

## «*Experiencias y herramientas para anticipar y curar la deflación. ¿Qué puede hacer un banco central?»*»

A lo largo de la primera mitad de 2003 se ha intensificado el debate sobre la posibilidad de anticipar episodios deflacionistas, sobre la capacidad de las autoridades económicas para evitarlos, sobre las posibilidades para contrarrestarlos en caso de que se produzca y, en especial, sobre los riesgos de que algunos países como EE.UU. o Alemania se adentraran en una coyuntura que derivara en una caída generalizada de los precios como la que sufre Japón desde 1995. El objetivo del presente artículo no es aportar información adicional sobre los riesgos de cada uno de estos países sino sobre los tres primeros aspectos. Es decir, se trata de analizar las herramientas analíticas disponibles para anticipar la deflación y las políticas económicas más adecuadas en manos de un banco central para evitarla o, en su caso, poner remedio a una caída de los precios.

*2003. urteko lehen erdian, deflazioaren eztabaida areagotu da. Lantzen ari diren gaien artean daude deflazioaldiak aurreikusteko aukera, ekonomi agintarien ahalmena prozesu horiek saihesteko, gertatuz gero haiei aurre egiteko aukerak eta, bereziki, AEB edo Alemania bezalako zenbait herrialdek Japonia 1995etik aurrera nozitzen ari den prezioen jaitsiera orokorra bezalako koiuntura batera iristeko arriskuak. Azterlan honen helburua ez da herrialde horietako bakoitzak dituen arriskuei buruz argibide gehiago eskaintzea, lehenengo hiru alderdiak jorratzea baizik. Hain zuzen ere, aztertu nahi direnak dira deflazioa aurreikusteko eskura dauden tresna analitikoak eta banku zentral baten eskuetan deflazioa saihesteko edo, bere kasuan, prezioen jaitsiera konpontzeko dauden politika ekonomiko egokienak.*

Throughout the first half of 2003 there has been an intensification of the discussion on the possibility of anticipating deflationist episodes, on the capacity of the economic authorities to avoid them, on the possibilities to offset them in case they take place and, especially, on the risks of the fact that some countries, like the USA or Germany are entering a conjuncture that is bringing about a generalised drop in prices like the one suffered by Japan as from 1995. The objective of the present article is to provide additional information on the risks in each one of these countries reference to the first three aspects mentioned. That is to say, this is an analysis of the analytical tools available to anticipate deflation and the most adequate economic policies in the hands of a central bank to avoid or, if necessary, to remedy a drop in prices.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. ¿Es posible anticipar la deflación?
  3. ¿Cómo prevenir la deflación?
  4. ¿Cómo curar la deflación?
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Deflación, banco central, política económica, prevención.  
Clasificación JEL: E52, E58, E43, E31

### 1. INTRODUCCIÓN

En junio del año 2002 se publicó un trabajo<sup>1</sup> elaborado por varios miembros de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) en el que se estudia la experiencia japonesa de deflación y se analizan las causas que pudieron motivarla. La caída de los precios en aquel país se viene produciendo desde 1995, pero los autores retroceden hasta finales de la década de los ochenta para, en primer lugar, analizar la situación del país y más adelante valorar las decisiones tomadas por las autoridades niponas tanto en materia de política monetaria como fiscal, con la intención de extraer los errores que causaron dicha situación de deflación.

La publicación de este estudio tuvo un destacado impacto, no sólo porque en él la propia Reserva Federal responsabilizaba en gran medida al Banco de Japón de la deflación, sino porque generó un intenso debate sobre si el interés de la FED por la situación japonesa respondía al temor a que en EE.UU. se pudiera reproducir un proceso de caída generalizada de los precios.

De hecho, a lo largo de la segunda mitad del año 2002 fueron varias las ocasiones en las que los principales responsables de bancos centrales dedicaron sus discursos a analizar si existía o no riesgo de deflación en la economía mundial. En todas estas comparecencias la conclusión era la misma: no estamos ante una fase de caída de los precios sino ante un entorno de bajas tasas de inflación.

En cualquier caso, el debate sigue abierto y gira en torno a tres aspectos principales (sobre los que arrojan luz tanto el estudio de la FED como diversos documentos

---

<sup>1</sup> «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s». Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*. Número 729, junio de 2002.

publicados posteriormente) que servirán de índice para el presente artículo<sup>2</sup>:

1. ¿Es posible prever la deflación?
2. Si se vislumbra este riesgo, ¿qué pueden hacer las autoridades económicas para evitarlo?
3. Si la deflación se instala, ¿de qué herramientas dispone un banco central para terminar con ella?

## 2. ¿ES POSIBLE ANTICIPAR LA DEFLACIÓN?

A lo largo de la historia económica han sido escasos los períodos en los que se ha experimentado un proceso deflacionista y, muchos menos, lo suficientemente cercanos como para poder disponer de herramientas que nos permitan conocer cuál era la opinión *a priori* sobre su estallido por parte de analistas financieros, autoridades económicas, mercados de activos financieros, etc.

Tan sólo la experiencia japonesa, al ser la más reciente<sup>3</sup>, nos permite contar con previsiones y valorar de esta forma la capacidad de los distintos agentes para anticipar una fase deflacionista. Aunque un único ejemplo impide obtener conclusiones generales, el estudio de Ahearne y otros (2002) es contundente, ya que pone de manifiesto la incapacidad de prever la fase deflacionista apenas un año antes de que comenzara. Este trabajo utiliza las siguientes herramientas para medir las expectativas *ex ante*:

---

<sup>2</sup> Su estructura trata de replicar la de Ahearne y otros (2002).

<sup>3</sup> Si bien es cierto que en Argentina también se ha vivido una deflación antes de la ruptura del *currency board*, sus motivos son distintos de los que interesan en este trabajo por lo que no serán objeto de análisis.

1. Previsiones macroeconómicas de *Consensus Forecast*, la Reserva Federal y el Fondo Monetario Internacional.
2. Variables financieras como la TIR del bono a 10 años emitido por el Gobierno nipón, su pendiente frente al tipo a 3 meses y el tipo implícito descontado en diversos contratos de futuros sobre el tipo de interés interbancario a 3 meses del yen.

### 2.1. La renta variable y el ciclo económico

Respecto al conjunto de herramientas disponibles, conviene realizar dos comentarios. El primero es que, al igual que sucede en la práctica totalidad de los estudios consultados para realizar este trabajo, si bien la renta variable es un buen indicador adelantado del ciclo, es prácticamente imposible establecer relaciones entre su movimiento (cuantía) y la posterior evolución de variables macroeconómicas. Resultan muy interesantes las comparaciones que establece Browne (2001) de la evolución de diversos indicadores económicos y financieros en Japón y EE.UU. en la década anterior al inicio de la fase desaceleradora o recesiva. En ambos casos, y en la mayoría de los procesos de auge y contracción, los máximos de renta variable se producen antes de que comience a declinar el resto de variables, con el ejemplo de la Gran Depresión de los años 30 como el más ilustrativo. Efectivamente, las cotizaciones bursátiles en Japón alcanzaron un máximo en 1989, es decir, meses antes de que comenzaran a publicarse indicadores de actividad que pusieran de manifiesto el comienzo de la fase desaceleradora y, desde luego, cuando la probabilidad asignada a

una fase deflacionista era prácticamente del cero por ciento.

Ahearne y otros (2002) apuntan a que cuando el Banco de Japón comenzó a recortar el tipo de intervención, los índices bursátiles ya habían perdido un 40%, señalando de esta forma la tardanza de la autoridad monetaria en percibir el cambio de ciclo. Es abundante la evidencia empírica que pone de manifiesto la capacidad de la renta variable de anticipación del ciclo económico ya que, como señala el BCE (2002), «en un mercado de valores eficiente, las cotizaciones incorporan, por su propia naturaleza, una perspectiva de futuro, y asumen con rapidez cualquier información que pueda llevar a los participantes en el mercado a revisar sus expectativas respecto de los fundamentos de las cotizaciones». Sin embargo, esta herramienta tiene dos limitaciones que reducen en ocasiones su utilidad. La primera, como apunta el BCE (2002), es que «la experiencia sugiere también que las expectativas de los inversores pueden a veces llevar a burbujas especulativas, situaciones en las que las cotizaciones exceden temporalmente, con mucho, los valores económicos fundamentales», es decir, lo que en su día denominó Alan Greenspan «exuberancia irracional». La segunda limitación de las cotizaciones bursátiles, mucho más relevante para este trabajo y que motiva su nula utilización en los estudios consultados es, como se ha señalado, la incapacidad para establecer relaciones directas entre valoración y perspectivas de deflación.

## 2.2. Los bonos indexados a la inflación

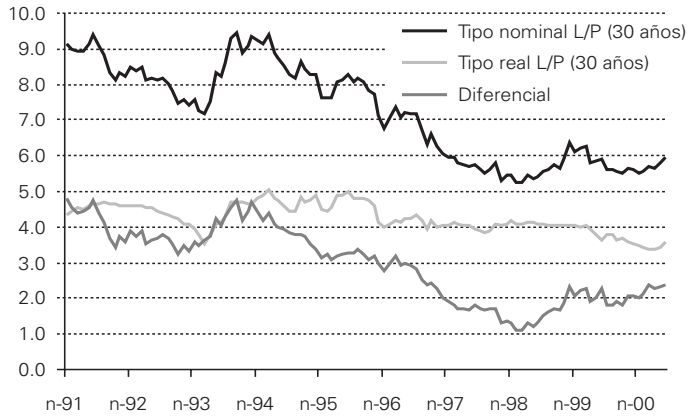
Mi segundo comentario se centra en la existencia de otra herramienta muy útil

para medir las expectativas de diversos agentes sobre la evolución de una variable macroeconómica. Una relación explícita y directa entre mercados financieros y cuadro macroeconómico se da en el caso de los bonos indexados a la inflación. En un bono nominal (convencional) el valor nominal de todos los flujos es fijo y conocido de antemano, pero su valor real (capacidad de compra) depende de la inflación durante toda la vida del bono. Por lo tanto, el valor real no es conocido *ex ante*. Para proteger el valor real de un bono nominal los inversores demandan una compensación por la inflación media esperada durante la vida del bono. Esta compensación se refleja en el precio a pagar por el bono y, consecuentemente, en su rentabilidad (TIR) nominal. Por ello, si las expectativas de inflación aumentan, la TIR nominal en un bono convencional aumentará. Al igual que los convencionales, los bonos indexados pagan un cupón fijo y devuelven el principal a vencimiento, pero ambos flujos se ajustan a cualquier cambio en la inflación, de tal forma que el valor real de los flujos futuros es conocido de antemano. La rentabilidad de un bono indexado a la inflación expresará, por tanto, el tipo de interés real determinado por los participantes en el mercado. El desarrollo matemático de esta tipología de bonos va más allá del alcance de este trabajo y, por lo tanto, aquí tan sólo es relevante señalar que si asumimos que la TIR de mercado de los bonos indexados es igual a la rentabilidad real esperada incorporada en la valoración de un bono convencional, las expectativas de inflación pueden ser medidas como la diferencia entre la TIR nominal de un bono convencional y la TIR real de un bono indexado al mismo plazo más una prima de riesgo (Ecuación de Fisher).

El Gráfico n.º 1 es un ejemplo de la evolución desde 1991 de las expectativas de inflación en Canadá medidas a través de bonos convencionales y de bonos indexados. La principal limitación de

esta herramienta es su relativa corta historia (en Japón, por ejemplo, nunca se han emitido) ya que si bien en el Reino Unido o Australia se negocian desde 1981 y 1985, respectivamente, en otros países como

**Gráfico n.º 1: Tipo nominal y real a 30 años y expectativas de inflación en Canadá**



Fuente: Apuntes del MBF de la EFA.

**Cuadro n.º 1: Resumen de las principales características de los bonos indexados a la inflación**

	Australia	Canadá	Suecia	Reino Unido	EE.UU.	Francia
Inicio	1985	1991	1994	1981	1997	1998
Índice de inflación	CPI (Trimestral)	CPI (Mensual)	CPI (Mensual)	RPI (Mensual)	CPI-U (Mensual)	IPC (Mensual)
Indexación de cupones	Trimestral (Pre determinado)	Semestral (Post determinado)	Anual (Post determinado)	Semestral (Pre determinado)	Semestral (Post determinado)	Anual (Post determinado)
Indexación del principal	Trimestral con 3 meses de retardo	Diario con 3 meses de retardo	Diario con 3 meses de retardo	Sobre RPI con 6 meses de retardo	Diario con 3 meses de retardo	Diario con 3 meses de retardo

Fuente: Apuntes del MBF de la EFA.

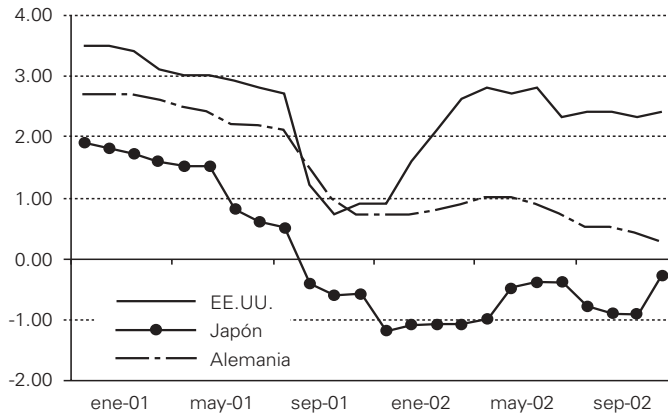
EE.UU. o Francia comenzaron en 1997-1998. En conclusión, para anticipar futuros episodios deflacionistas se puede contar con una variable financiera más, mucho más útil y precisa que la TIR nominal de los bonos, utilizada de forma generalizada hasta la fecha. El FMI (2003) avala esta afirmación al utilizar también el diferencial entre la tasa interna de rentabilidad de los bonos nominales y el de los indexados a la inflación (en EE.UU. Reino Unido, Canadá, Francia y Australia).

### 2.3. Previsiones macroeconómicas

Además de variables financieras, en Ahearne y otros (2002) se utilizan previsiones económicas. Resulta obvio que el escenario contemplado por sendas tipologías de indicadores es concordante, si bien en el primer caso su sensibilidad a los cambios es muy superior. Recurrimos aquí a la expresión común que señala que «los mercados ponen dinero allí donde otros sólo ponen opiniones» y que explicaría, en ocasiones, la mayor variabilidad de las cotizaciones, mucho más «nerviosas» ante las potenciales pérdidas. De mayor interés, en cualquier caso, es abordar un aspecto que también ha centrado el debate en la fase desaceleradora de la economía iniciada en el año 2000: ¿es posible anticipar la evolución del ciclo económico? Las continuas revisiones, mucho más habituales en los últimos años ante la frecuente aparición de factores extraordinarios (atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, guerra en Irak, SARS, etc.) y la mayor integración en el ámbito mundial, que provoca un efecto expansivo de las crisis de origen local (sudeste asiático, Rusia, Latinoamérica, etc.), han elevado las críticas

sobre la capacidad y utilidad de las previsiones. Pocas dudas puede haber a este respecto ya que, evidentemente, es mucho más sensato tomar decisiones argumentadas y justificadas con previsiones que sin ellas. Como es obvio, el error está en ocasiones en considerar que las previsiones son infalibles e invariables. Dos son los principales aspectos en este sentido: por un lado, la economía, como ciencia social es muy difícil de modelizar y, por otro, las variables exógenas del modelo están expuestas a numerosas perturbaciones y cambios que obligan a una continua revisión. Recurriendo a J. M. Keynes, su frase «cuando las circunstancias cambian, yo cambio de opinión. Y usted, ¿qué hace?» sintetiza cómo se debe abordar el debate sobre la validez de las previsiones.

Por lo tanto, si bien en Ahearne y otros (2002) se responsabiliza a las autoridades japonesas de la deflación, se reconoce que su actuación estuvo, en términos generales, en armonía con las previsiones que se manejaban entonces, por lo que el error se produjo, sobre todo, en la incapacidad de anticipar el propio proceso deflacionista. A lo largo de los últimos años han sido varios los ejemplos de divergencias entre las previsiones económicas y los resultados finalmente producidos. Un caso reciente lo encontramos en las expectativas para el crecimiento del PIB en 2002. El Gráfico n.º 2 pone de manifiesto la complejidad de este ejercicio de anticipación no sólo a escala global sino también en cada país. Los atentados terroristas del 11 de septiembre provocaron una drástica reducción de las previsiones de crecimiento económico que, no obstante, fueron compensadas en los meses siguientes, aunque sólo en el caso de

Gráfico n.º 2: **Evolución de las previsiones de crecimiento para 2002**

Fuente: Consensus Forecast.

EE.UU. En la parte final del año, la sorprendente evolución de varios componentes del PIB en Japón permitió una revisión al alza de las expectativas para aquel país que, si bien no consiguió salvar la recesión (algo que no se anticipaba en 2001), obtuvo un crecimiento no muy inferior al de Alemania, país para el que 24 meses antes se esperaba un avance del PIB del 2,75% (finalmente fue del 0,2%).

#### 2.4. Los mercados también se equivocan

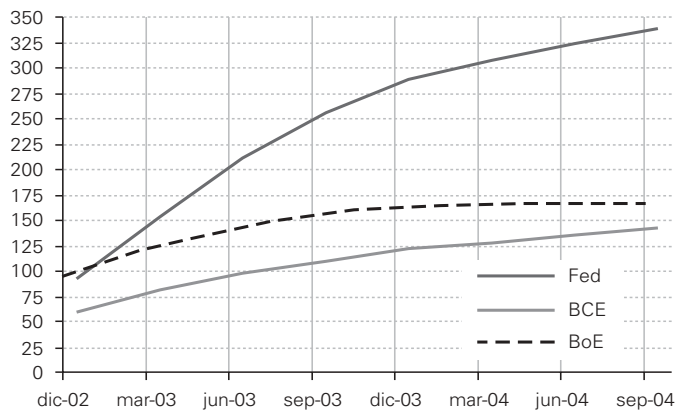
Estos errores en las previsiones son comunes en los mercados financieros y recientemente hemos tenido una prueba contundente. Tal y como afirman Ahearne y otros (2002), se puede utilizar el tipo descontado por los futuros sobre el tipo interbancario a 3 meses a distintos vencimientos para medir las expectativas que tiene el mercado para la evolución de los

tipos de intervención de los bancos centrales<sup>4</sup>. En junio de 2002 se descontaba que el año terminaría con elevaciones de tipos tanto por parte del BCE (50 pb) como de la Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

Apenas seis meses después, la realidad era bien distinta: no sólo no se habían tensando los tipos de interés sino que tanto la FED como el Banco Central Europeo optaron por recortarlos en 50 pb (dos meses después haría lo mismo el Banco de Inglaterra). El cambio de expectativas a lo largo del verano se puede apreciar en el Gráfico n.º 4 y estuvo motivado por

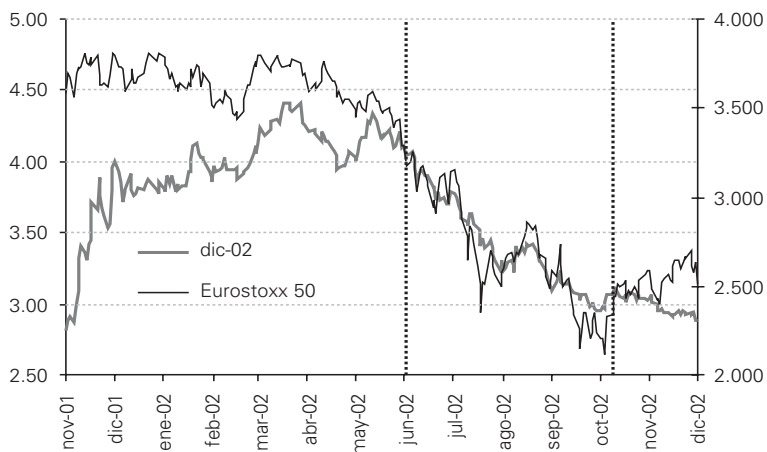
<sup>4</sup> Ahearne y otros (2002) utilizan el tipo descontado para medir las expectativas del mercado sobre la evolución futura de la inflación al relacionar ésta con las decisiones del banco central. En nuestro caso, simplemente pretendemos poner de manifiesto cómo el escenario de recuperación económica descontado por el mercado en junio de 2002 en apenas 3 meses cambió de forma radical.

Gráfico n.º 3: **Evolución descontada por el mercado para los tipos de intervención**



Fuente: Reuters y elaboración propia.

Gráfico n.º 4: **Evolución del Eurostoxx 50 y del tipo de intervención del BCE descontado por el mercado para diciembre de 2002**



Fuente: Reuters y elaboración propia.



varios factores como el deterioro de los índices de actividad y expectativas, las cesiones en las bolsas, el encarecimiento del petróleo o el incremento de la tensión política internacional.

## 2.5. Índices de probabilidad de deflación

El FMI (2003) aporta otra valiosa herramienta para tratar de medir las probabilidades ex ante de asistir a una deflación. El denominado Index of Deflation Vulnerability está compuesto por 14 indicadores que pueden ser sintomáticos de presiones a la baja sobre el comportamiento de

los precios: crecimiento del IPC general y de su componente subyacente, deflactor del PIB, *output gap*, cotizaciones bursátiles, tipos de cambio efectivo real, crecimiento nominal del crédito al sector privado, crecimiento de la oferta monetaria, etc. A partir de este índice, se advierte que en la actualidad hay varios países con un alto grado riesgo de deflación: Japón, Hong Kong, Taiwán y Alemania (los tres primeros ya la sufren), frente a la situación vigente en 1995, cuando sólo el país nipón presentaba un alto riesgo de deflación (es decir, las previsiones también fallaron). De hecho, ese mismo año los tres últimos países presentaban un

Cuadro n.º 2: **Riesgo de deflación en 1995**

Riesgo	Mínimo	Bajo	Moderado	Alto
	Australia	Canadá	Finlandia	Japón
	Austria	Dinamarca	Francia	
	Bélgica	Italia	México	
	Chile	Noruega	Holanda	
	Alemania	Singapur	España	
	Grecia	Reino Unido	Suecia	
	Hong Kong		Suiza	
	India			
	Irlanda			
	Corea			
	Malasia			
	Nueva Zelanda			
	Portugal			
	Sudáfrica			
	Taiwan			
	Thailandia			
	EE.UU.			
Total	17	6	7	1

Fuente: FMI (2003).

Cuadro n.º 3: **Riesgo de deflación en 2003**

Riesgo	Mínimo	Bajo	Moderado	Alto
	Australia	Austria	Bélgica	Japón
	Chile	Brasil	Finlandia	Hong Kong
	Dinamarca	Canadá	Noruega	Taiwan
	Malasia	China	Portugal	Alemania
	Nueva Zelanda	Francia	Singapur	
	Rusia	Grecia	Suecia	
	Sudáfrica	India	Suiza	
	España	Irlanda		
		Italia		
		Corea		
		México		
		Holanda		
		Polonia		
		Tailandia		
		Reino Unido		
		EE.UU.		
Total	8	16	7	4

Fuente: FMI (2003).

bajo riesgo de deflación. Sorprendentemente, el índice del FMI asigna menores probabilidades de deflación a EE.UU. que a naciones como Suecia, Suiza, Noruega o Portugal, gracias, en cierta medida, a la contundencia de las políticas practicadas por las autoridades económicas y monetarias del país norteamericano. En los Cuadros n.º 2 y n.º 3 se reflejan los resultados obtenidos por el FMI, cuya interpretación queda plasmada también en Gráfico n.º 5: Desde 1995 se ha incrementado en el ámbito global el riesgo de deflación, al pasar el porcentaje más importante de riesgo mínimo (un 55%) a bajo (45%) y elevándose a cuatro el número de países con un alto grado, dos de

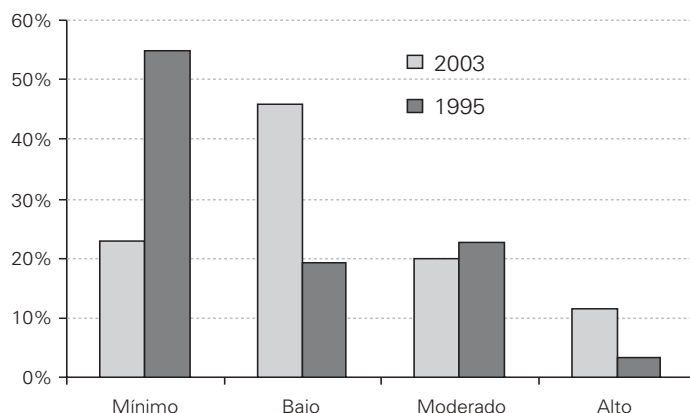
ellos la segunda y tercera mayores economías del mundo.

## 2.6. Conclusión: no es posible anticipar la deflación

Las conclusiones a las que llegan los autores de los trabajos consultados, tanto con las previsiones económicas como con la evolución de los mercados financieros es coincidente<sup>5</sup>: no se pudo anticipar la deflación en Japón y, en consecuencia,

<sup>5</sup> Se ha pretendido aportar ejemplos adicionales más recientes que confirman la dificultad de anticipar la evolución del ciclo.

Gráfico n.º 5: **Evolución del riesgo de deflación. (Porcentaje de países con un determinado riesgo de deflación)**



Fuente: FMI (2003) y elaboración propia.

es posible que esta misma incapacidad se reproduzca en próximos episodios de caídas de los precios. Este reconocimiento tiene claras y muy importantes implicaciones: cuando la tasa de inflación es reducida<sup>6</sup>, las autoridades económicas y monetarias deben asignar un menor peso predictivo a sus propias previsiones y ser mucho más sensibles a la existencia de un riesgo de deflación. No en vano una de las principales conclusiones de Ahearne y otros (2002) es que en Japón podría haberse evitado la recesión si tanto la política monetaria como la fiscal hubieran sido más expansivas y se hubieran implantado condiciones más laxas en una fase anterior.

<sup>6</sup> Al igual que se considera recesión cuando se produce durante dos meses consecutivos una contracción trimestral del PIB, es habitual hablar del riesgo de deflación cuando el crecimiento interanual de algún índice de precios (habitualmente de consumo) es inferior al 1%.

### 3. ¿CÓMO PREVENIR LA DEFLACIÓN?

#### 3.1. Causas de la deflación

Una vez que las autoridades económicas y monetarias han percibido el riesgo de deflación (y, como hemos señalado, se debe mostrar una especial sensibilidad a su posible aparición), el siguiente paso es analizar sus causas, ya que la respuesta por parte de las autoridades no debe ser la misma. En este punto, se pueden enumerar diversos orígenes en los procesos deflacionistas, entre los que destacamos dos:

- Productividad: A finales del siglo XIX el fuerte incremento de la inversión y de la productividad provocó una caída de los precios de forma simultánea a una fase de fuerte crecimiento económico. China en la actualidad

puede estar experimentando un episodio similar, mientras que Japón gozaba de bajas tasas de inflación a finales de la década de los 80 gracias al incremento de la productividad. La deflación cuya génesis se encuentre en fuertes alzas de productividad no sólo no es peligrosa sino que incluso puede alimentar aún más el crecimiento económico.

—Demanda: En la Gran Depresión de los años 30 en EE.UU. se produjo una caída de los precios al consumo motivada por una fuerte contracción de la demanda agregada. La deflación motivada por una contracción económica es la que debe preocupar a las autoridades económicas y monetarias por las implicaciones negativas que supone. A la actual situación de caída de los precios en Japón podemos atribuirle un origen de este tipo.

Detectado el motivo del retroceso en el nivel de precios, el siguiente paso es tener pruebas de si realmente se está produciendo una caída generalizada y duradera de los precios o si, por el contrario, ésta se limita a una categoría de productos y su duración va a ser meramente coyuntural. Obviamente, este segundo caso no implica unos riesgos tan elevados como en el primero.

Una vez que se ha comprobado que el origen de la deflación se encuentra en una reducción de la demanda y que su duración puede ser larga, es cuando se requiere una actuación contundente y rápida por parte de las autoridades monetarias. Nos vamos a centrar en este último aspecto y en la capacidad de los bancos centrales para poder evitar una situación deflacionista.

### 3.2. Utilidad y limitaciones de las reglas de política monetaria tipo Taylor

Ya hemos señalado que Ahearne y otros (2002) atribuyen a las autoridades económicas niponas gran parte de la responsabilidad de la actual situación deflacionista por no haber actuado con la contundencia necesaria. Incluso señalan que si el Banco de Japón hubiese recortado el tipo de intervención en 200 pb más entre 1991 y los primeros meses de 1995, la deflación podría haberse evitado. Para llegar a esta conclusión recurren tanto a un modelo macroeconómico de la FED (FRB/Global) como a la denominada regla de Taylor. Pocos comentarios se pueden realizar respecto al modelo ya que tanto su amplitud (50 ecuaciones de comportamiento y las 250 identidades macroeconómicas) como su actualización lo avalan<sup>7</sup>. Sin embargo, sí cabe realizar alguna matización respecto al hecho de que una mayor agresividad del Banco de Japón (llegando incluso a cuantificarla) podría haber evitado el riesgo de deflación. Los autores defienden esta postura, como hemos señalado, con una regla de Taylor cuyas limitaciones restan credibilidad a las conclusiones extraídas, al menos en la cuantificación.

El recurso a la regla de Taylor es válido pero, como sucede en Jinushi, Kuroki y Miayo (2000), sólo para poder analizar si la autoridad monetaria debería haber actuado con mayor contundencia. De hecho, los propios supuestos con los que se elabora la regla pueden provocar que la cuantía con la que teóricamente tendría que haber actuado el Banco de Japón oscile dentro de una rango muy amplio.

<sup>7</sup> El modelo se describe en detalle en Levi, Rogers y Tryon (1997).

En este sentido, Kozicki (1999) compara las recomendaciones de la regla en función de las alternativas a la hora de estimarla: el período de referencia para las variables ¿debe ser contemporáneo o con algún retardo? ¿Las ponderaciones de los parámetros son constantes o deben volver a estimarse en cada ocasión? ¿Cómo se mide la inflación, con el IPC general o con el subyacente? ¿Con el deflactor del PIB o con inflación esperada? ¿Cómo se mide el *output gap*?, etc. En conclusión, las reglas de tipo Taylor son útiles en tanto en cuanto su elaboración e interpretación son muy sencillas. No obstante, su capacidad normativa y predictiva sobre la evolución de la política monetaria son, en algunas ocasiones, muy limitadas, por lo que la afirmación de Ahearne y otros (2002) debe ser interpretada con matices. El BCE (2001) incluso va más allá en su crítica de la utilidad de las reglas tipo Taylor, ya no sólo en su capacidad de recomendar las actuaciones de política monetaria, sino también de comprender las motivaciones que llevan a actuar a un banco central (en este caso el BCE).

Sin llegar a este extremo, consideramos que este tipo de reglas de política monetaria, como también comentaremos más adelante en relación con los Índices de Condiciones Monetarias (ICM) son muy útiles para poder analizar la reacción de un banco central ante un potencial riesgo de deflación.

### 3.3. **Son necesarios rápidos y contundentes estímulos monetarios...**

Volviendo a Ahearne y otros (2002) la experiencia japonesa constata que el riesgo de la deflación es asimétrico, ca-

racterística que debe condicionar las actuaciones de política monetaria y fiscal exigiendo una rápida y contundente actuación. Los autores señalan que, en caso de que el temor a una deflación sea infundado, «demasiado» estímulo monetario y fiscal podría verse compensado posteriormente de manera drástica sin que el coste en términos de crecimiento e inflación sea elevado. Sin embargo, si el estímulo es escaso y la economía entra en deflación, será mucho más difícil poder solucionar el problema. Afirman, en definitiva, que las actuaciones deben ser preventivas y que, en el caso de las referentes a la política monetaria, deben tener en cuenta la propia evolución de la inflación. De poco sirve recortar los tipos de interés nominales si la tasa de crecimiento de los precios es cada vez menor, lo que provocaría una elevación de los tipos de interés reales, que es la variable que debe analizar el banco central ya que tiene una mayor capacidad para influir sobre las decisiones de consumo e inversión. De hecho, en Japón los tipos en términos reales no se situaron en terreno negativo hasta 1995 y apenas se mantuvieron así durante unos pocos meses ante la aparición de la deflación. El bienio 1993-1994 fue la última oportunidad, desaprovechada por el banco central, para instaurar tipos de interés reales negativos.

Bernanke (2002) aporta otros aspectos relevantes para tratar de evitar la deflación. Uno, vinculado a la propia utilización de los índices para medir los precios y a su posible sesgo alcista, cuya consecuencia más relevante es que cuando el crecimiento de los precios, según los propios índices utilizados, es cercano al cero por ciento, se podría estar ya inmerso en

Cuadro n.º 4: **Objetivos explícitos de inflación de algunos bancos centrales**

Banco Central	Índice	Nivel	Horizonte temporal	Fecha instauración
BCE	IPCA	2,5% <sup>1</sup>	Medio plazo	enero-99
Banco de Inglaterra	Inflación subyacente	2,5% <sup>2</sup>	2 años	octubre-92
Banco de Suecia	IPC	2,0% <sup>3</sup>	Medio plazo	enero-93
Banco de Noruega	IPC	2,5%	Medio plazo	marzo-01
Banco de Suiza	IPC	2,0%	3 años	enero-00
Banco de Canadá	IPC	1%-3%	Medio plazo	1991 <sup>4</sup>
Banco de Australia	IPC	2%-3%	Medio plazo	1993
Banco de Nueva Zelanda	IPC	0%-3%	Medio plazo	diciembre-99 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> En mayo de 2003 matiza el objetivo, cambiando la expresión «por debajo del 2%» a «en el entorno del 2%».

<sup>2</sup> Hasta 1996, rango objetivo 1-4%.

<sup>3</sup> Con un margen de +/-1%.

<sup>4</sup> El rango actual desde 1993.

<sup>5</sup> Anteriormente, y desde 1989, 0%-2%.

una fase deflacionista. En consecuencia, se recomienda a los bancos centrales que tengan como objetivo la estabilidad de los precios y que la definan por encima del cero por ciento con un margen lo suficientemente amplio. Como se puede comprobar en la Cuadro n.º 4, en el caso de aquellas autoridades monetarias que definen un rango objetivo para el crecimiento interanual de un determinado índice, el margen inferior se sitúa, salvo en el caso de Nueva Zelanda, por encima de la cota del cero por ciento.

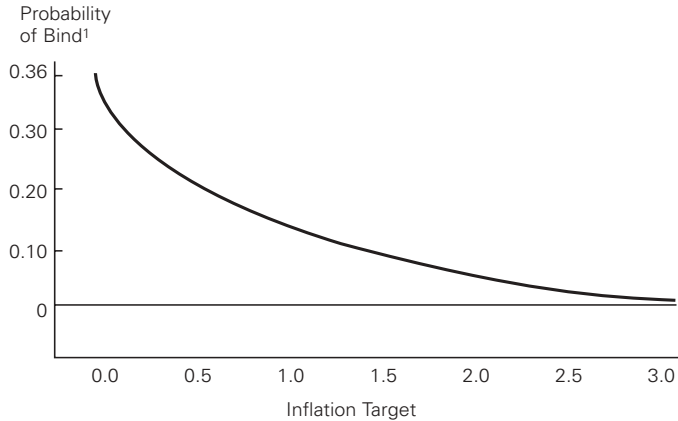
Así pues, para evitar la deflación Bernanke (2002) propone que un banco central adopte una actitud cautelosa a la hora de tomar decisiones basadas en la evolución de los índices de precios y, lo que es más importante, que trate de evitar que el crecimiento ceda no sólo ya hasta el cero por ciento, sino incluso hacia una zona cercana, que podría situarse en el 1%. Manteniendo esta «distancia de seguridad» el banco central se asegura

cierta capacidad de reacción en caso de una brusca caída, por ejemplo, de la demanda interna o de una rápida apreciación del tipo de cambio. En esta misma línea apunta el FMI (2003) al reseñar un conjunto de estudios que sugieren que la probabilidad de que los tipos de interés nominales alcancen el cero por ciento es muy reducida en caso de que se tenga un objetivo de inflación del 2%, pero establece que esa probabilidad se incrementa si el objetivo es menor, sobre todo si se sitúa por debajo del 1%. El Gráfico n.º 6, extraído de FMI (2003), ilustra esta evolución de la probabilidad en función del objetivo de inflación.

En este sentido, es relevante la «aclaración» que ha realizado el Banco Central Europeo en su estrategia de política monetaria y en la definición de su objetivo de estabilidad de precios<sup>8</sup>. Si bien se

<sup>8</sup> Ver BCE (2003).

Gráfico n.º 6: **Probabilidad de alcanzar el tipo cero por ciento en función del objetivo de inflación**



Fuente: Hunt and Laxton (forthcoming).

<sup>1</sup> Probability of zero bound on interest rates being hit with a given inflation target. These probabilities are derived from Multimod simulations for a large open economy.

mantiene que «la estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo [...] el Consejo de Gobierno ha acordado que [...] dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo». Esta aclaración es coherente con las dos advertencias de Bernanke (2002) y el FMI (2003) apuntadas anteriormente, ya que el BCE señala que se ha producido para «contar con un margen de seguridad suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación, al tiempo que contempla la posible existencia de un sesgo de medición en el IAPC». En el caso del área euro, se tiene en cuenta un aspecto adicional como es «la persisten-

cia de diferenciales de inflación entre los distintos países de la zona del euro». Sobre esto último también hace mención el FMI (2003), justificándolo en el estudiado «efecto Balassa-Samuelson» y aporta un dato relevante: si la inflación del área euro cediera hasta el 1,5%, el crecimiento de los precios en Alemania sería inferior al 1%. Una muestra más del riesgo de que el país germano puede entrar en deflación si el BCE se muestra excesivamente riguroso en materia de inflación para el conjunto de la Unión Monetaria Europea.

### 3.4. ... y también estímulos fiscales

Respecto a la política fiscal, también sus estímulos deben ser especialmente agresivos, si bien se deben puntualizar

dos aspectos. Uno relativo a su eficacia y otro al impacto que puede suponer sobre la curva de tipos de interés y un posible efecto expulsión. Según Ahearne y otros (2002), la política fiscal fue bastante expansiva ya desde 1990 si se mide en términos convencionales (porcentaje del PIB). Sin embargo, debería haberlo sido mucho más ya que el estímulo que suponía para el crecimiento económico se compensó en gran medida por la contracción observada en el consumo privado<sup>9</sup>. En cualquier caso, el aspecto más relevante, y que más enseñanzas puede aportar para futuros casos no estriba tanto en la cuantía de los paquetes de estímulo aprobados sino en su diseño. Se ha criticado que las medidas adoptadas por el gobierno japonés fueran un conjunto de pequeños estímulos en lugar de una gran y contundente actuación (Browne, 2001) y, sobre todo, con un impacto sólo «de primera ronda» sin los necesarios efectos secundarios inducidos para conseguir dinamizar la actividad económica.

Señalábamos anteriormente que la política fiscal tiene implicaciones sobre la curva de tipos de interés y la capacidad de financiación del resto de los agentes económicos que se deben tener muy presentes. Son numerosos los estudios que tratan de medir el impacto del incremento del déficit público sobre la curva de rentabilidades aislando, obviamente, otros factores como el ciclo económico, las decisiones de política monetaria, el stock de deuda, el nivel de

partida del déficit, etc. Uno de los más recientes (Laubach (2003)) concluye que cada punto porcentual adicional de déficit sobre el PIB produce un desplazamiento al alza de aproximadamente un cuarto de punto de los tipos largos, mientras que el incremento es de 4 puntos básicos por cada punto porcentual de incremento del stock de deuda sobre el PIB. Se produce un efecto expulsión que neutraliza los estímulos de política monetaria y que debe ser compensado para reactivar la economía. Posteriormente se analizará cómo es posible mantener los tipos de interés a plazos más largos en cotas reducidas.

Por último, cabe señalar que, una vez practicados los estímulos monetarios y fiscales, éstos no se deben corregir hasta contar con una completa evidencia de que se han eliminado definitivamente los riesgos de deflación (vuelve a ponerse de manifiesto la asimetría de los mismos). En este punto tanto Ahearne y otros (2002) como Browne (2001) apuntan otro error más de las autoridades japonesas al optar éstas por compensar gradualmente los estímulos de política monetaria ya en 1996.

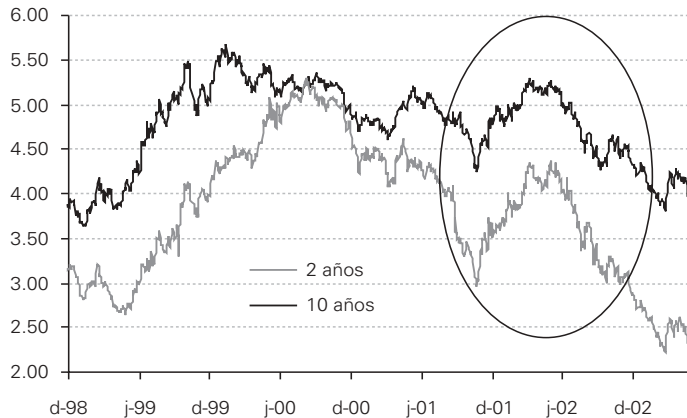
Al mismo tiempo, señalan que hay que interpretar con prudencia cualquier repunte de la curva de tipos. Si no se dispone de evidencia suficiente sobre la recuperación económica, un repunte de la curva de tipos debe considerarse en mayor medida un riesgo para la misma y no tanto una anticipación del mercado. Lo sucedido en el área euro entre noviembre de 2001 y marzo de 2002 (la curva se tensionó más de 100 pb, que posteriormente no sólo se compensaron sino que la cesión fue superior) aporta evidencia adicional.

---

<sup>9</sup> Existen, además, particularidades en la economía japonesa (en las que no se va a entrar en este artículo) que pueden limitar la eficacia de la política fiscal.



Gráfico n.º 7: **Evolución de los niveles de rentabilidad de las referencias de deuda pública alemanas**



Fuente: Reuters.

### 3.5. Pero el sistema financiero debe gozar de buena salud

La contundencia de un banco central a la hora de recortar los tipos de interés nominales es una condición necesaria pero no suficiente para evitar la deflación. Uno de los requisitos más importantes es que el sistema financiero y crediticio goce de buena salud y pueda ejercer de la forma más rápida y perfecta posible su papel de transmisor de los estímulos de política monetaria. Además de contar con un sano y capitalizado sistema crediticio, Bernanke (2002) suma la necesidad de garantizar el correcto funcionamiento de los mercados de capitales. Ahearne y otros (2002) apuntan al sistema financiero como otra de las claves que explica la situación de recesión que ha vivido Japón en la última década, al no ser capaz de resolver el problema derivado de los prés-

tamos fallidos ni de recapitalizar sus balances. La debilidad de los bancos nipones ha restado eficacia a los estímulos decididos por las autoridades económicas. Según los autores, la aparición de la denominada trampa de liquidez entre 1992 y 1995 pudo haber jugado en la misma dirección.

### 3.6. ¿Cómo medir las condiciones monetarias?

Para poder medir si los estímulos practicados por el banco central son elevados es útil recurrir a herramientas como los denominados índices de condiciones monetarias (ICM). Con este tipo de cálculo, las condiciones monetarias se cuantifican a partir de dos variables: los tipos de interés reales y el tipo de cambio efectivo real. El peso de cada una de éstas de-

pende del grado de apertura de la economía, así como de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

El ICM ha sido utilizado como instrumento operativo por parte de los bancos centrales de Canadá, Nueva Zelanda y Suecia a lo largo de la década de los noventa. Sin embargo, la interpretación mecanicista por parte de los mercados (éstos consideraban que cualquier movimiento de los tipos de cambio iba a ser compensado por los tipos de interés), así como la dificultad de realizar supuestos sobre la naturaleza de los *shocks* y su persistencia en las tasas de inflación, han llevado a estos bancos centrales a reducir el protagonismo del ICM en el diseño de la política monetaria.

Este tipo de índices suele recibir críticas debido a su simplicidad, ya que no recoge otras variables que explican el grado de laxitud o restricción de las condiciones monetarias. Sin embargo, su sencillez en cuanto a su elaboración e interpretación la convierten en una herramienta de análisis muy atractiva. Su complejidad y su capacidad de medición de las condiciones monetarias podrían ser mayores si se incluyeran otras variables que condicionan la transmisión de la política monetaria: diferenciales frente al riesgo interbancario de las referencias de renta fija privada, condiciones de accesibilidad a la concesión de préstamos, el precio de las acciones, etc.

El ICM elaborado por AFI para el área euro se calcula mediante una suma ponderada de las desviaciones del tipo de cambio efectivo real (TCER) del euro, así como de los tipos de interés reales respecto a un valor de referencia. Se consideran los tipos de interés a corto y largo

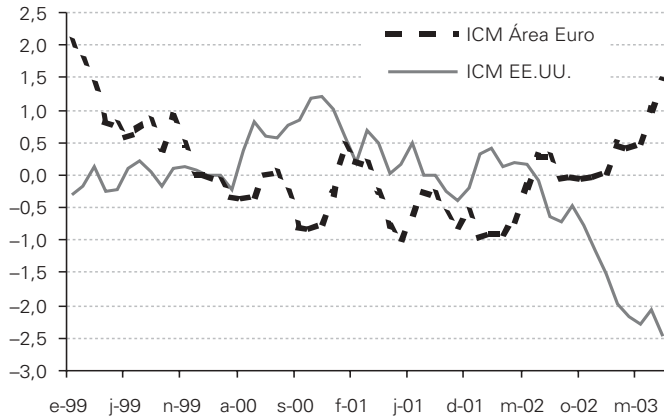
plazo (Euribor 3 meses y IRS 10 años), a los que se les atribuye un peso del 75% y del 25%, respectivamente.

$$ICM_t = \alpha_1(0,75 (i_{3mt} - i_{3m0}) + 0,25 (i_{10at} - i_{10a0})) + \alpha_2(TCER_t - TCER_0)$$

El cálculo del ICM se realiza a partir de las variables en términos reales, puesto que recogen más fielmente el sesgo de la política monetaria. Los tipos de interés reales se obtienen deflactando la tasa nominal de los tipos Euribor 3 meses con la tasa de inflación interanual del conjunto de la UME (medida a partir del IPCA). Por otro lado, los tipos de interés reales a 10 años *ex ante*<sup>10</sup> se obtienen deflactando la serie nominal por la inflación promedio de dos años. Con el fin de suavizar los posibles errores en la estimación se toma el valor promedio de los doce meses anteriores y la de los doce meses siguientes a partir de las previsiones que elabora AFI.

El TCER, índice compuesto por los movimientos de tipos de cambio nominales así como por los diferenciales de inflación con cada uno de los principales socios comerciales del área euro, calculado por el BCE, es la variable utilizada para evaluar el componente restrictivo o expansivo que pueda tener sobre la demanda agregada externa la evolución del tipo de cambio del euro. Una apreciación del euro frente a las divisas de sus principales socios, así como un incremento del diferencial de inflación desfavorable, tendrá un impacto negativo sobre su competitividad y, por tanto, afectará negativamente

<sup>10</sup> Los tipos de interés reales a largo plazo se pueden calcular *ex ante* o *ex post*. En el primero de los casos, se calcula con las previsiones de inflación futuras. En el segundo, una vez conocido el dato de inflación.

Gráfico n.º 8: **Evolución de los índices de condiciones monetarias**

Fuente: Analistas Financieros Interacionales.

sobre la demanda exterior de bienes domésticos. El peso del tipo de cambio en el índice, como es obvio, depende del grado de apertura de la economía y, por consiguiente, está sujeto a estimaciones o cálculos alternativos con la única restricción de que los pesos de  $\alpha_1$  y  $\alpha_2$  sumen 1.

La interpretación de la evolución del ICM es sencilla: una subida representa un endurecimiento de las condiciones monetarias (sin entrar en consideraciones sobre qué variable lo ha motivado: inflación, tipos de interés o tipo de cambio), mientras que cualquier relajación es sintomática de unas condiciones mucho más laxas. El Gráfico n.º 8 pone de manifiesto la dispar evolución de las condiciones en EE.UU. y en el área euro desde la segunda mitad del año 2002 motivada, fundamentalmente, por la apreciación del tipo de cambio USD/EUR que, si

bien supone un estímulo monetario en EE.UU., para el conjunto de la UME implica compensar los recortes de tipos practicados por el BCE tanto en diciembre de 2002 (-50 pb) como en marzo de 2003 (-25 pb).

#### 4. ¿CÓMO CURAR LA DEFLACIÓN?

Una vez que la deflación se ha instalado en la economía, la labor de las autoridades debe ser buscar las medidas más efectivas para poder acabar con ella<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Siguiendo con lo expuesto al comienzo del apartado 2, si la deflación tiene su origen en un rápido incremento de la productividad, no exigirá las medidas que a continuación se van a señalar, sino que éstas están pensadas para hacer frente a una caída de los precios motivada por una contracción en la demanda agregada, que es la que implica consecuencias muy negativas para la economía y que, por lo tanto, debe ser controlada lo antes posible.

En este sentido, es lógico considerar que, si bien la deflación posiblemente no se haya podido anticipar, la desaceleración económica, en un contexto de ausencia de presiones inflaciones, ha llevado ya a las autoridades a introducir fuertes estímulos tanto fiscales (incrementando el déficit público y la ratio deuda PIB hasta niveles elevados<sup>12</sup>) como monetarios, situando el tipo de intervención nominal muy cercano al cero por ciento. Una vez alcanzada esa cota, no son posibles ajustes adicionales a la baja ya que los prestamistas no aceptarán tipos de interés nominales negativos. Limitado, por tanto, el margen de actuación en materia de política fiscal y monetaria (al menos en su vertiente más convencional), ¿qué medidas se pueden tomar para poner fin a la deflación?

#### 4.1. La deflación es un fenómeno monetario

Como señala Otmar Issing (2000), pocos economistas podrían estar en desacuerdo con la afirmación de que la inflación es, a largo plazo, un fenómeno monetario<sup>13</sup>. Un extenso elenco de estudios empíricos demuestra la relación estable entre el crecimiento de los agregados monetarios y los precios en distintos momentos del tiempo y en diversos países, una relación que se puede resumir en la famosa «ecuación cuantitativa

del dinero»  $MV = PQ$ <sup>14</sup> que formuló Irving Fisher. Teniendo en cuenta el objetivo de estabilidad de precios de los bancos centrales y el monopolio del que gozan a la hora de crear dinero, resulta obvio entender el papel que juegan los agregados monetarios en la política monetaria y, al mismo tiempo, su capacidad para hacer frente a una situación de deflación. En este sentido, Greenspan (2002) extiende la expresión de Milton Friedman a la deflación, al señalar que es un fenómeno monetario y que, como tal, debe ser tratada mediante la utilización de los agregados monetarios.

Por lo tanto, y como señala Bernanke (2002), una de las primeras herramientas al alcance de un banco central es incrementar la liquidez en el sistema de forma importante, estrategia que ha venido realizando el Banco de Japón a lo largo de los últimos años. Sin embargo, también en este caso cabe realizar varios matices que permiten entender por qué en aquel país el incremento de la liquidez no presiona al alza los precios. El primero, como constata el BIS (2001), es que en la mayoría de los países la liberalización de los mercados financieros, junto con la innovación, ha reducido la utilidad de los agregados monetarios como indicadores de la futura evolución de las variables macroeconómicas. En estos casos puede ser de mayor utilidad el seguimiento del crédito, de las cotizaciones bursátiles o de los diferenciales en renta fija privada. El segundo matiz, apuntado por Greenspan (2002) y reconocido por el propio BCE (2003) en los cambios de su estrategia de política mo-

---

<sup>12</sup> Como sucede actualmente en Japón, con un déficit público que se eleva hasta el 8% y un stock de deuda del 160% sobre el PIB, lo que provoca una rebaja de la calidad crediticia que, según S&P, actualmente es AA-.

<sup>13</sup> Milton Friedman es, sin duda, la figura clave de lo que él mismo llama la «contrarrevolución en la teoría monetaria».

---

<sup>14</sup> Relación entre cantidad de dinero, velocidad de circulación y crecimiento de los precios y del PNB.

netaria, es que la relación entre precios y agregados monetarios no es a corto sino a medio plazo. No es sencillo precisar qué es el medio plazo, pero se percibe que mucho más de los 12 a 18 meses que señala Friedman (1992). Incluso cuando los tipos de interés son cercanos al cero por ciento la existencia de la denominada trampa de la liquidez (ya señalada anteriormente) también reduce los vínculos entre liquidez, agregados monetarios y crecimiento de los precios. Un último factor que condiciona la capacidad de poner fin a la deflación mediante alzas del dinero en circulación es la salud del sistema crediticio, ya que si está deteriorada su capacidad de transmisión y, por tanto, de crecimiento del crédito será muy limitada, como está sucediendo en Japón durante los últimos años. Como se plasma en el Gráfico n.º 9, desde finales de 1996 la tasa de crecimiento del crédito al sector privado es

negativa, lo que dificulta la transmisión de los estímulos de política monetaria del banco central.

#### 4.2. Contener los tipos a largo plazo estables y en niveles reducidos

En el apartado anterior hemos señalado cómo una política fiscal expansiva puede provocar un efecto expulsión al provocar un tensionamiento del tramo largo de la curva de tipos. Esta reacción es especialmente peligrosa cuando una economía se encuentra en deflación y con el tipo nominal a corto plazo en el cero por ciento. Las opciones de las que se dispone para tratar de contener el tipo a largo plazo en niveles reducidos son:

— *Monetización del déficit público.* Es decir, que el banco central opte por

Gráfico n.º 9: **Evolución de la oferta monetaria y del crédito al sector privado en Japón (tasa de crecimiento interanual)**

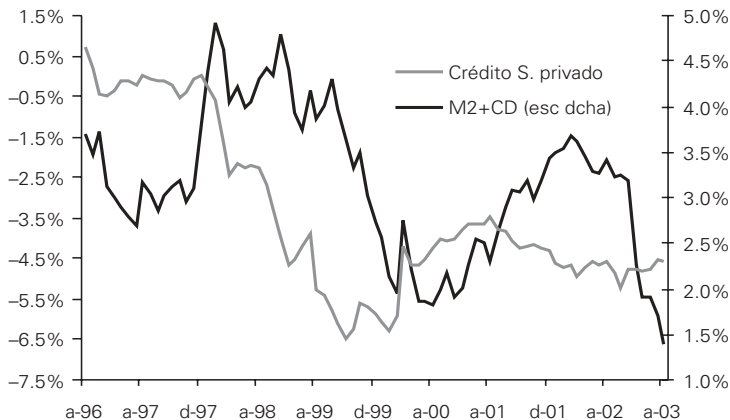
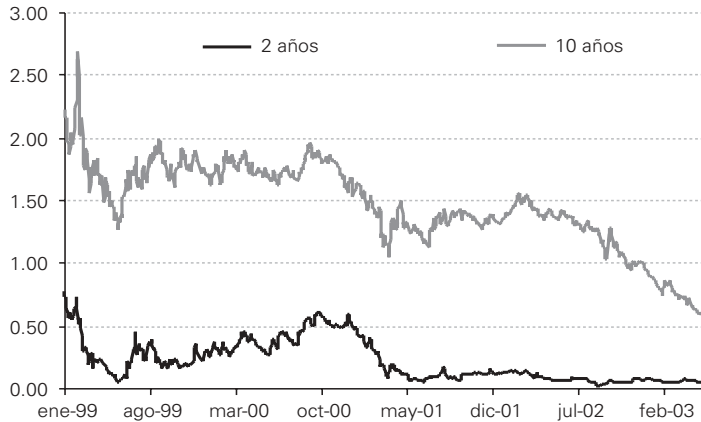


Gráfico n.º 10: **Evolución de los niveles de rentabilidad de las referencias de deuda pública japonesas**



Fuente: Reuters.

imprimir dinero para comprar los bonos con los que el Estado financia su déficit.

— *Operaciones de mercado abierto.* Similar a lo anterior, la autoridad monetaria fija un techo para el tipo de interés de un determinado tramo de la curva e interviene en el mercado mediante compra y venta de bonos para conseguirlo. Esta estrategia ya fue practicada por la Reserva Federal, como señala Bernanke (2002), entre 1942 y 1951, cuando fijó límites sobre los tipos de interés de las referencias de deuda emitidas por el Tesoro estadounidense<sup>15</sup>.

— *Generación de expectativas de un período prolongado de tipos nominales a corto plazo en el cero por ciento.* Debido a que los tipos de interés a largo plazo son una media de la evolución esperada de los tipos a corto (más una prima), las expectativas de que éstos se mantendrán en el cero por ciento durante un largo período de tiempo provocarán una caída de los largos, compensando de esta forma cualquier presión alcista derivada de una mayor oferta. La evolución reciente de las referencias de deuda japonesa es un claro ejemplo.

<sup>15</sup> El techo para el tipo a largo plazo se estableció en el 2,5%, mientras que en las letras a 12 meses fue de entre el 7/8% y el 1,25%. Por su parte, el techo fijado entre 1942 y 1946 para las letras a 90 días fue del 3/8%.

Las alternativas expuestas anteriormente hacen mención de referencias de deuda emitidas por el Tesoro, es decir, sin riesgo de crédito, pero si fuera necesario el banco central podría ampliar sus

operaciones de mercado abierto a referencias de empresas (la denominada renta fija privada). No en vano, como señala Bernanke (2002), la propia FED podría ofrecer directamente financiación a las empresas a tipo de interés fijo y reducido (incluso del cero por ciento) a cambio de activos de garantía. La consecuencia más relevante sería una destacada reducción de la prima por riesgo de crédito en la curva de tipos, introduciendo con ellos nuevos estímulos en las condiciones monetarias.

Por último, el banco central podría extender las compras en el mercado abierto a bonos extranjeros, lo que tendría implicaciones no sólo sobre las curvas de tipos de interés sino también sobre los tipos de cambio, variable esta última que, como a continuación señalaremos, está en disposición de las autoridades económicas y monetarias para tratar de evitar, y de curar, la deflación.

## 5. LA DEPRECIACIÓN DE LA DIVISA COMO ARMA ANTIDFLACIONISTA

En el apartado anterior hemos hecho mención de los índices de condiciones monetarias como herramienta para medir el grado de laxitud o restricción de un banco central, además de señalar la importancia del tipo de cambio. No en vano, la dispar evolución del ICM en EE.UU. y en el área euro, está motivada en gran medida por la evolución de la cotización del dólar, cuya depreciación supone una importante relajación de las condiciones monetarias en la economía estadounidense. Comprobamos de esta forma cómo las autoridades económicas pueden, a través de una depreciación de la

divisa, introducir estímulos que sirvan para combatir la deflación y el propio tensionamiento que la caída de los precios provoca sobre las condiciones monetarias<sup>16</sup>. A continuación realizamos un ejercicio de simulación sobre cuál puede ser el impacto de una caída de los precios en EE.UU. Supongamos una brusca caída del IPC que provoque que la tasa de inflación se sitúe en terreno negativo (-2%). Obviamente, la reacción de la FED sería contundente, recortando el tipo de intervención hasta el cero por ciento, mientras que el tipo a 10 años cedería hasta la zona del 2,5%. A pesar de esta rebaja de los tipos de interés nominales, suponiendo que el tipo de cambio fuera constante, las condiciones monetarias se tensionarían de forma contundente, como se observa en el Gráfico n.º 11, lo que elevaría las probabilidades de asistir a una recesión duradera<sup>17</sup>.

El ejercicio de análisis consiste ahora en calcular la depreciación del tipo de cambio del dólar necesario para reinstaurar unas condiciones monetarias como las actuales que, obviamente, dependerán del peso asignado al tipo de cambio en el ICM. Si la ratio es 6:1, la depreciación del dólar debe ser de un 12,5%, mientras que si la proporción es menor en el componente divisa, la depreciación necesaria se eleva hasta el 24%.

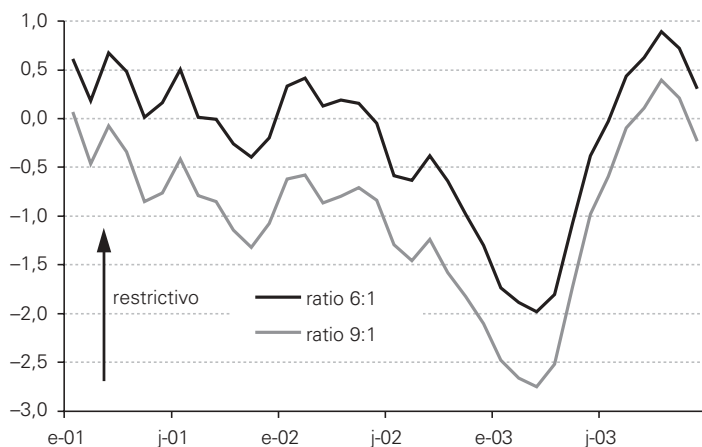
La intención de este ejercicio de análisis no es establecer una relación mecanicista entre tipos de cambio y tipos de interés

---

<sup>16</sup> En este punto se puede plantear el debate sobre si es posible que las autoridades económicas y monetarias condicionen la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, esa circunstancia no entra dentro del alcance de este trabajo.

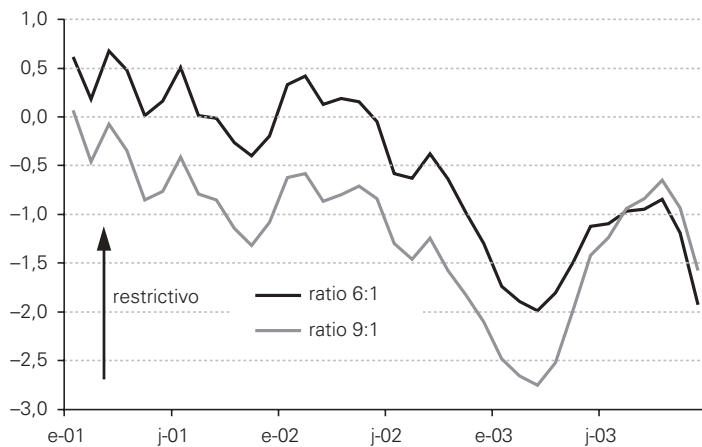
<sup>17</sup> Para interpretar el Gráfico, considérese que el punto de partida es mayo de 2003.

Gráfico n.º 11: **Evolución del ICM en una situación de deflación**



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico n.º 12: **Evolución del ICM en una situación de deflación y de depreciación de la divisa**



Fuente: Elaboración propia.



sino poner de manifiesto la utilidad de una herramienta como el ICM para constatar la utilidad del tipo de cambio en la lucha contra la deflación.

### 5.1. **Política fiscal**

Las autoridades económicas pueden combinar los estímulos de política monetaria con otros más enfocados a la vertiente fiscal. Ahearne y otros (2002), si bien reconocen que en Japón se incrementó de forma importante la presencia del sector público en la economía, su aportación, al igual que sucedió con el plano monetario, no fue lo suficientemente contundente. Y más allá del diseño de los estímulos fiscales, se debe tener muy presente que es necesaria una correcta coordinación con los monetarios para evitar el anteriormente citado efecto expulsión.

### 5.2. **Siempre nos quedarán las reformas estructurales**

Por último, no debe olvidarse el recurso a las denominadas reformas estructurales, a las que hace mención el FMI (2003), que deben perseguir una mayor flexibilización en los mercados de factores destinados a buscar un reasignación más eficiente de los recursos. Adicionalmente, se debe conseguir un mercado de capitales más líquido y profundo que podría reducir las distorsiones generadas por el proceso deflacionista. Incluso si las reformas estructurales son lo suficientemente creíbles, se pueden generar expectativas de inflación y crecimiento en los agentes económicos, favoreciendo con ello la reactivación.

## 6. **CONCLUSIONES**

La fuerte desaceleración económica observada a escala mundial desde el año 2000 y la destacada caída de las tasas de crecimiento de los precios han reabierto el debate sobre la deflación y su posible aparición en países como EE.UU. y Alemania. A lo largo de este trabajo se pone de manifiesto un conjunto de características de los procesos deflacionistas que deben tenerse en cuenta a la hora de realizar recomendaciones de política monetaria, política fiscal, gestión de carteras, etc., o simplemente para entender las estrategias llevadas a cabo por los diferentes países que, en algunos aspectos, son claramente divergentes.

La deflación es muy difícil de curar y, por eso, es mucho más recomendable tomar acciones preventivas. Es en este punto donde las políticas monetaria y fiscal pueden, y deben, jugar un papel fundamental aplicando políticas tremendamente expansivas, aunque supongan incluso un potencial riesgo inflacionista en el futuro. Es decir, se debe ser consciente del riesgo asimétrico de la deflación. Pero estas medidas no deben practicarse cuando se ha instaurado una caída persistente y generalizada de los precios sino que las autoridades deben actuar ante el primer indicio de deflación. Y, en este sentido, el mercado de renta variable se configura como una herramienta muy relevante, aunque siempre en combinación con otras, tanto financieras como económicas.

Instaurada la deflación, restará escaso margen en las políticas ortodoxas, por lo que se deberá recurrir a otras heterodoxas: depreciación del tipo de cambio, intervención sobre el tramo largo de las curvas de tipos, asunción de riesgo de crédito por

parte de los bancos centrales o incremento de la liquidez en el sistema.

Por último, es fundamental conocer papel que desempeñan tanto el sistema crediticio como los mercados de capitales, no sólo en las fases previas de pre-

vección sino también en las posteriores de corrección. Su elevada capitalización y su buena salud son requisitos imprescindibles para que puedan ejercer su papel de transmisores de los distintos estímulos practicados por las autoridades económicas y monetarias.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHEARNE, Alan; GAGNON, Joseph; HALTMAIER, Jane; KAMIN, Steve: «Preventing deflation: Lessons from Japan's experience in the 1990s». Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*. Number 729. June 2002.
- AMOR, José Manuel: *Apuntes del Máster de Banca y Finanzas*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Grupo Analistas. 2003.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES: «El euro da margen adicional al BCE para relajar las condiciones monetarias». *Nota para el análisis*. 16 de enero de 2003.
- BERNANKE, Ben S: *Deflation: Making sure «it» doesn't happen here*. Conferencia ante el National Economists Club. 21 de noviembre de 2002.
- BCE: «Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», *Boletín mensual*. Octubre 2001.
- «El mercado de valores y la política monetaria», *Boletín mensual*. Febrero 2002.
- «La estrategia de política monetaria del BCE», *Nota de prensa del BCE*. 8 de mayo de 2003.
- BIS: *Informe anual 2001*. 2001.
- BROWNE, Lynn E: *Does Japan offer any lessons for the United States?*. New England Economic Review. 2001.
- FRIEDMAN, Milton: *La economía monetarista*. Edición Gedisa Editorial. 1992.
- FMI: *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force*. Abril de 2003.
- GREENSPAN, Alan: *Issues for monetary policy*. Conferencia ante el Economic Club de Nueva York. 19 de diciembre de 2002.
- JINUSHI, Toshiji; YOSHIHIRO, Kuroki y RYUZO, Miyao: «Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations». En *Japan's financial crisis and its parallels to US experience*. Institute for International Economics. Septiembre 2000.
- LAUBACH, Thomas: *New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Mayo 2003.
- KOZICKI, Sharon: «How useful are Taylor rules for Monetary Policy?». *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City. 2Q99.
- ISSING, Otmar: «The importance of monetary analysis». Ponencia en el seminario *Monetary analysis: tools and applications*. Noviembre de 2000.