

Esperando a la inflación

Como Vladimir y Estragon en *Esperando a Godot*, economistas, académicos y bancos centrales se han pasado la última década esperando a una inflación que no llegaba. Al menos hasta la irrupción en escena de la COVID-19. Los repuntes en los datos y en las expectativas de inflación con los que ha empezado el año 2021 han reavivado el debate sobre su llegada. Por el momento, todo apunta a que su reciente salto se debe a factores técnicos y transitorios que se desvanecerán a medida que la COVID-19 se retire y las economías se normalicen.¹ Pero, después de esta transición, ¿volveremos al mundo de inflaciones tozudamente bajas? o ¿la pandemia supondrá un punto de inflexión?

Dos narrativas: ¿el aplanamiento de la curva de Phillips...

En las últimas décadas, el crecimiento de los precios de nuestras cestas de consumo se ha moderado de manera notable y sostenida: en EE. UU., Alemania y España, la inflación ha pasado de tasas cercanas al 4%, 3% y 7%, respectivamente, en el promedio de 1980-2000 a cifras solo levemente superiores al 1% en 2008-2020.

Esta moderación ha transcurrido en unos tiempos que no siempre han sido plácidos para las economías. Y es que la inflación no solo se ha moderado, sino que el vínculo entre el dinamismo de la actividad y las presiones inflacionistas se ha ido debilitando. Esto ha recibido el nombre de «aplanamiento de la curva de Phillips»: como muestra el primer gráfico, la curva que relaciona de manera inversa la inflación y el desempleo, documentada estadísticamente por William Phillips en 1958, se ha aplanado de manera sostenida desde los años 1980.

Algunos factores detrás de la debilidad de la inflación han sido herencias del ciclo económico y, en este sentido, coyunturales (aunque persistieron más tiempo de lo deseado): la crisis financiera global de 2008 y la Gran Recesión dejaron una demanda débil y lastrada por una mochila de deuda, y su recuperación fue lenta y, durante muchos años, incompleta (especialmente en Europa).² En el contexto actual, una recuperación más lenta de lo esperado tras la COVID-19 puede reintroducir presiones desinflacionistas.

Sin embargo, también hubo fuerzas estructurales responsables de que la moderación de la inflación fuera un fenómeno persistente y generalizado entre economías avanzadas. En primer lugar, en las décadas finales del siglo XX los principales bancos centrales se fijaron objetivos claros para luchar contra la inflación, mientras que la mejora en su calidad institucional e independencia consiguió aclarar las expectativas de inflación en niveles moderados. En segundo lugar, la globalización y la demografía se combinaron para ejercer presiones desinflacionistas, pues la integración de China y otros países emergentes en la economía global dio acceso a factores productivos más baratos y, además, generó una abundancia relativa de trabajadores. Asimismo, la digitalización y unos mercados laborales más flexibles también contribuyeron a la moderación de la inflación y a su pérdida de tracción con la actividad.³ En la medida en que estas fuerzas son estructurales, podrían seguir pesando sobre la inflación en el futuro.

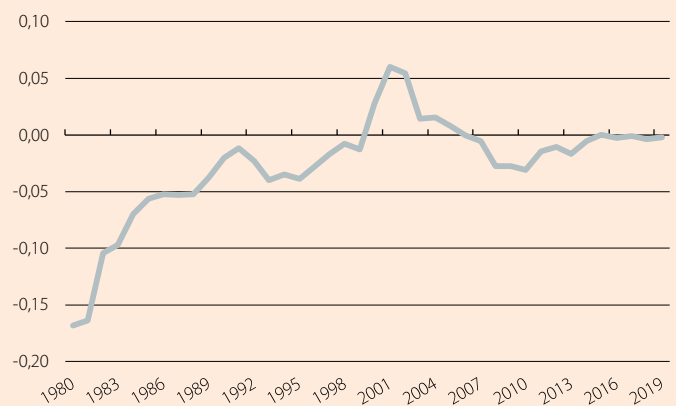
... o la reflación?

Frente a todas estas fuerzas, el mundo pos-COVID-19 puede traer algunos cambios. En primer lugar, la pandemia no solo ha confinado a la demanda, sino que también ha congelado buena parte de la estructura productiva. Así, una reactivación más rápida de la demanda (espoleada por el consumo enjaulado en el confinamiento) que de la oferta (lastrada por interrupciones en la cadena de suministros global) puede generar cuellos de botella que desemboquen en repuntes inflacionistas. Aunque estas tensiones serían un fenómeno natural en el proceso de normalización de las economías, y deberían desvanecerse con el tiempo, si persisten más de lo esperado existe el riesgo de que afecten a las expectativas de inflación y den más persistencia a las presiones de precios.

En segundo lugar, la COVID-19 también podría sembrar la semilla de la inflación a través de la mochila de deuda pública con la que ha cargado a los bancos centrales. Las compras masivas de deuda realizadas por la Fed y el BCE, entre otros, son necesarias para luchar contra una crisis inusitada, pero esta necesidad los ha llevado a posicionarse como grandes tenedores de deuda pública: una situación que también comporta ciertos riesgos porque podría generar incentivos políticos a interferir en la independencia de los bancos centrales y volverlos más permisivos con la inflación.⁴

EE. UU.: sensibilidad de la inflación al desempleo

Índice *



Nota: * Coeficiente β estimado en la regresión $\pi_t = \alpha + \beta u_t + \gamma \pi_{t-1} + \varepsilon_t$ con ventanas de datos de 10 años. π_t es la inflación interanual subyacente y u_t es la tasa de desempleo.

Fuente: CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de la FRED.

1. Aunque a corto plazo podrían intensificarse. Véase el Focus «[Los factores detrás del rebote de la inflación en la eurozona](#)» en este mismo *Informe Mensual*.

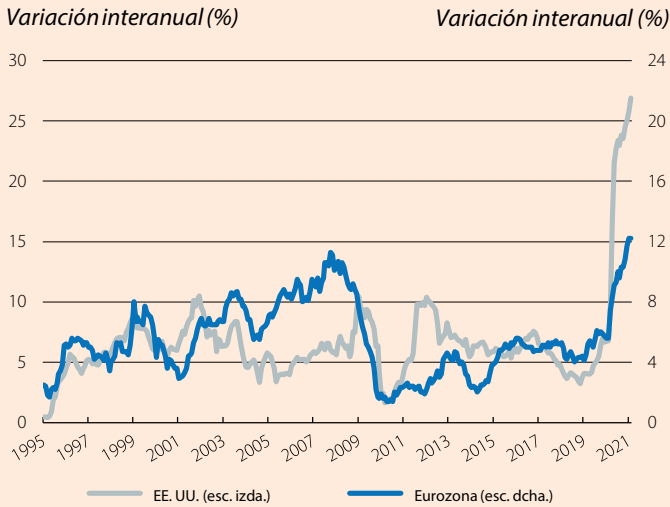
2. La eurozona tardó ocho años en recuperar los niveles de empleo precrisis.

3. Véase Haldane, A. (2021). «Inflation: a tiger by the tail?».

4. Recordemos que la inflación ha sido, históricamente, una manera de aliviar la carga de la deuda de los gobiernos. Véase el artículo «[¿Qué hacer ante grandes aumentos de deuda pública? Un recorrido histórico](#)» en el Dossier del IM10/2020.

Relacionado con los bancos centrales, hay otro factor que podría generar inflación de manera más directa: la inflación es un fenómeno monetario y, como recogemos en el segundo gráfico, recientemente la masa monetaria ha crecido con fuerza. Dos argumentos atenúan esta preocupación. Por un lado, la expansión monetaria ha sido intencionada para acolchar el golpe de la

Oferta monetaria: agregado M2



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y la Reserva Federal de EE. UU.

COVID-19, y los bancos centrales tienen las herramientas para retirarla cuando sea necesario. Por el otro, la relación entre los agregados monetarios y la inflación aplica a medio y largo plazo, pero es débil a corto plazo⁵ y, de hecho, la fuerte expansión monetaria en la Gran Recesión no desembocó en repuntes inflacionistas.⁶ Sin embargo, hay que interpretar esta última experiencia histórica con cautela. Y es que la pérdida de tracción del multiplicador monetario⁷ en la Gran Recesión puede explicarse por la crisis financiera que la precedió.⁸ En cambio, ahora el multiplicador podría mostrarse más reactivo, pues la crisis actual no tiene un origen ni financiero ni económico y, además, la transmisión de los estímulos ha sido mucho mayor gracias a una acción contundente por parte de las políticas monetaria y fiscal. Por ejemplo, en EE. UU. la política fiscal ha puesto directamente dinero en el bolsillo de los consumidores.

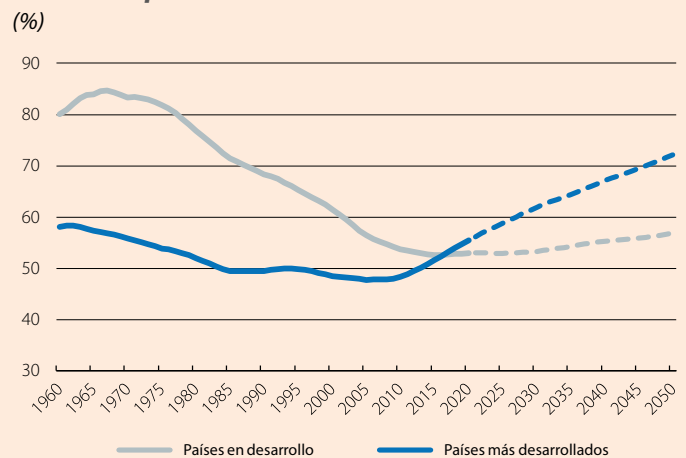
Sumándose a estas secuelas de la COVID-19, en el futuro se podría producir una reversión de dos lastres desinflacionistas. Por un lado, la pandemia provocó un colapso del comercio mundial y, al congelar las cadenas de suministro globales, ha puesto de relieve algunos costes de fragmentar y deslocalizar los procesos productivos. Esto podría llevar a cadenas de valor más cortas y, unido a las pulsiones proteccionistas de los últimos años, a una cierta desglobalización.⁹ Por otro lado, tenemos las dinámicas demográficas.¹⁰ En las últimas décadas, la población mundial en edad de trabajar se ha vuelto relativamente abundante respecto al resto. Esta abundancia relativa, que habría contribuido a la menor sensibilidad de la inflación a la actividad en el pasado, parece que se invertirá en el futuro con el envejecimiento de las poblaciones.¹¹ Este envejecimiento ya viene pasando desde hace algunos años en las economías avanzadas, aunque sin ejercer presiones inflacionistas. La clave es que la inflación se ha vuelto un fenómeno más global y, a partir de los próximos años, se espera que la inversión demográfica también se produzca en las grandes economías emergentes.

¿Llegará la inflación?

La gran intensidad de la crisis de la COVID-19 es propensa a mantener un lastre de 'debilidad cíclica' sobre la inflación: no solo por una recuperación que puede tardar en ser completa, sino también porque la profundidad de la crisis puede dejar secuelas «psicológicas» y de otro tipo que pesen sobre el crecimiento de la actividad, los salarios y la inflación. Sin embargo, el mundo ha cambiado con la COVID-19 y hay fuerzas que podrían estimular presiones alcistas de precios. La política monetaria tiene, sin duda, los instrumentos para anclar la inflación, pero, en un entorno extremadamente incierto, los bancos centrales pueden encontrarse ante situaciones complejas de gestionar para encontrar un equilibrio entre asegurar ese anclaje y evitar ajustes bruscos de las condiciones financieras.

Adrià Morron Salmeron y Javier Garcia-Arenas

Tasa de dependencia en el mundo *



Nota: * Ratio entre la población en edad de no trabajar (de 0 a 14 años y mayores de 64 años) y la población en edad de trabajar (de 15 a 64 años).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos y previsiones de las Naciones Unidas.

5. Véase el artículo «Breve historia de la inflación como fenómeno monetario» en el Dossier del IM05/2016.

6. No generaron fuertes presiones sobre la cesta de consumo del IPC, pero en la última década sí ha habido un fuerte crecimiento de precios entre activos financieros e inmobiliarios.

7. Es decir, la ausencia de presiones inflacionistas a pesar de una fuerte expansión monetaria.

8. El endurecimiento de la regulación financiera también podría haber contribuido a debilitar el multiplicador monetario, como argumenta Gersbach, H. (2021). «Another disinflationary force vanishes: The tightening of bank equity capital regulation». VOX EU.

9. Véase el artículo «Cómo la COVID-19 cambiará nuestra manera de producir» en el Dossier del IM05/2020.

10. Véase Goodhart, C. y Pradhan, M. (2020). «The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival». Palgrave Macmillan.

11. Un alargamiento de las vidas laborales mitigaría esta fuerza demográfica.