



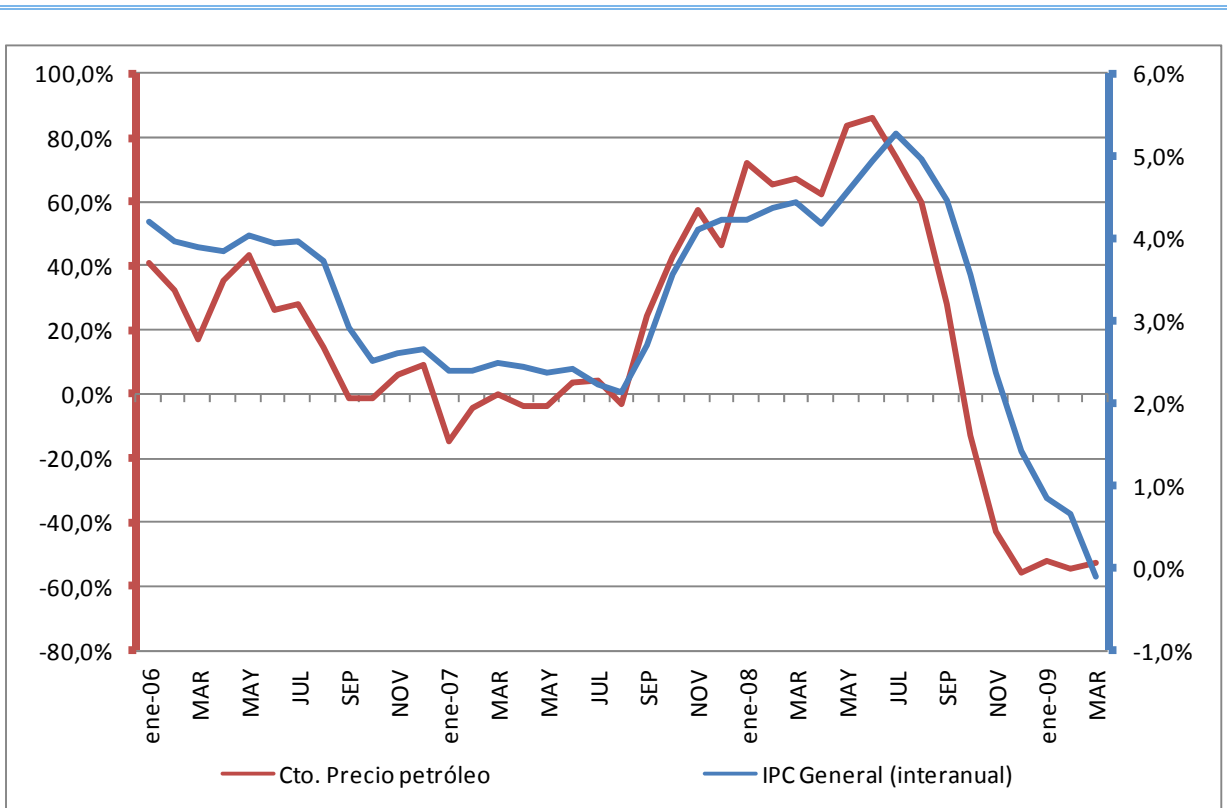
## ¿Riesgos de deflación?

Guillermo García

Los recientes datos de los indicadores de precios han constatado una moderación de la inflación a mínimos históricos despertando de nuevo el fantasma de la deflación, o lo que es lo mismo, la entrada en una espiral de caída continuada de los precios.

Pero, como bien ha comentado recientemente Jean-Claude Trichet, no debemos confundir deflación con una tendencia desinflacionaria promovida por la bajada de los precios del petróleo y las materias primas.

Por tanto, lo verdaderamente importante es anticipar si nos encontramos ante el riesgo de que los precios caigan de manera generalizada; fenómeno especialmente preocupante si tenemos en cuenta el excesivo endeudamiento de los hogares y de las administraciones Públicas, o simplemente estamos ante un efecto estadístico provocado por el incremento del crudo.

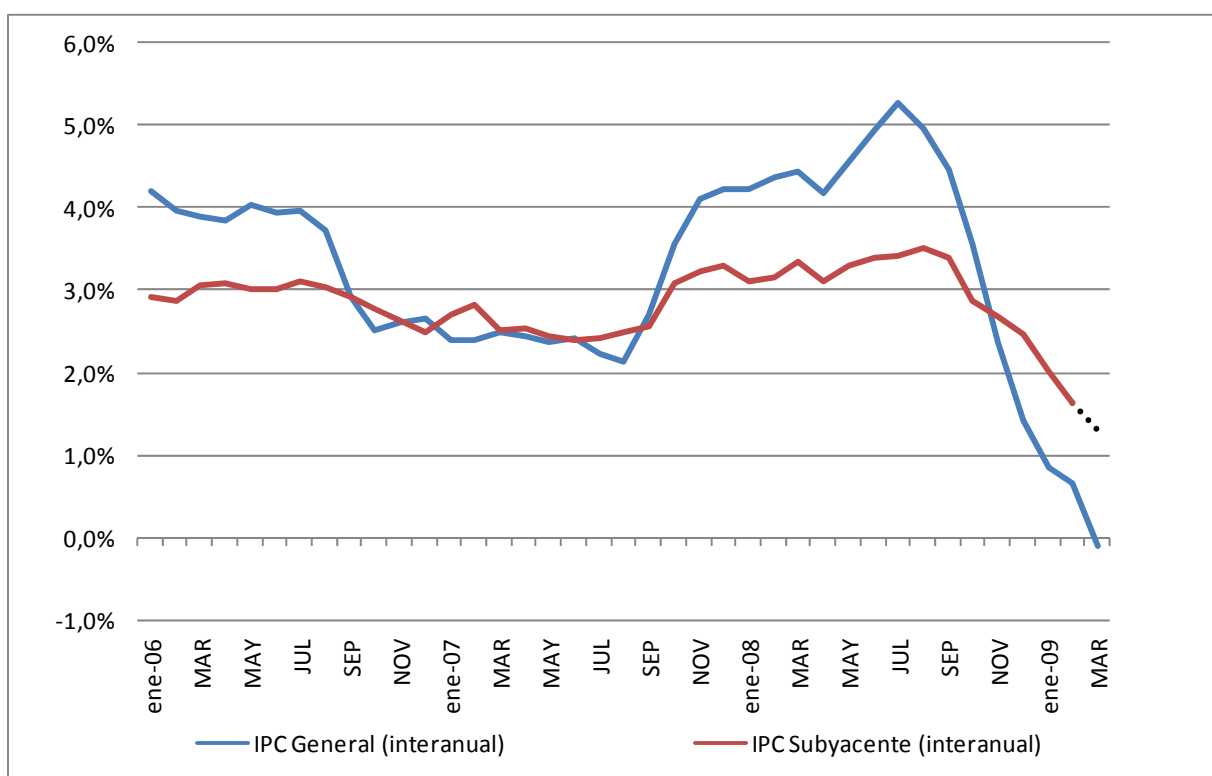


Fuente: INE. Abril 2009.

Si observamos el gráfico anterior, podemos ver cómo la fuerte subida de los precios experimentada desde finales de 2007 se debe, en gran medida, al incremento de los precios del crudo, llevando la tasa de inflación hasta valores superiores al 5% a mediados del pasado año. Llegados a este punto, nuevamente podemos observar cómo al comenzar el decrecimiento de los precios energéticos, un periodo después comienza a moderarse también el crecimiento del índice general.

Una vez constatada la fuerte relación del índice general con los precios energéticos, podemos deducir claramente que existe lo que podríamos denominar un “efecto base” de los precios del petróleo que está provocando una fuerte caída en el IPC, como consecuencia del reajuste de dichos precios energéticos, y que durará hasta los meses de octubre-noviembre (meses en los que los precios del crudo llevarán un año “estabilizados”).

Ahora bien, ¿es toda la caída consecuencia de los precios del petróleo?, ¿no existe entonces riesgo de deflación?. Para responder a esta pregunta debemos analizar una tercera serie que nos recoja el nivel de precios sin tener en cuenta el comportamiento de los precios energéticos. Para ello recurrimos a la denominada inflación subyacente, que refleja el crecimiento general de los precios sin tener en cuenta, ni los productos energéticos, ni los alimentos no elaborados (no olvidemos que algunas materias primas alimenticias sufrieron también una fuerte subida el pasado año y que también puede generar, aunque en menor medida dado su menor peso en el índice, un posible efecto base que debemos eliminar). Este nuevo indicador, al recoger sucesivas observaciones negativas, es el que realmente nos indicaría si la economía entra en deflación.

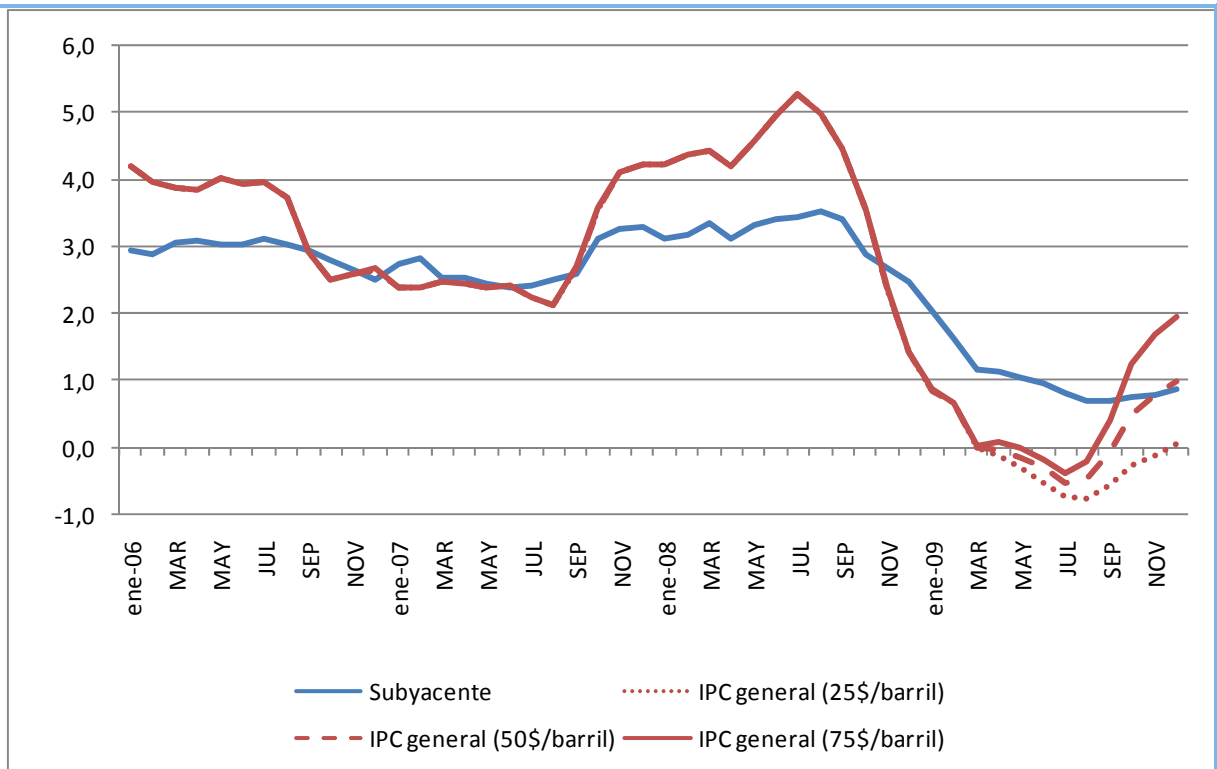


Fuente: INE. Abril 2009.

A la vista del gráfico anterior, podemos comprobar cómo la inflación subyacente, aunque se sigue viendo ligeramente afectada por posibles *spillovers* de los productos energéticos (seguramente en la partida de transportes), tiende a mantenerse en el entorno del 3% a lo largo de la serie histórica. Sin embargo, durante los últimos periodos, podemos observar un comportamiento ligeramente anómalo que la han llevado, de confirmarse el dato del indicador adelantado del IPCA, hasta valores cercanos al 1,3%.

Este comportamiento anómalo de los últimos meses es el que ha disparado las alarmas de un posible riesgo de deflación. Así pues, basándonos en la actual coyuntura de la economía española y las herramientas econométricas de las que disponemos, vamos a estudiar la posible evolución de esta variable.

La hipótesis básica que se han barajado es el mantenimiento del actual escenario de crisis económica mundial aunque con una progresiva recuperación a lo largo del año que podría inducir una reactivación de los niveles de los precios del petróleo hasta el entorno de los 75\$ barril a finales de 2009, obteniéndose los resultados que se presentan en el gráfico que aparece a continuación.



Fuente: Elaboración Propia.

Como puede comprobarse en el gráfico anterior, y asumiendo una evolución de la inflación subyacente en la banda del 0,5 al 1% durante los próximos meses, el IPC general presentaría valores ligeramente negativos entre los meses de mayo y agosto, retornando posteriormente hasta valores cercanos al 2% a finales de año.

En una alternativa algo más conservadora y asumiendo que los precios del crudo se mantuvieran en los niveles actuales (en torno a los 50\$/barril) durante el todo el año, la evolución del IPC general sería bastante similar, con recuperación de tasa positivas a partir de septiembre y un cierre de año en el entorno del 1%.

Tan solo una alternativa de retroceso de los precios del crudo hasta los niveles de finales de los noventa (en torno a los 25 \$/barril) nos conduciría a una situación de precios de consumo que podría considerarse como deflacionaria.

En cualquier caso, estas alternativas no consideran un excesivo deterioro de la inflación subyacente que, de producirse sí que podría llegar a generar una peligrosa espiral deflacionista si se traslada a los salarios que, por el momento, no parecen haberse visto especialmente afectados y en febrero se seguían negociando incrementos salariales por encima del 2,5%.

El principal problema con el que se enfrentan las autoridades monetarias a corto plazo es la incapacidad de los instrumentos habituales; tipos de interés, para equilibrar la evolución de los precios ya que la crisis crediticia ha roto el denominado "mecanismo de transmisión monetaria" mediante el cual una reducción del coste del dinero hace aumentar la oferta monetaria y, por tanto, los precios, en función de la conocida ecuación de Fisher (Masa monetaria por velocidad de circulación igual a producción por precios).

Por este motivo, las actuales bajadas de tipos de interés se están complementando con medidas adicionales de tipo cualitativo "qualitative easing" que permitan reactivar los mercados de crédito.

A medio plazo, el problema que se puede plantear sería precisamente el contrario ya que las políticas de tipos de interés cero, junto con las fuertes inyecciones de fondos públicos a través de las políticas fiscales expansivas, podría generar un fuerte rebote de la inflación si se recuperaran los canales de crédito y la capacidad de producción real no se reactivara suficientemente.