

FOCUS · Inflació: un fenomen monetari

Tal com va dir Milton Friedman una vegada: «La inflació és sempre i en qualsevol lloc un fenomen monetari». Anàlitzem, doncs, sota aquest prisma, l'evolució recent de la inflació i els possibles riscos que romangui de forma sostinguda en nivells massa baixos.

Segons la teoria quantitativa dels diners, els preus varien de forma proporcional a l'oferta monetària. Aquesta relació se sustenta amb la identitat que el valor de les transaccions que es duen a terme en una economia és igual a la quantitat de diners existents en aquesta economia multiplicada per les vegades que aquests diners canvien de mans (el que anomenem velocitat de circulació dels diners).⁽¹⁾ Basant-nos en el supòsit que la velocitat dels diners és relativament constant, un creixement de l'oferta monetària en línia amb un creixement de l'activitat econòmica implica estabilitat de preus. En canvi, si l'oferta monetària creix més ràpidament que l'activitat econòmica, això genera pressions a l'alça sobre els preus, és a dir, inflació.

Al primer gràfic, observem l'evolució històrica, per a la zona de l'euro, de la variació de l'oferta monetària (M3) sense el suport del creixement econòmic (la diferència entre el creixement de l'oferta monetària i el PIB) i de la inflació subjacent. Com es pot apreciar, sembla que, a llarg termini, existeix una certa relació positiva entre les dues variables. La correlació contemporània se situa lleugerament per damunt del 60%. No obstant això, a curt termini, i de forma transitòria, la relació entre les dues variables es pot afeblir si altres factors entren en joc. La velocitat dels diners, per exemple, sol fluctuar al llarg del cicle econòmic. En moments d'elevada incertesa, en què les preferències per l'estalvi i per la liquiditat poden augmentar de sobte, la velocitat dels diners es redueix i l'oferta monetària pot augmentar, sense que això es tradueixi, a curt termini, en un augment dels preus.

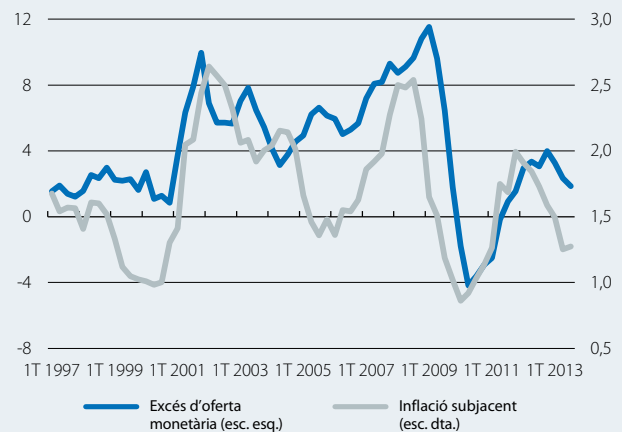
En el context actual, amb una taxa d'inflació en nivells relativament baixos i amb senyals més aviat escassos que, ara com ara, pugui iniciar una via alcista, la tendència a la baixa recent de l'oferta monetària no convida a l'optimisme.

Una part del descens que experimenta la taxa de creixement de l'oferta monetària és resultat d'un excés menor de liquiditat en el sistema. A mesura que la reactivació econòmica s'ha anat consolidant en els últims trimestres, les entitats financeres han reduït les folgades posicions de liquiditat que van acumular per precaució en els moments culminants de la crisi. La ràpida caiguda de l'excés de liquiditat també és deguda a la davallada de les reserves bancàries. Els bancs van accelerar el ritme de devolucions dels

préstecs LTRO per afrontar l'Asset Quality Review que enguany durà a terme el BCE. De fet, la ràpida davallada de la liquiditat va arribar a generar alguns repunts de l'EONIA al final de desembre del 2013. El BCE, per tant, s'ha de mantenir molt alerta i tornar a actuar si la situació actual s'enquista. Una taxa d'inflació massa baixa dificulta el procés de despallanquejament i la possibilitat que els països perifèrics continuïn guanyant competitivitat a través de la contenció dels preus i dels salaris.

Inflació subjacent i excés de creixement de l'oferta monetària

Variació interanual (%)

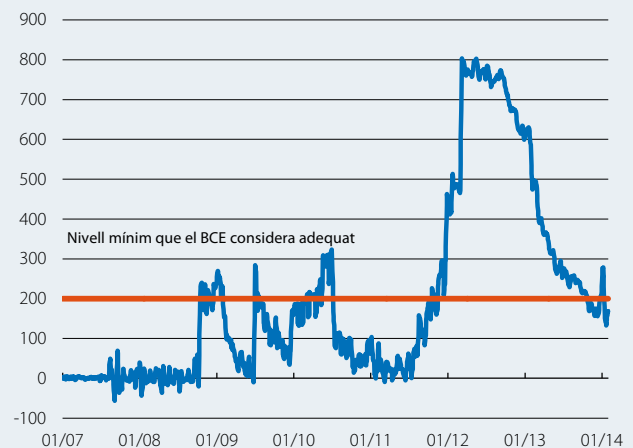


Nota: Excés de creixement de l'oferta monetària: diferència entre el creixement de l'oferta monetària (M3) i el creixement del PIB.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.

Excés de liquiditat dels bancs al BCE

(Milers de milions d'euros)



Nota: Mitjana dels 5 últims mesos dels dipòsits dels bancs comercials al BCE menys el que requereix la institució.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE.

(1) $M \times V = P \times Y$ o $dM + dV = dP + dY$. On M és l'oferta monetària (dM són les variacions en aquesta variable); V és la velocitat de circulació dels diners; P són els preus, i Y, el PIB en termes reals.