

L'impacte de la COVID-19 sobre la inflació europea

- L'impacte del coronavirus sobre la inflació és incert, ja que hi ha moviments simultanis d'oferta i de demanda que poden decantar la balança cap a una inflació més elevada, cap a la desinflació o, fins i tot, cap a la deflació.
- A curt termini, malgrat els problemes de mesurament i el tancament dels mercats, s'ha imposat la desinflació. A mitjà termini, diversos elements suggereixen que les pressions desinflationistes continuaran dominant. A llarg termini, transformacions com una desglobalització o canvis en els patrons de consum podrien provocar canvis estructurals.

La crisi del coronavirus representa un xoc sense precedents per a l'economia europea: el seu efecte sobre l'activitat econòmica és clarament negatiu i els dubtes se centren en la magnitud i en la durada de l'impacte. En canvi, el seu efecte sobre la inflació genera més interrogants. Hi ha pressions a la baixa, com el col·lapse del consum a causa del confinament i la caiguda del preu del petroli, i altres a l'alça, com el tancament de les fàbriques i la reducció general de la producció. A més a més, cal diferenciar els efectes a curt termini (durant la fase de contenció del virus), a mitjà termini (durant la fase de recuperació) i a llarg termini (quan assolim la «nova normalitat» després de la crisi). Quines forces dominaran?

Impacte a curt termini: disruptcions de la producció, caiguda de la demanda, problemes de mesurament i apagada dels mercats

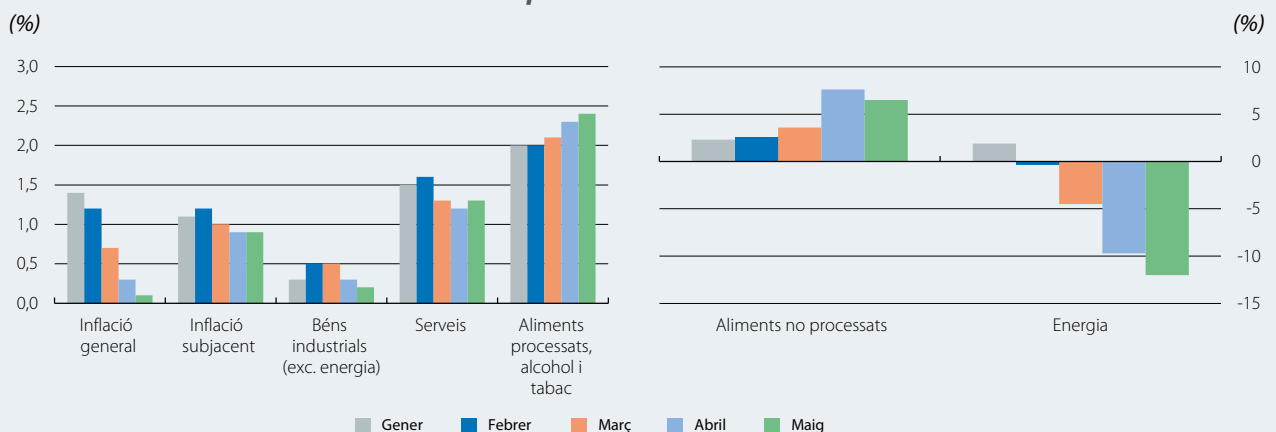
Les dades disponibles entre el febrer i el maig ja ens donen una idea de l'impacte a curt termini de la crisi del coronavirus sobre la inflació. Tal com ho mostra el primer gràfic, al febrer, quan encara no havia començat el Gran Confinament als països europeus, es va produir un lleuger descens de la inflació, tot i que els preus dels béns industrials van augmentar de manera notable a causa de les disruptcions en les cadenes de subministrament integrades amb la Xina, on, en aquest moment, ja havien tancat moltes plantes de producció (va ser el major increment intermensual en un mes de febrer des del 2016).

La inflació general va continuar el descens a gran velocitat i va passar de l'1,2% al febrer al 0,1% al maig, amb l'entrada en vigor de les mesures de confinament a la majoria de països europeus. La caiguda s'observa tant en els preus de l'energia com en la cistella de béns que defineixen la inflació subjacent. En particular, la inflació es va reduir tant en els béns industrials com al sector de serveis. En canvi, els preus dels aliments no processats han augmentat amb rapidesa.

Aquests moviments oposats il·lustren les forces de la demanda i de l'oferta sobre la inflació. Al sector dels serveis, per exemple, la caiguda de la inflació suggereix un descens de la demanda superior al de l'oferta, tot i que és probable que el sector s'hagi vist molt afectat per problemes en el mesurament dels preus, tal com ho discutim més endavant. En canvi, l'augment de la inflació en els aliments no processats (on destaquen la fruita i la verdura) ha estat anormalment alt i indica una caiguda de la producció i un coll d'ampolla davant una demanda més estable, ja que el confinament dels consumidors no en va alterar les necessitats bàsiques. Així mateix, també hi podria haver influït un possible augment de la demanda per raons d'emmagatzematge. Per la seva banda, la caiguda dels preus energètics reflecteix un enfonsament de la demanda de les fonts d'energia a conseqüència del tancament de l'activitat en molts sectors, com el del transport.

Més enllà de tots aquests moviments de preus, els condicionants més distintius d'aquests mesos són els proble-

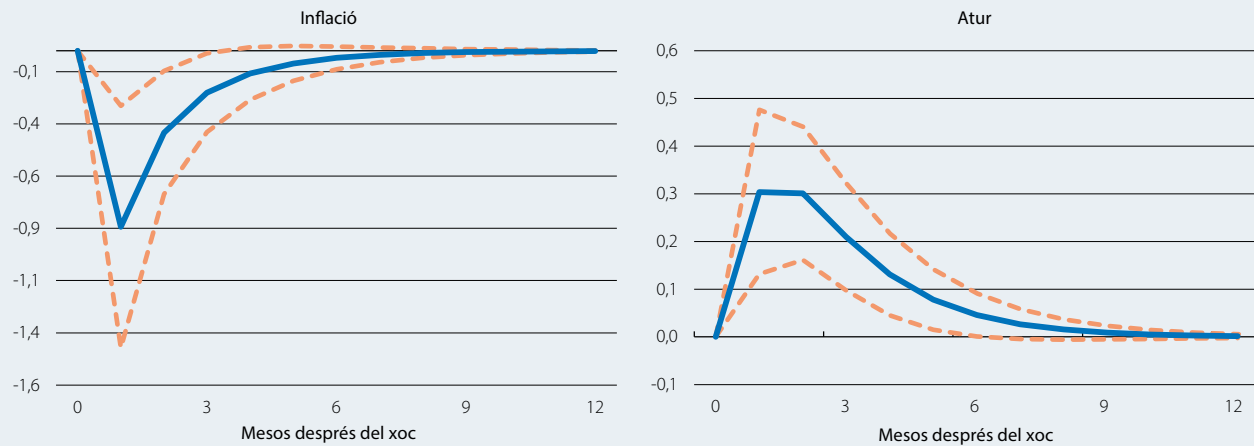
Zona de l'euro: canvi interanual dels components de l'IPC



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: resposta macroeconòmica a un augment de la incertesa

Desviació en relació amb l'escenari sense xoc (p. p.)



Nota: L'eix horitzontal representa els mesos després del xoc sobre el VDAX (exogen i de magnitud equivalent a l'observat en els mesos de març i d'abril), que es produeix en el període 1. L'eix vertical representa la desviació percentual en relació amb el nivell contrafactual (escenari sense xoc). Les línies discontinues representen l'interval de confiança del 95%.

Font: CaixaBank Research.

mes de mesurament i l'absència de mercats, dos factors que, possiblement, han afectat més els preus dels serveis. D'una banda, el tancament dels sectors provoca que els preus dels seus béns i serveis senzillament no existeixin. A més a més, les empreses tancades no poden respondre a les enquestes dels instituts d'estadística. La mateixa Eurostat estima que el 35% dels preus van haver de ser imputats per a les dades de l'abril, és a dir, estimats mitjançant tècniques estadístiques, ja que no disposaven de tota la informació necessària. De l'altra, la cistella de béns que constitueix l'índex de preus ja no és representativa de les compres mitjanes de les llars. Per exemple, durant el confinament, la despesa en serveis o en transport es va desplomar (quan, en temps normals, el pes dels serveis en la cistella és del 45%).

Les pressions desinflationistes continuaran dominant

A mitjà termini, l'evolució de la inflació és més incerta, i existeix la possibilitat que les disruptcions en la producció i en la cadena de subministraments provocades per la COVID-19 generin pressions alcistes sobre els preus. No obstant això, la magnitud de la caiguda de la demanda és de tal envergadura que tot fa pensar que la inflació es mantindrà baixa en els propers mesos. En altres paraules, la diferència entre l'evolució de la demanda i la de l'oferta als diferents mercats continuarà comportant una pressió deflacionista. Per exemple, tot fa pensar que els preus de l'energia es mantindran per sota dels nivells de l'any 2019 i, en conseqüència, tindran una contribució negativa a la inflació general al llarg de l'any.

Pel que fa al preu dels béns que formen la inflació subjacent, malgrat el notable repunt que experimentarà el consum en els propers mesos, esperem que es mantingui en cotes contingudes i inferiors a les anteriors al xoc durant un període llarg de temps, a causa de l'impacte de la crisi

sobre el mercat laboral, que limitarà les pressions inflacionistes. A més a més, és probable que la taxa d'estalvi, que sembla que ha augmentat durant el període de confinament, es mantingui elevada en relació amb els nivells pre-crisi fins que s'esvaeixi la incertesa.¹ L'elevada incertesa que envolta l'escenari actual afecta el comportament de les empreses i de les famílies. Per exemple, en aquesta mena de context, les famílies amb ingressos més elevats solen augmentar l'estalvi per motius de precaució, la qual cosa redueix les pressions inflacionistes, com ho mostrem tot seguit. Utilitzant un model estadístic,² estimem que un augment de la incertesa (aproximat mitjançant un augment del VDAX, un índex de volatilitat de la borsa alemanya semblant al VIX utilitzat als EUA) té efectes negatius sobre la inflació i sobre l'ocupació a la zona de l'euro, com ho recull el segon gràfic. En concret, segons els resultats del model, un increment de la incertesa com el viscut en els últims mesos reduiria la inflació en 1,7 p. p. i augmentaria l'atur en 1,1 p. p. a la zona de l'euro en el conjunt dels nou propers mesos. El resultat és semblant a un estudi de la Reserva Federal de San Francisco sobre l'impacte de la incertesa als EUA.³

Davant aquestes forces desinflationistes, les polítiques fiscals desplegades durant les fases de confinament i de

1. Segons les dades del BCE, els dipòsits bancaris van augmentar amb força al març (20.000 milions a França, en relació amb un canvi mitjà mensual de 3.800 milions; 16.800 milions a Itàlia, en relació amb una mitjana de 3.400 milions, i 10.100 milions a Espanya, en relació amb una mitjana de 2.300 milions). La Comissió Europea preveu un augment de la taxa d'estalvi des del 12,8% del 2019 fins al 19% el 2020 (un nivell rècord) i una caiguda el 2021 fins al 14,5%.

2. Es tracta d'un model de vectors autoregressius (VAR) que inclou com a variables la inflació, l'atur, el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit (tipus oficial del BCE) i l'índex de volatilitat borsària VDAX.

3. Vegeu Leduc, S. i Liu, Z. (2020), «The Uncertainty Channel of the Coronavirus», FRBSF Economic Letter. Els autors estimen que un repunt de la incertesa com el viscut durant la crisi del coronavirus reduiria la inflació en 2 p. p. i incrementaria l'atur en 1 p. p.

recuperació seran crucials per evitar efectes persistents sobre la demanda i per mitigar el risc de deflació. En aquest sentit, és molt important que els programes d'ajust temporal de l'ocupació, com els ERTO a Espanya o el *Kurzzeitgeld* a Alemanya, siguin efectius i evitin un increment fort i persistent de la taxa d'atur. L'endeutament de les famílies i de les empreses és un altre factor que cal tenir en compte. És important evitar un augment fort del deute de les famílies i de les empreses a curt termini que, a mitjà i a llarg termini, acabi comportant un període llarg de despallanquejament del sector privat, ja que aquesta situació en frenaria la capacitat de recuperació. Pel costat de l'oferta, l'efectivitat de les polítiques econòmiques també serà clau per assegurar la supervivència del teixit productiu al llarg i després de la crisi. En aquest sentit, les mesures fiscals (com les línies d'aval i els ajornaments d'impostos per a les empreses) i les actuacions del BCE exerceixen un paper fonamental per donar suport al teixit productiu i, de retruc, per afavorir una recuperació ràpida de la producció quan les condicions siguin favorables. L'èxit relatiu d'aquestes polítiques de demanda i d'oferta decidirà, en part, cap a on es decanta la balança de la inflació: si són efectives, donaran suport a una recuperació gradual de la inflació i mitigaran el risc d'escenaris extrems, com la deflació o un fort repunt dels preus.

Més enllà del vessant fiscal, no ens podem pronunciar sobre la inflació en el futur sense una discussió de la política monetària. El BCE ha respost de manera contundent a aquesta crisi: ha comprat grans quantitats de deute públic europeu i ha proporcionat liquiditat abundant al sector financer. Aquestes mesures comportaran un augment important de la inflació? En la mesura que aquestes injeccions de liquiditat serveixen per mantenir l'oferta i per esmoreir l'enfonsament de la demanda, no haurien de comportar un augment excessiu de la inflació. A més a més, el BCE podrà anar reduint la liquiditat en el sistema quan l'economia millori i s'observi una convergència de la inflació cap al seu objectiu.

Considerant aquests elements, tot fa pensar que la inflació continuarà baixa en els propers mesos i que es començarà a recuperar de forma gradual a mesura que el conjunt de l'economia guanyi força.

Un impacte permanent?

Finalment, la crisi del coronavirus podria tenir efectes sobre la inflació més enllà del mitjà termini, ja que podria provocar canvis estructurals en les nostres economies. Per exemple, aquesta crisi ha visibilitzat la fragilitat de les cadenes de subministrament globals, molt vulnerables a grans xocs, situació que podria empènyer les empreses a replantejar-se la distribució geogràfica de les estructures productives. A més a més, a nivell europeu, és probable que s'incentivi la producció local dels béns estratègics, com els medicaments i els aliments.⁴ Aquesta força po-

dria contribuir a revertir l'efecte desinflacionista de la globalització en les últimes dècades (a causa dels guanys d'eficiència que comportava). Finalment, aquesta crisi també podria tenir un impacte durador sobre el comportament dels consumidors i de les empreses, que es podrien tornar més cauts en les decisions de consum i d'inversió o que podrien modificar els béns que formen la cistella de consum.

Álvaro Leandro i Eduard Llorens i Jimeno

4. Vegeu l'article «[Com la COVID-19 canviarà la nostra manera de produir](#)», al Dossier de l'IM05/2020.