

Desinflando la deflación

Miguel Cardoso Lecourtois

Diario Expansión (España)

Hace apenas un año, la deflación era un tema recurrente cuando se hablaba de la economía española. Sin embargo, los datos recientes muestran que la variación en precios presenta un punto de inflexión, que va reduciendo progresivamente la probabilidad de entrar en escenarios de riesgo. Más aún, parece que los motivos de este cambio de tendencia tienen que ver principalmente con factores externos y, en menor medida con el repunte de la demanda interna en España, ya que las medidas de tendencia apuntan a que las ganancias de competitividad respecto al resto de países de la zona euro se mantienen. Esto es importante, debido a la necesidad que tienen las empresas de continuar ganando cuota de mercado en el exterior, en un entorno de desapalancamiento de la economía con el resto del mundo.

Los datos de inflación dados a conocer esta semana muestran que los precios habrían aumentado un 0,1% a/a en junio, la primera tasa de variación positiva desde hace alrededor de un año. Desde finales de 2013, con una recuperación que apenas se estaba fraguando, la inflación había estado alrededor del 0% o por debajo. Las expectativas de un largo período de caídas en los precios, se percibían como una fuente de riesgos para familias y empresas. En particular, para los deudores, una deflación incrementaría el valor real de la deuda, potencialmente obligándoles a disminuir su gasto para hacer frente a sus obligaciones. Asimismo, en un entorno de salarios rígidos, si las empresas enfrentan continuamente caídas en precios, sus márgenes se reducen, lo que termina reflejándose en menor inversión o destrucción de empleo. Por otro lado, si los salarios fuesen flexibles, y se ajustasen para acomodar la caída en márgenes, presionarían al gasto. Todo lo anterior apunta a un efecto negativo de la deflación sobre la demanda, que a su vez intensifica la reducción en precios, creando un círculo vicioso.

Sin embargo, la fuerte recuperación del consumo y de la inversión productiva que se ha observado recientemente evidencia que ninguno de estos canales ha sido fundamental para la formación de expectativas de los agentes. Una primera razón que explica lo anterior es que en parte, el origen de la caída en precios provenía de la disminución en el valor de los combustibles. Esto ha significado una transferencia de rentas desde los países productores de petróleo hacia España, liberando renta que ha permitido incrementar el gasto en otros bienes. En segundo lugar, parece que la política del Banco Central Europeo ha modificado las expectativas de inflación en Europa, y esto comienza a transmitirse hacia España. En particular, las medidas de inflación tendencial muestran repuntes similares, acercándose a niveles alrededor del 1% en Europa y del 0,5% en España. Aquí, la fuerte depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar, ha supuesto una ganancia de competitividad de los productores nacionales frente a los extranjeros, lo que ha traído un aumento del precio relativo de las importaciones, pero también va permitiendo que se incrementen los precios, sin que eso suponga una pérdida de mercado o la necesidad de realizar otros ajustes.

La otra gran aportación de las políticas que ha implementado el BCE ha sido la disminución de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito. En particular, esta caída ha sido especialmente acusada en la financiación a PYMES (créditos de menos de un millón de euros), donde la reducción ha alcanzado casi los 170 pb entre marzo de 2014 y mayo de 2015. Esto es especialmente relevante, dados los canales de transmisión explicados anteriormente. Así, tanto la disminución que se ha observado de los tipos nominales, como el repunte de la inflación tendencial, y más importante, las expectativas de que esto continúe, apoyarán el crecimiento de la demanda por crédito durante los próximos trimestres.

Aunque lo anterior ha reducido considerablemente el riesgo de deflación, las nuevas tendencias dependen de que los canales a través de los cuales actúa la política monetaria continúen abiertos. Para lo anterior, es indispensable un marco de certidumbre que los riesgos globales, geopolíticos e idiosincrásicos a Europa y España pueden condicionar. En Europa, la principal preocupación a corto plazo se concentra en las

negociaciones entre Grecia y las instituciones.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.