

EXPECTATIVES D'INFLACIÓ

Inflació a la baixa i risc de deflació

Les últimes dades d'inflació sorprenen a la baixa a les principals economies del globus. A la zona de l'euro, la taxa d'inflació va baixar fins al $-0,2\%$ al desembre i va deixar la mitjana per al 2014 en el $0,4\%$. Al Regne Unit, malgrat que la taxa de creixement va sorprendre a l'alça el 2014, la inflació ha mantingut una tendència clarament decreixent i s'ha situat en el $0,5\%$ al desembre, el registre més baix en 15 anys. Els EUA es troben en una situació similar. Quan semblava que, finalment, la recuperació econòmica es començava a consolidar a la majoria d'economies avançades, el fantasma de la deflació ha reaparegut en escena.

Per se, un escenari en què els preus baixen no és necessàriament perjudicial per a l'evolució de l'activitat econòmica. Si el cost nominal dels factors de producció, és a dir, el capital i el treball, es pogués ajustar al mateix ritme que el dels preus, l'evolució de l'activitat econòmica no s'hauria de veure afectada. No obstant això, això no és així. Els salaris, per exemple, en molts casos són difícils d'ajustar a la baixa. En aquestes circumstàncies, si els preus caiguessin de forma sostinguda, moltes empreses podrien passar-ho malament.

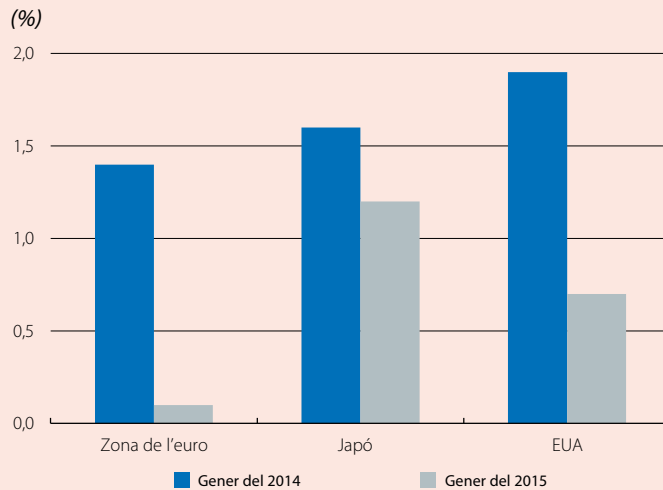
Són igualment preocupants les derivades que un escenari de caiguda sostinguda dels preus pot tenir sobre el cost del capital: si els preus cauen i el tipus d'interès nominal no s'ajusta a la baixa, el tipus d'interès real augmenta. Per compensar la caiguda dels preus i per mantenir el tipus d'interès real constant, cal disminuir el tipus d'interès nominal. Però fins a quin nivell pot disminuir el tipus d'interès nominal? És possible situar-lo en taxes negatives?

En part, aquesta pregunta ha estat resposta recentment. El BCE, per exemple, va situar el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit en el $-0,10\%$ al juny del 2014 i va abaixar-lo de nou fins al $-0,20\%$ al setembre. Unes decisions que, fins no fa pas gaire, semblaven impensables. Altres bancs centrals han seguit un camí similar, com el suís i el danès. Així mateix, hi ha diversos actius de renda fixa que tenen un tipus d'interès nominal negatiu. Per exemple, el deute públic alemany amb un venciment inferior a dos anys cotitza al mercat secundari amb un tipus d'interès negatiu de forma més o menys sostinguda des de fa sis mesos.

Per tant, a la pràctica, fa uns quants mesos que els tipus d'interès han trencat la barrera psicològica del 0% . No obstant això, l'escenari que realment temen els economistes es presenta quan la caiguda dels preus acaba afectant les expectatives de les llars i de les empreses sobre la seva evolució futura. En el cas de les llars, per exemple, si anticipen que els preus cauran de forma sostinguda, i el tipus d'interès nominal no s'ajusta a la baixa, ajornaran les decisions de consum i d'inversió, ja que augmentarà el tipus d'interès real i, per tant, també la compensació pels seus estalvis. En aquest escenari, de tota manera, el paper que pugui jugar el tipus d'interès nominal pot ser limitat, ja que, a mesura que s'ajusta a la baixa, les llars canviaran la composició de la cartera cap a actius més arriscats per obtenir més rendibilitat. A més a més, si el tipus d'interès nominal s'acaba situant en terreny negatiu, pot augmentar la preferència pel diner en efectiu, atès que tindria un tipus d'interès real positiu (la capacitat de compra d'un bitllet o d'una moneda augmenta amb el temps si els preus cauen), malgrat que això comporti uns costos d'emmagatzematge i de seguretat importants.

La disjuntiva a la qual s'enfrontarien les empreses seria similar. En un escenari d'expectatives de caigudes sostingudes dels preus i en el qual el tipus d'interès nominal se situa molt a la vora de zero o en terreny negatiu, les empreses també tendiran a ajornar les decisions d'inversió. Tot plegat deprimiria l'economia i pressionaria encara més els preus a la baixa, la qual cosa generaria la temuda espiral deflacionista.

Hi ha importants indicis, però, que fan pensar que la situació actual de les economies desenvolupades i, en particular, de la zona de l'euro no és l'avantsala d'una deflació. En primer lloc, cal apuntar que, en gran part, la caiguda de la inflació dels últims mesos

Evolució de les previsions d'inflació per al 2015

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

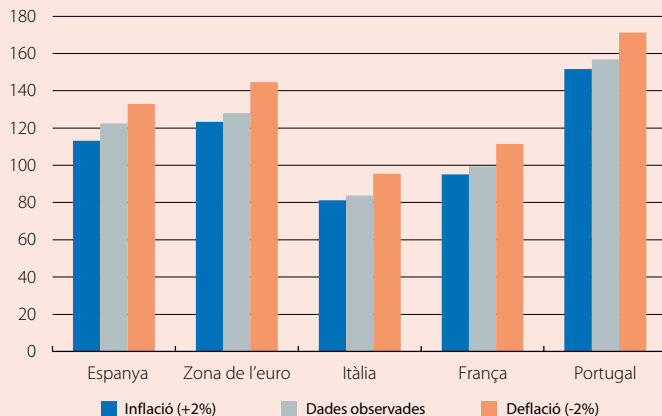
és deguda a la davallada del preu del petroli. A la zona de l'euro, per exemple, dels 0,6 p. p. que s'ha reduït la taxa d'inflació entre el juliol del 2014 i el desembre del 2014, el component de carburants hi ha contribuït de forma directa en 0,5 p. p. De fet, la inflació subjacent (sense els aliments ni l'energia) s'ha mantingut gairebé estancada en el 0,7% durant aquest mateix període. En els pròxims mesos, cal esperar que, a poc a poc, es vagin materialitzant els efectes indirectes del descens del preu del petroli, amb baixades en els preus dels béns manufacturats intensius en petroli i en els serveis de transport. Segons les estimacions del BCE,¹ dos terços de l'impacte de la reducció del preu del petroli es manifesten mitjançant els efectes directes i un terç mitjançant els efectes indirectes. En qualsevol cas, la pressió a la baixa del preu del petroli sobre la taxa d'inflació anirà desapareixent en els pròxims mesos, a mesura que l'efecte de base es vagi diluint.

En segon lloc, atès el dinamisme que presenten el consum privat i la inversió a moltes economies avançades, no sembla que ni els consumidors ni les empreses estiguin ajornant les decisions de consum i d'inversió, més aviat el contrari. Malgrat que hi ha importants diferències entre països, sembla que, finalment, comencen a aprofitar-se les bones condicions de finançament per adoptar decisions de consum i d'inversió ajornades durant la recessió.

Així i tot, hi ha dos factors que fan que, als països amb ajustos macroeconòmics pendents, se segueixi amb especial atenció, i preocupació, l'evolució de la inflació. D'una banda, molts d'aquests països han de millorar la competitivitat per reactivar el sector exportador i per poder, així, reequilibrar la posició exterior. Un context d'inflació baixa, o desinflació, en els socis comercials fa que sigui difícil continuar guanyant competitivitat per la via de la contenció salarial i dels preus (devaluació interna). El segon factor és el procés de despallanquejament que molts països desenvolupats encara estan duent a terme. Com es pot apreciar al segon gràfic, l'impacte que té un escenari d'inflació moderada, o de deflació, sobre l'evolució de la ràtio de deute sobre el PIB no és menyspreable. Serveixi d'exemple el fet que, si la inflació espanyola s'hagués mantingut en el 2% des del 2010, el deute de les empreses no financeres sobre el PIB hauria tancat el 2014 en el 113%, 9 p. p. per sota del que ha succeït en realitat. En canvi, en un escenari amb una inflació mitjana del -2%, el deute sobre el PIB seria del 133%, 11 p. p. per damunt del que s'ha observat.

Deute de les societats no financeres en el 1T 2014 en diferents escenaris d'inflació

(% del PIB)



Nota: Els escenaris assumeixen una inflació (o deflació) anual del +2% (-2%) des del 2010.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE.

mantenir la cautela. L'efectivitat de les polítiques dutes a terme fins ara no ha estat l'esperada, i un escenari de deflació, malgrat que sembli poc probable, podria tenir greus conseqüències.

A més a més, en aquests països, s'observa amb especial preocupació la manca d'instruments de política econòmica per poder reactivar la inflació. Com pot ser que, amb els tipus d'interès en mínims i després de les injeccions de liquiditat dutes a terme pels principals bancs centrals dels països desenvolupats, la inflació es mantingui tan baixa? També és sorprenent que en nombrosos països, com, per exemple, Alemanya, el Regne Unit i els EUA, on sembla que la taxa d'atur s'apropa a la taxa d'equilibri i l'*output gap* està gairebé tancat, la taxa d'inflació subjacent es mantingui molt baixa. Aquestes qüestions s'analitzen amb detall als articles «Inflació: només un fenomen monetari?» i «Creixement sense inflació: què ens en diu la corba de Phillips?», del present Dossier.

En definitiva, molts dels països desenvolupats estan pendents de la inflació, i, més enllà de l'efecte temporal que hi juga el preu del petroli, la lògica econòmica ens convida a pensar que hauria d'anar remuntant. No obstant això, cal

Gerard Masllorens

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. Per a més informació, vegeu «Box 3: Indirect effects of oil price developments on Euro Area inflation», Monthly Bulletin, Banc Central Europeu, Frankfurt, desembre del 2014.