

ESTANCAMIENTO Y DEFLACIÓN EN UN MUNDO GLOBAL

ALICIA GIRON, EUGENIA CORREA
Y PATRICIA RODRIGUEZ
COORDINADORAS



ديجيتال

DEFLACIÓN: ENTRE LA GRAN CRISIS Y LA GRAN RECESIÓN ECONÓMICA

Alicia Girón*

En las economías desarrolladas, los riesgos de actividad asociados a una inflación muy baja han pasado a primer plano, especialmente en la eurozona, en donde las grandes brechas de producción han contribuido a una inflación baja. Con la posibilidad de que la inflación permanezca por debajo del objetivo por algún tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo podrían irse hacia abajo y llevar a una inflación incluso aun más baja que la que se espera, o posiblemente a deflación si se materializan otros riesgos peores a los previstos. El resultado serían tasas de interés reales más altas, aumento en la deuda pública y privada y menor demanda, así como menor producción.

Fondo Monetario Internacional (FMI), abril 2014

INTRODUCCIÓN

Minsky [1994] señala que “[...] la teoría de la deflación de la deuda de las grandes depresiones tiene dos aspectos: uno empírico y otro teórico. El legiblemente observado aspecto empírico, es que las economías capitalistas exhiben inflaciones y deflaciones de deuda que tienen el potencial para salirse de control”. Estos procesos de inflación o deflación por sobreendeudamiento que parecen potencialmente explosivos y

* Investigadora titular en el Instituto de Investigaciones Económicas y tutora en el Posgrado de Economía y Estudios Latinoamericanos de la UNAM. Agradece la participación de Araceli Morales, becaria del Conacyt.

fuera de control, son enfrentados con la intervención del banco central vía la inyección de capital por medio de los bancos, como prestamistas, de última instancia, desplazando la tasa de interés.

El fin de la euforia implica la intervención del banco central antes de que se instale el pánico financiero en la economía; posteriormente, el banco central, ante la fragilidad financiera, actuará para estabilizar momentáneamente las perturbaciones presenciales. A partir del inicio de las primeras quiebras bancarias hasta la caída de Lehman Brothers,¹ el banco central actuó como prestamista de última instancia. Incluso se habló del “regreso a Keynes”. La capitalización de los grandes bancos “Too big to fail, too big to rescue” y los paquetes de salvamento para detener la caída abrupta del ciclo económico fueron indispensables y surtieron un efecto inmediato.² Más aún no se recuperaba la economía y el banco central junto con el FMI y otras instancias regionales profundizaron políticas de austeridad ante el miedo de aumentar el déficit público y el endeudamiento del sector público, lo que haría fracasar a las “finanzas sanas”. El pensamiento hegemónico sobre el presupuesto equilibrado ha prevalecido en todas las instancias.

Ahora, para mantener las “finanzas sanas” la contracción del gasto público es indispensable, por lo cual se procuró recortes sustanciales en actividades del sector público que afectaron al sector privado y al Estado de bienestar. La cuesta hacia abajo del producto interno bruto (PIB) inició un descenso paulatino en las inversiones tanto del sector público como del sector privado. Las enormes cantidades de recursos contratadas en los mercados financieros para estabilizar a los

¹ La crisis de Lehman Brothers estalló el lunes 15 de septiembre de 2008.

² A partir de marzo de 2009, las perspectivas económicas, en el ámbito mundial mejoraron. La ilusión fue muy corta, porque al año siguiente inició en el ciclo económico un descenso y se instauró lo que Bernanke, entonces presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, llamó la *gran recesión*.

bancos se revirtieron ante la necesaria obligación de garantizar el pago de las deudas soberanas al capital rentista [Keynes, 1983: 331]. Es en este momento, ante una recesión y la incertidumbre del futuro, que se plantean las siguientes preguntas: ¿puede un banco central perder el control de la economía en una crisis?, ¿cuáles son las medidas inmediatas ante el pánico financiero y la deflación de activos financieros?, ¿qué hacer frente a la caída de los precios cuando la producción permanece en recesión?

El banco central hace uso del manejo de la tasa de interés hasta ubicarla en tasa cero para incentivar a los inversionistas en el largo plazo; sin embargo, la incertidumbre profundiza la recesión y la economía cae en un proceso deflacionario. Keynes [1923: 143] mencionaba que “[...] la deflación, como ya se ha visto, involucra la transferencia de recursos del resto de la comunidad a la clase rentista y a todos los poseedores de títulos de dinero; así como la inflación involucra lo contrario”. Por lo cual, el banco central se enfrentará a qué hacer para salir de la deflación e incentivar nuevamente el crecimiento.

CAÍDA DE LA INFLACIÓN Y EL PELIGRO DE LA DEFLACIÓN

En noviembre de 2013, *The Economist* presentó en su portada: “The perils of falling inflation”, cuestionando cuál es la función de un banco central; para la sociedad, éste ha tenido como función principal bajar la inflación, lo cual debería de ser visto como un éxito del prestamista de última instancia. Pero, ¿hasta qué punto pueden caer los precios sin afectar a los inversionistas y empresarios? En el artículo se cuestionaba cómo la inflación había caído en los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) a 1.5 de 2.2% en 2012; en la zona del euro, la inflación había disminuido a 0.7% en octubre, de 2.5% un año anterior.

En Estados Unidos la inflación igualmente había pasado de 2 a 1.2% de julio a septiembre según los datos de la Reserva Federal (Fed). Christine Lagarde, días antes de presidir la reunión del FMI,³ mencionó la necesidad de actuar frente a una posible deflación.

Ella no se refería solamente a la amenaza de la deflación cuando citó aquellas preocupaciones. Esto es una palabra que se utiliza para “atraer la atención de todos”. De hecho, la amenaza más importante era simplemente la de un largo periodo de inflación baja y, por tanto, de bajo crecimiento [Warner, 2014].

Al caer los precios por debajo de un nivel en el que no hay posibilidad de ganancias para los empresarios, la economía, si bien ya había dejado de crecer por estar en recesión, no sólo cae en lo que se denomina la “trampa de la liquidez”, sino que el panorama se vuelve incierto. Caer en un proceso deflacionario promovido por políticas de austeridad se vuelve muy difícil de revertir para el banco central, ya que este proceso puede durar varios años.

Por ello, la crítica al presidente del Banco Central Europeo (BCE) por el manejo de su política monetaria y las medidas para salvar al euro son un llamado de atención por parte del FMI. No se ha impulsado de manera significativa el crecimiento económico en los países de la Unión Monetaria. Incluso, el presidente del BCE, al definir la deflación, no presupone un serio problema que estuviese afectando a los países de la zona monetaria.

El señor Draghi describió que la deflación es una situación en la que la caída del nivel de los precios sucede en un número significativo de países, en un número significativo de bienes y de

manera autosuficiente. Si se toma en cuenta esta definición, no hay deflación: solamente tres países tienen una deflación negativa y solamente la quinta parte de los precios de sus productos en el índice de precios al consumidor ha caído. Las expectativas de inflación a un largo plazo mayor también se encuentran estables y cercanas a 2%, a pesar de que las expectativas a corto plazo han decaído [Wolf, 2014].

Hay una falla del BCE en relación con la estabilidad de precios y el panorama de incertidumbre que crearía una deflación en los países de la periferia de la eurozona. Según Martin Wolf, esta situación preocupante en la zona monetaria se debe a la incapacidad del consejo de gobernadores del BCE para tomar medidas eficientes debido a puntos de vista divergentes. Los bancos centrales están entrampados en un proceso de tasas de interés cero, y la inflación se convirtió en un proceso regresivo cuando empezaron a caer los precios de las mercancías. Es así como la deflación se presenta como una amenaza.

Por tanto, la deflación resultado de la inestabilidad y fragilidad financiera sólo se puede analizar a partir del ciclo económico. En la etapa de crecimiento económico en la cual el optimismo de las ganancias es creciente y la euforia contagia el mercado de valores, los empresarios contratan deuda para aumentar su producción y obtener mayores ganancias, y los inversionistas, mediante la compra de títulos y acciones de las empresas participan en los mercados de capitales. Un día después, cuando se presentan los primeros síntomas del fin de un ciclo de crecimiento económico con ganancias superavitarias, suceden varios hechos económicos, políticos y sociales. En una primera fase, el resultado es la caída de los precios de los activos financieros. Se inicia un proceso deflacionario generalizado de deuda en la economía. Se suma a ello el pánico que incita a una mayor devaluación de los activos. Luego, las empresas disminuyen sus ganancias y muchas contratan

³ Declaraciones de Christine Lagarde previas a la reunión de primavera del FMI celebrada en Washington, DC, en abril de 2014.

mayor endeudamiento para pagar las deudas contraídas, e inevitablemente caerán en un proceso de endeudamiento Ponzi, que incluso se inició con anterioridad al pánico. Los resultados inmediatos en la esfera social son la expulsión de fuerza de trabajo y la liquidación de capital humano. La riqueza no sólo de los empleos registrados en el mercado laboral de los sectores financieros, industriales y de la producción en general, salen del circuito productivo para engrosar las filas del desempleo. La demanda agregada inicia su descenso.

El banco central de inmediato entra a rescatar a los grandes bancos "Too big to fail, too big to rescue". Para hacer frente a las enormes cantidades de dinero que se inyectan en los circuitos financieros para fortalecer las entidades en quiebra e incentivar el crecimiento económico, se provoca un proceso en el que las deudas de las entidades financieras crecen extraordinariamente, y con ello el pago del servicio de la deuda. El manejo de la tasa de interés por parte del banco central lleva a la tasa de interés a un nivel en el que el incentivo para invertir por parte de los empresarios e inversionistas provoca un desaliento generalizado. La tasa de interés cercana a cero y el declive de los precios provoca incertidumbre en el futuro. El capital rentista busca ganar en la especulación.

En el ámbito de la política pública, el Estado inicia recortes presupuestales para enfrentar el pago a los grandes deudores, principalmente los bancos o las grandes empresas. Es justo en este momento que las políticas económicas implementan políticas de austeridad. La austeridad es una camisa de fuerza que aumenta el gasto público y con ello desalienta la reducción de empleo y la inversión de los empresarios hasta volcarse en un acto siniestro que impide la salida de la crisis; pero sucede todo lo contrario, la profundiza y el peligro de la disminución de los precios combinado con la recesión incide en la deflación, ésta, frente a la tasa de interés cero, profundiza un círculo perverso y con ello la incertidumbre y la fragilidad financiera.

Aun ante el ciclo económico se puede observar cómo la estabilidad y el crecimiento de la economía sienta las bases para la futura fragilidad. Lo económico, político y social se entrelazan en la fase ascendente hasta llegar a la euforia, y un día después, se inician los primeros síntomas de malestar: las quiebras bancarias, el cierre de empresas, el desempleo, las políticas de austeridad para satisfacer al capital rentista e iniciar la recesión. Justo en este momento es cuando el banco central puede perder el control de las tasas de interés y de inflación para caer en un círculo perverso, que sería la deflación acompañada de un escenario de incertidumbre y fragilidad en lo económico, político y social.

CICLO ECONÓMICO, BANCO CENTRAL Y TASA DE INTERÉS FRENTE A LA INCERTIDUMBRE Y EL FUTURO

La Teoría de la deuda-deflación de Fisher es el inicio para poder entender cómo el sobreendeudamiento resulta en una deflación de deuda, causas inherentes de la depresión y de la enfermedad que lleva a la gran depresión.

Las dos enfermedades interactúan y reaccionan entre sí. A la fecha, los patólogos han descubierto que un par de enfermedades simultáneas muchas veces resultan peores que cuando sólo actúan individualmente, o peores que la mera suma de ambas, por decirlo así. Y todos sabemos que una dolencia menor puede llevar a una mayor. En la misma forma que un catarro mal cuidado lleva a una neumonía, un sobreendeudamiento a la deflación [Fisher, 1933: 197].

Por lo cual, una de las medidas inmediatas que usa el banco central al presentarse la crisis es imprimir dinero, ampliar la liquidez para enfrentar las quiebras bancarias e incentivar la inversión frente a la caída de la producción. La pregunta surge: ¿realmente esta inyección de dinero tiene un

efecto en la producción o ayuda a incentivar la inflación? “Keynes respondió que sí, Friedman y los monetaristas dijeron no. Con tasas nominales de interés bajo, Keynes argumentó: ‘un suministro cada vez más alto de dinero no tiene efecto’. Ello es conocido como la trampa de la liquidez” [Eggertson, 2003].

El círculo perverso de la deflación es explicado por el presidente del Banco de Japón

[...] desde el punto de vista de las firmas, bajo la deflación, al no poder aumentar los precios de sus productos y servicios, sus ventas no aumentarán y las ganancias difícilmente crecerán. Entonces las firmas limitarán, lo más que se pueda, tanto los costos de mano de obra como las inversiones enfocadas a negocios. Para los hogares, debido a que los salarios no aumentarán, el consumo se verá limitado. Además, si en el futuro los precios disminuyen, estarán más propensos a aplazar lo más que se pueda el consumo. Estarán mejor si compran luego de que los precios disminuyan. Si el consumo se encuentra restringido de tal manera, las firmas se verán obligadas a reducir los precios de sus productos y servicios. Como resultado, un círculo vicioso de disminución de precios; disminución de ventas y ganancias, restricción en los salarios, un declive en el consumo y una disminución de precios, continuará [Kuroda, 2013: 2].

De ser la segunda economía a escala mundial a principios de los años noventa, Japón se convirtió en una economía en la que los precios dejaron de subir y repercutieron en la certidumbre de las ganancias.

Se entiende que la palabra “deflación” en lo general se refiere al estado en el que los precios disminuyen persistentemente. Desde la segunda mitad de 1990, la economía de Japón había estado en deflación por casi quince años [...] lo importante es que la deflación no solamente era un resultado de estancamiento económico, sino también la causa de que ese estancamiento se

prolongara. A saber, después de quince años de deflación, un comportamiento basado en el reconocimiento de que “los precios no subirían” o de que “los precios disminuirían moderadamente” ha sido impuesto en la economía” [Kuroda, 2013: 3].

a) Prosperidades, depresiones y nuevas combinaciones

Schumpeter utiliza una metáfora cuando hace alusión al desenvolvimiento económico:

¿Por qué no procede el desarrollo económico, en nuestro sentido, con la misma regularidad con que crecen los árboles, sino a intervalos? ¿Por qué presenta esas alzas y bajas características? [...] exclusivamente por no distribuirse igualmente en el tiempo las nuevas combinaciones, como podría suponerse por los principios generales de la probabilidad, sino que en caso de aparecer lo hacen de manera discontinua, en grupos o bandadas [Schumpeter, 1978: 249].

En efecto, la metáfora utilizada denota que en un sistema económico fundamentado en la propiedad privada, el crédito y una producción encaminada al mercado, características de un ciclo económico, están dadas por las propias fluctuaciones inherentes a su funcionamiento. Para este autor, la función del empresario como agente económico innovador va caracterizando las diferentes fases del ciclo económico. En el auge, la aparición de los empresarios en *masse* es continua y siempre demandan crédito. Pero aparecen nuevos empresarios en constante movimiento que desplazan a los anteriores, bajan los precios, finaliza el auge para unos y los nuevos adquieren terreno sobre los anteriores e inician mayores ganancias frente a los anteriores, que son desplazados por la innovación tecnológica. La aparición de un grupo de empresarios es lo que mantiene el auge del ciclo económico. Pero es en este

momento cuando Schumpeter menciona que aparece una deflación del crédito:

[...] la aparición de los resultados de las nuevas empresas conduce a una deflación de crédito, por hallarse ahora los empresarios posibilitados para pagar sus deudas y disponer de toda clase de incentivos para ello; y como no les substituyen otros prestatarios, esto conduce a la desaparición del poder de compra recientemente creado, exactamente en el momento preciso en que emerge su complemento en bienes, que desde ahora podrá ser producido repetidamente a la manera de la corriente circular. Esta tesis requiere cuidadosa salvaguarda. En primer lugar debe distinguirse esa deflación de otras dos especies del mismo fenómeno. La aparición de los nuevos productos debe resultar en una deflación, no sólo en relación con el nivel de precios del periodo de expansión, sino teóricamente también en relación con el del periodo precedente de depresión, aun en el caso de que no desaparecieran medios de pago por liquidación de deudas por parte de los empresarios, pues es evidente que la suma de los precios de los nuevos productos debe ser normalmente mayor que la cuantía de esas deudas. Esto tendría el mismo efecto que la liquidación de las deudas, si bien es sólo en menor cuantía; pero nos ocupamos ahora de los efectos de la reducción de deudas. La deflación ocurre también en una depresión que ha comenzado ya o es esperada por el mundo bancario, pues los institutos de crédito intentan en ese caso restringir los créditos. Este factor es de gran importancia práctica, y origina con frecuencia una crisis; pero es accesorio y no inherente al proceso. No pensamos aquí tampoco en ese factor, cuya existencia o importancia no pretendemos negar, sino sólo su papel causal primario. Digamos que contiene dos abstracciones que harán destacar lo esencial en forma clara, pero que excluyen influencias moderadas de gran importancia práctica [Schumpeter, 1978: 233-234].

Se ha retomado esta cita de Schumpeter porque en el fondo se está planteando la importancia del desenvolvimiento

de la economía contraria al crecimiento del árbol. Esta metáfora implica un crecimiento desordenado en el propio ciclo económico. Hay una línea quebrada de nuevas combinaciones que implican al endeudamiento como la forma necesaria para ampliar las nuevas combinaciones, y en consecuencia, mayores ganancias. Al mismo tiempo se destruyen y salen combinaciones exitosas frente a las nuevas innovaciones en el mercado. La deflación viene a ser una parte inherente al propio ciclo económico en relación con el auge y la propia crisis. Siguiendo al autor al referirse al ciclo económico y al auge, señala lo siguiente:

Si el lector piensa en lo dicho hasta ahora y lo somete a la prueba de los hechos, o de los argumentos de cualquier teoría de las crisis o del ciclo, comprenderá cómo el auge (que ha sido ya explicado) crea de sí mismo una situación objetiva que, desdeñando todos los elementos fortuitos y accesorios, pone fin al auge, conduce con facilidad a una crisis, y necesariamente a una depresión, y de ahí a una posición temporal de firmeza relativa, y de ausencia de desenvolvimiento. Podemos denominar a la depresión como tal, el proceso "normal" de liquidación y reabsorción, y "proceso anormal de liquidación" al curso de los hechos caracterizado por la irrupción de una crisis (pánico, destrucción del sistema crediticio, epidemia de quiebras, y sus consecuencias ulteriores) [Schumpeter, 1978: 236].

¿Cuáles son los mecanismos para salir de la deflación? Sin lugar a dudas que el banco central y el manejo de interés tendrán una importancia vital para la recuperación de la economía. Es a partir de este momento que las combinaciones nuevas serán liquidadas y destruidas para dar paso a otras nuevas. Una "destrucción creativa" donde el crédito es fundamental junto con la tasa de interés. La deflación viene a ser una característica de la depresión.

b) Importancia de la tasa de interés frente a la deflación

La importancia de la tasa de interés tiene una relación estrecha entre la demanda efectiva, el empleo y el crédito, como parte fundamental del sistema económico capitalista. Keynes [1983: 199] menciona que la tasa de interés lleva la batuta “[...] pues es la mayor de las tasas la que la eficiencia marginal de un bien durable de capital debe alcanzar para que pueda volver a producirla [...]”. Por tanto, en su libro *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, la importancia del banco central es esencial, dado que por medio de la tasa de interés se incentiva la demanda agregada, el empleo, el consumo y el crecimiento de la producción. Pero hay un punto donde la tasa de interés en función del ciclo económico puede llegar a una tasa cero, cuyo efecto, no importa la cantidad de dinero que emita el banco central, propiciará la trampa de la liquidez y con ello la deflación.

Uno de los puntos centrales en la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* es el equilibrio que debe haber entre la eficiencia marginal de capital y el rendimiento probable del precio de oferta de un bien de capital. Es decir, las expectativas psicológicas, o sea, el estado de las expectativas a largo plazo del inversionista, permitirá una mayor demanda de dinero-crédito para nuevas inversiones, siempre y cuando haya una rentabilidad mayor a su inversión. Por tanto, la tasa de interés a la cual el inversionista demanda el crédito para nuevas inversiones permitirá no solamente mayores inversiones, sino más empleo y un aumento en la demanda agregada.

Uno de los capítulos fundamentales en la obra citada es precisamente *el incentivo para invertir*,⁴ donde el futuro se puede observar con optimismo y se da un círculo virtuoso.

⁴ Título que corresponde al libro IV de la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* de John M. Keynes publicado en 1936.

Se podría sumar a esta afirmación lo que Schumpeter describe cuando se dan las múltiples combinaciones, la demanda de crédito corresponde a nuevas innovaciones de los empresarios. Hay una relación de causalidad entre la demanda de crédito por parte del sector empresarial y la compra de títulos, que estaría respondiendo en determinado momento a la demanda de crédito por parte de los empresarios ante las nuevas combinaciones.

La innovación permitiría un constante aumento de crédito, hasta el punto donde las mismas empresas pueden solventar perfectamente el esquema de pagos. En ese momento las empresas con un perfil de financiamiento “cubierto” tienen acceso al crédito sin mayor problema. Sin embargo:

la mayoría de los prestatarios caen en lo que Minsky llama un perfil “especulativo”, que significa que la empresa puede no tener suficientes flujos de efectivo como para hacer frente a sus pagos de deuda en todo momento, pero que podrá cumplir en el plazo que abarca el préstamo o el proyecto de inversión [Kregel, 2006: 317].

En el largo plazo, cuando la empresa no puede cumplir con sus deudores y el proyecto que fue financiado por los prestamistas presenta una fragilidad financiera para continuar con la estabilidad de la empresa, es necesario contratar crédito para pagar deudas anteriores. Llegará un punto en que el empresario demande crédito para enfrentar a sus acreedores y los bancos dejen de tener confianza en la empresa. Ante una situación de un financiamiento Ponzi, la expansión económica se frena, se hace evidente la fragilidad económica y los prestatarios venden sus activos para enfrentar los pasivos. Se presenta una deflación de los títulos de las empresas y lo que Fisher [1933] denomina “teoría de la deuda-deflación” de las grandes depresiones.

Keynes define la deflación en *A Track on Monetary Reform* (1923) de manera tajante:

La deflación, como ya se ha visto, involucra la transferencia de recursos del resto de la comunidad a la clase rentista y a todos los poseedores de títulos de dinero; así como la inflación involucra lo contrario. Particularmente, involucra una transferencia de todos los prestatarios, esto es, de comerciantes, fabricantes y agricultores, a los prestamistas; del activo al inactivo [Keynes, 1923: 143].

Posteriormente, Minsky [1986: 135] aclara que “[...] de la teoría de *The General Theory*, sin embargo, la deflación de los precios era un síntoma y parte del proceso que llevaba a la severidad de una depresión; no era la causa de la depresión”. Ello confirma que la deflación es el síntoma de la fragilidad financiera y parte del proceso de la depresión.

c) Rentabilidad, inestabilidad financiera y prestamista de última instancia

Los bancos promueven el endeudamiento de las empresas para buscar cada vez más rentabilidad, incluso otorgando créditos difíciles de pagar, en espera de que la empresa supere sus ventas y con ello sus pagos. El objetivo de la búsqueda de rentabilidad por los bancos, la ganancia, lleva implícita la inestabilidad financiera. Los bancos siempre querrán animar a sus clientes a contratar más deuda para aumentar las transacciones financieras. A ello se suma que la innovación financiera en el mercado de capitales acelera en un principio las operaciones y las ganancias, no obstante que en el futuro cercano se asomen estructuras financieras frágiles y la inestabilidad financiera [Minsky, 1992].

Las empresas pasan de un financiamiento con cobertura a uno especulativo hasta llegar a un financiamiento Ponzi. Este último denota la crisis y posteriormente el pánico, en tanto se presenta una deflación inmediata de deuda. Minsky señala al respecto:

Si se le permite ganar *momentum*, la crisis financiera y la subsecuente deflación podría, durante algún tiempo, sobrepasar la capacidad estabilizadora, tanto financiera como de ingresos, del Big Government. Incluso si no hubiera acción de parte de prestamistas de último recurso que resultaran efectivos, el Big Government eventualmente produciría la recuperación, pero, en el intervalo, el alto precio a pagar sería en forma de ingreso perdido y de valores de activos en colapso [Minsky, 1986: 44].

Para salir de la deflación Minsky acude al Big Government y la necesidad del déficit público:

No obstante, el déficit público y las intervenciones de los prestamistas de último recurso que evitan las consecuencias de las estructuras financieras frágiles, llevan con el tiempo a la inflación. La inflación permite que las firmas, los hogares y las instituciones financieras cumplan con los compromisos denominados en dólares que no podrían cumplir si los precios fueran estables [Minsky, 1986: 239].

Al hablar del Big Government en una economía capitalista, el papel del banco central como prestamista de última instancia, tanto para lograr capitalizar a los bancos y las grandes corporaciones, se vuelve indispensable. El banco central orientará tanto la política monetaria, la fiscal y la financiera para salir de la depresión. La deflación de deuda que se presenta después de la euforia implica necesariamente la participación del prestamista de última instancia. La intervención del banco central y la necesaria capitalización de los bancos y

empresas es indispensable para detener la recesión y la depresión antes de llegar a la deflación de salarios y precios de las mercancías de manera generalizada.

Fisher ha descrito este proceso por medio de la metáfora del barco, que es indispensable:

Para hacer otro símil, un desastre como este se parece a un barco que "zozobra"; en condiciones ordinarias, está cerca del equilibrio estable, sin embargo cuando se inclina más allá de cierto ángulo pierde esta tendencia a regresar al equilibrio y toma, por el contrario, una tendencia a alejarse de él [Fisher, 1933: 191].

Y es en este punto que el prestamista de última instancia debe financiar el déficit utilizando sus reservas o mediante la emisión de dinero. Además de atacar lo que suele suceder, que viene a ser el "[...] mayor de los secretos de casi todas las depresiones: entre más pagan los deudores, más deben [...]. Mientras más se incline el barco de la economía [...] la tendencia no es a enderezarse [...] sino a volcarse" [Fisher, 1933: 197].

Para terminar, Minsky ahonda en que la estabilidad financiera sienta las bases de la futura inestabilidad, y a partir de un proceso deflacionario se crean las bases para la futura estabilidad. Hay dos teoremas que explican tanto la prosperidad como la inestabilidad.

El primer teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que la economía tiene regímenes de financiamiento con los cuales es estable y regímenes en los cuales es inestable. El segundo teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que durante los periodos de prosperidad prolongada, la economía va de relaciones financieras que hacen un sistema estable, a relaciones que generan uno más inestable [Minsky, 1992: 8].

Sin olvidar que "[...] un crecimiento en la proporción del financiamiento Ponzi, para que deje de ser un evento raro, es indicativo de que la fragilidad de la estructura financiera se encuentra en una zona peligrosa cercana a la deuda-deflación" [Minsky, 1986: 417].

DE LA GRAN RECESIÓN A LA DEFLACIÓN

Burdeken y Siklos [2004] mencionan que los estudios sobre deflación en relación con la política monetaria, en muchos sentidos, están todavía en la infancia. El mismo enunciado es ratificado por Guillén [2004] cuando menciona que:

[...] la persistencia y agudeza de los procesos inflacionarios experimentados en la década de los años setenta y ochenta, así como la prioridad concedida por la política económica gubernamental a la lucha contra la inflación, explican, pues, la despreocupación por analizar el surgimiento de fuerzas deflacionistas en la economía mundial [Guillén, 2000: 103].

En décadas recientes, el pensamiento hegemónico se ha dedicado a controlar la inflación, pero difícilmente ha tomado la deflación como una parte inherente al propio ciclo económico, como lo hicieron Fisher, Schumpeter, Keynes y Minsky. Los estudios recientes sobre deflación han estado orientados al caso de Japón. Y es precisamente en el análisis del manejo de su política monetaria durante los años ochenta que el Banco de Japón ha sido culpado por la deflación de la década de los noventa que se prolonga hasta el día de hoy.

Al respecto, el fracaso al no haber resuelto el rompecabezas de la inflación mediante de las políticas monetarias implementadas por el Banco de Japón, ocasionó que el país dejara de ser la segunda economía más importante después de Estados Unidos para el inicio del presente siglo.

El gran acertijo de los noventa es la razón por la cual, sin importar los antecedentes de desempleo y deflación, el Banco de Japón no pudo hacer crecer la cantidad de dinero y, así, recuperarse, reducir la inflación y estabilizar el empleo. Algunas veces el miedo a la inflación se da como una respuesta, pero Japón ha sido testigo de las duras caídas que se dieron en la primera mitad de los noventa, así como de la fuerte deflación de la segunda. Cuando los precios crecen y hay inflación, se sabe que la política monetaria es demasiado holgada y se genera además demasiado dinero. Entonces el banco central necesita ser más severo. Cuando los precios caen y hay deflación, el banco central tiene la responsabilidad de generar mayor poder adquisitivo. En general, el trabajo del banco central es crear una cantidad suficiente de dinero para mantener la tasa de crecimiento actual cerca del potencial y, así, evitar la inflación y la deflación [Werner, 2003: xi].

Japón sirve de ejemplo para evaluar las medidas de austeridad para controlar la inflación. Por otro lado, los instrumentos de reducción del gasto público para enfrentar al pago de crecientes deudas ha orillado a las economías de los países de la periferia de la Unión Monetaria a una deflación persistente, lo cual fue mencionado en la última reunión del FMI en la primavera de 2014, creando junto con la frágil estructura financiera en los países desarrollados una inestabilidad financiera difícilmente superada por las intervenciones de los bancos centrales. Hoy, la caída de los precios de los bienes en los mercados financieros, el desempleo en la Unión Europea y la frágil recuperación económica ponen a discusión la política monetaria de metas de inflación, así como la tasa de interés cero que ha prevalecido incluso desde antes que iniciara la Gran Crisis. Se podría decir que la inyección de dinero billonaria para detener las quiebras bancarias inducidas por los bancos centrales un día después que comenzó el pánico financiero y la crisis económica, logró momentáneamente, hasta marzo de 2009, detener la caída del ciclo

económico e iniciar la recuperación hacia el crecimiento económico. A pesar del optimismo en el periodo posterior a la crisis, la Gran Recesión se hizo presente. Las deudas soberanas crecieron y las medidas de austeridad para garantizar el pago de las deudas a los inversionistas institucionales en los mercados financieros propiciaron un círculo vicioso. El pago de las deudas inició una escala ascendente y se volvieron impagables, las políticas de austeridad profundizaron la Gran Recesión y las tasas de interés negativas indujeron a las economías a la trampa de la liquidez. La deflación se avizora como un punto de alarma para los bancos centrales en el ámbito internacional.

Las políticas de austeridad desde la disrupción del sistema monetario de Bretton-Woods responden a la tarea de todo banco central para ejercer el control de la inflación. Los bancos centrales tuvieron como paradigma ser guardianes de la inflación a partir de los años ochenta. La custodia de la inflación se transformó en políticas de metas inflacionarias, sin importar en mucho el crecimiento o el desarrollo económico de los países. A partir de la ola de reformas económicas y financieras, el manejo de la tasa de interés y la tasa de inflación prevaleció por arriba de cualquier precepto del papel del banco central como procurador del empleo, creador de déficit y proveedor de ganancias para el sector privado.

En el transcurso de casi cuarenta años los programas de austeridad implementados por el FMI posteriores a las crisis recurrentes han incidido en procesos deflacionarios. El porqué es importante este enunciado responde a la reducción de la demanda agregada. El mismo Bernanke antes de llegar a presidir la Reserva Federal de los Estados Unidos definió la deflación:

Las fuentes de la deflación no son un misterio. La deflación es, en la mayoría de los casos, un efecto colateral de la caída en la demanda agregada —una caída tan severa en el gasto, que

los productores deben bajar sus precios de manera permanente para poder tener compradores. De igual manera, los efectos económicos de un episodio deflacionario, en su mayor parte, son similares a los de cualquier otra caída grave en el gasto agregado —como son recesión, aumento del desempleo y estrés financiero [Bernanke, 2002].

Hoy la deflación se presenta a partir del seguimiento de las variables macroeconómicas y específicamente en la caída de los activos financieros.

CONCLUSIONES

Es importante mencionar el señalamiento de la revista *The Economist* en torno al fin de la recesión y la supuesta salida de la deflación, pero también es necesario preguntarse si los países están listos para enfrentar la siguiente recesión. A partir del inicio de la crisis de 2007, el periodo comprendido de casi una década, en el que todos los analistas políticos, académicos y la sociedad misma han coincidido en señalar a estos años como el periodo comprendido entre de la Gran Crisis a la Gran Recesión, la deflación se ha presentado no sólo en los activos financieros como lo señalaron Schumpeter, Keynes y Minsky, sino en una caída abrupta de los precios de las materias primas y del desequilibrio en los mercados internacionales.

Por ello, ante los brotes verdes del panorama mundial, *The Economist* menciona que “[...] la batalla había sido prolongada y ardua por parte de los países desarrollados [...] pero al observar las previsiones del FMI de un crecimiento de 2% y el aumento de la tasa de interés anunciado por la Reserva Federal de Estados Unidos [...] se podría señalar [...] que si se observaba a través de las variables macroeconómicas el maltrato sufrido

por las economías del mundo desarrollado [...] se vislumbraba que la lucha en contra del caos financiero y la deflación había terminado [*The Economist*, 2015].

La deflación persiste, no obstante que se quiera cubrir con algunos brotes verdes en las economías europeas y en Estados Unidos.

La deflación va más allá de una caída de los activos financieros y los precios de las materias primas. Las políticas contraccionistas profundizaron la deflación y develaron otra problemática. Un aumento inusitado en los indicadores de las bolsas de valores en el ámbito mundial frente al anuncio del incremento en las tasas de interés que desde el inicio de la Gran Crisis han estado no sólo en cero, sino que incluso han llegado a ser negativas; en sí, la economía mundial se enfrenta con problemas no resueltos, como son los renegociaciones de las deudas soberanas, el desequilibrio en los mercados financieros y el regreso a un nuevo ciclo económico ascendente.

BIBLIOGRAFÍA

- Bernanke, B.S. [2000], “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?” en R. Mikitani y A. Posen (eds.), *Japan's Financial Crisis and its Parallels to U.S. Experience*, Washington, DC, Instituto Internacional de Economía.
- _____. [2002], *Deflation: Making Sure “It” Doesn't Happen Here*, Washington, DC, Club Nacional de Economía, 21 de noviembre, <<http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm>>.
- Burdekin, R. y P. Siklos [2010], *Deflation: Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, Estados Unidos.

- Eggertsson, G. B. [2003], *How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsible*, Fondo Monetario Internacional, documento 64, marzo.
- Fisher, I. [1933 (1999)], "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econométrica*, vol. 1, núm. 4, octubre, pp. 337-357. Reproducido en español con el título "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones", revista *Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía*, vol. 30, núm. 119, octubre-diciembre, traducción Lauro Medina Ortega, revisado por Arturo Guillén Romo, pp. 189-210.
- Fondo Monetario Internacional [2014], *World Economic Outlook-Recovery Strengthens, Remains Uneven*, Washington, DC, abril.
- _____ [2013], "Japan: Concrete fiscal, growth measures can help exit deflation", *Survey Magazine: Countries & Regions*, 5 de agosto <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/CAR080513A.htm>>.
- Guillén, A. [2000], *México hacia el siglo XXI. Crisis y modelo económico alternativo*, México, UAM, Plaza y Valdés.
- _____ [2004], "Deflación y mercados financieros" en E. Correa y A. Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, t. II. Ciudad de México, Senado de la República, LIX Legislatura, Facultad de Contaduría y Administración (UNAM), UAM-Iztapalapa, Universidad Autónoma de Zacatecas, Porrúa.
- Keynes, J. [1923], *A Tract on Monetary Reform*, Londres, Macmillan and Co., Limited St. Martin's Street, 1924.
- Kregel, J. [2006], "Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo" en E. Correa y A. Girón, *Reforma financiera en América Latina*, Clacso, Buenos Aires, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.
- Kuroda, H. [2013], "Overcoming deflation and after", discurso en la Reunión de Consejeros de Nippon Keidanren,

- Federación Empresarial de Japón en Tokio, director del Banco de Japón, 25 de diciembre <<http://www.bis.org/review/r131227a.pdf>>.
- Minsky, H. [1994], *The Debt Deflation Theory of Great Depressions*, Instituto Levy de Economía de la Universidad de Bard <http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1158&context=hm_archive>.
- _____ [1999], "Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas II" en la revista *Problemas del Desarrollo*, vol. 30, núm. 119, Ciudad de México, IIEC-UNAM, octubre-diciembre 1999.
- _____ [1992], "The Financial Instability Hypothesis", documento núm. 74. The Jerome Levy Economics of Bard College, mayo. Preparado como libro de consulta de *Radical Political Economy*, editado por P. Arestis y M. Sawyer, Edward Elgar, Aldershot, 1993.
- _____ [2008], *Stabilizing an unstable economy*, McGraw Hill, Yale University Press.
- _____ [2010], "La hipótesis de la inestabilidad financiera", J. Bielsa (trad.) en *Revista de Economía Crítica*, núm. 9, primer semestre 2010.
- Schumpeter, J. A. [1978], *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- _____ [1942], *Capitalism, Socialism and Democracy*, Nueva York, Harper & Brothers.
- Tcherneva, P. [2010], *Bernanke's Paradox: Can He Reconcile His Position on the Federal Budget with His Recent Charge to Prevent Deflation?* Instituto Levy de Economía de la Universidad de Bard, documento 636, noviembre <<http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1327>>.
- The Economist* [2015], "Watch out", junio, 13.

Warner, J. [2014], "Central banks are incubating the IMF is disinclined to see" en *The Telegraph*, 7 de marzo <<http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/john-warner/10750821/Central-banks-are-incubating-sis-the-IMF-is-disinclined-to-see.html>>.

Werner, R. [2003], *Princes of the Yen: Japan's central bank and the transformation of the economy*, Estados Unidos. Ed. East Gate.

Wolf, M. [2014], "The spectre of eurozone deflation", *Financial Times*, 11 de marzo <<http://www.ft.com/cms/s/0/ee12cf52-a84a-11e3-a946-00144feab7de.htm#edition=intl#axzz2ygz4cpgt>>.

Wray, L. R. [2011], "Minsky's Money Manager Capital and the Global Financial Crisis", documento número 11, Instituto Levy de Economía de la Universidad de Chicago, marzo.