

COVID-19 i inflació: un impacte estadísticament significatiu

- La feblesa de la inflació europea s’ha intensificat en els últims mesos, fins a assolir taxes negatives i mínims històrics.
- Aquesta feblesa és deguda, sobretot, a l’impacte de la COVID-19. En especial per factors de demanda, però també per l’efecte de les retallades impositives en alguns països.
- La inflació guanyarà tracció amb la reactivació econòmica, tot i que les cicatrius de la crisi de la COVID-19 es traduiran, probablement, en una recuperació molt gradual.

En els últims anys, la inflació europea ha estat tossudament inferior al nivell desitjat pel BCE i, des del 2018, fins i tot, ha anat perdent dinamisme. Aquesta feblesa s’ha intensificat amb la crisi de la COVID-19, i la inflació subjacent, que reflecteix les tendències de fons dels preus, ha perdut gairebé 1 p. p. des del gener (a l’octubre, va registrar un mínim històric del +0,2%). Aquesta feblesa serà temporal o permanent?

La sensibilitat dels preus a la COVID-19

La COVID-19 explica una bona part dels problemes recents de la inflació. Per il·lustrar-ho, ens centrarem en la inflació subjacent i, seguint una metodologia similar a la desenvolupada per la Reserva Federal de San Francisco,¹ identificarem els components de la cistella de consum que són «sensibles a la COVID-19» com els que, des de la primavera, han patit variacions de preus anormalment grans.² Així, el 68% dels béns i serveis de la cistella d’Espanya i el 51% dels de la zona de l’euro han estat sensibles a la COVID-19. Alguns components ho han estat perquè han patit increments de preus significatius, com, per exemple, els equips electrònics o els articles esportius. No obstant això, tal com ho il·lustren els dos primers gràfics, la majoria dels preus sensibles a la pandèmia han empès la inflació a la baixa i, de fet, expliquen la major part de la seva feblesa el 2020.

Entre els efectes de la COVID-19, predominen els factors de demanda

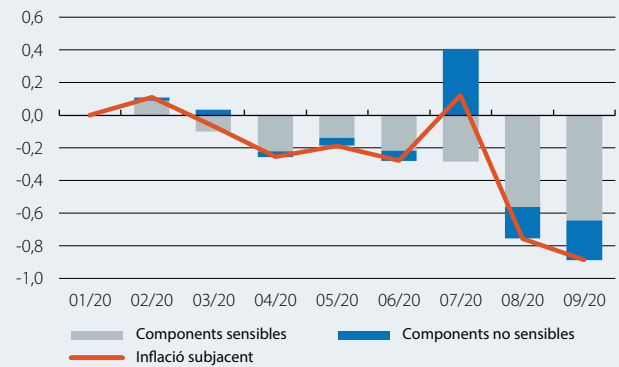
Una de les particularitats de la pandèmia és que afecta els preus de maneres molt diferents: ha provocat una caiguda tant de la demanda com de l’oferta (a més de generar problemes de mesurament dels preus). No obstant això, la intuïció econòmica ens ajuda a distingir entre els dos factors: quan el xoc és de demanda, els preus i les quantitats tendeixen a moure’s en la mateixa direcció, mentre que, si el xoc és d’oferta, es mouen en direccions oposades. Així, la caiguda de la inflació agregada en els

1. Vegeu Shapiro, A. H. (2020), «Monitoring the inflationary effects of COVID-19», FRBSF Economic Letters.

2. En concret, un component i és sensible a la COVID-19 si el paràmetre β_i de l’equació $\pi_{t,i} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * COVID_t + u_{t,i}$ és significativament diferent de 0. $\pi_{t,i}$ és la variació interanual del preu del component i ; $COVID_t$ és una variable *dummy* que pren valor 1 a partir del març del 2020 i 0 en qualsevol altre cas, i $u_{t,i}$ és el terme d’error.

Zona de l’euro: contribució per components a la inflació subjacent

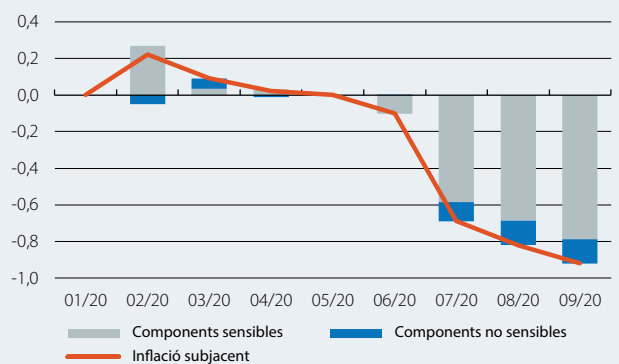
(p. p.)



Notes: Contribució de cada categoria de components a la desviació de la inflació subjacent respecte del seu registre del gener del 2020. Els components sensibles són aquells que, del març al setembre, han presentat una variació estadísticament diferent a l’observada amb anterioritat. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d’Eurostat.

Espanya: contribució per components a la inflació subjacent

(p. p.)



Notes: Contribució de cada categoria de components a la desviació de la inflació subjacent respecte del seu registre del gener del 2020. Els components sensibles són aquells que, del març al setembre, han presentat una variació estadísticament diferent a l’observada amb anterioritat. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d’Eurostat.

últims mesos (paral·lela a una caiguda de l’activitat) suggereix que les forces desinflationistes de la demanda s’han imposat a la reducció de l’oferta. L’anàlisi dels components suggereix una conclusió similar. Ho il·lustrem per al cas d’Espanya, on separem els components en tres grups: els que han patit un xoc de demanda, els que han patit un xoc d’oferta i la resta (per als quals el xoc és ambi-

gu).³ Com ho mostra el tercer gràfic, hi ha hagut forces d'oferta que han pressionat els preus a l'alça, però, en conjunt, han estat moderades i han estat contrarestades per la pressió desinflationista del xoc de demanda.

Zona de l'euro: l'IVA també juga un paper

Al conjunt de la zona de l'euro, s'ha d'afegir un altre factor: la rebaixa de l'IVA. Per fer front a la crisi econòmica provocada per la COVID-19, alguns països, com Alemanya, Bèlgica o Àustria, van incloure una reducció de l'IVA en el seu estímul fiscal. A Alemanya, per exemple, el Govern federal va reduir aquest impost del 19% al 16% per a la majoria de productes i del 7% al 5% en altres des del juliol fins al desembre del 2020. Com que una rebaixa de l'IVA té un impacte directe sobre el preu de compra, podria explicar una part de la caiguda de la inflació. De fet, Eurostat publica una sèrie d'inflació en què manté constants els impostos i suggereix que, el 2020, la inflació subjacent hauria estat 0,7 p. p. més alta sense l'efecte de l'IVA.

Si la rebaixa de l'IVA té un impacte tan gran, podria haver contaminat les nostres estimacions: potser els components sensibles a la pandèmia que hem identificat només ho són per l'impacte de l'IVA? En part sí, però no de manera majoritària: el 65% dels components que inicialment marquem com a sensibles a la COVID-19 ho continuen sent si corregim l'impacte dels impostos (el 35% restant deixa de ser-ho).⁴

Per tot plegat, quan es desfaci la rebaixa de l'IVA en els propers mesos, la inflació rebotarà. No obstant això, la sensibilitat que exhibeixen molts dels seus components suggereix que, més enllà de l'efecte estadístic dels impostos, la inflació es continuarà mostrant feble mentre la pandèmia condicioni l'activitat. Haurà de ser, doncs, la recuperació econòmica la que ajudi la inflació a tornar als nivells previs a la pandèmia. No obstant això, davant la perspectiva que el restabliment de l'activitat trigui a ser complet, tot fa pensar que, en els propers trimestres, el BCE encara tindrà feina per encaminar la inflació cap al seu objectiu (per sota, però a la vora, del 2%).

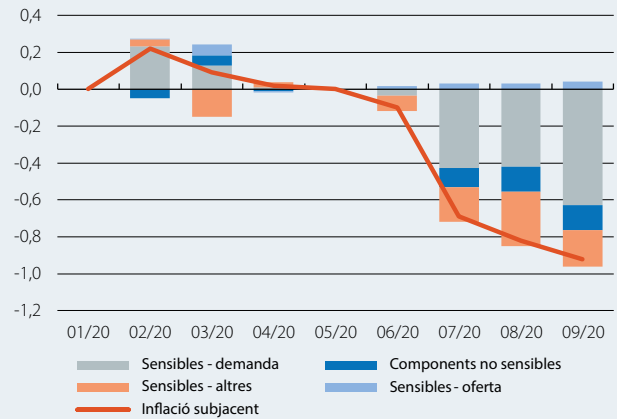
*Luis André Pinheiro de Matos
i Ricard Murillo Gili*

3. Atès que no disposem de dades prou detallades sobre les quantitats, basem la nostra il·lustració en l'exercici que Shapiro (2020) realitza per als EUA, on sí que es coneix el detall necessari. En concret, si el preu d'un component es mou en la mateixa direcció a Espanya i als EUA, imputem a Espanya el moviment de les quantitats observades als EUA. Així, identifiquem xocs de demanda (preus i quantitats es mouen en la mateixa direcció), d'oferta (moviments en direccions oposades) i altres (moviments no significatius en quantitats i/o en preus). Per exemple, en un cas en què no s'observi un canvi significatiu de quantitats, és factible que hi hagi un híbrid de xocs en sentits oposats. D'altra banda, si no hi ha canvis significatius de preus però sí de quantitats, estariem en presència de xocs contemporanis en el mateix sentit.

4. Malgrat que continuen sent «sensibles a la COVID-19», aquests components exhibeixen fluctuacions de preus més moderades quan es corregeix l'efecte de la baixada de l'IVA.

Espanya: contribució per components a la inflació subjacent

(p. p.)

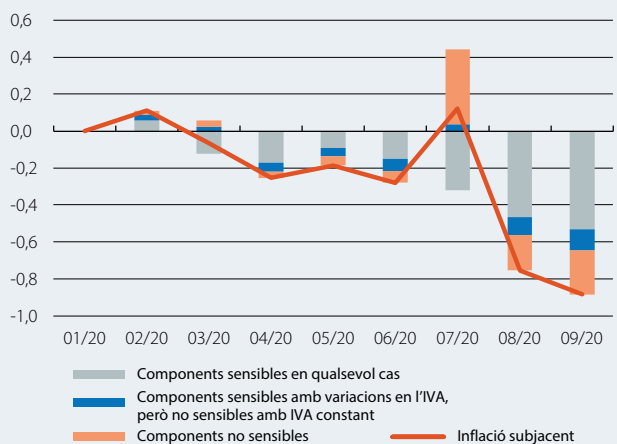


Notes: Contribució de cada categoria de components a la desviació de la inflació subjacent respecte del seu registre del gener del 2020. Els components sensibles són aquells que, del març al setembre, han presentat una variació estadísticament diferent a l'observada amb anterioritat. Per determinar el tipus de sensibilitat, tenim en compte les variacions de les quantitats utilitzant dades de Shapiro (2020).

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

Zona de l'euro: contribució per components a la inflació subjacent

(p. p.)



Notes: Contribució de cada categoria de components a la diferència de la inflació subjacent del gener. Els components sensibles són aquells que, del març al setembre, han presentat una variació estadísticament diferent a l'observada amb anterioritat, i ho calculem per a la sèrie estàndard de la inflació subjacent i per a la sèrie en què l'IVA es manté constant.

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