

FOCUS · Inflación: un fenómeno monetario

Tal y como dijo Milton Friedman una vez: «La inflación es siempre y en cualquier lugar un fenómeno monetario». Analicemos, pues, bajo este prisma, la evolución reciente de la inflación y los posibles riesgos de que esta permanezca de forma sostenida en niveles demasiado bajos.

Según la teoría cuantitativa del dinero, los precios varían proporcionalmente con la oferta monetaria. Esta relación se sustenta con la identidad de que el valor de las transacciones que se llevan a cabo en una economía es igual a la cantidad de dinero existente en esa economía multiplicado por las veces que ese dinero cambia de manos (lo que llamamos la velocidad de circulación del dinero).⁽¹⁾ Con base en el supuesto de que la velocidad del dinero es relativamente constante, un crecimiento de la oferta monetaria en línea con un crecimiento de la actividad económica implica estabilidad de precios. Por el contrario, si la oferta monetaria crece más rápidamente que la actividad económica, esto genera presiones al alza en los precios, es decir, inflación.

En el primer gráfico observamos la evolución histórica para la eurozona de la variación de la oferta monetaria (M3) no respaldada por el crecimiento económico (la diferencia entre el crecimiento de la oferta monetaria y del PIB) y la inflación subyacente. Como se advierte, parece existir cierta relación positiva entre ambas variables a largo plazo. La correlación contemporánea se encuentra ligeramente por encima del 60%. Sin embargo, a corto plazo, y de forma transitoria, la relación entre ambas variables puede debilitarse si otros factores entran en juego. La velocidad del dinero, por ejemplo, suele fluctuar a lo largo del ciclo económico. En momentos de elevada incertidumbre en los que las preferencias por el ahorro y la liquidez pueden aumentar súbitamente, la velocidad del dinero se reduce y la oferta monetaria puede aumentar sin que ello se traduzca a corto plazo en un aumento de los precios.

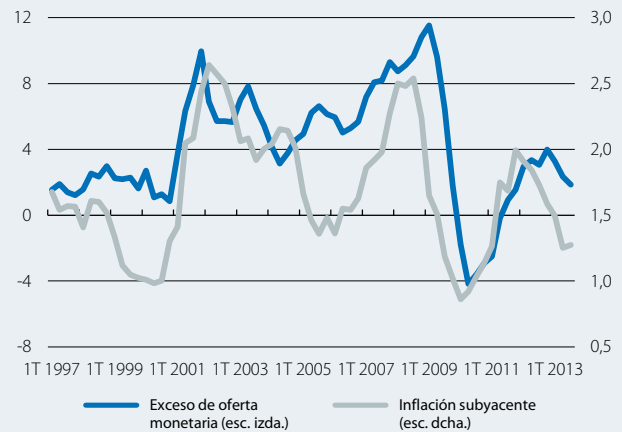
En el contexto actual, con una tasa de inflación que se encuentra en niveles relativamente bajos y en el que, de momento, las señales de que inicie una senda alcista son más bien escasas, la tendencia bajista reciente de la oferta monetaria no invita al optimismo.

Parte del descenso que está experimentando la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es resultado de un menor exceso de liquidez en el sistema. A medida que la reactivación económica se ha ido afianzando en los últimos trimestres, las entidades financieras han reducido las holgadas posiciones de liquidez que acumularon en los

momentos más álgidos de la crisis con motivo de precaución. La rápida caída del exceso de liquidez también se debe a la caída de las reservas bancarias. Los bancos aceleraron el ritmo de devoluciones de los préstamos LTRO para hacer frente al *Asset Quality Review* que llevará a cabo el BCE este año. De hecho, la rápida bajada de la liquidez llegó a generar algunos repuntes del EONIA a finales de diciembre de 2013. El BCE, por tanto, debe mantenerse muy alerta y volver a actuar si la situación actual se enquistara. Una tasa de inflación demasiado baja dificulta el proceso de desapalancamiento y la posibilidad de que los países periféricos sigan ganando competitividad a través de la contención de precios y salarios.

Inflación subyacente y exceso de crecimiento de la oferta monetaria

Variación interanual (%)

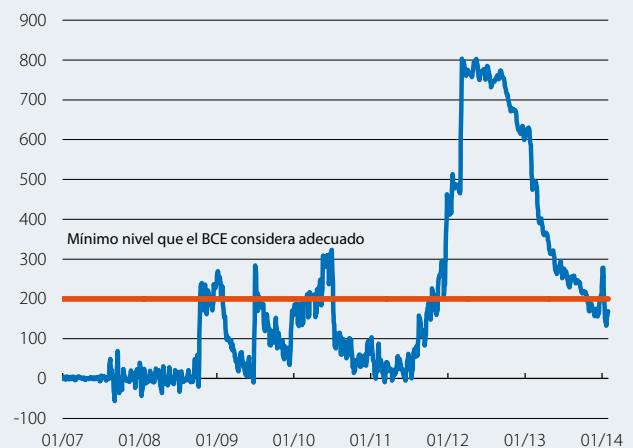


Nota: Exceso de crecimiento de la oferta monetaria: diferencia entre el crecimiento de la oferta monetaria (M3) y el crecimiento del PIB.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE y Eurostat.

Exceso de liquidez de los bancos en el BCE

(Miles de millones de euros)



Nota: Promedio de los últimos 5 meses de los depósitos de los bancos comerciales en el BCE menos lo requerido por la institución.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

(1) $M \times V = P \times Y$ o $dM + dV = dP + dY$. Donde M es oferta monetaria (dM son las variaciones en esa variable), V es la velocidad de circulación del dinero, P son los precios e Y el PIB en términos reales.