



¿Deflación en Estados Unidos?

PROBLEMAS DEL PRIMER MUNDO QUE NOS PUEDEN GOLPEAR

Con ocasión del Reporte sobre la Política Monetaria, presentado la semana pasada por parte de Alan Greenspan ante el Congreso de los Estados Unidos, y tras los recientes resultados de inflación, diversos analistas económicos han contemplado el riesgo de que la economía norteamericana entre en un periodo de deflación en el mediano plazo.

Aunque esta eventualidad es todavía remota, como afirmó Greenspan ante el Congreso¹, no cabe duda de que la dinámica actual de la economía en ese país, la tendencia decreciente de la inflación y los niveles inusualmente bajos de las tasas de interés hacen pensar en la probabilidad de una disminución sostenida en el nivel de precios. A este respecto, la revista *The Economist* afirma que nunca antes desde 1930 Estados Unidos y Alemania habían estado tan cerca de este fenómeno.

Sin duda, esta es una preocupación que afecta al mundo entero, toda vez que las tres economías más grandes (Estados Unidos, Alemania y Japón quien desde 1995 presenta deflación) se verían afectadas.

Lo que le suceda a la economía norteamericana tiene repercusiones directas para Colombia, no en vano, en promedio, en el último año el 30% del comercio internacional de Colombia (exportaciones más importaciones) se realizaron con los Estados Unidos.

De esta manera, una deflación no sólo disminuiría la demanda y el precio de nuestras

exportaciones, sino que podría reducir los flujos de capitales y la ayuda económica hacia nuestro país.

Debido a la importancia de una deflación en Norteamérica y sus efectos sobre Colombia, en esta edición analizamos los factores que podrían desencadenarla, y ponemos de presente la conveniencia de hacer un seguimiento cercano a esta situación.

Con este fin, mostramos en primer lugar que los diferentes indicadores de inflación presentan una fuerte tendencia decreciente. En segundo lugar analizamos la evolución reciente de las tasas de interés reales, que se encuentran en sus niveles históricos más bajos, lo cual ha reducido la efectividad y el margen de maniobra de la política monetaria.

Por último mostramos que los índices de confianza del consumidor y de producción industrial al cierre del primer semestre, no presentan evoluciones que reflejen una reacción favorable ante la política monetaria expansiva, que permita esperar mayores niveles de crecimiento que descarten la posibilidad de una deflación.

El fantasma de la deflación

Hoy en día la inflación en Estados Unidos, no es la más baja de los últimos años, aunque sí es importante destacar que tras un sostenido periodo de crecimiento en el nivel de precios, iniciado a mediados del año 2002 y que duró cerca de ocho meses, la inflación año corrido revirtió rápidamente su tendencia y disminuyó de manera acelerada desde marzo de 2003. En los últimos tres meses la inflación 12 meses ha caído en cerca de un punto porcentual (gráfico 1).

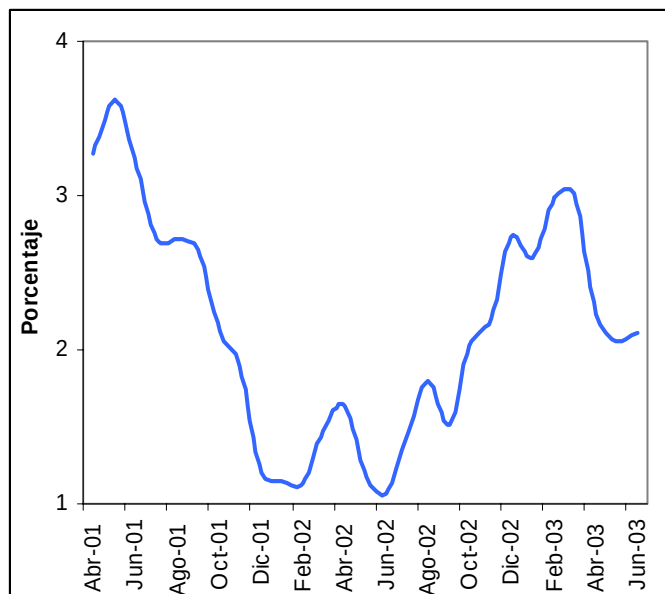
A este respecto es importante aclarar que la inflación en julio fue positiva, registrando un incremento de 0,2%, (lo que aumentó levemente la inflación año anual de 2,06% a 2,11%). Sin

¹ Reporte Semi-anual de la Política Monetaria ante el Congreso, Martes 16 de Junio de 2003.

embargo este aumento fue resultado mayoritariamente del alza en las tarifas eléctricas las cuales subieron 0,83% en el último mes.

Más allá del incremento en los precios registrados en el mes pasado y de su evolución en los últimos meses, un análisis más adecuado de la inflación está dado por el indicador de inflación núcleo², el cual excluye los choques temporales de precios.

Gráfico 1
Inflación 12 meses de los Estados Unidos

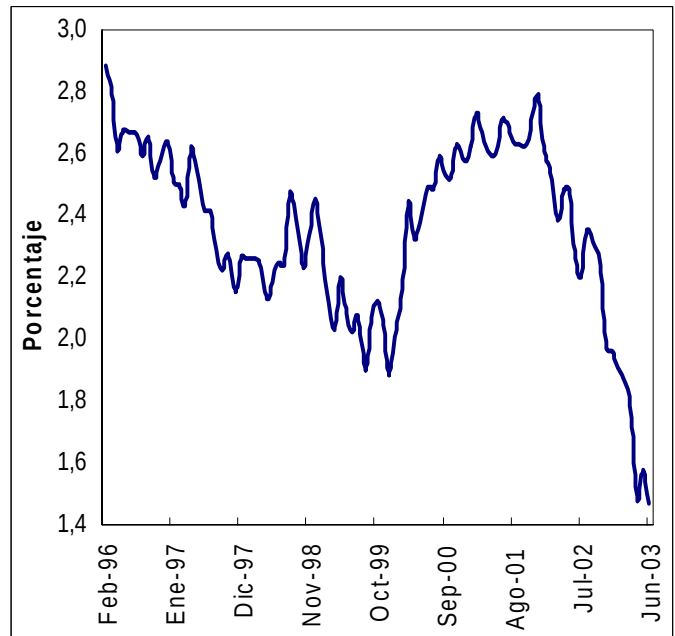


Fuente: Bureau of Labor Statistics

A este respecto, la inflación núcleo, ha venido disminuyendo aceleradamente y casi de manera continua desde enero de 2002. Desde principios de 2003 ha registrado los niveles más bajos de los últimos 37 años, alcanzando en el último mes una variación anual de 1,47% (gráfico 2).

² El Bureau of Labor Statistics define la inflación núcleo, como aquella que excluye las volatilidades en los precios de energía y alimentos.

Gráfico 2
Inflación núcleo, variación 12 meses



Fuente: Bureau of Labor Statistics

Tasas de la Reserva Federal

La posibilidad de una deflación también depende radicalmente de los niveles actuales de las tasas de interés y de la capacidad de la política monetaria para generar incentivos que detengan la caída en los precios.

En el Reporte sobre la Política Monetaria ante el Congreso, Greenspan afirmó que la Reserva Federal está dispuesta a recortar las tasas de interés tanto como sea necesario para estimular la actividad económica, al tiempo que descartó momentáneamente la posibilidad de una recompra de bonos, lo que en definitiva mantendría una política monetaria fuertemente expansiva.

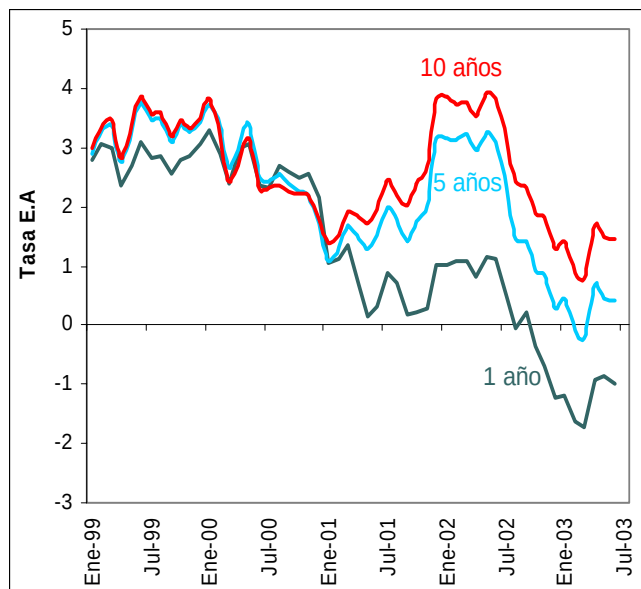
Sin embargo, pese a la voluntad de disminuir las tasas, es innegable que éstas se encuentran hoy en día en uno de los niveles históricamente más bajos y que no pueden situarse por debajo de cero en términos nominales.

En el último año las tasas de mercado de los bonos del Tesoro Americano han caído fuer-

temente como resultado de los recortes en las tasas de la Reserva Federal. Para los plazos de uno, 5, 10 y 20 años la disminución en promedio ha sido de 130 puntos básicos y a partir de noviembre de 2002 las tasas reales de estos bonos han alcanzado los niveles más bajos desde 1980.

Incluso, en el caso de los bonos del tesoro con plazo a un año, en los últimos 8 meses su tasa de interés real ha sido negativa, situándose hoy en día en -1,0% E.A (gráfico 3).

Gráfico 3
Tasa reales de bonos del Tesoro.



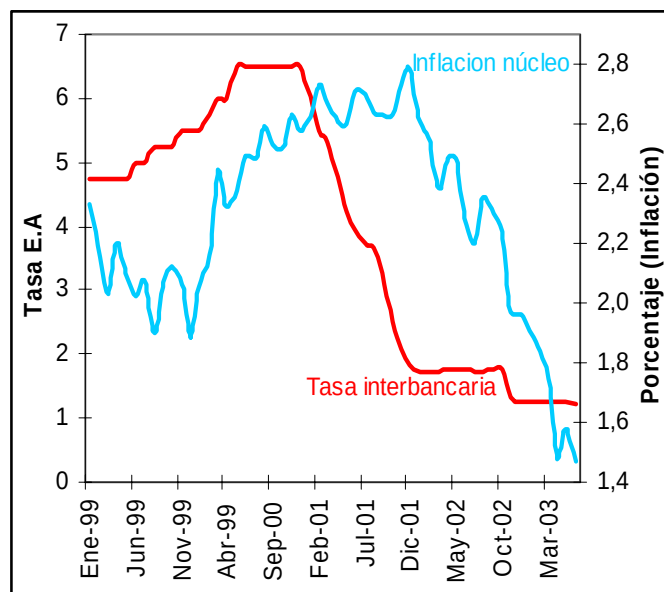
Fuente: Reserva Federal y Bureau of Labor Statistics

Esta situación es preocupante, pues aunque no necesariamente los recortes en las tasas deben generar inflación, sí es claro que hoy en día estas reducciones no están afectando el nivel de precios.

Esta afirmación es clara al comparar la evolución de la tasa interbancaria con la inflación núcleo. Por un lado la tasa interbancaria ha caído, pasando de 6,5% E.A. en diciembre de 2000, a 1,22% E.A. en junio de 2003 (el nivel más bajo desde 1966), y por el otro la inflación núcleo no se ha incrementado, por el contrario también ha

disminuido. Esto refleja que las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal no se transmiten sobre los precios (gráfico 4).

Gráfico 4
Tasa de Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal y Bureau of Labor Statistics

Los males de la deflación

Ante esta situación varios analistas, han llamado la atención, pues como afirma *The Economist*, es imposible que las tasas nominales caigan por debajo de cero³.

De igual forma, se teme que ante las bajas tasas de interés las expectativas de los productores reaccionen con mayor vigor que los consumidores, o que debido a una baja demanda se inicie un proceso en el que se acumulen inventarios. Esto conduciría a una mayor oferta frente a la demanda, lo que presionaría los precios a la baja. En última instancia ello haría que los incrementos en la producción global no estén acompañados de una mayor demanda, generando así caídas sistemáticas en el nivel de precios. Es decir deflación.

³ Economic Policy, The joy of inflation, *The Economist* mayo 17, pg 11.,

Y los costos de ésta radican en que junto con la caída en el nivel de precios, disminuyen los beneficios de las empresas, y por ende estas se ven forzadas a realizar despidos y disminuir salarios. Esto a su vez, restringe el poder adquisitivo y contrae aún más la demanda, atrapando a la economía en una espiral de disminuciones de precio.

El caso de la economía japonesa desde 1995 resulta ser muy ilustrativo a este respecto.

La disminución de los precios en el Japón ha estado acompañada por una reducción de las tasas del Banco Central, lo cual ha llevado a que las tasas en el mercado sean virtualmente negativas. Sin embargo, los bancos no tienen dónde colocar esos excedentes de liquidez. Dada la evolución de los precios, por el lado de las compañías no hay incentivos para endeudarse e invertir, y por el lado de los consumidores, éstos prefieren ahorrar. No en vano los japoneses tienen la tasa de ahorro más elevada del mundo.

Esta caída en los precios junto con tasas negativas, ha hecho que la política monetaria en el Japón sea ineficiente para reactivar el gasto en inversión, el consumo, y la economía en general.

Todo depende del crecimiento económico

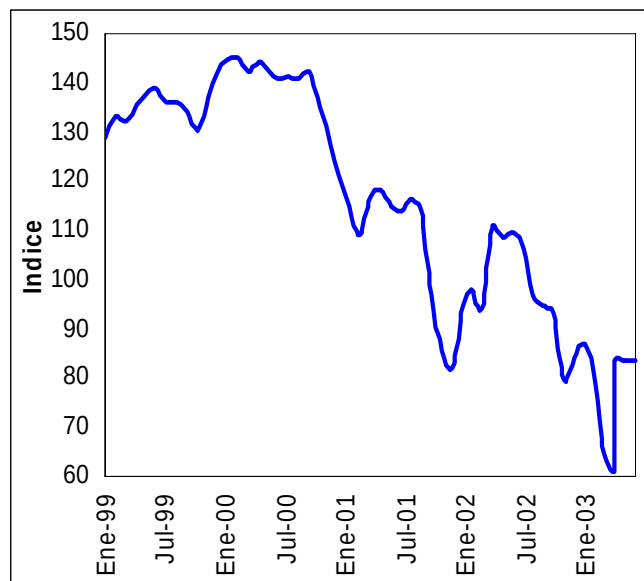
Si bien todavía la economía de los Estados Unidos está lejos de la situación vivida en Japón, no se puede negar que los síntomas de la enfermedad deflacionaria son muy parecidos.

Pero más allá de la discusión sobre la posibilidad de una deflación y de la reducción del margen de maniobra de la política monetaria, la eventualidad de una caída sostenida en los precios en los Estados Unidos depende del rumbo de esta economía durante el segundo semestre de 2003. De reactivarse el consumo se desvanecería este riesgo.

Por el lado de la demanda, al analizar el índice de confianza del consumidor se observa que éste se ha mantenido estable en los últimos tres meses. Aunque su nivel es superior al observado entre febrero y marzo del mismo año, toda-

vía se encuentra rezagado en comparación con los niveles de en periodos anteriores (gráfico 5).

Gráfico 5
Índice de Confianza del Consumidor

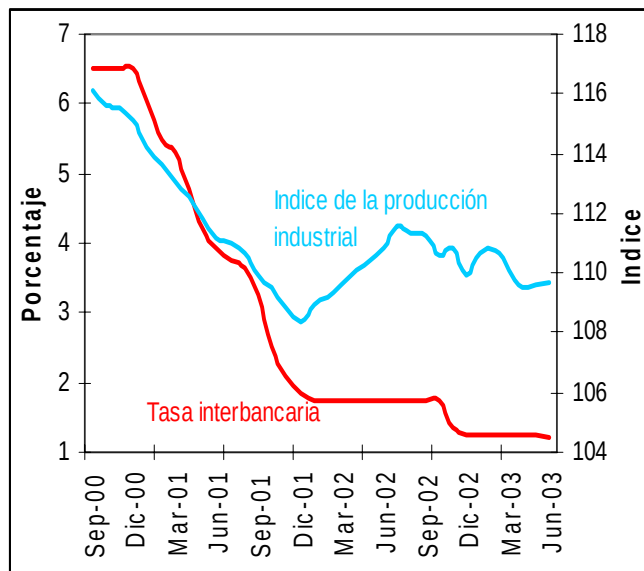


Fuente: www.conference-board.org

La situación por el lado de la oferta es muy similar. El índice de la producción industrial también se ha mantenido estable en los últimos tres meses, en niveles cercanos a 110 y no da muestras de recuperar los niveles observados previamente. Esto coincide con la sensación de la poca efectividad que hasta ahora han tenido las reducciones de tasas de la Reserva Federal (gráfico 6).

Pero si bien la economía no da muestras claras todavía de recuperación, resulta muy esperanzador que la Reserva Federal estima un crecimiento anual entre 2,5% y 2,75% al finalizar el 2003, y entre 3,75 y 4,75 para el 2004, que de cumplirse alejaría la posibilidad de una deflación.

Gráfico 6
Indice de la producción industrial



Fuente: Reserva Federal y Bureau of Labor Statistics

Conclusiones

La tendencia decreciente de la inflación en los Estados Unidos, junto con los históricamente bajos niveles de las tasas de interés, ha prendido las alarmas de una eventual deflación.

Y aunque la posibilidad de una reducción sostenida en el nivel de precios todavía es lejana, nunca antes desde 1930 había sido tan clara. Tanto así que los bancos centrales de Europa y Estados Unidos ya reconocen la posibilidad de que dicho fenómeno sobrevenga en el corto plazo.

Pero más allá del actual nivel de las tasas de interés o de la tendencia de la inflación, una cosa sí es clara: mientras el crecimiento económico permanezca rezagado, aumentarán las posibilidades del surgimiento de la deflación. Es fundamental entonces que se reestablezca la confianza de los consumidores y su capacidad de compra, como motor del crecimiento.

En Colombia, debemos seguir este fenómeno con atención, pues Estados Unidos es de lejos nuestro principal socio. No se debe olvidar que la deflación es una enfermedad de difícil tra-

tamiento, pues Japón ya lleva casi una década luchando. Nos conviene entonces que las autoridades económicas de Estados Unidos descifren este rompecabezas.

