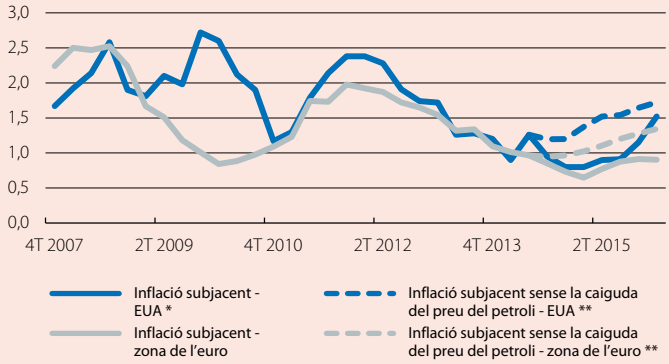
A la recerca de la inflació perduda

El 2016, els EUA hauran encadenat sis anys de creixement econòmic positiu i la zona de l'euro, una mica més endarrerida en la recuperació, anotarà ja el tercer any d'ascensos des de la gran crisi econòmico-financera global. No obstant això, malgrat que les dues economies es troben en una fase avançada del cicle i malgrat anys de política monetària ultraexpansiva, les respectives taxes d'inflació encara marquen registres anèmics.[1] En concret, al març, la inflació nord-americana es va situar en el 0,9% i la de la zona de l'euro, en el –0,1%. Què explica aquesta falta de vitalitat inflacionista?

Inflació subjacent eliminant els efectes depressius de la caiguda del preu del petroli

Variació interanual (%)



Notes: ** Inflació subjacent sense lloguers per als EUA. ** S'assumeix que la inflació subjacent avança igual que el component energètic a partir del juliol del 2014. En el model estimat, utilitzem dades del 1T 2002 al 1T 2016 per a la zona de l'euro (UE-15) i per als Estats Units.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

La forta caiguda del preu del petroli (el 76% entre mitjan 2014 i el començament del 2016) i de la cotització d'altres primeres matèries explica una bona part de l'escàs vigor de la inflació. Per aquest motiu, és aconsellable analitzar la inflació subjacent, lliure de la volatilitat del component energètic i dels aliments. Així, als EUA, la inflació subjacent[2] es va situar en un considerable 1,5% al març, però es va mantenir, de mitjana, per sota de l'1% durant el 2014 i el 2015, un nivell significativament inferior a l'objectiu de la Reserva Federal nord-americana, del 2%. En la mateixa línia, a la zona de l'euro, la taxa d'inflació subjacent també s'ha situat, de mitjana, en cotes inferiors a l'1% des de l'inici del 2013.

No obstant això, abans d'endinsar-nos en l'estudi de la falta de vigor inflacionista, és rellevant matisar una altra particularitat sobre els preus: la caiguda del preu del cru també ha tingut efectes depressius en les taxes subjacents. En particular, ha rebaixat els costos de producció i de transport i ha pressionat a la baixa el preu d'altres productes (efecte indirecte). Així mateix, també podria haver rebaixat les expectatives d'inflació dels agents, la qual cosa, al seu torn, se sol traduir en menors pressions inflacionistes (efecte de segona ronda).[3] A tall il·lustratiu, un canvi en les expectatives d'inflació influeix en la negociació dels salaris entre els empresaris i els treballadors, de manera que les caigudes en les expectatives d'inflació promouen menors increments salarials i, en conseqüència, menors pressions a l'alça sobre la inflació. Segons les nostres estimacions, aquests efectes no són menyspreables. Per exemple, sense els efectes indirectes i de segona ronda, la inflació subjacent nord-americana i la de la zona de l'euro s'haurien situat 4 i 3 dècimes, respectivament, per damunt dels registres assolits el 2014 i el 2015 (vegeu el primer gràfic).[4]

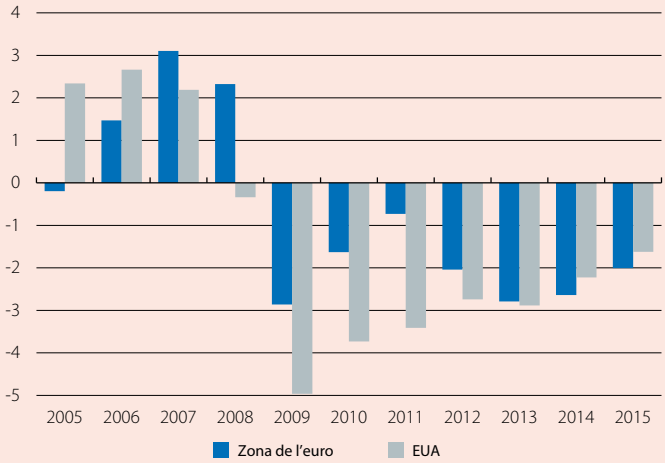
Arribats a aquest punt, potser el més sorprenent no són les moderades taxes d'inflació, sinó la lentitud amb què s'assoleix la cota del 2%. La corba de Phillips és el marc teòric habitual per analitzar la dinàmica de la inflació i posa l'èmfasi en la relació negativa que s'observa entre la inflació i la bretxa de producció, o *output gap* (PIB registrat menys PIB potencial),[5] al llarg del cicle econòmic: els *output gaps* negatius tendeixen a pressionar la inflació a la baixa, mentre que els *output gaps* positius la pressionen a l'alça. Doncs bé, l'*output gap* del conjunt de les economies avançades es va situar en territori negatiu el 2009 després d'anys de *gaps* positius, i, malgrat que, de llavors ençà, la bretxa s'ha anat tancant de forma més o menys constant, se situa encara en cotes negatives. En concret, la zona de l'euro està més lluny de tancar la bretxa de producció que els EUA. Sens dubte, aquesta lenta recuperació de l'activitat econòmica, en especial a la zona de l'euro, explica una bona part de l'atonia inflacionista. En altres paraules, les economies avançades no han arribat al ple potencial productiu, de manera que no ens ha d'estranyar que encara no mostrin pressions inflacionistes (vegeu el segon gràfic).

1. En aquest mateix Dossier, vegeu l'article «Breu història de la inflació com a fenomen monetari», que analitza el creixement de l'oferta monetària com a factor clau en la determinació de la inflació a llarg termini.
2. Per als EUA, utilitzem la inflació subjacent i sense lloguers imputats, ja que el seu càlcul és més semblant al de la inflació subjacent de la zona de l'euro.
3. Vegeu el Focus «Baixa inflació: petroli i res més?», de l'IM03/2016.
4. Probablement, l'efecte indirecte ha estat el més important, ja que, com es comenta més endavant, les expectatives d'inflació s'han mantingut relativament estables en els últims anys.
5. Un *output gap* negatiu implica l'existència d'un excés de capacitat productiva no utilitzat en l'economia (vegeu l'article «PIB potencial, un concepte clau i difús», del Dossier de l'IM05/2013).

Així i tot, en aquest punt, és important esmentar la dificultat en el mesurament del PIB potencial i, per tant, de l'*output gap*. De fet, el marge d'error en l'estimació d'aquesta variable teòrica ha augmentat de manera considerable en els últims anys, atès que, arran de la forta i perllongada crisi, una part de la capacitat productiva ha quedat obsoleta després d'anys d'inactivitat. Així, indicadors més directament mesurables de la capacitat productiva, com els referits al mercat laboral, mostren que la bretxa de producció possiblement és menor que la que mostra l'*output gap*, la qual cosa hauria d'haver comportat més pressions inflacionistes.

Output gap

Desviació en relació amb el PIB potencial (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2016).*

D'altra banda, segons nombrosos estudis, la sensibilitat de la inflació a moviments de la bretxa de producció ha disminuït en els últims anys: per a un mateix *output gap*, s'observa una taxa d'inflació més baixa. Aquesta menor sensibilitat, coneguda com «aplanament de la corba de Phillips», va ser un dels arguments presentats en nombrosos estudis per explicar per què no va haver-hi desinflació durant la crisi financera del 2008, quan, als països avançats, els *output gaps* van caure bruscament fins a cotes molt negatives (la «desinflació perduda»).

A més dels problemes de mesurament de la bretxa de producció, el fort augment de les relacions comercials i financeres entre països, la globalització, és esgrimit com una de les causes de l'aplanament de la corba de Phillips. Aquest fenomen ha afavorit que les economies avançades importin cada vegada més béns i serveis procedents de països amb costos de producció més baixos, la qual cosa pressiona a la baixa el preu final per al consumidor local. O, recuperant el marc conceptual proposat per la corba de Phillips, la inflació d'un país cada vegada està més determinada per la bretxa de producció a nivell global, en comptes de la del propi país. No obstant això, aquesta explicació, tot i que molt intuïtiva, no ha estat validada empíricament amb rotunditat: hi ha estudis que la corroboren, entre els quals destaca el de Borio i Filardo (2007), i uns altres que no troben un impacte clar, com el de l'FMI o el de White (2008).[6]

Finalment, un segon factor que, pel que sembla, afavoreix l'aplanament de la corba de Phillips és la major estabilitat de les expectatives d'inflació. En concret, la capacitat que han demostrat els bancs centrals de mantenir la inflació baixa i estable ha comportat que les expectatives d'inflació siguin també més estables. Com s'ha comentat més amunt, l'ancoratge de les expectatives d'inflació acaba afavorint, precisament, que la inflació també sigui més estable. En particular, les expectatives d'inflació a llarg termini dels consumidors nord-americans s'han mantingut constants en els sis últims anys, al voltant del 2,8%, malgrat que l'economia ha passat d'una profunda recessió a una notable recuperació.[7]

En definitiva, diferents elements han contribuït a la falta de dinamisme de la inflació, entre els quals destaquen el fort descens del preu del petroli, una recuperació econòmica més lenta de l'habitual, una menor sensibilitat de la inflació a l'activitat econòmica i unes expectatives d'inflació més ancorades, gràcies a l'augment de la credibilitat dels bancs centrals. No obstant això, al llarg del 2017, esperem un repunt notable de les taxes d'inflació, tant als EUA com a la zona de l'euro, per la recuperació del preu del cru i per la continuïtat en el tancament dels *output gaps*.

Clàudia Canals i Nadim Elayan Balagué
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

6. Vegeu Borio, C. i Filardo, A. (2007) «Globalisation and Inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation»; White, W. (2008), «Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation», BIS Working Paper, no. 250, i FMI, «World Economic Outlook October 2013», «The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or as it just sleeping?», chapter 3.
7. Vegeu l'article «Sobre l'ús i l'abús de les expectatives d'inflació dels mercats financers», en aquest mateix Dossier, per a un estudi més ampli dels mesuraments de les expectatives d'inflació de mercat. Vegeu, també, l'article «Mesurar les expectatives d'inflació: la importància dels detalls», en el Dossier de l'IM02/2015.