

# El fantasma de la deflación

María Jesús Fernández Sánchez\*

## Introducción

La caída de la inflación en España hasta tasas negativas, por primera vez en nuestra historia económica reciente, en un momento en el que, en el ámbito internacional crece el temor a una espiral deflacionista, ha desatado el debate en torno a si nuestra economía se encuentra ya en tal situación, así como en las consecuencias de dichos descensos de precios. De ser indicativos de una deflación, tales descensos, evidentemente, tendrían implicaciones muy negativas, pero, en caso de no ser así, podrían resultar incluso beneficiosos, ya que nos podrían ayudar a recuperar parte del terreno perdido en materia de competitividad.

Este artículo trata de arrojar luz sobre esta cuestión, para lo cual, en primer lugar, se realiza una reflexión sobre el concepto de deflación y se exponen las principales características de las crisis deflacionistas, para posteriormente analizar si las caídas interanuales del IPC registradas recientemente en nuestro país —que se van a repetir en los próximos meses— se corresponden con dicho fenómeno.

## ¿Qué se entiende por deflación?

Aunque la deflación se suele definir de forma sencilla como el descenso del índice general de precios al consumo, el sentido que desde el punto de vista del análisis económico se atribuye a este término es algo más complejo. Es un concepto estrechamente vinculado al de depresión económica, que hace referencia a largos períodos de caídas o de estancamiento en el nivel de actividad y de

empleo, acompañados de descensos en los precios, no sólo de los bienes de consumo, sino, en general, de todos los precios de la economía, incluyendo los de los activos.

Las crisis deflacionarias son muy destructivas, debido a que su evolución se desarrolla en forma de espiral descendente, con unas características y unos mecanismos de funcionamiento propios, diferentes de los de las crisis cíclicas normales, que hacen que estas situaciones tiendan a perpetuarse en el tiempo y que la salida de ellas sea extraordinariamente difícil.

Así, cuando los salarios, que en realidad también son un precio, son flexibles a la baja, en situaciones graves de caída de la actividad y del empleo, sufren, al igual que el resto de los precios, descensos nominales, su poder adquisitivo posiblemente se mantenga intacto debido a las simultáneas bajadas de los precios al consumo. El problema procede, sin embargo, del hecho de que las deudas mantienen su valor nominal, de modo que, al reducirse los salarios nominales (y otras rentas, como los beneficios empresariales), el valor real de las cantidades adeudadas aumenta. El resultado es un incremento de la carga que el pago de las deudas supone para las economías familiares y empresariales, especialmente si la situación de partida es de un elevado endeudamiento —algo, por otra parte, habitual en el origen de este tipo de crisis—. Esta circunstancia se agrava por el hecho de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos, de modo que, aunque su nivel sea muy reducido, van a ser relativamente elevados en términos reales.

En situaciones en las que, por motivos institucionales, los salarios sean rígidos a la baja, la espiral deflacionista se va a materializar, sobre todo, a través del impacto sobre los márgenes empresariales: en un entorno de caída de

\* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

los precios finales, el mantenimiento de los costes salariales —más aún si lo que se produce es un aumento de los mismos— supone un estrechamiento de dichos márgenes. Esto se une al descenso de los beneficios derivado del menor volumen de las ventas, agravando el deterioro de las cuentas empresariales, lo que resulta en nuevos recortes de empleo e inversión, y, por lo tanto, en mayores descensos de la demanda —pese al aumento del poder adquisitivo de los salarios— y, nuevamente, de los precios.

Por otra parte, tanto en un caso como en el otro, el deseo de liquidar la deuda intensifica la caída de la demanda y conduce a ventas masivas de activos, agravando la deflación de estos. La caída del valor de los activos, junto con el mantenimiento del de las deudas, resulta en un deterioro grave de los balances empresariales y familiares. La crisis se extiende al sistema financiero, a medida que crece la morosidad por las dificultades para hacer frente al pago de las deudas y la pérdida de valor de los activos utilizados para garantizarlas. La solvencia de las entidades financieras se reduce, y con ella, su capacidad para conceder más préstamos, intensificándose de este modo la recesión<sup>1</sup>.

La crisis financiera es un ingrediente clave en las crisis deflacionistas. Ha estado presente en los episodios más conocidos, como la Gran Depresión de Estados Unidos en los años treinta o Japón en la última década. De hecho, hay que tener en cuenta que la deflación, al igual que la inflación, en última instancia, sólo puede ser un fenómeno monetario, que, si en el caso de la inflación se corresponde con un incremento excesivo de la masa monetaria respecto al crecimiento nominal del PIB, en la deflación responde a la evolución opuesta, es decir, a un crecimiento insuficiente, o incluso un retroceso, de la cantidad de dinero en circulación, que en los casos históricos mencionados ha sido el resultado de la paralización de los flujos de crédito debido a las dificultades de las entidades financieras —y, además, en la Gran Depresión por el funcionamiento del patrón oro—. A través de esta vía, las crisis financieras acentúan las espirales deflacionistas, cuando no son incluso el elemento desencadenante de las mismas.

Los mecanismos descritos de funcionamiento de las crisis deflacionarias conducen, en definitiva, como ya se ha señalado, a una espiral descendente, es decir, la bajada de los precios agudiza el deterioro de la situación económica, agravando con ello los problemas del sector financiero y la caída de la demanda, y con ella, la de los precios,

y así sucesivamente. Otro conocido mecanismo deflacionista que contribuye a intensificar dicha evolución en espiral consiste en que, debido a las expectativas de bajadas de los precios de los bienes y activos, los consumidores e inversores retrasan sus decisiones de compra, lo que reduce aún más la demanda en el momento presente, presionando más a la baja los precios.

El concepto económico de deflación hace referencia, por lo tanto, a una situación en la que se ponen en marcha los mecanismos descritos, no pudiendo considerarse como tal cualquier descenso de los precios en el que estos no estén presentes de alguna forma. En particular, puede producirse una caída generalizada en el nivel de precios motivada por algún choque tecnológico que diese lugar a fuertes aumentos de la productividad dentro de un entorno de crecimiento económico, situación que fue habitual en el siglo XIX y comienzos del XX (por ejemplo, en Estados Unidos en la década de los veinte, justo antes de la Gran Depresión). En estos casos, no cabría hablar de deflación.

También puede suceder que se produzca una bajada en el índice general de precios al consumo motivada por la fuerte caída de alguno de sus componentes más volátiles, como el petróleo, mientras el resto mantiene tasas positivas, lo cual tampoco encaja con el concepto de deflación, tal y como ha sido expuesto. Finalmente, puede darse la situación opuesta, es decir, que el índice general presente crecimientos debido al encarecimiento de, por ejemplo, la energía, mientras que el resto de precios de la economía se mueven a la baja. En este caso, pese a que el índice general presenta tasas de variación positivas, podríamos encontrarnos ante una situación de deflación.

Podemos definir la deflación, de forma más precisa, como una caída *generalizada y persistente* en el nivel de precios. Es decir, que esta caída no debe proceder de uno o unos pocos componentes de la cesta de la compra, ni obedecer a causas puntuales, sino que deben afectar, de forma generalizada y prolongada en el tiempo, a todos los grupos de bienes que integran el índice general. Cuando un descenso de precios cumple estos dos requisitos, es cuando existe el peligro de que se pongan en marcha los mecanismos descritos característicos de las espirales deflacionarias.

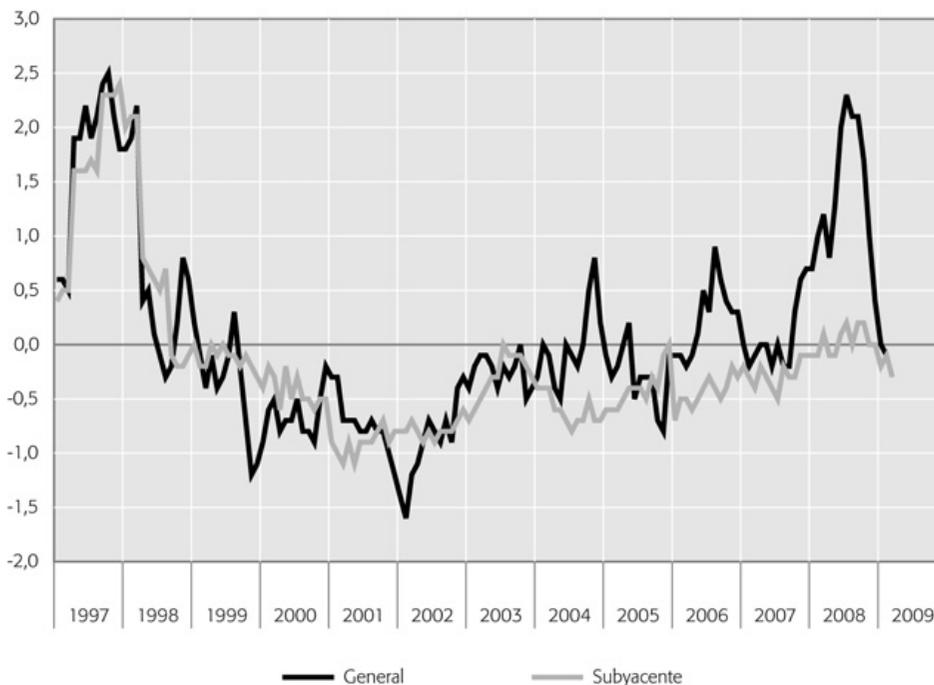
Concretamente, debe analizarse la evolución del índice subyacente, que excluye la evolución de los elementos más volátiles —alimentos no elaborados y energía—, y refleja más fielmente las tendencias de fondo de los precios. O, mejor aún, el índice que recoge el núcleo inflacionista, es decir, que excluye la energía y todos los alimentos —elaborados y no elaborados; así es, por cierto, cómo se

<sup>1</sup> Un análisis del papel del sobreendeudamiento, la deuda y las crisis financieras en el desarrollo de las espirales deflacionistas se puede encontrar en el conocido artículo de Irving Fisher (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, n.º 4, pp. 337-357.

Gráfico 1

### INFLACIÓN EN JAPÓN

Tasas de variación interanual (en porcentaje)



Fuente: Statistics Bureau, Ministry of International Affairs and Communications.

calcula el índice subyacente en países como Estados Unidos o Japón—. Mientras estos indicadores de precios presenten crecimientos, no cabe hablar de deflación, aunque el índice general se mueva a la baja. Y viceversa, si estos indicadores registran descensos, aunque el general se mantenga en positivo, podríamos estar ante un escenario deflacionista.

El caso más reciente de deflación es el de Japón. Como se puede observar en el gráfico 1, este país ha registrado tasas negativas de crecimiento en el índice subyacente (definido éste como el índice general sin energía ni alimentos, elaborados y sin elaborar) de forma ininterrumpida desde finales de 1998. Solo en los meses centrales de 2008 dicho indicador presentó crecimientos positivos. El índice general, mucho más volátil, se ha movido también en terreno negativo casi todo el tiempo, salvo en algunos momentos en 2004, 2006 y, sobre todo, 2008, como consecuencia del ascenso del precio del petróleo. Precisamente estos repuntes del índice general dieron pie a que en 2007 se “certificara” el final de la deflación y que el Banco de Japón pusiera fin a su política de expansión cuantitativa, cuando, en realidad, la tendencia subyacente de los precios seguía siendo a la baja.

### ¿Hay deflación en España?

De acuerdo con la definición anterior, la evolución del IPC español no parece que cumpla las condiciones de una deflación. Es cierto que se encuentran presentes algunos de los ingredientes de este fenómeno, como la crisis financiera, el sobreendeudamiento y la pérdida de valor de los activos inmobiliarios. Pero las bajadas de precios no son generalizadas ni van a ser persistentes, lo que impide que se pongan en marcha los mecanismos que conducen a una espiral descendente de las características descritas. Los ajustes que están sufriendo la demanda, el nivel de endeudamiento y el empleo son los propios de cualquier ciclo económico, si bien fuertemente intensificados por la crisis financiera y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

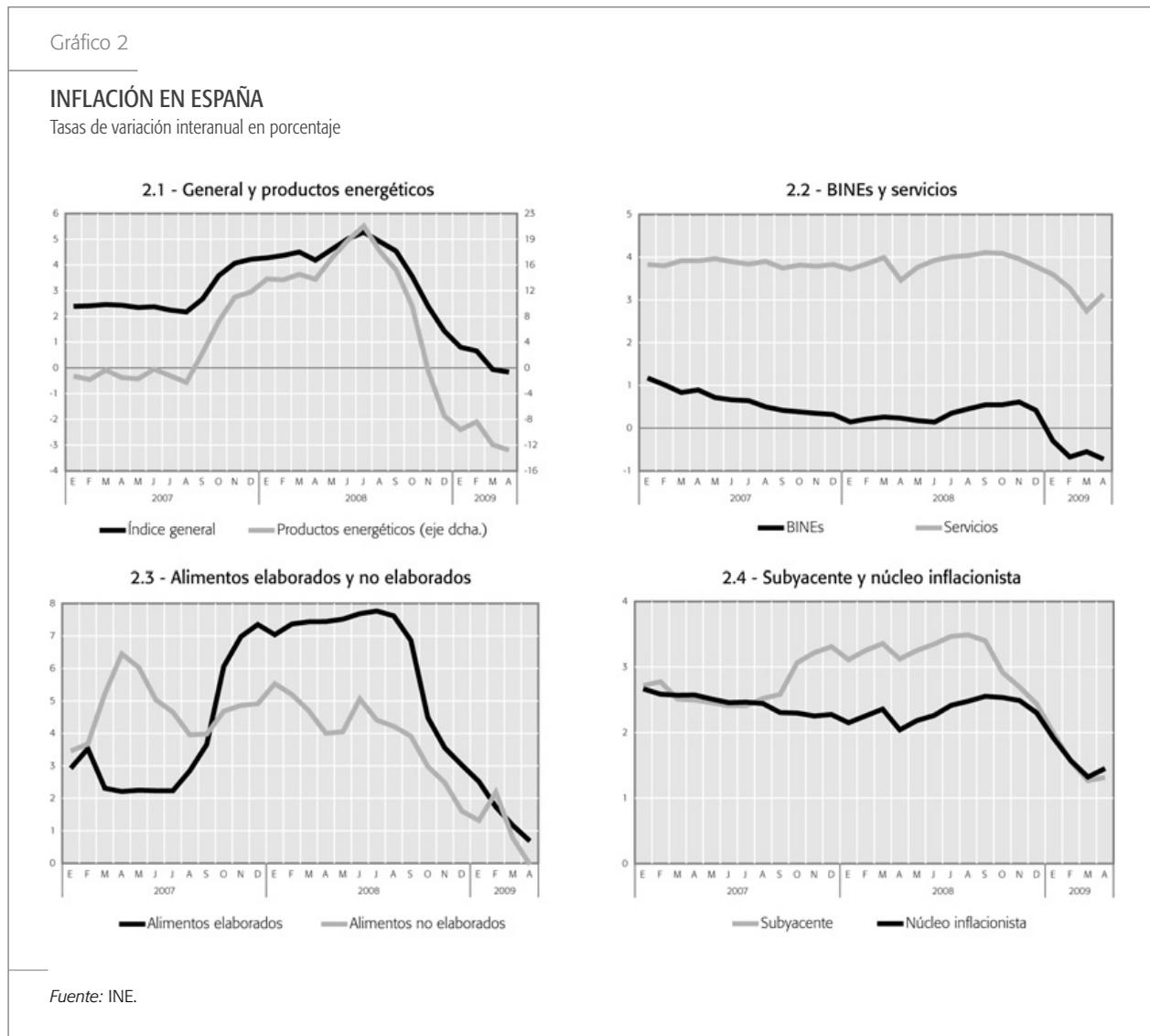
Los recientes descensos del índice general de precios al consumo español obedecen a la intensidad de la caída interanual de los precios de un solo componente, los productos energéticos, debido a los efectos escalón, derivados de las fuertes subidas del precio del petróleo registradas en la primera mitad de 2008, seguidas de las igualmente intensas caídas acontecidas en los últimos meses del mismo

MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ SÁNCHEZ

año. En marzo y abril, la tasa interanual de dicho grupo ascendió al -11,6 por 100 y el -12,4 por 100, respectivamente, de modo que, aunque este grupo representa el 10 por 100 de la cesta que compone el IPC, la magnitud del descenso ha sido suficiente para contrarrestar con creces las subidas de los demás componentes (gráfico 2.1).

El grupo de bienes industriales no energéticos (BINE) también registra tasas negativas (gráfico 2.2), que, además, se van a mantener durante muchos meses, si bien estas se inscriben dentro de una más larga tendencia descendente, desde unas tasas ya muy reducidas, que responden a factores relacionados, sobre todo con la intensidad de la competencia internacional en un entorno mundial muy globalizado y con continuas ganancias de productividad, aunque, evidentemente, no se puede negar el impacto negativo de la caída de la demanda en el periodo más reciente. Así, el hecho de que este grupo haya entrado en territorio negativo en los últimos meses obedece, básicamente, a las bajadas de precios en dos grupos de productos: vestido-calzado y automóviles. Hay otros productos cuyos precios están bajando, como los electrodomésticos y los productos electrónicos e informáticos, pero éstos presentan tasas negativas ya desde hace años, en España y otros países, y tampoco se percibe una tendencia clara a la intensificación de las mismas en los meses recientes.

Las tasas negativas en estos bienes obedecen a las mencionadas ganancias de productividad, de tal modo que no representan una tendencia deflacionista, sino una simple modificación de los precios relativos. Dicha modificación constituye un mecanismo básico de asignación de recursos en una economía de mercado, conduciendo, por tanto, al aumento de la eficiencia económica, por lo que carece de las connotaciones negativas asociadas a un proceso de bajada de precios de carácter deflacionista. Sólo en el caso de los artículos mencionados en primer lugar, ves-



tido-calzado y automóviles, existe una vinculación clara entre su tendencia reciente a la baja y la caída de la demanda.

En el caso de los alimentos elaborados, las tasas registradas hasta ahora han sido positivas y descendentes (gráfico 2.3), debido a las mismas causas que en los productos energéticos, es decir, a los efectos escalón derivados de las intensas subidas de precios que registraron también estos productos hasta el verano de 2008, como consecuencia del encarecimiento de ciertos productos agrícolas en los mercados internacionales, aunque en los últimos meses también ha influido la debilidad de la demanda. Se prevé que la variación interanual de este grupo también entrará en territorio negativo durante algunos meses a lo largo del año actual, pero de forma transitoria.

Los alimentos no elaborados, que, aunque en menor medida, también sufrieron el impacto del encarecimiento de algunas materias primas agrícolas, se encuentran en tasas muy reducidas, y en algunos meses pueden también llegar a ser negativas, pero solo de forma puntual. En cualquier caso, los alimentos, tanto elaborados como sin elabo-

rar, se caracterizan por presentar una gran volatilidad, y no es la primera vez que registran tasas interanuales negativas. En cuanto a los servicios, su tasa interanual de variación de los precios permanece claramente en positivo, aunque en mínimos históricos, reflejando también la relajación de las presiones inflacionistas como resultado de la caída del consumo.

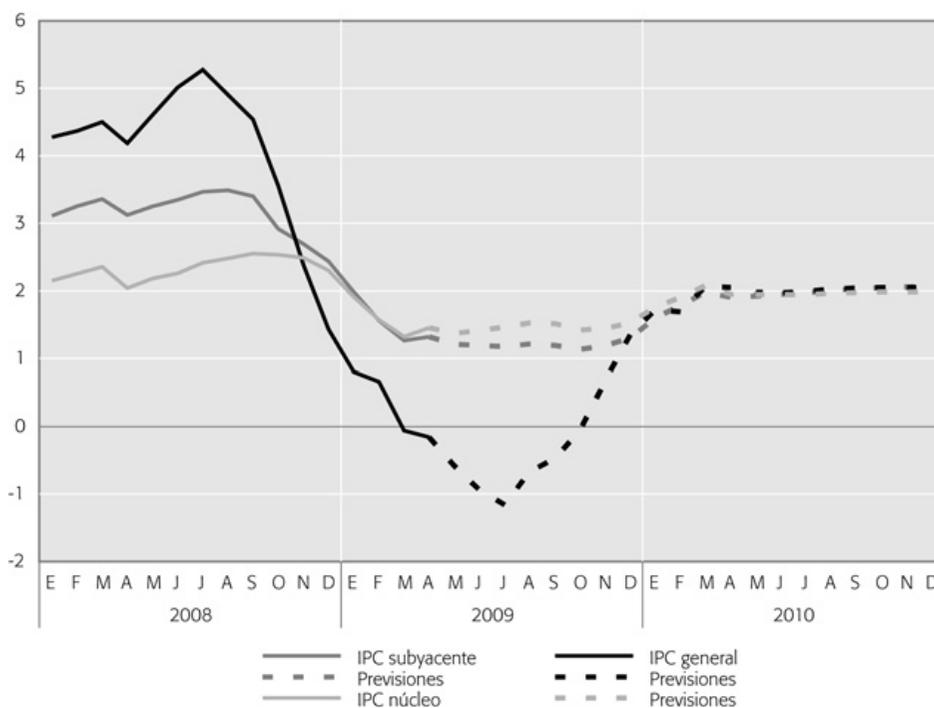
Así, el índice subyacente, que excluye bienes energéticos y alimentos no elaborados, continúa creciendo, aunque también a tasas que se encuentran en mínimos históricos, el 1,3 por 100 en marzo y abril (gráfico 2.4). Si, además, excluimos los alimentos elaborados, la tasa resultante, a la que nos podemos referir como el núcleo inflacionista, ya que es la que mejor refleja las tendencias de fondo de los precios, es incluso algo superior, un 1,5 por 100 en abril. Como se puede observar en el gráfico 3, según las previsiones de FUNCAS, ambos indicadores van a seguir moviéndose en torno a dichos niveles a lo largo del año.

Las tasas negativas del índice general se van a mantener probablemente hasta octubre de este año, alcanzando

Gráfico 3

**PREVISIONES INFLACIÓN**

Tasas de variación interanual en porcentaje



Fuente: INE y FUNCAS.

MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ SÁNCHEZ

un mínimo de en torno al  $-1,2$  por 100 en julio, mes en el que los efectos escalón alcanzarán su mayor intensidad, debido a que fue en julio del año pasado cuando el precio del petróleo se situó en máximos. A partir de octubre, los efectos escalón en los productos energéticos cambiarán de signo, y siempre que no se produzcan movimientos inesperados de gran magnitud al alza o a la baja en los componentes más volátiles, la tasa interanual de variación del IPC pasará entonces a ser positiva.

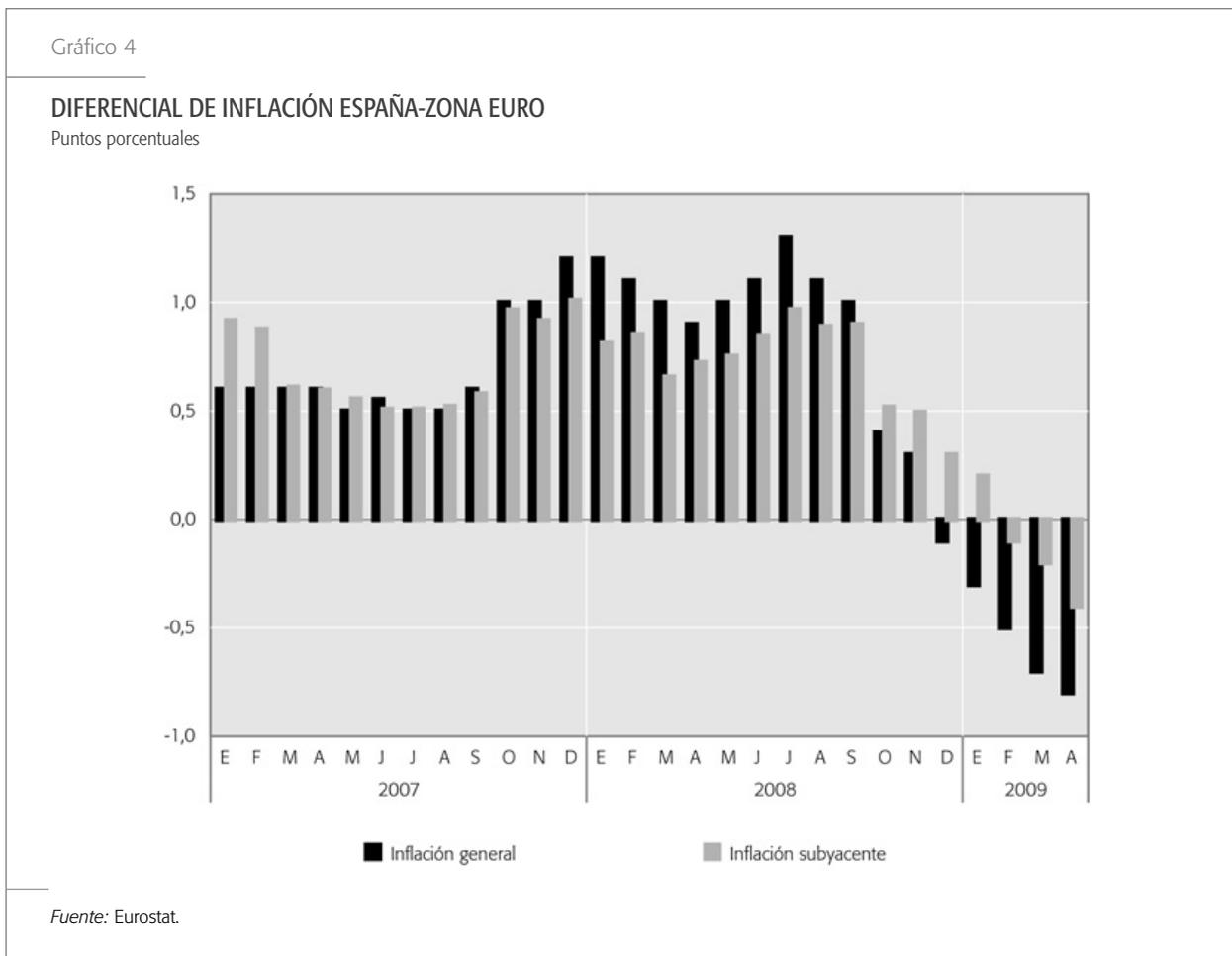
Por otra parte, también hay que tener en cuenta que las agresivas medidas de política monetaria adoptadas por los bancos centrales contribuyen a alejar el fantasma de la deflación al generar expectativas inflacionistas, si bien en el caso de la zona euro el comportamiento de la autoridad monetaria esta siendo mucho más tímido que en Estados Unidos o Reino Unido. Precisamente, una de las razones que explican la deflación de Estados Unidos durante la Gran Depresión, y la de Japón desde finales de los noventa, se encuentra en la inadecuada actuación de la política monetaria, que en el primer caso adoptó una orientación contractiva, es decir, justo la opuesta a la que debería haber seguido, y, en el segundo, tardó demasiado tiempo en reaccionar —no fue hasta 2001 cuando el

Banco de Japón adoptó medidas “no convencionales” de expansión cuantitativa—.

### Conclusión

Los recientes descensos interanuales del IPC —y los que se van producir hasta el mes de octubre— obedecen a la intensidad de los efectos escalón en algunos grupos de productos, concretamente en la energía y, en menor medida, en los alimentos. Una vez finalicen dichos efectos, las tasas de inflación en el índice general volverán a ser positivas. El desplome de la demanda se ha materializado en una notable desaceleración de la inflación subyacente hasta mínimos históricos, pero no en una bajada de los precios, salvo en algunos productos muy concretos, como vestido, calzado y automóviles, y tampoco se prevé que esto vaya a suceder en los próximos meses. En el caso de los alimentos, pueden registrarse tasas negativas en algunos meses a lo largo de este año, pero de forma temporal, y además hay que tener en cuenta que se trata de un grupo muy volátil. Las caídas de precios no son, por lo tanto, generales, y tienen un carácter transitorio, de modo

ECONOMÍA ESPAÑOLA



que no se dan las condiciones para hablar de deflación. Más bien, en nuestro caso, deberíamos hablar de *desinflación*, es decir, de un descenso en las tasas de inflación.

Una vez descartado que nos encontremos en tal situación, la bajada del índice general de precios no conlleva las negativas implicaciones asociadas a la misma. Por el contrario, sus efectos son positivos. Con un diferencial negativo frente a la zona euro (es decir, favorable a España), no sólo en el índice general sino también en el subyacente

(gráfico 4), si la tasa negativa de inflación se traduce en unos crecimientos salariales nominales reducidos —dada la rigidez de los salarios a la baja no es esperable un descenso de los mismos—, se detendría el deterioro de la competitividad-precio de los últimos años derivado del mayor crecimiento de nuestros costes laborales unitarios en relación a los europeos. Debería aprovecharse esta oportunidad que se nos presenta de recuperar competitividad sin tener que reducir el poder adquisitivo de los salarios, limitando al mínimo posible su crecimiento.