precios. Si los agentes prevén menores precios en el futuro, tendrán incentivos para postergar su consumo y destinar ese ingreso a pagar deudas, dado que la caída de precios eleva las tasas de interés reales. Esta postergación en el consumo y en la inversión, sumado al deterioro de la confianza de los agentes, amplifica los choques y exacerbando el efecto inicial, perpetuándose el ciclo deflacionario-recesivo.

De lo señalado se deduce que este proceso deflacionario-recesivo se desencadena o se ve favorecido por algunos factores particulares:

- Un fuerte choque que genera una brecha inicial entre la oferta y la demanda:** En los casos más recientes este proceso deflacionario-recesivo se ha iniciado con un choque fuerte en la demanda debido de la reversión de alguna burbuja en los mercados de activos, en particular en los mercados inmobiliarios o bursátiles.
- Una sobreinversión previa:** un proceso previo de sobreinversión lleva a la existencia de capacidad instalada ociosa que tiene dos efectos: por un lado, acentúa el exceso de oferta y presiona aún más los precios a la baja y, por otro, limita la recuperación de la inversión y, por lo tanto, de la demanda interna.
- Dificultad de anclar las expectativas de inflación:** Como se ha señalado anteriormente, para que un proceso deflacionario genere una

DIAGRAMA 1 ■ Deflación: canales de transmisión



<sup>1</sup> En marzo de 2014, el BCE redujo sus tasas de política (estableciendo incluso tasas de interés negativas para los depósitos de los bancos en el BCE) y en setiembre anunció un programa de compra de activos titulizados.

**CUADRO 1** ■ ¿Por qué preocuparse de un proceso deflacionario? <sup>1/</sup>

- Puede llevar a problemas en el mercado laboral cuando este mercado es poco flexible. En un contexto de inflexibilidad de los salarios nominales a la baja, la reducción de precios lleva a un incremento en el salario real que no correspondería con una mejora en la productividad.
- Implica una redistribución entre acreedores y deudores (en particular cuando la deflación no es anticipada).
- Dificulta tener tasas de interés reales negativas, eventualmente necesarias cuando se está en una fase recesiva del ciclo económico.
- Puede llevar a un proceso recesivo ante la postergación del consumo por la elevación de las tasas de interés reales.
- Según la evidencia histórica, la carga de la deuda, por efectos de la deflación, puede llevar a quiebras, presiones sobre los bancos y una espiral deflacionaria-recesiva.

<sup>1/</sup> BASADO EN "COULD DEFLATION BECOME A GLOBAL PROBLEM?" EN FMI, PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL, ABRIL 2003, PÁGINA 12.

postergación en el consumo, se requiere que los agentes prevean que los precios seguirán cayendo en los próximos años. Para revertir este proceso se requiere que el banco central genere una "credibilidad inflacionaria" que permita anclar las expectativas en niveles positivos de inflación.

- d. **Alto nivel de deuda:** la postergación del consumo frente a las expectativas de deflación se acentúa si los agentes están altamente endeudados. Como se ha señalado, la deflación eleva la tasa de interés real de la deuda –incluso, si la tasa de interés fuese cero, la tasa real sería positiva– por lo cual los agentes altamente endeudados tienen un incentivo adicional para postergar el consumo y desapalancarse.

**LAS RESPUESTAS Y RIESGOS DE POLÍTICA**

Frente a un escenario de presiones deflacionarias y recesivas, el banco central no presenta un dilema significativo de política. Ambos problemas requieren de una reducción de la tasa de interés y de medidas expansivas. La discusión radica sobre la velocidad y magnitud de estas medidas que, además, deben estar acompañadas de un grado de comunicación que ayude a revertir las expectativas de los agentes respecto a la caída futura en los precios.

Una de las limitaciones de la política monetaria en este escenario radica en la imposibilidad de contar con tasas de interés reales negativas. Aunque se tengan tasas nominales cercanas a cero, la deflación impide tener tasas de interés reales negativas que muchas veces se requieren durante esta fase recesiva del ciclo económico. Sin embargo, como se ha evidenciado con las políticas no convencionales para enfrentar la reciente crisis financiera internacional, el margen de acción de política ha ido mucho más allá de la reducción de las tasas de políticas a cero para incluir también la expansión de la base monetaria a través de la compra de títulos.

En el plano fiscal, la respuesta de política también suele ser expansiva. Por un lado, puede suponer incremento en el gasto público para estimular la economía o reducciones de impuestos con el fin de incentivar el consumo privado. Como señala Feldstein (2002), la política fiscal complementa a la política monetaria, y de este modo, reduce las probabilidades de formación de burbujas en los mercados de activos.

Estas respuestas de política no están exentas de riesgos y dilemas. De la experiencia de Japón –que reseñaremos más adelante– queda claro que es muy difícil determinar el momento óptimo para retirar los estímulos monetarios y fiscales: si el retiro es prematuro pueden revertirse las presiones al alza en los precios y la recuperación económica. Si es tardía, puede generarse presiones inflacionarias, sobrevaloraciones en los mercados de activos o niveles de deuda pública potencialmente insostenibles. En el caso de la deuda pública, las dudas sobre la sostenibilidad fiscal pueden disminuir la demanda por títulos soberanos, elevar los rendimientos de dichos títulos y, de este modo, afectar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esta sostenibilidad fiscal depende en gran medida de los niveles de deuda pública, de su perfil de vencimientos y de las perspectivas de crecimiento de la economía.

**EL CASO DE JAPÓN**

A inicios de los noventa el desplome del mercado inmobiliario y del mercado bursátil de Japón originó un significativo choque inicial sobre la demanda. Entre 1990 y 1995, los precios de las viviendas y los índices bursátiles cayeron 25 y 50 por ciento, respectivamente. Las presiones a la baja en los precios, derivadas de estos choques sobre la demanda, se acentuaron con la fuerte apreciación del yen a fines de los años ochenta.

En este contexto, el Banco de Japón redujo la tasa *overnight* de 8,5 por ciento en 1991 a 0,5 por ciento en 1995 y, posteriormente, estableció como meta operativa el exceso de encaje. En el caso de la política

**GRÁFICO 1** ■ Japón: crecimiento e inflación (var. % anual)



FUENTE: FMI Y BLOOMBERG.

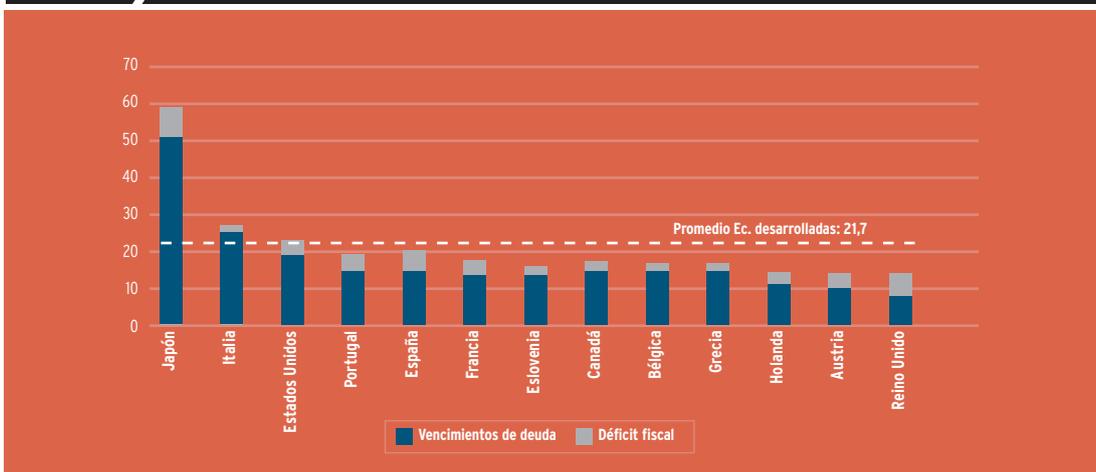
fiscal, en el mismo período, el déficit fiscal registró un promedio anual de 1,2 por ciento (frente a un superávit de los años previos) y la deuda pública aumentó de 69 a 95 por ciento del PIB.

Varios autores<sup>2</sup> consideran que la respuesta fue algo tardía y algo insuficiente para revertir el proceso deflacionario y recesivo. Más aún, la recuperación incipiente de la economía a inicios de la década pasada llevó a una elevación de tasas en agosto 2000 lo cual, según Ito y Mishkin (2004), constituyó un serio error de política ya que la inflación no mostraba aún señales de una clara tendencia hacia los niveles deseados. A ello se sumaron otros problemas como una deficiente regulación y un comportamiento conservador de los bancos para realizar nuevos préstamos. Similares acciones se dieron en el plano de la política fiscal, cuando el gobierno, tras observar una recuperación en 1996, permitió que expire el recorte

temporal del impuesto a la renta y aumentó el impuesto a las ventas de 3 a 5 por ciento en abril de 1997. Esta medida afectó negativamente al crecimiento del producto que se vería además perjudicado por la crisis financiera del sudeste asiático. Para inicios de la década pasada, las expectativas de inflaciones menores a 1 por ciento (o incluso negativas) prácticamente se habían generalizado entre los agentes económicos.

En 2013, el Banco de Japón anunció su programa de compras de bonos similar al aplicado por la FED durante la crisis *subprime*. El monto de compras sería de 60 a 70 billones de yenes anuales<sup>3</sup> por los siguientes dos años, periodo en el que se buscaba alcanzar un objetivo de inflación de 2 por ciento. Por el lado fiscal, el gobierno anunció un estímulo de 10,3 billones de yenes –US\$116 mil millones– destinados a estimular la inversión privada, seguridad social y a la reconstrucción tras

**GRÁFICO 2** ■ Requerimiento financiero 2014 (% del PIB)

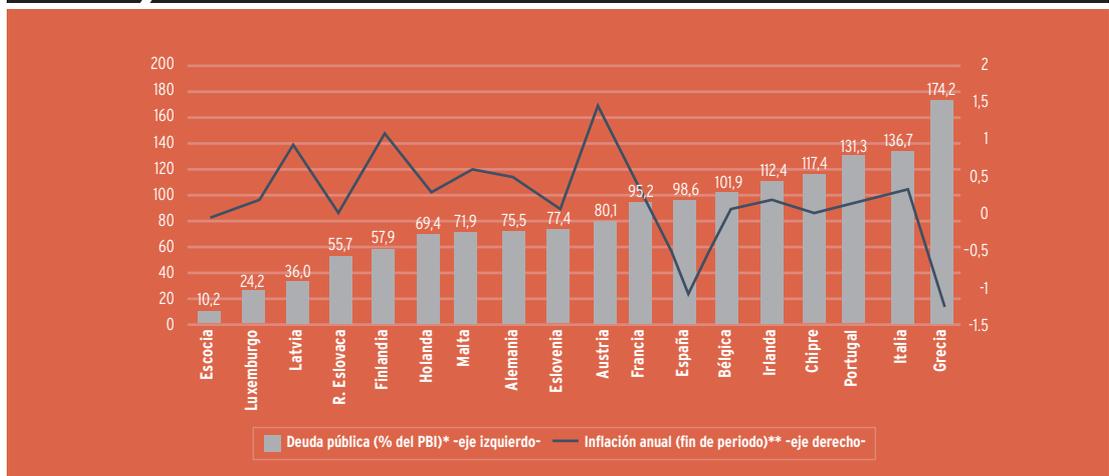


FUENTE: FISCAL MONITOR OCTUBRE 2014, FMI

<sup>2</sup> Rogoff, Ito, Krugman.

<sup>3</sup> El 31 de octubre de 2014 este monto se elevó a 80 billones de yenes.

**GRÁFICO 3** Eurozona: deuda pública e inflación (2014)



FUENTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK OCTUBRE 2014, FMI Y EUROSTAT.  
 \*PROYECCIÓN.  
 \*\*DATOS A NOVIEMBRE.

el terremoto de marzo 2011 y al fortalecimiento de la infraestructura para prevención de desastres; con ello, Japón fue la única economía desarrollada que durante ese año aplicó un impulso fiscal positivo.

Las medidas aplicadas en los dos últimos años han generado una recuperación lenta de la economía y un incremento en la inflación, aunque aún por debajo de lo esperado. Sin embargo, esto se da en un contexto de escaso margen de maniobra adicional en caso se requiera de estímulos adicionales para consolidar este proceso. Por el lado monetario, ya la expansión anunciada supone que el tamaño del balance del Banco de Japón se duplicará en dos años. Por el lado fiscal, Japón tiene en la actualidad un nivel de deuda pública de 245 por ciento del PBI (el mayor entre las economías desarrolladas) y sus requerimientos financieros anuales bordean el 60 por ciento del PBI (ver Gráfico 2). Este elevado nivel de deuda ha llevado a que el gobierno incremente, de 5 a 8 por ciento, el impuesto a las ventas; medida que podría afectar la incipiente recu-

peración de la economía y el logro de la meta de inflación de dos por ciento dentro de los plazos previstos.

**CONSIDERACIONES FINALES**

La deflación es en la actualidad uno de los principales riesgos para la recuperación de la economía mundial. No sólo para el caso de Japón reseñado en este artículo sino también para el de la Eurozona: de los 18 países que componen la unión monetaria, dos países enfrentan tasas de inflación negativas y once países tienen tasas positivas menores a uno por ciento (ver Gráfico 3). La respuesta de política a nivel de países se ha visto afectada por la existencia de una política monetaria común, por la falta de acuerdo en torno a las políticas fiscales y por los elevados niveles de deuda pública.

Como se ha reseñado, la caída de los precios y la consolidación de las expectativas de deflación pueden generar, entre otros efectos, una postergación del consumo y de la inversión que termine acentuando las presiones recesivas iniciales. De consolidarse este fenómeno en la Eurozona y en Japón, las consecuencias sobre el resto de la economía no serían menores. En el caso particular de Estados Unidos, por ejemplo, diversos miembros de la Reserva Federal han expresado su preocupación de que la lenta recuperación global en el resto del mundo pudiera generar una caída en las exportaciones y una apreciación adicional del dólar. Bajo este contexto, no se descarta que las presiones inflacionarias en Estados Unidos disminuyan y que incluso, como sucedió a inicios de la década pasada, se corra el riesgo de entrar también en un proceso deflacionario. Bajo este escenario, las consecuencias sobre el crecimiento global y sobre las economías emergentes serían significativas.

**REFERENCIAS**

- Kenji Nishizaki, Toshitaka Sekine, Yuichi Ueno y Yuko Kawai (2012) "Chronic Deflation in Japan" BIS Papers No 70.
- Martin Feldstein (2002) "The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment" Working paper 9203, National Bureau of Economic Research.
- Takatoshi Ito y Frederic S. Mishkin (2004) "Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem" Working paper 10878, National Bureau of Economic Research.
- International Monetary Fund (2003), "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options- Findings of an Interdepartmental Task Force". Disponible en: www.imf.org
- International Monetary Fund (Abr. 2011), "World Economic Outlook: Tensions from the Two-speed Recovery". Disponible en: www.imf.org
- International Monetary Fund (Oct 2014), "Fiscal Monitor- Back To Work: How Fiscal Policy Can Help". Disponible en: www.imf.org
- International Monetary Fund (Oct 2014), "World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties". Disponible en: www.imf.org