

## DEFLACIÓN: ¿CONSECUENCIA, MITO O SÍNTOMA DE ALGO MÁS?

Los datos recientes sobre la evolución a la baja de los precios han alertado del riesgo de deflación en la economía española, especialmente, pero también en la zona euro, y lo que esto podría suponer en términos de freno a la recuperación e incluso nueva recesión. Ello justifica la necesidad de reflexionar sobre la base de los fundamentos económicos de la deflación, entendiendo a qué se refiere la teoría económica cuando alude a este concepto, por qué se produce y cuáles son sus efectos y consecuencias. Todo ello, con el objetivo de valorar si la evolución de los precios actual puede conducir a una deflación o si tan solo existe un intenso proceso desinflacionista que, en cualquier caso, puede dificultar la recuperación económica.

### 1. Introducción

Históricamente, distintas economías han atravesado periodos de inflación interanual negativa pero, en general, han sido episodios breves y sin efectos de retroalimentación negativos, e incluso han sido estimuladores para el crecimiento. Frente a ello, hay dos ejemplos más claros de deflación con consecuencias negativas; el primero de ellos se remonta al periodo de la Gran Depresión (1929-1933) y el segundo al caso de Japón a finales de los noventa. En ambos casos los precios cayeron cerca de un 25 por 100.

El primer episodio serio de deflación tuvo lugar a finales de la década de los 30, en un contexto de crisis económica y en el que se produjeron a la vez caídas importantes de la producción y deflación en muchos países. Las debilidades estructurales de las economías estaban en el origen inicial de la recesión, pero factores monetarios como las masivas quiebras bancarias, la desconfianza en el funcionamiento de los mercados, el *crash* bursátil y la decisión de Gran Bretaña de regresar al patrón oro, provocaron una fuerte deflación que agudizó la crisis y derivó en la Gran Depresión.

Estados Unidos fue uno de los países donde estas caídas de precios y producto fueron más bruscas. En un inicio, y con el objetivo de corregir los excesos de los mercados, la Reserva Federal adoptó una política monetaria restrictiva que terminó desembocando en actuaciones especulativas que llevaron al pánico. En este contexto, decisiones equivocadas de política monetaria habían condicionado de forma importante la aparición de la deflación. La ausencia de una política monetaria adecuada contribuyó al alargamiento de un periodo de bajo crecimiento y elevado desempleo.

En el caso de Japón, la deflación fue provocada por una corrección de los precios de los activos, que habían crecido de forma exponencial y causado una burbuja inmobiliaria. La caída en el precio de los activos y los ajustes en los balances público y privado terminaron provocando tasas de inflación negativas en gran parte de los componentes. Todo ello se produjo en un contexto de estancamiento de la actividad económica en el que las expectativas de inflación terminaron perdiendo el anclaje al objetivo de estabilidad de precios. Los tipos de interés nominales, en niveles mínimos en torno a 0 e imposibles de reducirse

más, llevaron a la economía japonesa a una trampa de liquidez y la política monetaria fue incapaz de revertir la situación por sí sola.

La situación actual tiene algunos elementos comunes pero también algunas particularidades que hace necesario analizar el fenómeno de la deflación en detalle, en base a la experiencia de estos dos casos. Dicho análisis teórico resulta especialmente pertinente en el momento actual en el que una deflación o incluso un proceso desinflationista intenso y duradero dificulta la recuperación económica y podría derivar en una nueva recesión con graves consecuencias económicas y sociales, máxime después del impacto de las dos recesiones previas.

De hecho, en un contexto de recuperación de otras áreas económicas mundiales, los principales organismos económicos internacionales y la propia Comisión Europea han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento para muchas economías europeas. Todo ello, además, en un contexto de recuperación de otras áreas económicas, de las que nuevamente la economía europea quedaría alejada.

## 2. Estabilidad de precios, desinflación y deflación

El planteamiento sobre si la evolución de los precios en la actualidad se aproxima o no a una situación de deflación hace necesario realizar algunas aclaraciones conceptuales sobre dicho fenómeno y algunos otros directamente relacionados con él.

La estabilidad de precios se define por parte del BCE como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la zona euro inferior, pero próximo al 2 por 100, y con una orientación de medio plazo<sup>1</sup>. Esta

<sup>1</sup> La estabilidad de precios quedó definida en 1998 por el Consejo de Gobierno del BCE en su propia definición de la política monetaria y el objetivo principal de ésta. Adicionalmente, en 2003, el Consejo de Gobierno del BCE añadió a la definición que el objetivo implicaba mantener la inflación en un nivel inferior al 2 por 100, pero próximo a él.

En un contexto de recuperación de otras áreas económicas mundiales, los principales organismos económicos internacionales y la propia Comisión Europea han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento para muchas economías europeas.

definición cuantitativa de la estabilidad de precios permite contar con una referencia clara que debe guiar la actuación del banco central y al mismo tiempo es un ancla para las expectativas de inflación a largo plazo. Asimismo, el hecho de que el objetivo esté definido en el medio plazo implica que se admiten desviaciones transitorias al alza y a la baja respecto del objetivo fijado, desviaciones que serían compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Se persigue así diferenciar la volatilidad que se puede producir en el corto plazo de una volatilidad continuada, y garantizar que dichos movimientos no se trasladen a las expectativas de inflación a más largo plazo. Y ello, porque si las desviaciones fuesen persistentes y generalizadas y, además, las expectativas de inflación a largo plazo dejaran de estar ancladas al objetivo de estabilidad de precios, la deflación sería una posibilidad real.

La desinflación –desaceleración de la tasa de crecimiento del nivel general de precios– es un proceso de descenso de las tasas de inflación, incluso alcanzando tasas negativas. En general, una evolución de los precios negativa suele ser transitoria y responder a factores temporales, como los efectos base derivados de incrementos

acusados en el precio de las materias primas que se han producido en un determinado momento y que después se van suavizando o reduciendo.

En cambio, la deflación consiste en una caída persistente, y que se retroalimenta negativamente, de una extensa variedad de precios. En sentido estricto, y según la definición del FMI, la deflación aparece cuando la tasa de inflación interanual ha sido negativa durante dos trimestres. En sentido amplio, habría que considerar también el origen, la naturaleza y la persistencia de los factores que están detrás de la reducción de precios, el contexto económico y el comportamiento de las expectativas de inflación<sup>2</sup>.

Ello implica que el hecho de que la tasa de inflación sea negativa no deriva directamente en deflación si la caída no es generalizada y si dicha reducción de precios no se consolida en las expectativas de inflación. Que las expectativas a largo plazo se mantengan estables es un reflejo de que los efectos de las perturbaciones sobre los precios serán transitorios. En cambio, si existe la creencia de que los precios seguirán bajando en el futuro, las expectativas de inflación dejarán de ser estables y, por tanto, dejarían de estar ancladas y se situarían en un nivel no compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, lejos del 2 por 100.

Los criterios<sup>3</sup> que permitirían diferenciar una situación de deflación de una caída transitoria de los precios se concretan en:

- Una tasa de inflación negativa de los precios de consumo en tasa interanual durante un periodo prolongado.
- Una tasa de variación negativa de los precios de un conjunto amplio de componentes de la cesta de bienes y servicios.
- La pérdida de anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo y una caída muy por debajo de los niveles compatibles con

la definición del objetivo de estabilidad de precios.

- La existencia de tasas de crecimiento del PIB muy bajas o negativas de forma persistente y tasas de desempleo elevadas y en aumento.

En este contexto, también se puede considerar el concepto de riesgo de deflación, que plantea el FMI en su Modelo de Proyección Mundial, y que define como la probabilidad de que durante dos trimestres consecutivos haya inflación negativa en un horizonte de cuatro trimestres. La probabilidad de deflación será mayor cuanto más largo sea el horizonte de pronóstico, permaneciendo el resto de variables constantes.

### 3. Evolución de la inflación en la zona del euro y en España: diferentes realidades

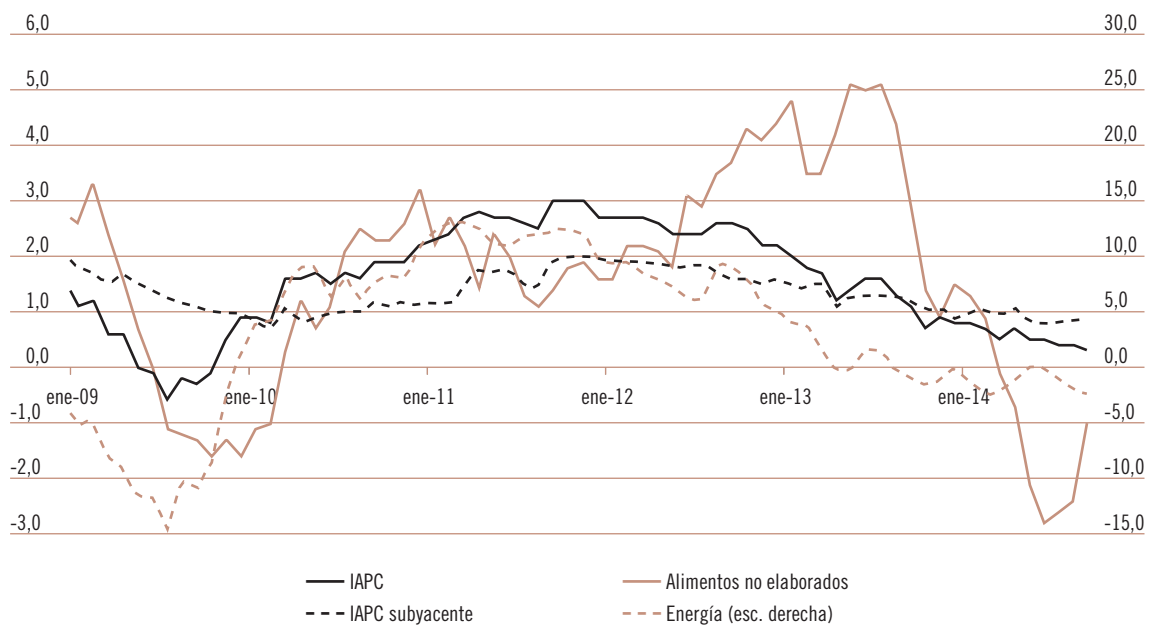
La inflación en la zona euro, medida por la tasa interanual del IAPC se ha venido reduciendo de forma importante, desde el 3,0 por 100 registrado a finales de 2011 hasta el 0,3 por 100 de septiembre de 2014 (gráfico 1). Casi tres años de reducción continuada de los precios y por debajo de las expectativas existentes para la evolución de los precios.

Distintos factores, tanto de oferta como de demanda, están detrás del proceso de desinflación actual, que en su origen responden al contexto de crisis económica. Por el lado de la oferta, la evolución a la baja de los precios ha estado condicionada tanto por el contexto exterior, con la reducción de los precios de la energía y de los alimentos, que contribuyen negativamente a dicha evolución, y la apreciación del tipo de cambio del euro, que ha acentuado el efecto de la caída de los precios de las materias primas, como por factores internos a la zona euro derivados del impacto de las reformas estructurales. Por el lado de la demanda, la brusca caída de la demanda interna primero y actualmente la debilidad de su recuperación, han presionado a la baja los precios de bienes intermedios y finales. Además, el

2 BCE, Boletín Mensual, junio 2014. *Evolución económica y monetaria*.

3 *Ibidem*.

**GRÁFICO 1** EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN LA UEM, 2009-2014  
(Tasa interanual del IAPC)



Fuente: Eurostat.

hecho de que la inflación se sitúe por debajo del objetivo de estabilidad del BCE de forma sostenida es un indicador de que hay una capacidad ociosa sustancial y persistente en la economía, que se traduce en brechas de producción importantes y que debieran, en una senda de recuperación económica, dar lugar a una mayor producción y crecimiento.

Por su parte, la inflación subyacente de la zona euro, que constituye el núcleo duro de la inflación, al excluir de la evolución de la misma los componentes más volátiles –energía y alimentos no elaborados–, ha seguido desde principios de 2013 la misma senda de reducción que el índice general, registrando variaciones inferiores al 2,0 por 100 y desde mayo de 2014 inferiores al 1,0 por 100. El último dato registrado en septiembre de 2014 la situaba en el 0,8 por 100.

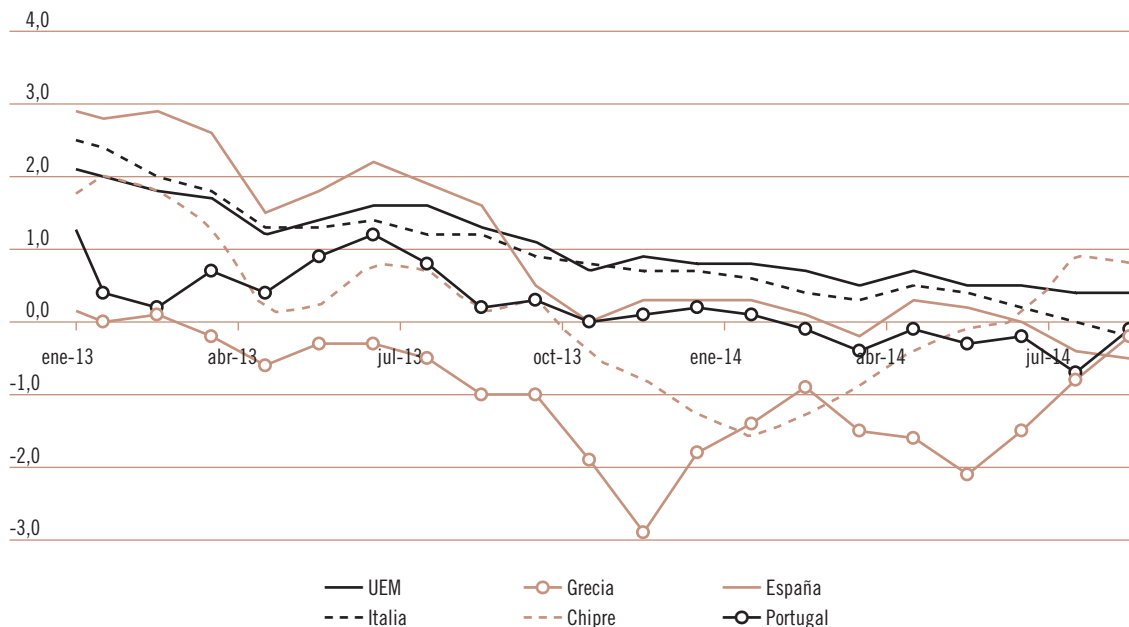
Esta situación, no obstante, se está produciendo en un contexto de incierta recuperación económica, ya que el crecimiento que se constató a principios de año se ha frenado, situándose en niveles muy bajos, con una contracción de la

producción en Italia, ausencia de crecimiento en Francia y debilidad en Alemania<sup>4</sup>. Todo ello, además, con un mínimo crecimiento del empleo y con una escasa creación de dinero y crédito, lo que ha dado lugar a reavivar el debate sobre el riesgo de deflación en la zona euro.

Y ello porque este episodio de desinflación es el segundo que tiene lugar desde el inicio de la crisis. En el segundo semestre de 2008 y durante el primer semestre de 2009 la inflación interanual en términos del IAPC disminuyó rápidamente en la zona euro, principalmente por la fuerte caída de los precios del petróleo y otras materias primas y el efecto base resultante de los aumentos de precios que se habían producido previamente en estos mismos componentes. En aquel momento de rápida

<sup>4</sup> Las previsiones más recientes de los organismos internacionales sobre la evolución de las economías europeas han empeorado e incluso el FMI señala que la zona euro tiene un riesgo cercano al 40 por 100 de volver a entrar en recesión. Véase FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre 2014.

**GRÁFICO 2** ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO EN ALGUNOS ESTADOS MIEMBROS, 2013-2014  
(En tasa interanual)



Fuente: Eurostat.

desinflación, también hubo algunas voces que alertaron sobre el riesgo de deflación, que estaba asociado a perturbaciones transitorias por el lado de la oferta.

Sin embargo, al excluir los dos componentes más sensibles a estas acusadas variaciones –energía y alimentos no elaborados–, el comportamiento de la inflación subyacente se mantuvo bastante estable, lo que indicaba que la caída de los precios no era tan generalizada y estaba más relacionada con un ajuste fuerte, aunque transitorio, de precios relativos.

En la actualidad, sin embargo, hay elementos distintos que hacen pensar que la caída de precios viene provocada por algunos factores más, que hacen que, no a nivel de la zona euro, pero sí para algunos Estados miembros, se pueda hablar propiamente de deflación.

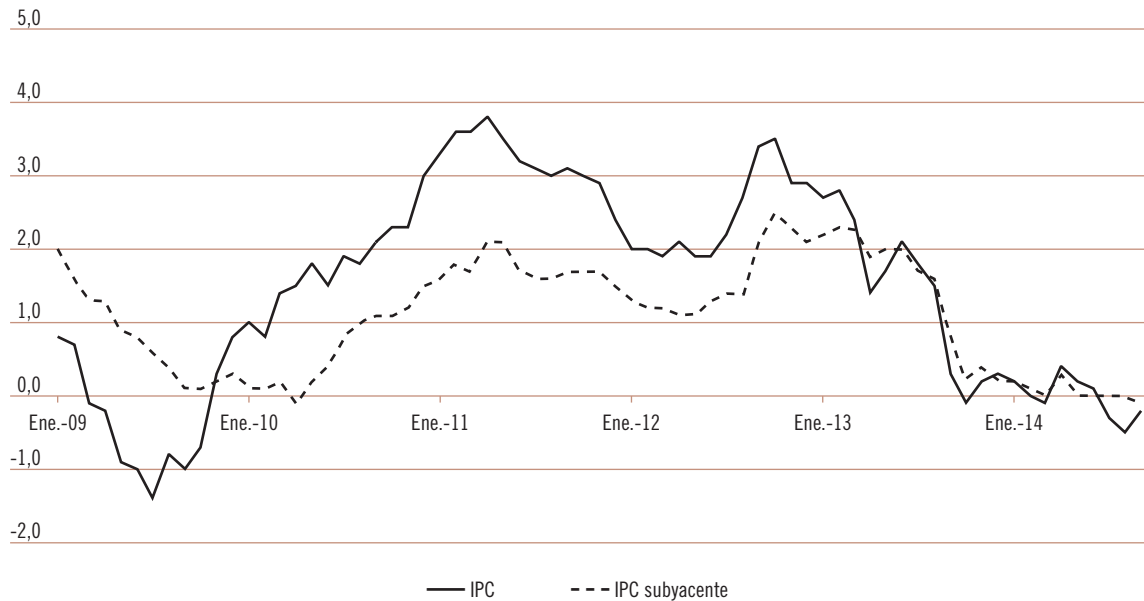
Sí es cierto que las tensiones financieras y la crisis de la deuda soberana han provocado un reajuste en los precios relativos de muchos activos, pero también que la aplicación de reformas estructurales en muchas de estas economías, han

contribuido a una evolución a la baja de los precios mucho más acusada pero que, en cualquier caso, son compatibles con el funcionamiento de una unión monetaria.

Más preocupante resulta el peso que pueda tener la debilidad de la demanda interna en la aparición de tasas de inflación negativas, compatible con la situación económica actual que no termina de mostrar una recuperación del crecimiento y mucho menos que éste sea sostenido, y ello porque podría dar lugar a una espiral deflacionista en la que las caídas de precios fueran un freno para las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos y, a su vez, esto provocara un parón al crecimiento de la demanda interna.

Algunos Estados miembros han registrado una inflación negativa o próxima a 0 desde 2013, e incluso en algunos de ellos se podría hablar propiamente de deflación, como Portugal, Chipre, Grecia y Eslovaquia (gráfico 2). España e Italia se encuentran en la actualidad más cercanos a dicha situación con tasas de inflación negativas en los últimos meses.

**GRÁFICO 3** LOS PRECIOS EN ESPAÑA, 2009-2014  
(En tasa interanual del IPC)



Fuente: INE.

Por lo que se refiere a España, considerando la tasa de variación interanual del IPC, se puede observar la fuerte reducción de los precios que se viene registrando desde septiembre de 2013 con variaciones negativas en los últimos tres meses. En septiembre, se ha registrado una caída de los precios del -0,2 por 100, ligeramente menor a la de los meses anteriores (gráfico 3).

Todo ello, en un contexto de recesión que paulatinamente se ha ido tornando en una débil y todavía incierta recuperación del crecimiento en el caso de España, donde los niveles de desempleo son muy elevados.

Este comportamiento de los precios en España ha seguido la misma evolución que los precios en la UEM, respondiendo a factores transitorios derivados del aumento de los precios de la energía y la apreciación del tipo de cambio, pero en este caso también es una respuesta a los efectos del aumento del IVA<sup>5</sup>. Asimismo, también

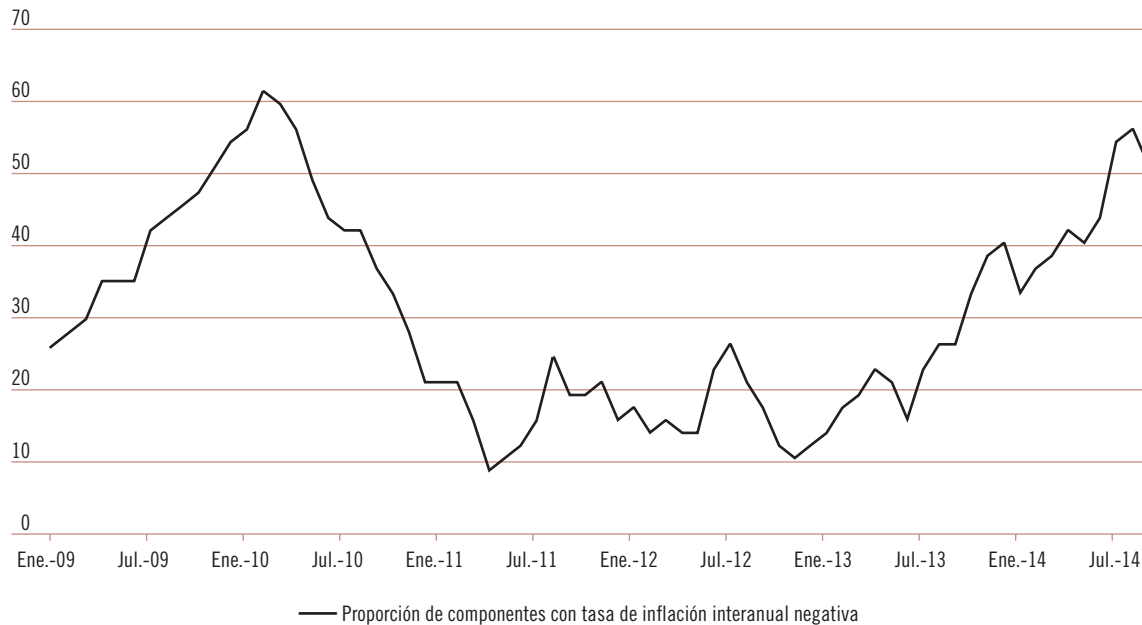
responde a factores más de naturaleza estructural consecuencia de la moderación de los costes salariales y de la existencia de una capacidad productiva ociosa.

La menor caída de los precios registrada en septiembre respecto a los dos meses previos implica que los efectos base derivados del aumento del IVA y de las variaciones en los precios de alimentos y energía en los años anteriores parecen haber sido absorbidos ya en su totalidad, y ello se debería ir reflejando en un crecimiento del nivel de precios en los próximos meses, aunque dicho crecimiento sea todavía muy lento y mantenga la tasa en niveles reducidos. La inflación subyacente se ha mantenido estable en 0 en los últimos cinco meses e incluso ha alcanzado un valor negativo del -0,1 por 100 en septiembre, reflejando la importancia de los factores no transitorios y el impacto del exceso de capacidad sobre la

5 El aumento del IVA recogido en el Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar

la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad, establecía una subida de los tipos de gravamen a partir de septiembre de 2012.

**GRÁFICO 4** COMPONENTES CON TASA DE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS NEGATIVA  
(En porcentaje sobre el total)



Fuente: elaboración propia en base a las rúbricas que componen el IPC.

demanda en la evolución de los precios que dan idea de que el objetivo debe ser recuperar la demanda interna y alcanzar un ritmo de crecimiento sostenido.

Asimismo, al analizar de forma estricta si la caída de los precios es o no generalizada en términos de las distintas rúbricas que se incluyen en el índice, se observa que la proporción de componentes que han registrado tasas negativas en los últimos meses ha venido aumentando desde principios de 2014, pero no refleja una caída generalizada e incluso se ha reducido en septiembre (gráfico 4). Hasta un 56 por 100 de las rúbricas registraron en agosto tasas negativas en la evolución de sus precios, frente al 50 por 100 de septiembre.

Si bien hay indicios de cierta recuperación en la economía española, respaldada por el ligero aumento de la demanda interna, la mejora de las condiciones financieras y de la confianza, también hay factores que pueden ejercer un efecto negativo, como las dudas sobre la recuperación

La estabilidad de precios se define por parte del BCE como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la zona euro inferior, pero próximo al 2 por 100, y con una orientación de medio plazo.

## Algunos Estados miembros han registrado una inflación negativa o próxima a 0 desde 2013, e incluso en algunos de ellos se podría hablar propiamente de deflación, como Portugal, Chipre, Grecia y Eslovaquia.

en la Eurozona, sobre todo ante los datos recientes de menor crecimiento en las principales economías del área y las previsiones a la baja de los principales organismos internacionales. Por tanto, el escenario de recuperación no está asentado, y estará fuertemente condicionado en los próximos meses por la evolución de los precios, si sigue en valores negativos y se constata una deflación transitoria o si, como parecen indicar los datos más recientes, se modera la caída en línea con la recuperación de la demanda interna.

### 4. Riesgos a la baja en la recuperación económica: el fantasma de la deflación

El debate en torno a si la situación actual es de deflación o si al menos hay riesgo de deflación es relevante en tanto que condiciona directamente el crecimiento económico y por tanto las posibilidades de recuperación. A este respecto, se identifican dos elementos que es necesario analizar.

El primero, está directamente relacionado con el hecho de que un periodo prolongado de inflación baja o incluso deflación en un contexto, como el actual, de elevada deuda, plantea un riesgo importante para la recuperación de la actividad económica y el empleo. Una deflación leve y transitoria no tiene por qué ser preocupante pudiendo generar un efecto riqueza derivado de la mayor capacidad adquisitiva en

términos reales, pero si dicha situación se produce en un contexto de bajos tipos de interés, elevada deuda y debilidad del crecimiento con alto nivel de desempleo, si tendrá efectos negativos importantes.

Una caída de los precios y reducidos tipos de interés nominales hará que los tipos de interés reales sean elevados, aumentando la carga financiera asociada al servicio de la deuda, pública y privada, y esto generará un debilitamiento de la demanda y de la producción<sup>6</sup>. Además, bajas tasas de inflación dificultan el proceso de desapalancamiento que todavía continua en muchos países y la posibilidad de recuperación de la competitividad.

El otro elemento a considerar está relacionado con el papel de las expectativas. Si la inflación se sitúa por debajo del objetivo durante un largo periodo de tiempo, las expectativas de inflación se terminarán viendo condicionadas, ya que la existencia de deflación o caída continuada de los precios modifica las decisiones de los agentes económicos, precisamente porque tienen unas expectativas de mayores caídas de los precios en el futuro y reaccionan ante ello posponiendo el consumo y la inversión, lo que acentúa la presión a la baja de los precios. Se estarían produciendo efectos de retroalimentación negativos en la economía real que, sumados al hecho de que la caída de los precios fuese sostenida, llevarían a una situación de espiral deflacionista.

Considerando los datos existentes, el riesgo de deflación de la economía mundial es mínimo, si bien la zona euro y dentro de ellas algunos Estados miembros, sí tienen un mayor riesgo de deflación, incluso algunos se encuentran en deflación técnica y otros tienen una inflación estancada en niveles inferiores al objetivo establecido por el BCE, del 2 por 100.

De forma estricta, la deflación en la zona euro implicaría que la caída generalizada y prolongada del nivel de precios se reflejase en la tasa

<sup>6</sup> BCE, *Financial Stability Review*, mayo 2014.

interanual del IAPC general de la UEM, pero también en la tasa registrada para la mayoría de los Estados miembros que forman parte de la misma, lo cual no es el caso. El número de Estados miembros con tasas de inflación negativa es reducido y la proporción de componentes con tasas de crecimiento interanual negativas no es elevada en relación a procesos previos. Sí, en cambio, se están produciendo ajustes más significativos de los precios en algunos países, que han derivado en tasas negativas e incluso deflación, y que en todo caso se prevén transitorias. Si bien ello implica un riesgo moderado para el conjunto, no hay que obviar la fuerte interrelación que existe hoy día entre todas las economías, no solo de la zona euro, sino también a escala mundial, y el efecto que podría tener para el resto una deflación continuada y sostenida en algunos países, muchos de ellos expuestos a niveles de deuda elevados, pudiendo generar un efecto contagio.

El BCE ha manifestado en distintas ocasiones a lo largo de 2014 su preocupación por las bajas tasas de inflación pero también ha señalado recientemente que no existe evidencia clara de que las expectativas de inflación hayan perdido el anclaje con el objetivo de la estabilidad de precios lo que le permite justificar las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que sugieren que aunque la inflación pueda mantenerse en tasas reducidas en los próximos meses, aumentarán gradualmente<sup>7</sup>.

Todo ello refleja que existe una preocupación cierta sobre el riesgo creciente de deflación, si bien, lo que parece constatarse es que durante un periodo las tasas de inflación se mantendrán en niveles muy bajos, y no estarán alineadas con el objetivo de estabilidad de precios. Si esta situación se alarga en el tiempo y no revierte, existirá un mayor riesgo de que las expectativas de inflación pierdan el anclaje respecto de dicho objetivo

7 BCE, "Proyecciones macroeconómicas del Eurosistema" en *Boletín Mensual*, septiembre 2014.

Una caída de los precios y reducidos tipos de interés nominales hará que los tipos de interés reales sean elevados, aumentando la carga financiera asociada al servicio de la deuda, pública y privada, y esto generará un debilitamiento de la demanda y de la producción.

y se pueda incurrir en una situación de deflación técnica.

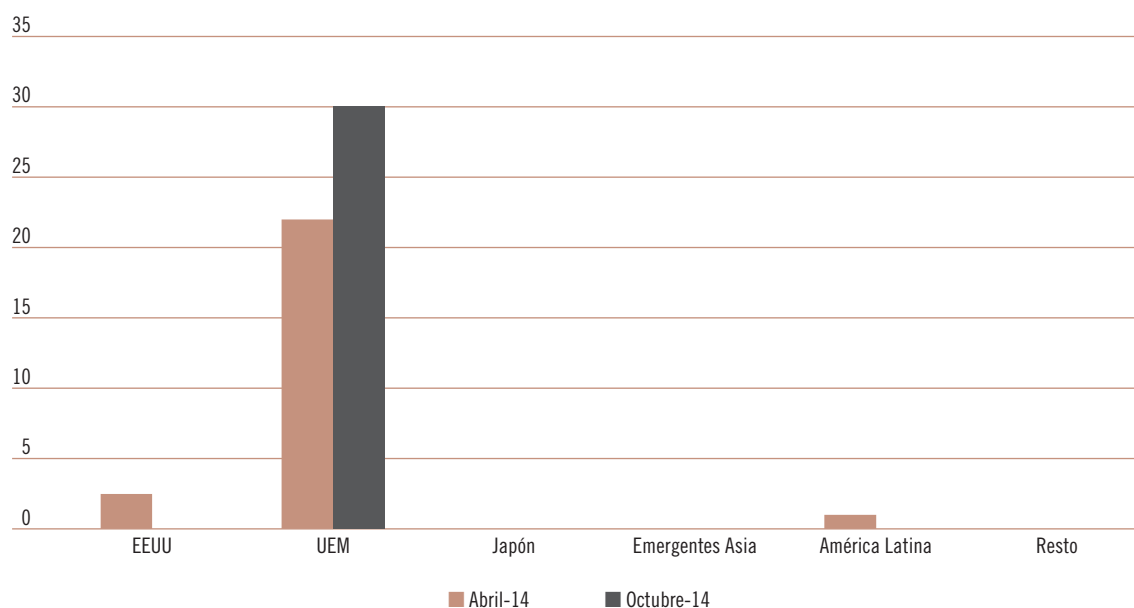
Las previsiones más recientes del FMI indican que la tasa de inflación aumentará lentamente en respuesta al ritmo de recuperación económica, pero que se mantendrá en niveles inferiores en torno al 1,0 por 100 en los dos próximos años, porque todavía existirá mucha capacidad productiva infrautilizada y las condiciones crediticias seguirán siendo débiles. De hecho, el FMI estimaba en abril que las tasas de inflación en la zona euro se mantendrían por debajo del objetivo hasta 2016 y tan solo seis meses después han ampliado esa previsión hasta 2019.

La estimación de riesgo de deflación<sup>8</sup> que realiza este organismo para la zona euro sería a finales de 2014 del 30 por 100<sup>9</sup>, diez puntos más que la estimación realizada en abril, si bien dichas

8 El riesgo de deflación se calcula de acuerdo a las probabilidades del Modelo de Proyección Mundial del FMI. Según este modelo el riesgo de deflación se define como la probabilidad de que durante dos trimestres consecutivos se registre inflación negativa en un periodo de pronóstico de cuatro trimestres. La probabilidad de deflación es mayor cuanto más largo es el horizonte de pronóstico, permaneciendo el resto de variables constantes.

9 FMI, *Perspectivas economía mundial*, octubre 2014.

**GRÁFICO 5** RIESGO DE DEFLACIÓN SEGÚN EL FMI  
(En porcentaje)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, abril y octubre de 2014.

estimaciones no están exentas de críticas ya que no diferencian la naturaleza de los movimientos de los precios ni consideran la persistencia de la dinámica de precios, por lo que tiene un carácter más orientativo que predictivo (gráfico 5). La OCDE también ha señalado recientemente que hay un riesgo de deflación que podría afectar al crecimiento económico y agravar la crisis de la deuda<sup>10</sup>.

En cualquier caso, es obvio que existe cierto riesgo de deflación, o al menos de una evolución de los precios muy por debajo de lo que se considera compatible con el objetivo de estabilidad de precios, y que está reflejando debilidades estructurales muy importantes en el seno de la UEM.

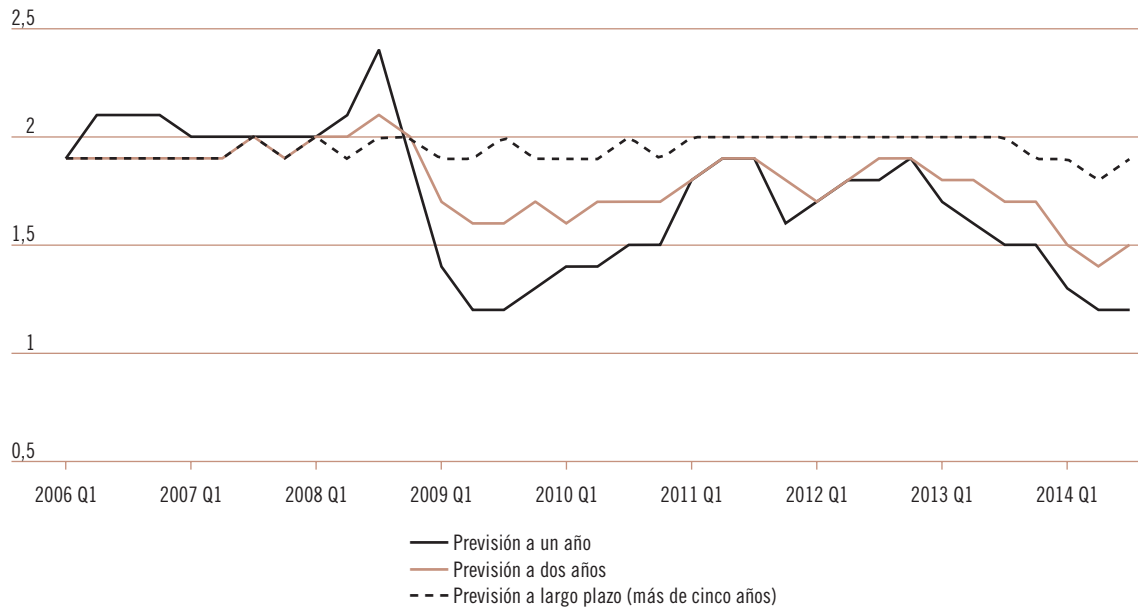
Una tasa de inflación reducida y sostenida dificulta una recuperación adecuada del crecimiento económico<sup>11</sup>. De hecho, como se ha señalado anteriormente, el FMI también ha au-

mentado el riesgo de volver a una situación de recesión en la zona euro, situándolo en el 40 por 100. A su vez, el freno de la actividad económica, la capacidad productiva inutilizada, las elevadas tasas de desempleo y la moderación de los costes salariales, podrían trasladarse de forma preocupante a las expectativas de inflación y alimentar la dinámica de variación de los precios a la baja, con el consiguiente riesgo de entrar en una espiral deflacionista. Por ello, es prioritario articular medidas orientadas a la recuperación económica y, en particular, a la necesidad de recuperar la demanda interna. En el caso de España, el riesgo de deflación es menor en tanto que se observa cierta recuperación del crecimiento económico, motivado principalmente por la demanda interna. De hecho, el último dato de la tasa de variación del IPC en septiembre registraba una caída menor a la registrada en los dos meses previos. Además, si bien la proporción de componentes con tasas de variación negativa es elevada, no alcanza un carácter de generalización, que sería necesario para constatar la deflación.

<sup>10</sup> OCDE, *Economic Outlook*, septiembre 2014.

<sup>11</sup> FMI, *Perspectivas economía mundial*, octubre 2014.

**GRÁFICO 6** EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN  
(En porcentaje)



Fuente: BCE, *Expectativas de la Encuesta de Expertos en Previsión del BCE*.

### 5. Las expectativas de inflación como condicionantes de la política monetaria

El determinante fundamental para que la deflación se materialice o no es que las expectativas de inflación permanezcan ancladas al objetivo de estabilidad de precios. De ahí que existirá mayor probabilidad de que se llegue a la deflación si las expectativas de inflación se ven fuertemente influidas por la evolución pasada de la inflación y pierden el ancla nominal con el objetivo.

En la zona del euro este anclaje parece sólido, ya que no se ha demostrado que las expectativas de inflación respondan a la evolución pasada de la inflación<sup>12</sup>, lo que en la práctica implica una protección contra la deflación (gráfico 6).

Ahora bien, el BCE reconoció recientemente que las expectativas de inflación y crecimiento se habían deteriorado durante el verano, señalando la preocupación además porque la tendencia de

las variaciones de los precios se orientaban a la baja. En esta situación, es necesario articular medidas preventivas de la situación, que garanticen un nivel suficiente y abundante de liquidez en el sistema y sean capaces de estimular el crecimiento económico y propiciar el crecimiento de los precios<sup>13</sup>.

En junio de 2014, el BCE ya había anunciado nuevas medidas de política monetaria orientadas al aumento de la liquidez –tanto por la vía de reducción de los tipos de interés como por el anuncio de nuevas subastas vinculadas a la concesión de créditos o la penalización a las entidades por mantener depósitos–. Sin embargo, estas medidas no resultaron suficientes para lograr reforzar la liquidez en la economía y estimular la demanda.

La fuerte desinflación que está experimentando la zona euro y el riesgo de deflación

<sup>12</sup> L. Benati, "Investigating inflation persistence across monetary regimes", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, núm. 3, 2008.

<sup>13</sup> G. Claey, Z. Darvas *et al.*, "Enfrentándose a la baja inflación: las opciones del BCE", en *Papeles de Economía Española*, núm. 140, 2014.

llevaron en septiembre al BCE a anunciar nuevas actuaciones más agresivas, con una reducción del tipo de interés al 0,05 por 100 y el anuncio de compra de activos privados a través de subastas de liquidez a largo plazo y la posibilidad de comprar activos públicos en caso extremo. El objetivo del BCE anunciado de forma explícita era conseguir una expansión sustancial de su balance que se generase a un fuerte aumento de liquidez y fuese capaz de estimular la economía y contribuir a la recuperación, pero todo ello condicionado al funcionamiento adecuado de los canales de transmisión de la política monetaria, cuyos efectos se producen con cierto retardo y que dependen en gran medida de las decisiones de los agentes económicos, en este caso, las entidades financieras.

Sin embargo, el margen de maniobra de la política monetaria expansiva es cada vez menor, por lo que es necesario abordar otras actuaciones de estímulo de la demanda por la vía de refuerzo de las inversiones tanto en el ámbito europeo como a nivel de los Estados miembros superavitarios<sup>14</sup>.

## 6. Conclusiones

La evolución reciente de los precios a la baja en las economías de la zona euro ha reavivado el debate sobre la deflación. En un periodo de intensa crisis económica, en la que ha habido diferentes fases y determinantes que han suavizado o agudizado según el caso los efectos de la misma y que han tenido efectos distintos según los países y las estructuras económicas, ha aparecido nuevamente el miedo a la deflación después de

<sup>14</sup> En este sentido concluyen los dos informes realizados por el CES en relación a la gobernanza económica de Europa, que hacen referencia, entre otros aspectos, a la necesidad de adoptar medidas de estabilización económica eficaces. Véase CES (2012), Nueva gobernanza económica en la Unión Europea y crecimiento. Informe 3/2012 y CES (2014), Evolución de la Gobernanza económica de la Unión Europea. Actualización del Informe CES 3/2012, Informe 1/2014.

El BCE reconoció recientemente que las expectativas de inflación y crecimiento se habían deteriorado durante el verano, señalando la preocupación además porque la tendencia de las variaciones de los precios se orientaban a la baja.

la situación de caída de los precios que tuvo lugar en 2009.

El ciclo económico recesivo puede favorecer la aparición de deflación si la economía permanece durante un largo periodo de tiempo en una situación de recesión o estancamiento y los niveles de desempleo son elevados. Además, el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos para estimular la demanda puede derivar en efectos perjudiciales para la economía si no se consigue dicha reactivación, ya que en un contexto de caída de los precios, los tipos de interés reales se elevan y pueden condicionar las decisiones de consumo e inversión y aumentar la carga financiera asociada a la elevada deuda.

Si bien es cierto que los precios de la zona euro han tenido una evolución negativa durante 2014 y algunos Estados miembros, entre ellos España, han registrado tasas negativas e incluso técnicamente deflación, no parece existir una situación de deflación a nivel de la zona euro y, en particular, en España, pero sí un riesgo de deflación que dependerá de que no haya perturbaciones inesperadas difíciles de controlar. Lo que sí parece haber es un intenso proceso de desinflación, que no por ello es menos preocupante y también puede condicionar el ritmo de recuperación.

Detrás de esta evolución de los precios, hay que diferenciar los factores transitorios –precios de las materias primas y energía y apreciación del tipo de cambio– que son los principales responsables de las fuertes caídas de los precios y que han llevado a algunos países a una situación de deflación, de los factores de naturaleza estructural, asociados al proceso de reformas en muchos Estados miembros, la necesidad de ajuste de precios relativos en una unión monetaria y el exceso de capacidad instalada que dificulta la recuperación económica. Estos factores reflejados en el comportamiento de la inflación subyacente son los que están detrás de que la inflación se sitúe en niveles reducidos de forma sostenida, como respuesta de la mayor sensibilidad de los precios a las necesidades de ajuste de la economía.

Finalmente, las expectativas de inflación y la percepción que los agentes económicos tienen

sobre la evolución futura de los precios están entre los factores que contribuyen a tener una visión más preocupante sobre el fenómeno de la deflación. El hecho de pensar que los precios puedan seguir en niveles muy reducidos condiciona las decisiones de consumo e inversión y a larga la propia evolución de los precios a la baja.

Esto pone de manifiesto que es necesario considerar el riesgo de deflación como un riesgo real y actuar de forma preventiva en los ámbitos necesarios con el objetivo de impulsar la demanda antes de tener que enfrentar una situación de deflación. Para ello, se debe continuar desarrollando una política monetaria expansiva, pero siendo conscientes de su cada vez menor margen de maniobra y de que con tipos de interés muy bajos, como los actuales, puede perder eficacia, por lo que deben adoptarse también medidas impulsoras de la demanda desde otros ámbitos de la política económica.

Es necesario considerar el riesgo de deflación como un riesgo real y actuar de forma preventiva en los ámbitos necesarios con el objetivo de impulsar la demanda antes de tener que enfrentar una situación de deflación.