

SISTEMA 261

CARLES MANERA

La deflación como problema económico

ABRIL 2021

La deflación como problema económico*

Deflation as an economic problem

Carles Manera
(Universitat de les Illes Balears)
carles.manera@uib.es

RESUMEN

El impacto de la crisis de la COVID-19 ha sido importante en capítulos concretos de la macroeconomía. La inversión y el consumo se han resentido de manera notable. Esto ha inferido consecuencias directas sobre la formación de los precios, con caídas relevantes en las tasas de inflación en Europa y España. La política de estímulos económicos ha podido paliar una situación peor, pero empiezan a abrirse comentarios que alertan sobre posibles repuntes inflacionistas. Este artículo persigue matizar y cuestionar dicha tesis, defendiendo la necesidad de persistir con políticas económicas agresivas, que facilitan la recuperación del consumo y de la inversión, y se traduzcan, a su vez, en un avivamiento razonable de los precios.

Palabras clave: deflación, inflación, economía europea, Unión Europea, economía española, demanda agregada, inversión pública.

ABSTRACT

The impact of the COVID-19 crisis has been important in specific chapters of the macroeconomy. Investment and consumption have suffered notably. This has had direct consequences on price formation, with relevant falls in inflation rates in Europe and Spain. The policy of economic stimuli has been able to alleviate a worse situation. Nevertheless, comments are beginning to appear that warn of possible inflationary spikes. This article seeks to qualify and question that thesis, defending the need to persist with aggressive economic policies, which facilitate the recovery of consumption and investment, and that will translate, in turn, into a reasonable revival of prices.

Key words: deflation, inflation, european economy, European Union, spanish economy, aggregate demand, public investment.

1. INTRODUCCIÓN

Hace pocas semanas, en *The Washington Post*, un vehemente Larry Summers, ex-secretario del Tesoro del presidente Clinton y asesor del presidente Obama, lo exponía con su contundencia habitual: hay peligro de inflación. Lo afirma quien hablaba, no hace mucho, de «estancamiento secular» y de las consecuencias negativas de la deflación. Siguiendo esa estela, pocos días después, un contundente Olivier Blanchard, ex-economista jefe del FMI, remachaba en el mismo clavo: los estímulos fiscales y monetarios pueden

* Este trabajo forma parte del proyecto de investigación competitivo: ¿Capitalismo Mediterráneo?: éxitos y fracasos del desarrollo industrial en España, 1720-2020, PGC2018 093896-B-100, dirigido por el Dr. Jordi Catalan, de la Universitat de Barcelona. Agradezco la financiación del Ministerio de Economía.

Recibido: 1/02/2021
Aceptado: 31/03/2021

promover rebrotos en los precios. Blanchard: el mismo que erró los cálculos de los multiplicadores fiscales durante la Gran Recesión, lo que ayudó a apuntalar la austeridad expansiva. Corrigió esos augurios, reconociendo el patinazo. Sin titubear, un locuaz Roger Bootle, dirigente de Capital Economics, lo acotaba hace poco, sin tapujos: la era de los precios estables se acaba¹, a pesar de que él mismo defendió antaño de la muerte de la inflación –así se titula su libro sobre el tema, publicado hace más de veinte años, impregnado por la exuberante filosofía de Alan Greenspan (Wall Street al alza, desempleo entorno al 5%, inflación bajo control, economía en expansión: sin embargo, un milagro que impedía ver las burbujas). En este fragor, un occurrente Michael Roberts, economista marxista y titular de un blog de economía muy consultado, avanzaba más: se va a una estanflación. Suena esto a un retorno a fines de los setenta².

Desde la esfera académica, se ha publicado hace pocos meses un libro firmado por los profesores de la London School of Economics Charles Goodhart y Manoj Pradhan³. La aportación es polémica, y se enlaza con la perspectiva inflacionista defendida por los autores citados antes. Goodhart y Pradhan indican que la evolución demográfica y el proceso de globalización inferirán tres movimientos: el crecimiento de la inflación, la elevación de las tasas de interés y el retroceso de la desigualdad. La deflación se explica, prosiguen, por el aumento de la oferta de mano de obra disponible en el mundo, habida cuenta la entrada de China y Europa oriental en el sistema comercial globalizado. El retroceso de la globalización va a tener corolarios evidentes para estos economistas: el envejecimiento de la población aumentará la inflación y las tasas de interés, y esto comportará una serie de problemas para una economía mundial sobreendeudada. En paralelo, se prevé que crezca la participación de la mano de obra, de modo que la desigualdad disminuya.

A estas voces se pueden añadir otras más, que transitan en idéntico sendero y por tanto opinan que la inflación va a reflotar, condicionando la evolución de los tipos de interés y, por tanto, impactando sobre el crecimiento. Esos intensos ecos provienen sobre todo del otro lado del Atlántico, desde Estados Unidos; y ya sabemos que esos mensajes acaban recalando en la vieja Europa: proclamas que son muy bien recibidas por la más acendrada de la ortodoxia económica. La moraleja parece clara: cuidado con tanto gasto, que el demonio de los precios se va a desatar sin control. *Ergo...*

La tesis emana tanto de economistas considerados como neokeynesianos como de otros con perfil más neoliberal. El argumento es teórico, no empírico, pues descansa en unas suposiciones que pueden ser razonables en su planteamiento. Las narrativas económicas –como explica Robert Schiller, de manera brillante, en su reciente libro⁴– se imponen cuando utilizan jerga adecuada y plataformas entregadas, aunque no siempre se atengan, lenguaje y comunicación, a la realidad. Ese es su triunfo. Entrelazan esa amenaza inflacionista con el problema de la deuda pública, si bien no se especifica qué

¹ R. Bootle, *The Death of Inflation*, Nicholas Brealey Publishing, Nueva York, 1999. A. Greenspan, *The Age of Turbulence*, Penguin Group, Nueva York, 2007.

² M. Roberts, (5 de febrero de 2020) *¿Deflación, inflación o estagflación?*, Sin permiso. Recuperado el 27 de marzo de 2021 de <https://www.sinpermiso.info/textos/deflacion-inflacion-o-estagflacion#:~:text=Durante%20el%20a%C3%B3%20del%20COVID,del%20euro%2C%20Jap%C3%B3n%20y%20China>.

³ Ch. Goodhart-M. Pradhan, *The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave, Macmillan, 2020.

⁴ R. Schiller, *Narrativas económicas*, Deusto, Barcelona, 2021.

se entiende por el retorno de la inflación, de qué tasa estamos hablando. He aquí un factor nada negligente: la mezcla de inflación con hiperinflación, esa palabra que tanto inquieta, sobre todo, y con razón, a los alemanes, se sirve a veces en la misma bandeja.

En efecto, un preventivo e intencionado David Folkerts-Landau, economista jefe de Deutsche Bank, asegura que bancos centrales y gobiernos promueven, con sus políticas, un espejismo de prosperidad que irá a más en los próximos meses, a medida que la recuperación económica tome cuerpo y los consumidores vuelvan a las calles. El desenlace, indica, será una inflación mucho más alta que pondrá fin a la «fiesta» de los mercados. Landau realiza comparaciones con la década de 1920 –en concreto, con los denominados felices años veinte–, y advierte que «el resultado fue un gran desastre. Nos gusta creer que hemos aprendido del pasado. Entonces, ¿realmente creemos que los billones de dólares gastados en apoyar la economía crearán una prosperidad sostenible? Una vez que la inflación se descontrola y los tipos de interés suban, la fiesta habrá terminado. Y a la pregunta quién pagará todo esto será igual de difícil de responder que hace cien años». Toda una declaración –luterano-calvinisita, por supuesto– de principios⁵. El etéreo «miedo a los mercados» que embargó a Franklin Delano Roosevelt en 1937 y a buena parte de Europa en 2010, se sustituye ahora por algo más concreto, más tangible, el temor a una inflación que parece esperarse, sin remedio⁶.

Sobre estas ideas, el artículo se ordena de la forma siguiente. Tras esta introducción, un segundo punto aborda un conjunto de datos recogidos de bases accesibles sobre la evolución de los precios. A la vez, se realiza un análisis de historia económica reciente. Un tercer apartado concentra más específicamente la atención sobre la deflación. El texto se cierra con unas conclusiones a partir de la investigación presentada.

2. INFLACIÓN, PARO, DEUDA: EL LABORATORIO DE LA HISTORIA ECONÓMICA

2.1. *Previsiones de inflación tras la pandemia*

Veamos consideraciones concretas:

a) Los paquetes fiscales que se han aprobado en Estados Unidos para hacer frente a la pandemia (uno en diciembre de 2020 y otro anunciado en enero de 2021) pueden inferir –según cálculos del Banco de España– el aumento del nivel del PIB en Estados Unidos del 5% en 2021, con efectos importantes en el resto del mundo, que se alargarían a 2022. Estamos hablando de unos 2 billones de dólares –el 14% del PIB–, con un multiplicador fiscal previsiblemente superior a la unidad que se traslada a empresas y familias. Es en este contexto en el que Summers, Blanchard y Bootle temen un incremento del gasto privado, que tensaría los precios al alza. Pero fíjémonos en las positivas consecuencias para la renta futura: ¿esto no cuenta?

b) Ahora bien, a pesar de las prevenciones hacia el incremento importante de los precios, las previsiones que se están realizando desde diferentes instituciones –sabemos que pueden cambiar, como es lógico– no presagian un repunte acusado de los precios, tal y como se aprecia en el cuadro 1.

⁵ Véase: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11041978/02/21/La-gran-brecha-transatlantica-los-motivos-que-estan-dejando-a-la-economia-de-Europa-muy-por-detras-de-EEUU.html>.

⁶ Sobre esto, véanse los excelentes trabajos compilados por P. Martín Aceña (Ed.), *Pasado y presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*, Fundación BBVA, Bilbao, 2011.

CUADRO 1.
Previsiones de inflación en Estados Unidos y la Eurozona

Área	2020	2021	2022	Fuente
EEUU	1,2	1,8	1,9	https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-ipc-eeuu
Eurozona	1,3	-0,3	1	https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-ipc-eeuu
EEUU		3,3		https://mx.investing.com/economic-calendar/michigan-inflation-expectations-389
EEUU		2,5-3	2-3	https://www.bbvarerearch.com/publicaciones/situacion-estados-unidos-primer-trimestre-2021/

La Reserva Federal se ha planteado un horizonte de inflación del 2%⁷: esto es lo que, en definitiva, esperan los inversores. Ahora bien, con un escenario que se acerque o rebase algo el 3%, ¿dónde estaría el problema? Más bien sería la comprobación de que las políticas de estímulo han funcionado y que, por tanto, la demanda agregada crece, la generación de riqueza se recupera y el desempleo se reduce. Sobre esto, un reciente estudio de Robert Calvert y Karsten Kohler sobre Gran Bretaña, y con análisis de un largo período, identifica choques positivos de demanda agregada a mediados de la década de 1970, que los autores atribuyen sugieren que estos choques habrían creado incrementos de precios. A pesar de ello, atención, al tiempo se mitigaron los efectos sobre el desempleo⁸.

En paralelo, un gran agregado de inflación a nivel mundial, que se recoge en el gráfico 1, subraya una posible contención de precios por debajo del 5% en 2021.

La curva esconde, sin embargo, realidades distintas, como veremos más adelante.

2. 2. Inflación y paro

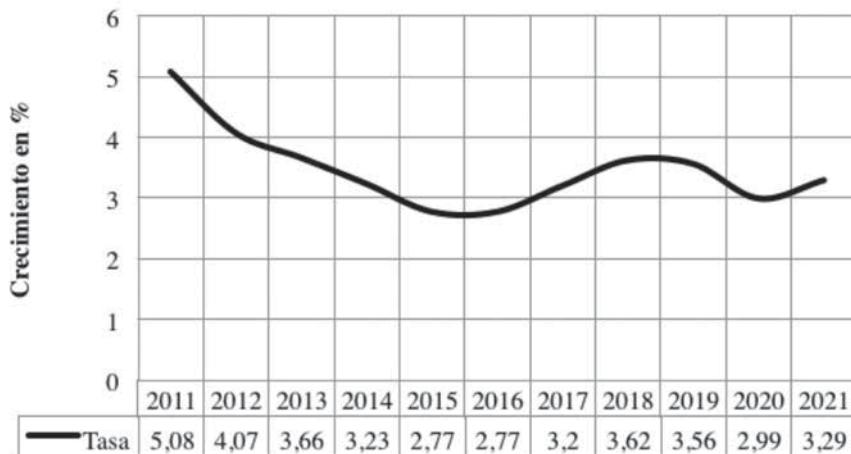
George Akerlof, Premio Nobel de Economía, afirmaba en un trabajo publicado en 1996 y en referencia a la economía americana⁹ que los costes de mantener una inflación baja, cada vez más próxima a cero, acabarían por representar una caída del PIB, a la vez que recomendaba que la estabilidad completa de precios no podía ser, de ninguna manera, el objetivo fundamental de la Reserva Federal. La teoría de Akerlof no contradecía, sin embargo, los modelos económétricos del banco emisor. Tales modelos se adhieren al principio NAIRU, *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, o sea, la tasa de desempleo que no acelera la inflación, que el banco central situaba entre el 6% y el 6,2%. Es decir, si el paro caía por debajo de esos porcentajes, el riesgo de inflación era patente, según la institución presidida entonces por Alan Greenspan. Akerlof no criticaba el control de los precios, que elogia sin paliativos, pero cuestio-

⁷ V: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-01-13/inflation-is-coming-to-the-u-s-and-the-fed-could-be-in-a-bind>.

⁸ R. Calvert-K. Kohler, «A history of aggregate demand and supply shocks for the UK, 1900 to 2016», noviembre de 2020, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725609.

⁹ G. Akerlof et alter, «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, n.º 1.

GRÁFICO 1.
Tasa de inflación, agregado mundial



Fuente: <https://es.statista.com/estadisticas/495587/tasa-de-inflacion-global-respecto-al-ano-anterior/>

naba la obsesión por alcanzar una inflación casi inexistente, máxime cuando la tasa de paro se encontraba en niveles muy ajustados, entorno al 6% en el momento en el que el trabajo se editó. Su teoría indica que la reducción de la inflación, cuando es elevada, incrementa muy poco el paro, por lo que es recomendable mantener bajas las tasas de inflación, beneficiando los cálculos sobre el futuro, habida cuenta que el coste en número de parados es menor.

Ahora bien, cuando con un cierto nivel de productividad se quiere mantener la reducción de la inflación, los costes en términos de ocupación de trabajo son muy elevados. La razón principal que aporta Akerlof es que una inflación demasiado baja origina costes de carácter político-social importantes. En otras palabras: disminuir hasta el 3% la tasa de inflación es barato en el vector trabajo, pero por debajo de esa cifra, el coste se eleva muy rápidamente. Akerlof recurre a casos de historia económica –en concreto, la crisis de 1929 y sus repercusiones– para explicar de forma más convincente su modelo, y subraya como, desde la óptica de los precios y de la ocupación, la intensa deflación que se produjo se acompañó de una elevadísima tasa de paro, que llegó a una cuarta parte de la población activa de Estados Unidos. Los trabajos del profesor Peter Temin avalan esta constatación¹⁰, y demuestran que fue la obstinada política económica, decidida a mantener el patrón oro a toda costa, una de las causas centrales de la extensión de la depresión. Es así como las autoridades monetarias y fiscales aplicaron recetas contractivas, cuando la mirada retrospectiva hoy nos demuestra que hacían falta políticas expansivas. Pero cualquier planteamiento alternativo debía transgredir el régimen del patrón oro, que se había traducido en paradigma intocable para los políticos y economistas, pero dramáticamente fisurado por la realidad. Todas las alternativas eran

¹⁰ P. Temin, *Lecciones de la Gran Depresión*, Alianza Universidad, Madrid, 1996.

tomadas como aberraciones respecto a la estabilidad que representaba el patrón monetario existente, y no eran consideradas ni por las autoridades, ni por los inversores.

Paul Krugman, también Premio Nobel de Economía, ha argumentado en una línea parecida que los beneficios de la estabilidad de los precios son relativos, y también se sirve de la historia económica para demostrarlo¹¹: la gran desinflación de la década de 1980 en la economía americana, que presionó a la baja los precios del 10% al 4%, se alcanzó tras un prolongado período de elevadas tasas de paro y de un exceso de capacidad productiva. La cifra de paro de 1979 se recuperó en 1988 –casi una década de evolución negativa–, de forma que puede hablarse de una relación de sacrificio de enorme coste, evaluado en cerca de un billón de dólares, para conseguir un pequeño avance en un plazo demasiado largo. Las conclusiones del autor son meridianas: la creencia de que la estabilidad absoluta de los precios es una bendición que proporciona grandes beneficios con escasos costes, descansa más en la fe que en la evidencia, y esta apunta hacia otro rumbo: una inflación baja, cercana al cero, infiere fuertes contrapartidas penalizadoras para la economía. Esto lo estamos viendo ahora mismo, con la crisis pandémica.

En esa misma línea, estudios sobre la inflación para el período 1979-1990 (con la utilización de indicadores de carácter monetario y otros relacionados con el desarrollo humano) constatan la incidencia negativa para salarios, rentas y niveles de vida. Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía, remacha estas mismas ideas¹². Un país puede tener una inflación baja sin crecimiento y con elevada desocupación. Para la mayor parte de los economistas esta nación tendría un esquema macroeconómico desastroso, pero como la inflación excesivamente elevada conduce muchas veces a un crecimiento reducido, y este a un paro elevado, la inflación se estigmatiza de forma sistemática. La afirmación de Stiglitz se dirige, sobre todo, a los posicionamientos, invariables y acríticos, del FMI hacia los países pobres.

La conexión de estos aspectos con los procesos de endeudamiento se pone de manifiesto. En relación con la eurozona, Carmen Reinhart, economista jefe del Banco Mundial, y el profesor Kenneth Rogoff, han expuesto que la experiencia histórica demuestra que es imposible crecer y reducir deuda aplicando austeridad y paciencia¹³. Los trabajos de estos dos economistas han tenido distintas polémicas, pero algunas de sus declaraciones resultan ahora de gran interés. Reinhart manifestó, en 2013, que una quita de deuda era la manera más clara para que España saliera de la crisis, llegando a afirmar que «hacer ajustes sin reestructurar la deuda solo prolonga la agonía». De hecho, en un importante trabajo publicado por el FMI en 2013, firmado por Reinhart y Rogoff, se apuntan medidas radicales para acabar con la crisis de la deuda (entre ellas, la condonación de la deuda externa y los controles de capital). Sin embargo, se insiste en un factor clave: la creación de inflación e, incluso, la represión financiera, desde el momento en que la austeridad económica no estaba dando resultados efectivos¹⁴.

En efecto, como señalan Reinhart y Rogoff, la deuda se ha contraído siempre mediante la inflación y la reestructuración, y exponen de forma concreta, a partir de la historia económica, que las formas de pagarla son¹⁵:

¹¹ P. Krugman, «Fast Growth and Stable Prices: Just Say No», *Economist*, agosto 1996.

¹² J. Stiglitz, *El precio de la desigualdad*, Taurus, Madrid, 2012.

¹³ C. Reinhart-K. Rogoff, *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, FCE, México, 2013.

¹⁴ La información, junto a la cita textual, procede de https://es.wikipedia.org/wiki/Carmen_Reinhart.

¹⁵ C. Reinhart-K. Rogoff, DP9750: *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*. Recuperado de <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP9750#>.

a) Con más inflación, hecho que reduce el valor de la deuda. El tema ahora podría enlazar con los planteamientos del BCE, que centra sus actuaciones en alcanzar una inflación superior al 2% (pero siempre cercana a ese guarismo).

b) Gobiernos europeos y el BCE deberían obligar a bancos y empresas –y consorcios que negocian fondos de pensiones– a comprar deuda pública por debajo de su valor y, a la vez, regular los movimientos de capitales para evitar su fuga.

c) Mayor crecimiento económico, que debería ser muy superior al alcanzado por la eurozona en los últimos años (con cifras inferiores al 1%). La consecuencia de esto va a ser el aumento de los déficits públicos –si se mantienen políticas de bienestar y los estabilizadores automáticos– y de la deuda.

En este contexto de debate, un cuidadoso Barry Eichengreen, de la Universidad de Berkeley, equilibra la posición: intuye las amenazas inflacionistas en Estados Unidos, pero no las ve en Europa. Sin duda, el ambiente académico debe estar caldeado en los campus norteamericanos con este tema –de ahí la prudencia de un siempre claro Eichengreen–, a pesar de que los datos de 2019 señalan que la economía americana alcanzó cifras en el mercado laboral que rozaban la plena ocupación, sin que se advirtieran signos de aumentos en los precios.

Los profesores Lance Taylor, de The New School for Social Research de Nueva York, y Nelson Barbosa, de la Fundación Getulio Vargas, han publicado una investigación que rompe con ese equilibrio de Eichengreen¹⁶. Los autores, expertos en los procesos de inflación, indican con cierta sorna que, por algún proceso misterioso, las preocupaciones sobre la inflación están surgiendo por todas partes justo cuando la administración entrante de Joe Biden propone hacer pagos sustanciales a las familias menos acomodadas que se vieron duramente afectadas por la pandemia, además de reducir privilegios a los ricos del país, desactivando las prebendas de Trump. La teoría de la inflación, insisten, es una de las áreas más débiles de la economía dominante, y señalan que uno de los desafíos de Biden va a ser revertir el largo declive en participación del trabajo en la renta nacional. Para Taylor y Barbosa, los salarios monetarios tendrían que crecer un punto porcentual por año más rápido que los precios, más la productividad durante varios años, siempre que la Reserva Federal quiera cumplir con una meta de inflación del 3%. Opiniones diversas, unas de carácter más intuitivo, otras sustentadas en variables. La controversia no ha hecho más que empezar.

3. LA AMENAZA DE LA DEFLACIÓN

Los datos presentados invitan a la idea de que una inflación controlada no es necesariamente negativa; una deflación, por pequeña que sea, es preocupante. Ahora bien, una disminución de los precios es buena si existe un choque de oferta positivo, es decir, un incremento de la productividad o mejoras tecnológicas, por ejemplo. En otras palabras, que la riqueza real esté aumentando. Sin embargo, las deflaciones son negativas si se desencadenan por expectativas de precios

¹⁶ L. Taylor-N. Barbosa, «Inflation? It's Import Prices ant the Labor Share!», *Institut for New Economic Thinking, working paper*.

decrecientes o por decisiones políticas erróneas¹⁷. Un caso muy estudiado es el de la Gran Recesión, en contraste con la Gran Depresión, para poder concretar de qué estamos hablando cuando se califica de equivocadas determinadas orientaciones en política económica (véanse gráficos 2 y 3)¹⁸. Durante la crisis de 2008, los políticos aplicaron con éxito algunas de las principales lecciones extraídas de la Gran Depresión, especialmente la necesidad de una política monetaria flexible en tiempos de crisis. Barry Eichengreen indica que la Gran Depresión fue más grave que la Gran Recesión, y que algunas lecciones que se adoptaron se tuvieron en cuenta parcialmente¹⁹. El desconocimiento no era, en tal sentido, un eximiente: la creación del seguro de depósitos, la ley Glass-Steagall que separa la banca comercial y la de inversión, así como la formación de la Comisión de Valores, son factores adoptados que deberían haber sido mandatos claros y operativos antes de la Gran Recesión. A su vez, la creación de nuevas agencias reguladoras como la Oficina de Protección Financiera al Consumidor y el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, además de los nuevos requisitos para las agencias de calificación, las aseguradoras y bancos en la sombra de la ley Dodd-Frank Act de 2010, se dirigió tan solo a partes limitadas del sistema financiero, tras largas deliberaciones legislativas y contenidos. Falló aquí la experiencia acumulada, habida cuenta que desde la década de 1980 se relajaron notablemente las normativas en el mundo financiero y, en cierta forma, se volvió al escenario de la Belle Époque, bajo la asunción de que una nueva crisis profunda era impensable. Al mismo tiempo, la noción de que los ciclos económicos habían desaparecido impulsaba mayores flexibilizaciones en los operativos bancarios, a partir del avance imparable de los productos derivados. Todo bajo la estabilidad en los tipos de interés –muy bajos. El corolario fue un proceso deflacionario y el aumento del desempleo tras el estallido de la Gran Recesión.

Una deflación que conduce a una disminución de la demanda agregada y, por lo tanto, de la producción. En efecto, la deflación continua infiere:

- La contracción del consumo actual;
- la incapacidad de las empresas para pagar sus deudas cuando los precios nominales de la producción y de los activos existentes están disminuyendo;
- un mayor desempleo.

Ante estas tres consecuencias letales, ¿cuál es la política monetaria que puede prevenir la deflación? Un importante trabajo de Michael Bordo y Olivier Jeanne profundiza

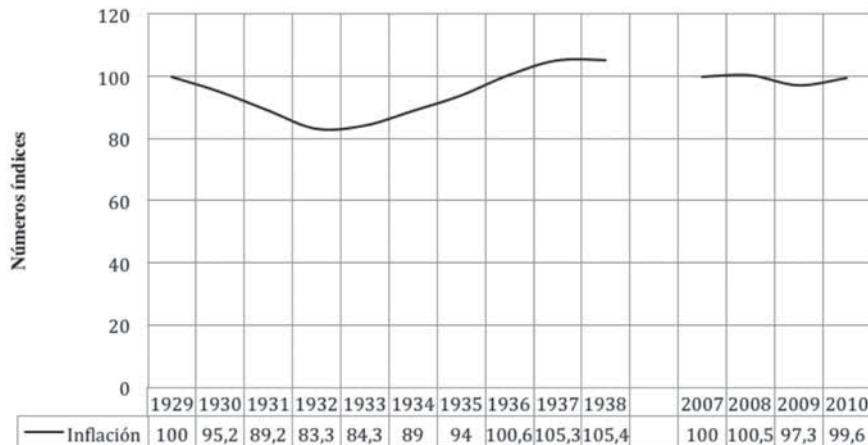
¹⁷ Una bibliografía referencial e introductoria desde la óptica de la historia económica: B. Glavan, «The Insulation Argument in Neoclassical International Economics: A Critique», *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 8 (3), 2005. G. Hülsmann, «Deflation: The Biggest Myths», *Mises Daily Article*, 13 de junio, 2003. M. Thornton, «Deflation Teaser? Klondike Bars and the Golden 90s in Canada», *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 6 (4), 2003. M. Bordo-A. Filardo, «Deflation in a Historical Perspective», *Bankof International Settlements Conference on Understanding Low Inflation and Deflation*, 2004. Recuperado de <http://www.bis.org/events/conf0406/bordo.pdf>.

¹⁸ N. Crafts-P. Fearon, *The Great Depression of 1930s. Lessons for today*, Oxford University Press, Oxford, 2013.

¹⁹ B. Eichengreen, *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses –and Misuses– of History*, Oxford University Press, Nueva York, 2015.

GRÁFICO 2.

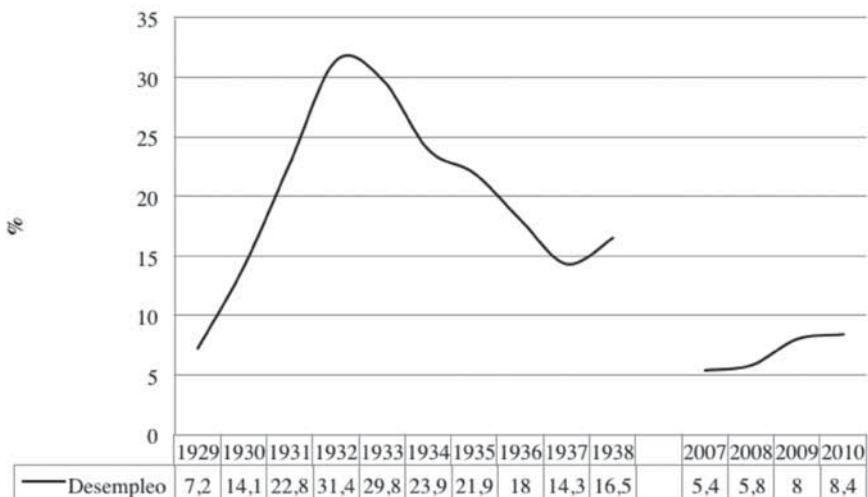
La inflación en países avanzados: comparativa entre Gran Depresión y Gran Recesión



Fuente: Elaborado a partir de N. Crafts-P. Fearon, «Lessons from the 1930s Great Depression», recuperado de <https://es.scribd.com/document/324220996/Crafts>.

GRÁFICO 3.

Tasa de desempleo en países avanzados: comparativa entre Gran Depresión y Gran Recesión



Fuente: Elaborado a partir de N. Crafts-P. Fearon, «Lessons from the 1930s Great Depression», recuperado de <https://es.scribd.com/document/324220996/Crafts>.

en la cuestión²⁰. Estos autores construyen un modelo que sugiere una hipótesis básica: un endurecimiento del mercado crediticio provoca una caída de la producción real. La perspectiva, por tanto, es que la política monetaria contractiva va a incidir negativamente sobre la evolución de los precios, que tienden a caer. Pero esto no es aceptado por el conjunto de los economistas²¹. De hecho, los críticos afirman que quiebras inducidas por deudas, en escenarios deflacionarios, transfieren bienes de los más endeudados y menos ahorrativos, a los menos endeudados y, por tanto, más ahorrativos. Según se indica, esto aumenta el ahorro agregado y la producción real en el futuro. A su vez, se afirma que los precios más bajos, en lugar de retrasar las compras, pueden incitar a algunas personas a comprar bienes que ahora consideran lo suficientemente baratos, dadas sus propias preferencias. La conclusión para estos autores críticos con una visión negativa de la deflación es que esta no siempre es perjudicial para la economía, y que los desequilibrios se deben a otros elementos, dentro de un contexto deflacionario.

Estos argumentos tienen contrapartidas relevantes. Empresas con altos niveles de deuda y con deflación (que ha incidido precisamente en la reducción de las compras en los mercados, pues para qué producir si los precios se desploman) pueden transitar hacia la quiebra. Resulta evidente, entonces, que otros empresarios mejor posicionados podrán hacerse con esos activos. Pero uno de los orígenes en todo este proceso es el que indicamos unas líneas más arriba: la deflación abre la espita de la recesión, al ser una señal inequívoca de que la demanda agregada está dañada. En tal sentido, no es arriesgado afirmar que, por primera vez desde la década de 1930, la deflación tanto de los precios de los bienes como de los activos plantea una amenaza igual o más peligrosa que la inflación sin control.

El miedo a la deflación está justificado históricamente. Los economistas conocen suficientes ejemplos de procesos deflacionistas en la historia reciente. De hecho, antes de la Primera Guerra Mundial, con buena parte de los países adheridos al patrón oro, se apreciaron dos décadas de deflación seguidas de otros veinte años de inflación²². La deflación se acaba asociando a la depresión durante la década de 1930, pero se conocen caídas severas de precios en escenarios de crecimientos acelerados en el período 1870-1896 –con el impulso de la Segunda Revolución Industrial–, en el que esta primera gran crisis del sistema capitalista se caracterizó por la expansión económica, la concentración de capital, el avance de las finanzas, la administración gerencial, los aumentos de producción y productividad y la caída de los precios. Una coyuntura en la que emerge el imperialismo económico y la feroz competencia comercial por parte de nuevas potencias²³.

²⁰ M. Bordo-O. Jeanne, «Booms-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy», en R. Burdekin-P. L. Siklos (Eds.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004. Este libro coordinado por Buerdekin y Siklos, muy completo, sobre el tratamiento económico e histórico de la deflación, explora algunos temas clave relacionados con aquélla: cómo los agentes económicos y los *policymakers* han respondido a la deflación; qué vínculos existen entre la política monetaria, los movimientos de los precios de los bienes y los de los precios de los activos; cuál es el impacto de la deflación en diferentes regímenes de política monetaria y de tipo de cambio; y, finalmente, las reacciones del mercado de valores a la deflación.

²¹ A título indicativo: N. Gertchev, «Review», en *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 9, núm. 1, 2006, p. 89-98.

²² M. Bordo-A. Redish, «Is Deflation depressing? Evidence from the Classical Gold Standard», *The National Bureau of Economic Research*, 2004. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w9520>.

²³ C. Marichal, *Nueva historia de las grandes crisis financieras*, Debate, Barcelona, 2010.

Ahora bien, a partir de la Gran Recesión se han producido ya inflaciones negativas en el sur de Europa (véase cuadro 2)²⁴, relacionadas con retrocesos en los PIB, hasta llegar a tasas negativas, además de un claro estancamiento de los precios en España. Esta situación tiene sus causas en las políticas de austeridad y en la falta de actuación, en su momento, del BCE. Se comprueba el desplome de los precios en 2009, un efecto rebote en 2010 y una bajada gradual desde 2011, con dos excepciones: Grecia, que se hunde sin remisión a distancia de los otros países (llega al 1% negativo en 2013); y Japón, único país que experimenta la recuperación en sus precios, frente al languidecimiento de los indicadores de Reino Unido, Estados Unidos, Alemania, Grecia, España y el conjunto de la Unión Europea. De alguna manera, Grecia y Japón sintetizan dos pautas distintas: una, la del país heleno, que se centra en la aplicación a ultranza de la austeridad, con consecuencias corrosivas²⁵; otra, que huye precisamente de esas políticas aplicadas durante largos quinquenios, con resultados paralizantes para su crecimiento económico, y que acaba por apostar por políticas monetarias expansivas. Cara y cruz para enfrentarse a una misma problemática: la crisis económica, la falta de crecimiento y actuaciones expeditivas en ambos casos, pero en direcciones opuestas.

CUADRO 2.
Evolución de la inflación, 2002-2013

Años	UE-27	Alemania	Grecia	España	Francia	Italia	Portugal	Reino Unido	USA	Japón
2002	2,5	1,4	3,9	3,6	1,9	2,6	3,7	1,3	1,6	-0,9
2003	2,1	1	3,4	3,1	2,2	2,8	3,3	1,4	2,3	-0,3
2004	2,3	1,8	3	3,1	2,3	2,3	2,5	1,3	2,7	0
2005	2,3	1,9	3,5	3,4	1,9	2,2	2,1	2,1	3,4	-0,3
2006	2,3	1,8	3,3	3,6	1,9	2,2	3	2,3	3,2	0,3
2007	2,4	2,3	3	2,8	1,6	2	2,4	2,3	2,8	0
2008	3,7	2,8	4,2	4,1	3,2	3,5	2,7	3,6	3,8	1,4
2009	1	0,2	1,3	-0,2	0,1	0,8	-0,9	2,2	-0,4	-1,4
2010	2,1	1,2	4,7	2	1,7	1,6	1,4	3,3	1,6	-0,7
2011	3,1	2,5	3,1	3,1	2,3	2,9	3,6	4,5	2,9	-0,2
2012	2,6	2,1	1	2,4	2,2	3,3	2,8	2,8	2,1	-0,2
2013	1,5	1,6	-0,9	1,5	1	1,3	0,4	2,6	1,5	0,4

Fuente: Elaboración personal a partir de los datos de Eurostat. Para USA y Japón en años 2012-2013: la Caixa Research. Para 2011: <http://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/2011.aspx>.

En el caso de Grecia, se amplificaron las políticas de austeridad más duras: condiciones estrictas a la administración pública, recortes de prestaciones y en inversiones, despidos masivos, rebajas de las pensiones, ajustes salariales, todo con el objetivo de equilibrar el déficit público, contener la deuda y, sobre todo, demostrar el castigo que debían padecer los incumplidores de los pactos financieros. Los préstamos librados a Grecia, que han compuesto su muy parcial rescate económico, la pérdida de iniciativa

²⁴ La evolución de la inflación en la Unión Europea entre 2002 y 2013, en <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>.

²⁵ C. Lapavitsas, *Profiting without Producing*, Verso, Londres-Nueva York, 2013.

democrática y las exigencias fijadas, han generado movimientos sociales de protesta con resultados a veces dramáticos –suicidios, depresión–. Grecia pudo colocar, de nuevo, deuda en los mercados con ciertas garantías. Y consiguió, por fin, un superávit primario fiscal (es decir, un superávit puro, sin incluir costes de intereses). Esto ha sido aplaudido, otra vez, por las agendas neoliberales del mundo y por sus instituciones económicas: constituye para ellos una gran victoria. Pero el énfasis más preciso dice otras cosas. Grecia ha perdido el 18% de su economía, mientras su PIB se iba reduciendo a una tasa superior al 3% anual, de forma que la consecuencia es clara: mayor sacrificio social y desmoronamiento de los precios, llegando a cifras negativas cercanas al 2%²⁶. Lo que es peor, las condiciones de vida de los griegos retrocedieron un par de décadas²⁷. La adopción de estas políticas en Grecia se extendió, aunque con menor virulencia, al sur de Europa. Esto tuvo además una consecuencia más inquietante: la fragmentación del espacio europeo. A pesar de la estabilización de los mercados por parte del BCE, el distanciamiento entre el sur y el norte se agravó, con elevados costes humanos y sociales en la periferia europea. Una división que constituye, a su vez, una seria amenaza para la integración de la eurozona²⁸.

En el ejemplo de Japón, deflación y declive del crecimiento económico van de la mano. La inacción del Banco de Japón hasta 2012 se manifestaba en las declaraciones de sus representantes en el sentido de que el problema de la economía nipona era estructural, así que correspondía actuar al gobierno. El cambio en este último se materializa con la llegada al poder de Shinzo Abe, a fines de 2012, y ese giro político infiere a su vez una reorientación de la política económica. Esta se concentra en unos vectores determinados. El primero es la expansión fiscal en el corto plazo y la subida de impuestos de forma paulatina, para controlar el déficit. El segundo, el relevo en la máxima autoridad del Banco de Japón, con el nombramiento de un nuevo gobernador, cuya misión inmediata es el impulso de una política monetaria que reduzca los tipos de interés reales y, a su vez, estimule la inflación, con lo que se puede activar el crecimiento. Finalmente, el tercero se refiere a reformas para impulsar la economía a largo plazo, que a su vez compensen el envejecimiento demográfico. Los resultados no se han hecho esperar demasiado: la depreciación del yen, la contracción de los tipos de interés y la apreciación de los activos bursátiles, son tres muestras elocuentes. Estas compilan un proceso claro, la colaboración desplegada entre la política fiscal y la monetaria, y un corolario elocuente: la recuperación de los precios²⁹.

Una mirada retrospectiva a lo que políticos y economistas tenían que decir sobre las experiencias deflacionarias de las últimas décadas del siglo XIX, así como de los

²⁶ Las condiciones fijadas a Grecia se recogen en un *Memorandum* acordado por el gobierno heleno, la UE y el FMI, documento que fue aprobado por el parlamento griego, con rango de ley. Se incluyen medidas para alcanzar el equilibrio fiscal, se aboga por un incremento de la presión fiscal, cambios en la legislación laboral y privatizaciones de servicios públicos. Véase www.mnec.gr/export/sites/mnec/en/press_office/DeltiaTypou/Documents/2010_05_04_GreecexLOI.pdf.

²⁷ Y. Stravakis, «La sociedad de la deuda. Grecia y el futuro de la posdemocracia», en A. Badiou *et alter, El síntoma griego. Posdemocracia, guerra monetaria y resistencia social en la Europa de hoy*, Errata Naturae, Madrid, 2013.

²⁸ Y. Varoufakis-S. Holland-J. Galbraith, *A modest proposal for resolving the Eurozone crisis*, Recuperado de <http://varoufakis.files.wordpress.com/2013/07/a-modest-proposal-for-resolving-the-eurozone-crisis-version-4-0-final1.pdf>, 2013.

²⁹ A. Ubide (2 de marzo de 2014), «¿Cómo razona el BCE», *El País*. Recuperado de http://economia.elpais.com/economia/2014/02/28/actualidad/1393592928_797716.html.

primeros cuarenta años del siglo XX, permite concluir que la opinión mayoritaria se inclinó hacia evitar la deflación. Los estudios de Richard Burdekin constatan la presencia de procesos deflacionarios en muchos períodos históricos antes de 1945: entre 1801 y 1945, en más de sesenta años los precios cayeron en Estados Unidos³⁰. En otra investigación de Richard Burdekin y Pierre Siklos³¹ analizan la evolución de los precios de 19 países del mundo para el período histórico previo a 1945, con la exclusión de los efectos de la Gran Depresión (1928-1933). Se llega a similares conclusiones: la deflación era un problema que se vio sacudido, cabe recordarlo, por los procesos de hiperinflación en Austria y Alemania, factores que han condicionado –y condicionan todavía– la visión sobre el análisis de los precios y las medidas que deben adoptarse para controlarlos. Los temores asociados con la deflación se agravan por la creencia, en sintonía con la célebre hipótesis de la deflación de la deuda de Irving Fisher, de que los precios de bienes y activos están vinculados³². Esta tendencia interpretativa persiste a comienzos del siglo XXI, cuando evitar la deflación se traduce en un objetivo. La naturaleza de los vínculos entre precios de activos y de bienes y su impacto en el crecimiento económico, en una era deflacionaria, es compleja. Y no siempre se debe suponer que si muchos precios de activos experimentan una caída, todos van a seguir su ejemplo³³.

Ahora bien, parece que los períodos de deflación están asociados con los de gran volatilidad en el crecimiento económico y la inflación, en relación con otras etapas. De hecho, la mejor estrategia de todas, al menos hasta la fecha, es apuntar a la inflación. Es decir, como se decía en el apartado anterior de este texto, «engrasar» la economía con un determinado nivel de precios, porque esto mejora la compensación entre inflación y esa volatilidad del producto. Las metas de inflación ofrecen la mejor oportunidad cuando se combinan con medidas para aumentar la rendición de cuentas y la transparencia del banco central, para mitigar incertidumbres en torno a la credibilidad y sostenibilidad de los regímenes de política alternativos que fueron responsables tanto en el presente como en el pasado de la deflación. En tal sentido, parece evidente que las malas decisiones políticas son las culpables de explicar prácticamente todas las recesiones asociadas con la deflación. Si las connotaciones negativas vinculadas a la caída de precios enmascaran decisiones políticas erróneas, la pregunta a formularse es qué llevó a adoptar esos caminos incorrectos. No siempre queda claro de inmediato para los responsables políticos que un impacto en una región o industria puede tener implicaciones negativas para la economía en su conjunto. De hecho, las señales que emanan de estos choques pueden inducir a los *policymakers* a implementar políticas equivocadas hasta que el daño ya es demasiado grande como para revertirlo, una vez

³⁰ R. Burdekin (diciembre de 2002), «Fears of Deflation and Policy Responses: Then and Now». Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/228267731>.

³¹ R. Burdekin-P. L. Siklos (Eds.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

³² I. Fisher, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, 1, octubre 1933.

³³ Sobre esto, con análisis del caso alemán, véase: M. Bohl-P. Siklos, «The Stock Market and the Business Cycle in Periods of Deflation, (Hyper) Inflation and Political Turmoil: Germany, 1913-1926», en R. Burdekin-P. L. Siklos (Eds.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004. Para Japón: M. M. Hutchison, «Deflation and Stagnation in Japan: Collapse of the Monetary Transmission Mechanism and Echo from the 1930s», en R. Burdekin-P. L. Siklos (Eds.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

que el verdadero origen del problema finalmente se haga evidente³⁴. Una dificultad adicional es cuando los políticos están influenciados en exceso por una ideología económica y no escapan a las desastrosas consecuencias de llevar a cabo políticas consistentes con la ideología en cuestión: esto aconteció, por ejemplo, con las restricciones impuestas durante la etapa del patrón oro, que tuvieron corolarios importantes de deflación en países como Italia³⁵; o en la aplicación de políticas económicas presididas por la austeridad expansiva, que supusieron, a partir de la Gran Recesión, afectaciones muy directas sobre la capacidad de demanda agregada y, por tanto, con tendencias en la caída de precios.

En la crisis presente, el impacto inmediato del coronavirus es muy deflacionario: los consumidores reducirán el gasto debido a la pérdida de puestos de trabajo o al verse obligados a quedarse en casa. Las caídas sustanciales en los precios de las materias primas también ejercerán una influencia deflacionaria en los índices de precios al consumidor. El paralelo más obvio a la actual recesión económica es la Gran Depresión³⁶. En aquel momento el índice de precios de Estados Unidos se contrajo a una tasa anual del 10%. Es poco probable que el período deflacionario actual sea tan severo, pero con el FMI pronosticando una contracción del PIB mundial del -3.0% en 2021 (el dato no está cerrado, toda vez que las previsiones van oscilando en función de la evolución de la pandemia), está claro que el riesgo inmediato es la deflación, no la inflación. De cara al futuro, los economistas están observando el patrón de comportamiento entre los consumidores en economías que emergen de un bloqueo, como China, en busca de señales sobre si veremos más cautela por parte de los consumidores en respuesta a la pandemia, o un aumento en el gasto debido a la demanda reprimida. De manera más general, las medidas extraordinarias de estímulo impulsan el crecimiento monetario generalizado que, con el tiempo, puede traducirse en inflación. Aunque esta no repuntó tras las medidas de estímulo durante la crisis financiera mundial de 2008, las políticas actuales son más agresivas y dirigidas a introducir dinero en la economía real. Si bien los bancos centrales pueden responder a repuntes inflacionarios ajustando la política, antes del coronavirus ya se había abierto un debate sobre la posibilidad de dejar que la inflación supere el objetivo propuesto (entorno al 2%) en diferentes tratados, tras períodos de evolución de los precios por debajo del mismo. Una inflación más alta también ayudaría a reducir la carga real de la deuda. Sería negativa para los bonos, pero también podría tener implicaciones significativas para las materias primas y las

³⁴ Sobre esto: H. Rockoff, «Deflation, Silent Runs and Bank Holidays in the Great Contraction», en R. Burdekin-P. L. Siklos (Eds.), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

³⁵ Eichengreen, «Déjà vu all over again: lessons from the Gold Standard for European Monetary Unification», en T. Bayoumi-B. Eichengreen-M. Taylor (Eds.), *Modern Perspectives on the Gold Standard*, Cambridge University Press, Cambridge. R. Burdekin-P. L. Siklos: *Fears of Deflation and Policy Responses then and Now*, recuperado de <https://ssrn.com/abstract=364121>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.364121>. Todavía son muy sugerentes los trabajos de P. Ciocca, «L'economia italiana nel contexto internazionale», en P. Ciocca-G. Toniolo (Eds.), *L'economia italiana nel periodo fascista*, Il Mulino, Bolonia, 1976; y P. F. Asso, «L'Italia e i prestiti internazionali, 1919-1931», en *Finanza Internazionale, vincolo esterno e cambi*, 1919-1939, Laterza, Bari, 2004.

³⁶ Cf. B. Bernanke, «The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach», *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, febrero 1995. También: B. Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Nueva York, 1992.

divisas, especialmente si observamos una mayor divergencia en las tasas de inflación entre países³⁷.

4. CONCLUSIÓN

La idea de la deflación era un recuerdo lejano adscrito a la Gran Depresión, pero a partir de la década de 1990 se produjeron caídas persistentes de precios en Japón, China y otros lugares. La deflación también empezó a preocupar entonces en Alemania y en Estados Unidos. La deflación puede ser peor que la inflación no solo porque aumenta la carga real de la deuda, sino también porque las empresas enfrentarían el incremento de los salarios reales en un mundo donde prevalece la rigidez del salario nominal. Sin embargo, ahora el debate sobre el repunte de la inflación se ha abierto. Algunos que abogaban por un incremento del gasto, una expansión de la política fiscal que acompañara a la monetaria, señalan ahora que la inflación va a ser una seria amenaza en 2021 y 2022, precisamente a causa de ese crecimiento. La advertencia viene desde Estados Unidos. Sin embargo, sabemos que un perfil de inflación enrrimos aceptables suele acompañar etapas de crecimiento económico intenso: por ejemplo, entre 1870 y 1913, con crecimientos del PIB del 2,19% en Europa y 3,94% en Estados, con inflación superior al 3,5%; o entre 1950 y 1973, cuando la inflación en la Europa occidental fue del 4,3%, en una fase en la que el gasto público en los países de la OCDE pasó del 25% sobre PIB en 1950 al 36,6% en 1973, mientras la productividad crecía al 5,83% en Alemania y 2,57% en Estados Unidos, y la oferta monetaria se expandía a una tasa anual del 10% en Alemania y del 4% en Estados Unidos entre 1950 y 1973³⁸. Por tanto, es razonable pensar que los precios remontarán por el impacto de los estímulos fiscales durante la COVID-19, y que la vigilancia de los bancos centrales, con las experiencias adquiridas, contribuirá a una regulación adecuada. De hecho, la preocupación por los escenarios de deflación sigue estando presente, sobre todo en la eurozona. Seguimos con demandas anémicas, y no parece que esto vaya a cambiar ni en 2021 ni en 2022: los previsibles impactos de los fondos europeos no se apreciarán de manera tan inmediata.

En este contexto, resulta poco sensato pensar en procesos de hiperinflación (tasas de dos dígitos), una especie de espada de Damocles que algunos economistas invocan de forma subliminal, pues hacerlo más explícito requeriría unas comprobaciones que no tienen. También se revela como excesivamente cautelosa la postura de advertir de un potencial peligro inflacionario cuando, a la vez, se prescriben políticas de expansión de la demanda agregada. Resulta técnicamente alambicado justificar esto, ya que involucra una determinada política económica y su contraria.

En definitiva, la inflación aparecerá, sin duda, al calor de los estímulos monetarios y fiscales, como ha pasado siempre. No creo que esto deba ser una advertencia severa que se obligue a seguir a pie juntillas (todas las opiniones son respetables si se sustentan sobre el rigor exigible), proveniente sobre todo de inversores que trasladan tales prevenciones, igualmente, al mundo académico. La narrativa económica, como nos ha enseñado Schiller, entonces se va a moldear: también ha sucedido antes, y el libro de este autor nos lo recuerda, con una erudición pasmosa, admirable. Una evolución ra-

³⁷ Véase: <https://www.abbeycapital.com/part-3-the-four-market-phases-of-the-corona-crisis/>

³⁸ Todos los datos en: Maddison Project, <http://www.ggdc.net/maddison/>; OCDE, <http://stats.oecd.org/index.aspx>; y S. Marglin-J. Schor (Eds.), *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Post War Experience*, Clarendon Press, Oxford, 1990.

zonable al alza de los precios (y esto es tan abstracto como aseverar que hay un peligro de inflación sin que se concrete) será un indicador de que la inversión y el consumo remontan, de que existe más circulación monetaria y de que se expanden las demandas pública y privada. Esto no es una opinión ni una hipótesis: es historia económica (hemos expuesto ejemplos de investigación en las páginas precedentes). Será entonces cuando los bancos centrales deban estar atentos para, sin estrangular los crecimientos que se produzcan, condicionar tipos de interés asumibles en un marco de expansión económica.

Separata de la revista SISTEMA - Número 261 - Abril 2021
(Páginas 3-18)

Fernando el Católico, 13, Bajo A. - 28015 Madrid - Teléfono 91 448 73 19