

Deflación, inflación y el dilema de la política monetaria

Una de las características más sorprendentes de la actual situación económica es la coincidencia en el tiempo de unas tasas de inflación muy bajas, coqueteando con la deflación, y unas políticas monetarias excepcionalmente expansivas. Se trata de una circunstancia anómala tanto desde la perspectiva teórica como empírica.

Desde la vertiente conceptual, las teorías de la inflación nos indican que, tras las políticas monetarias ultraexpansivas llevadas a cabo por los principales bancos centrales, deberíamos asistir a un crecimiento vigoroso de los precios o, como mínimo, a un repunte de las expectativas de inflación. En términos empíricos, por otro lado, la correlación entre la creación de dinero en exceso del crecimiento real de la economía y el crecimiento de los precios está profusamente documentada desde hace años. ¿Cómo podemos explicar, por tanto, la extraordinaria coyuntura actual?

Una primera explicación sería que el momento que viven las economías occidentales es absolutamente inédito, tras experimentar a lo largo de los últimos años la Gran Recesión, la mayor contracción económica desde la Gran Depresión del siglo pasado. Según esta visión, la existencia de una gran brecha de producto, el diferencial entre el potencial de la economía y la demanda agregada efectiva, explicaría la gran debilidad de la inflación, que presumiblemente sería temporal.

Otra visión, complementaria en parte con la anterior, enfatiza que los serios impactos adversos de la Gran Recesión en los intermediarios y en los mercados financieros han debilitado el canal de transmisión monetario, de tal modo que las grandes expansiones de los balances de los bancos centrales no se han traducido, de hecho, en aumentos de la oferta monetaria y del crédito a la economía.

Un tercer punto de vista, algo más complejo, sostiene que, si se analiza el fenómeno con mayor perspectiva histórica, la presencia simultánea de una muy baja inflación y de políticas monetarias expansivas no es contradictoria. Lo que ocurre, según esta tesis, es que la situación actual es, precisamente, el resultado de largos años de políticas monetarias excesivamente laxas. Estas políticas alimentaron un crecimiento excesivo de la economía, con un empuje de la demanda basado en el crédito y en la deuda que no se tradujo en inflación debido a la combinación de diversos factores: la presión a la baja sobre los precios de los bienes de consumo que ejercía la globalización de los mercados, la credibilidad antiinflacionaria lograda por los bancos centrales, y el hecho de que una parte importante de la liquidez se dirigiera a mercados de activos reales y financieros, lo que provocó burbujas especulativas recurrentes en dichos mercados.

Según esta teoría, los años de políticas laxas han generado una gran expansión de la capacidad productiva y un sobreendeudamiento de los agentes económicos. Ambos factores presionan hoy la inflación a la baja. Además, las agresivas reducciones de tipos en cada ocasión en que el estallido de las burbujas de activos generaba una contracción económica, acabaron conduciendo a las políticas monetarias a un callejón sin salida, con tipos de interés de intervención prácticamente nulos y sin más alternativa que acudir a la expansión de los balances de los bancos centrales mediante la compra directa de títulos en los mercados.

Sea como fuere, querido lector, el Dossier de este ejemplar del *Informe Mensual* desea contribuir modestamente a este importante debate con un examen detenido de estas, y otras, explicaciones alternativas. Con el convencimiento de que el análisis riguroso y sistemático es un requisito indispensable para alcanzar un buen diagnóstico de uno de los principales dilemas a los que se enfrenta la política económica actual.

Jordi Gual
Economista jefe
31 de enero de 2015