

# ¿Existe un riesgo mundial de deflación?

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE  
ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR

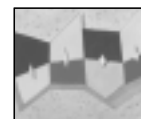
## 1. Introducción

El ciclo expansivo de los años noventa, apoyado en el consumo de los hogares y en la inversión empresarial, hizo que la preocupación fundamental de los economistas y banqueros centrales fuese evitar el recalentamiento de determinadas economías, principalmente de la estadounidense. Fue a partir del segundo trimestre de 2000 cuando numerosos expertos, muchos en el seno de la propia Reserva Federal de EEUU, comenzaron a señalar la necesidad de conseguir un «aterrizaje suave» de la economía norteamericana, ante el riesgo de que el estallido de la burbuja especulativa de los mercados de valores precipitase un derrumbe económico que comenzase en EEUU, y se contagiase al resto del mundo.

La corrección de la economía norteamericana se produjo, EEUU atravesó una recesión en el sentido técnico de la palabra, pero el ajuste no se percibió como algo dramático. En efecto, la economía estadounidense logró un aterrizaje suave, que si bien no corrigió algunos de los principales desequilibrios estructurales que aún siguen vigentes —el excesivo endeudamiento de las familias o el abultado déficit por cuenta corriente— tampoco produjo un colapso económico. Paralelamente, la UE también vio reducirse su ritmo de crecimiento económico de forma suave y acompasada.

Así pues, el objetivo del ajuste suave se salvó con éxito; el problema ha sido que, aunque suave, el aterrizaje está durando demasiado. La persistente atonía del crecimiento de las principales economías desarrolladas ha llegado a tal punto, que se ha invertido la dirección tradicional del ajuste de precios, de forma que el riesgo mundial de deflación ha vuelto al centro del debate tras más de 70 años olvidado, o considerado una patología aplicable únicamente al caso de Japón.

La mayor parte de los expertos internacionales, así como la gran mayoría de los institutos y organismos multilaterales, advierten que el principal riesgo que se cierne en la actualidad sobre la economía mundial es la deflación. En este sentido, el FMI ha hecho público recientemente un estudio (1) en el que alerta del riesgo, aunque moderado, de una caída de precios a nivel mundial. El documento elabora un *índice de riesgo de deflación*, que se considera elevado a partir de un valor por encima de 0,5 (el valor máximo es la unidad). Conforme a este criterio, Japón, Taiwán, Hong Kong y Alemania aparecen como las economías en las que el riesgo de deflación es más alto. El riesgo se considera mínimo, entre otros, en el caso de España o Dinamarca; bajo, en el caso de Reino Unido y de EEUU; y moderado en Portugal, Suecia o Bélgica.



EN PORTADA

## 2. ¿Qué es la deflación y cuáles son sus efectos?

La deflación, entendida como una disminución sostenida del nivel general de precios de una economía, no tiene por qué ser mala, puesto que permite a los agentes económicos consumir una mayor cantidad (y variedad) de bienes y servicios a precios más competitivos; puede considerarse incluso positiva desde el punto de vista de la equidad, puesto que permite a los más desfavorecidos consumir bienes que anteriormente, con mayores precios, les eran inaccesibles.

No obstante, la deflación también provoca efectos adversos para la economía y los agentes que toman parte en la misma. Entre estas caracte-

(1) IMF. Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. 30 de abril de 2003.

CUADRO 1 TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB										
	OCDE	UE	Zona Euro	Alemania	Holanda	España	EE UU	Francia	Italia	Japón
I T 2002.....	0,6	0,5	0,4	-0,2	—	2,0	1,4	0,8	0,0	-2,8
II T 2002.....	1,5	1,0	0,8	0,0	—	2,0	2,2	1,4	0,2	-0,3
III T 2002.....	2,4	1,2	1,0	0,4	0,4	1,8	3,3	1,3	0,4	1,6
IV T 2002.....	2,1	1,4	1,2	0,7	0,3	2,1	2,9	1,5	0,9	2,5
I T 2003.....	n.d.	1,0	0,8	0,2	0,2	2,1	2,1	1,0	0,8	2,5

Fuente: Banco de España y Eurostat.

CUADRO 2 TASA DE VARIACION DE LOS PRECIOS										
	Zona Euro	Bélgica	Austria	Alemania	Holanda	España	EE UU	Francia	Italia	Japón
Enero 2003.....	2,1	1,2	1,7	0,9	2,9	3,8	2,6	1,9	2,9	-0,4
Febrero 2003.....	2,4	1,6	1,8	1,2	3,2	3,8	3,0	2,5	2,6	-0,2
Marzo 2003.....	2,4	1,7	1,8	1,2	3,1	3,7	3,0	2,6	2,9	-0,1
Abril 2003.....	2,1	1,4	1,3	1,0	2,5	3,2	2,2	1,9	3,0	-0,1
Mayo 2003.....	1,9*	0,9	0,9*	0,6	2,7*	2,7	2,1	1,8*	2,9*	n.d.

Datos del IPCA, excepto para EE UU y Japón, donde se recogen índices nacionales.  
\* Datos provisionales.  
Fuente: Eurostat.



EN PORTADA

rísticas desfavorables cabe destacar las siguientes. En primer lugar, la disminución de los precios estrecha el margen percibido por las empresas, lo que puede disminuir la cotización de las compañías en los mercados de valores y provocar despidos en ajustes dolorosos en los salarios. En segundo lugar, la caída de precios puede conducir los tipos de interés nominales a corto plazo a niveles cercanos a cero, limitando la capacidad de la política monetaria para estimular la economía. Por último, puede incrementar el número de fallidos en la cartera crediticia del sistema bancario; si los préstamos de las empresas deben devolverse a tipos de interés fijo, aunque se perciban precios más reducidos, se produce un aumento en el riesgo de impago, al aumentar la carga que suponen los gastos financieros y reducirse los ingresos. El incremento del paro y la disminución de los salarios actuarían de la misma forma en el caso de las deudas mantenidas por las economías domésticas.

### 3. Situación internacional

El estancamiento que envuelve la economía internacional incrementa notablemente el riesgo de que se disparen los resortes adversos ligados a la deflación. De hecho, el problema fundamental de la deflación es que suele venir acompañada de un escenario de estancamiento económico. En el

Cuadro 1 se observan las tasas de crecimiento de algunas de las economías de la eurozona, de Japón y de EEUU. Algunos países, como Alemania u Holanda se encuentran cerca de la recesión, lo que aumenta notablemente el riesgo de despidos o ajustes de salarios a la baja. El dato de empleo de la zona euro, que registró en junio su vigésimo quinto mes consecutivo de contracción, es especialmente revelador en este sentido.

La evolución de los precios en la zona euro, (Cuadro 2) muestra una cierta amenaza deflacionista en algunos países, como Alemania, Bélgica o Austria. Aunque la tasa de crecimiento actual de los precios en las economías de la eurozona se mantiene en valores positivos, el sesgo al alza del índice de precios (2) podría estar ocultando una situación cercana a la deflación en algunos casos; de continuar el estancamiento económico en Europa, aquélla podría llegar a aparecer definitivamente.

La política económica aparece muy ligada al riesgo de deflación. En efecto, cuanto mayor sea el margen de maniobra de la primera, mejor

(2) Numerosos estudios se hacen eco de la sobreestimación del crecimiento de precios que ofrecen los índices tradicionales. Este *sesgo* se produce al no recoger el índice las posibilidades de sustitución entre productos (caso de los de tipo Laspeyres), al no tener en cuenta el efecto de los descuentos, o al no considerar los cambios en las características de los productos (la calidad, por ejemplo).

puede neutralizarse el peligro asociado a la segunda. En este caso, y como suele ser habitual, el marco de análisis es bien diferente en la eurozona y en EEUU.

La economía estadounidense, con una tasa de crecimiento económico del 2 por 100 en el primer trimestre de 2003 y una tasa de inflación del 1,6 por 100 medida a través del deflactor del PIB para el mismo periodo (2,8 por 100 según el IPC), sufre un riesgo de deflación moderado, según las estimaciones del FMI (el valor del índice de riesgo de deflación está comprendido entre 0,3 y 0,5). Aun así, la Reserva Federal, que ha aplicado 13 recortes de tipos de interés desde enero de 2001, ha mostrado pública y reiteradamente su determinación en la lucha contra la deflación, aun cuando los tipos de interés de referencia están en el 1 por 100. La FED considera que será capaz de salvar una eventual situación de trampa de la liquidez mediante la instrumentación de una política monetaria heterodoxa, que consistiría fundamentalmente en comprar activos de renta fija (públicos o privados) e inyectar liquidez en los mercados. Paralelamente, la Administración estadounidense ya ha comenzado una poderosa ofensiva fiscal que promete activar la demanda de los hogares mediante un ambicioso recorte impositivo, sin que el abultado déficit fiscal preocupe a las autoridades, por el momento.

La economía de la zona euro poco tiene que ver con la estadounidense. En primer lugar, porque aunque indudablemente haya existido, la convergencia nominal no ha sido perfecta, con lo que cabe hablar de 15 riesgos de deflación diferentes. Tomando como referencia el estudio del FMI al que nos venimos refiriendo, los países de la eurozona aparecen dispersos en las cuatro categorías de riesgo. De esta manera, mientras Alemania padece un riesgo alto, el de nuestro país es mínimo. Este hecho podría suponer un foco de conflicto para el BCE, en la medida en que las necesidades no son las mismas para todas las economías —una situación que, por otra parte, no es nueva—. En cualquier caso, el dato de IPC Armonizado de la zona euro, ligeramente por debajo del 2 por 100, abre la puerta a nuevas bajadas de tipos de interés. En el caso del

BCE, sí existe un margen de maniobra para la política monetaria, dado que los tipos de interés de referencia de la eurozona están situados en el 2 por 100.

En lo que se refiere a la política fiscal, el aplazamiento en el cumplimiento estricto del Pacto de Estabilidad hasta 2006 da margen a los países para que acomoden las finanzas públicas a la situación coyuntural de la economía. Así, los países que sufren una mayor desaceleración (o retroceso) en sus economías han optado por expandir el tamaño de su déficit público. En efecto, Alemania, Francia, Italia y Portugal, países que representan más del 70 por 100 del PIB de la eurozona, expandieron el tamaño de su déficit público hasta el 3,8 por 100, 2,7 por 100, 2,4 por 100 y 3,4 por 100, respectivamente en 2002.

Por último, no debe olvidarse que la incorporación de los nuevos socios a la UE a partir del próximo año podría tener un efecto muy favorable para el crecimiento económico de la UE a través del sector exterior. La desaceleración económica ha afectado moderadamente a los países de Europa Central y Oriental, con lo que la capacidad de su demanda interna para impulsar el crecimiento del resto de Europa, vía efectos creación y desviación de comercio, podría ser significativa.

El caso de Japón, país en que los precios llevan cayendo desde 1995, es especialmente preocupante. Las autoridades monetarias y fiscales japonesas han acometido programas muy ambiciosos para intentar reactivar la economía del país, sin que por el momento hayan alcanzado su objetivo. La relación entre la deuda pública en relación al PIB japonés es la más alta de las economías desarrolladas, situándose por encima del 140 por 100. Paralelamente, el país se encuentra inmerso en la denominada trampa de la liquidez, que se alcanza cuando los tipos de interés nominales se sitúan en el entorno del cero por ciento. De esta manera, no existe margen adicional para la bajada de tipos de interés. Adicionalmente, y a pesar de que la base monetaria ha crecido en Japón los dos últimos años a una tasa anual del 25 por 100, el crédito bancario sigue cayendo, dado que el canal del crédito está obstruido por las pesada carga que arrastran en sus balances



EN PORTADA

los bancos japoneses, y que se debe a la mala calidad de una buena cantidad de su cartera crediticia (3).

#### 4. Conclusión

Tras muchas décadas de olvido, la deflación ha vuelto al centro de las preocupaciones de los gobiernos e instituciones internacionales. Los efectos devastadores que puede ocasionar este fenómeno, y que pudieron observarse con toda claridad en la crisis de los años 30, aconsejan una

decidida respuesta de la política económica de las principales áreas económicas. EEUU ya ha puesto a trabajar los resortes monetario y fiscal para ayudar a la economía a remontar la crisis. Los países más amenazados de la UE también han comenzado a estimular la economía mediante recortes de impuestos; por su parte, el BCE, posee en la actualidad un cierto margen para relajar las condiciones monetarias de la eurozona.

Posiblemente, el riesgo o no de deflación dependa en su mayor parte de la respuesta que sea capaz de ofrecer la política económica, y más concretamente, de su intensidad, su oportunidad y su capacidad para afectar a las variables reales, y en este caso, a los precios.

---

(3) *The Economist*. 21 de junio de 2003.



EN PORTADA