

## EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

## Inflación a la baja y riesgo de deflación

Los últimos datos de inflación están sorprendiendo a la baja en las principales economías del globo. En la eurozona, la tasa de inflación descendió hasta el  $-0,2\%$  en diciembre, dejando el promedio para 2014 en el  $0,4\%$ . En el Reino Unido, a pesar de que la tasa de crecimiento sorprendiera al alza en 2014, la inflación ha mantenido una tendencia claramente decreciente hasta situarse en el  $0,5\%$  en diciembre, el registro más bajo en 15 años. EE. UU. se encuentra en una situación similar. Cuando parecía que la recuperación económica finalmente empezaba a tomar cuerpo en la mayoría de economías avanzadas, el fantasma de la deflación ha vuelto a reaparecer en escena.

*Per se*, un escenario en el que los precios bajan no necesariamente es perjudicial para la evolución de la actividad económica. Si el coste nominal de los factores de producción, léase capital y trabajo, se pudiera ajustar al mismo ritmo que el de los precios, la evolución de la actividad económica no debería verse afectada. Sin embargo, esto no es así. Los salarios, por ejemplo, en muchos casos son difíciles de ajustar a la baja. En estas circunstancias, si los precios cayeran de forma sostenida, muchas empresas podrían verse en aprietos.

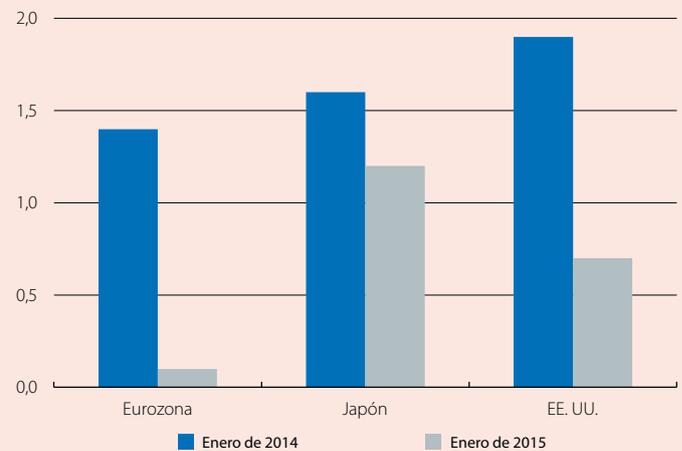
Son igualmente preocupantes las derivadas que un escenario de caída sostenida de precios pueda tener sobre el coste del capital: si los precios caen y el tipo de interés nominal no se ajusta a la baja, el tipo de interés real aumenta. Para compensar la caída de los precios y mantener el tipo de interés real constante, hay que disminuir el tipo de interés nominal. Pero, ¿hasta qué nivel puede disminuir el tipo de interés nominal? ¿Es posible situarlo en tasas negativas?

En parte, esta pregunta ha quedado respondida recientemente. El BCE, por ejemplo, situó el tipo de interés de la facilidad de depósito en el  $-0,10\%$  en junio de 2014 y volvió a bajarlo hasta el  $-0,20\%$  en septiembre. Unas decisiones que, hasta hace muy poco tiempo, parecían impensables. Otros bancos centrales han seguido un camino similar, como el suizo y el danés. Asimismo, ya hay varios activos de renta fija que tienen un tipo de interés nominal negativo. Por ejemplo, la deuda pública alemana con vencimiento inferior a dos años cotiza en el mercado secundario con un tipo de interés negativo de forma más o menos sostenida desde hace seis meses.

Por lo tanto, en la práctica, ya hace varios meses que los tipos de interés han roto la barrera psicológica del  $0\%$ . Sin embargo, el escenario que los economistas tememos de verdad es aquel en el que la caída de los precios acaba haciendo mella en las expectativas de los hogares y las empresas sobre la evolución futura de estos. En el caso de los hogares, por ejemplo, si anticipan que los precios van a caer de forma sostenida, y el tipo de interés nominal no se ajusta a la baja, pospondrán sus decisiones de consumo e inversión, ya que aumentará el tipo de interés real y, por tanto, también la compensación por sus ahorros. En este escenario, de todas formas, el papel que pueda jugar el tipo de interés nominal puede ser limitado, puesto que, a medida que este se ajusta a la baja, los hogares cambiarán la composición de su cartera hacia activos más arriesgados para obtener una mayor rentabilidad. Además, si el tipo de interés nominal se acaba situando en terreno negativo, puede aumentar la preferencia por el dinero en efectivo, dado que este tendría un tipo de interés real positivo (la capacidad de compra de un billete o una moneda aumenta con el tiempo si los precios caen), aunque ello conlleve unos costes de almacenamiento y de seguridad importantes.

La disyuntiva a la que se enfrentarían las empresas sería similar. En un escenario de expectativas de caídas sostenidas de los precios y en el que el tipo de interés nominal se sitúa muy cerca de cero o en terreno negativo, estas también tenderán a posponer las decisiones de inversión. Todo ello deprimiría la economía y presionaría los precios a la baja todavía más, lo que generaría la temida espiral deflacionista.

## Evolución de las previsiones de inflación para 2015 (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos del Consensus Forecast.

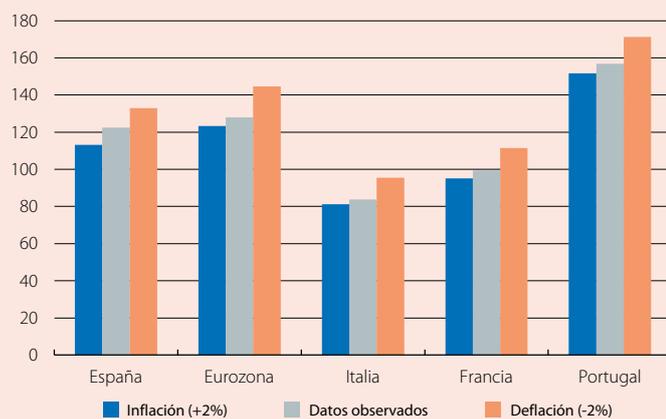
Existen importantes indicios, sin embargo, que hacen pensar que la situación actual de las economías desarrolladas y, en particular, de la eurozona, no es la antesala de una deflación. En primer lugar, es obligado apuntar que, en gran medida, la caída de la inflación que se ha producido durante los últimos meses se ha debido a la caída del precio del petróleo. En la eurozona, por ejemplo, de los 0,6 p. p. que se ha reducido la tasa de inflación entre julio de 2014 y diciembre de 2014, el componente de carburantes ha contribuido de forma directa en 0,5 p. p. De hecho, la inflación subyacente (sin alimentos ni energía) se ha mantenido prácticamente estancada en el 0,7% durante este mismo periodo. En los próximos meses es de esperar que, poco a poco, se vayan materializando los efectos indirectos del descenso del precio del petróleo, con bajadas en los precios de los bienes manufacturados intensivos en petróleo y los servicios de transporte. Según estimaciones del BCE,<sup>1</sup> dos tercios del impacto de la reducción del precio del petróleo se manifiestan a través de los efectos directos y un tercio a través de los efectos indirectos. En cualquier caso, la presión a la baja del precio del petróleo sobre la tasa de inflación irá desapareciendo durante los próximos meses, a medida que el efecto de base se vaya diluyendo.

En segundo lugar, el dinamismo que presenta el consumo privado y la inversión en muchas economías avanzadas muestra que ni los consumidores ni las empresas parecen estar postergando decisiones de consumo e inversión, más bien lo contrario. Aunque con importantes diferencias entre países, parece que finalmente se están empezando a aprovechar las buenas condiciones de financiación para llevar a cabo las decisiones de consumo e inversión postpuestas durante la recesión.

Con todo, hay dos factores que hacen que en aquellos países que todavía tienen ajustes macroeconómicos pendientes se siga con especial atención, y preocupación, la evolución de la inflación. Por un lado, muchos de ellos deben mejorar la competitividad para relanzar su sector exportador y, así, poder reequilibrar su posición exterior. Un contexto de inflación baja, o desinflación, en los socios comerciales hace que sea difícil seguir ganando competitividad por la vía de la contención salarial y de los precios (devaluación interna). El segundo factor es el proceso de desapalancamiento que muchos países desarrollados todavía están llevando a cabo. Como puede apreciarse en el segundo gráfico, el impacto que tiene un escenario de inflación moderada, o de deflación, sobre la evolución de la ratio de deuda sobre el PIB no es despreciable. Sirva de ejemplo el hecho de que si la inflación en España se hubiera mantenido en el 2% desde 2010, la deuda de las empresas no financieras sobre el PIB habría cerrado 2014 en el 113%, 9 p. p. por debajo de lo que ha sucedido en realidad. Por el contrario, en un escenario con una inflación promedio del -2%, la deuda sobre el PIB sería del 133%, 11 p. p. por encima de lo observado.

### Deuda de las sociedades no financieras en el 1T 2014 en distintos escenarios de inflación

(% del PIB)



**Nota:** Los escenarios asumen una inflación (o deflación) anual del +2% (-2%) desde 2010.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

nómica nos invita a pensar que debería ir remontando. No obstante, hay que mantener la cautela. La efectividad de las políticas llevadas a cabo hasta ahora no ha sido la esperada, y un escenario de deflación, aunque parezca poco probable, podría tener graves consecuencias.

Además, en estos países se observa con especial preocupación la falta de instrumentos de política económica para poder relanzar la inflación. ¿Cómo puede ser que, con los tipos de interés en mínimos y tras las inyecciones de liquidez que los principales bancos centrales de los países desarrollados han llevado a cabo, la inflación se mantenga tan baja? También resulta sorprendente que en numerosos países, como por ejemplo, Alemania, el Reino Unido y EE. UU., donde parece que la tasa de paro está cerca de la tasa de equilibrio y que el *output gap* está prácticamente cerrado, la tasa de inflación subyacente se mantenga muy baja. Estas cuestiones se analizan con detalle en los artículos «Inflación: ¿solo un fenómeno monetario?» y «Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?», del presente Dossier.

En definitiva, muchos de los países desarrollados están pendientes de la inflación, y, más allá del efecto temporal que el precio del petróleo está imprimiendo sobre esta, la lógica eco-

Gerard Masllorens

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Para más información véase «Box 3: Indirect effects of oil price developments on Euro Area inflation», Monthly Bulletin, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, diciembre de 2014.