

Esperant la inflació

Com Vladimir i Estragó a *Esperant Godot*, els economistes, els acadèmics i els bancs centrals s'han passat l'última dècada esperant una inflació que no arribava. Si més no fins a la irrupció en escena de la COVID-19. Els repunts en les dades i en les expectatives d'inflació amb què ha començat l'any 2021 han revifat el debat sobre la seva arribada. Ara com ara, tot fa pensar que el seu salt recent és degut a factors tècnics i transitoris que s'esvairan a mesura que la COVID-19 es retiri i les economies es normalitzin.¹ Però, després d'aquesta transició, tornarem al món d'inflacions tossudament baixes o la pandèmia serà un punt d'inflexió?

Dues narratives: l'aplanament de la corba de Phillips...

En les últimes dècades, el creixement dels preus de les nostres cistelles de consum s'ha moderat de manera notable i sostinguda: als EUA, a Alemanya i a Espanya, la inflació ha passat de taxes pròximes al 4%, al 3% i al 7%, respectivament, en la mitjana del 1980-2000, a xifres només lleugerament superiors a l'1% el 2008-2020.

Aquesta moderació ha transcorregut en uns temps que no sempre han estat plàcids per a les economies. I és que la inflació no solament s'ha moderat, sinó que el vincle entre el dinamisme de l'activitat i les pressions inflacionistes s'ha anat afeblint. Això ha rebut el nom d'«aplanament de la corba de Phillips»: com ho mostra el primer gràfic, la corba que relaciona de manera inversa la inflació i l'atur, documentada estadísticament per William Phillips el 1958, s'ha aplanat de manera sostinguda des dels anys vuitanta.

Alguns factors que expliquen la feblesa de la inflació han estat herències del cicle econòmic i, en aquest sentit, han estat conjunturals (malgrat que van persistir més temps del desitjat): la crisi financera global del 2008 i la Gran Recessió van deixar una demanda feble i llastada per una motxilla de deute, i la seva recuperació va ser lenta i, durant molts anys, incompleta (en especial a Europa).² En el context actual, una recuperació més lenta de l'esperat després de la COVID-19 pot reintroduir pressions desinflationistes.

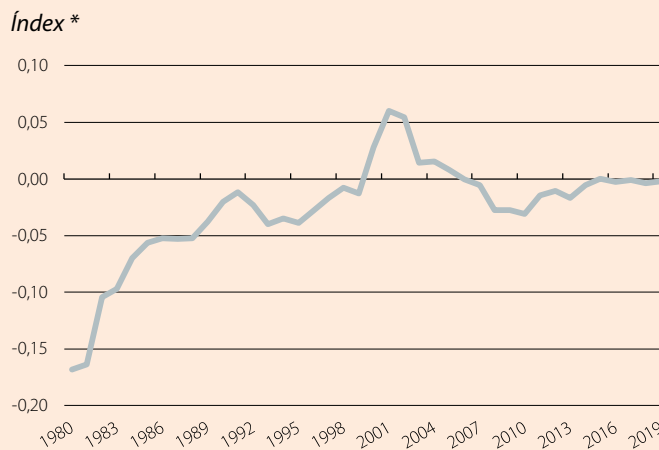
No obstant això, també va haver-hi forces estructurals responsables que la moderació de la inflació fos un fenomen persistent i generalitzat entre economies avançades. En primer lloc, en les dècades finals del segle XX, els principals bancs centrals es van fixar objectius clars per lluitar contra la inflació, mentre que la millora en la seva qualitat institucional i en la seva independència va aconseguir ancorar les expectatives d'inflació en nivells moderats. En segon lloc, la globalització i la demografia es van combinar per exercir pressions desinflationistes, perquè la integració de la Xina i d'altres països emergents en l'economia global va donar accés a factors productius més barats i, a més a més, va generar una abundància relativa de treballadors. Així mateix, la digitalització i uns mercats laborals més flexibles també van contribuir a la moderació de la inflació i a la seva pèrdua de tracció amb l'activitat.³ En la mesura que aquestes forces són estructurals, podrien continuar pesant sobre la inflació en el futur.

... o la reflació?

Davant de totes aquestes forces, el món post-COVID-19 pot comportar alguns canvis. En primer lloc, la pandèmia no solament ha confinat la demanda, sinó que també ha congelat una bona part de l'estructura productiva. Així, una reactivació més ràpida de la demanda (esperonada pel consum engabiada durant el confinament) que de l'oferta (llastada per disruptions en la cadena de subministraments global) pot generar colls d'ampolla que desemboquin en repunts inflacionistes. Malgrat que aquestes tensions serien un fenomen natural en el procés de normalització de les economies i s'haurien d'esvair amb el temps, si persisteixen més de l'esperat, hi ha el risc que afectin les expectatives d'inflació i que facin que les pressions de preus siguin més persistents.

En segon lloc, la COVID-19 també podria sembrar la llavor de la inflació a través de la motxilla de deute públic que han carregat els bancs centrals. Les compres massives de deute realitzades per la Fed i pel BCE, entre d'altres, són necessàries per lluitar contra una crisi inusitada, però aquesta necessitat els ha dut a posicionar-se com a grans tenidors de deute públic: una situació que també comporta uns certs riscos, perquè podria generar incentius polítics per interferir en la independència dels bancs centrals i tornar-los més permissius amb la inflació.⁴

EUA: sensibilitat de la inflació a l'atur



Nota: * Coeficient β estimat en la regressió $\pi_t = \alpha + \beta u_t + \gamma \pi_{t-1} + \varepsilon_t$, amb finestres de dades de 10 anys. π_t és la inflació interanual subjacent i u_t és la taxa d'atur.

Font: CaixaBank Research, CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de la FRED.

1. Tot i que, a curt termini, es podrien intensificar. Vegeu el Focus «Els factors que expliquen el rebot de la inflació a la zona de l'euro», en aquest mateix Informe Mensual.

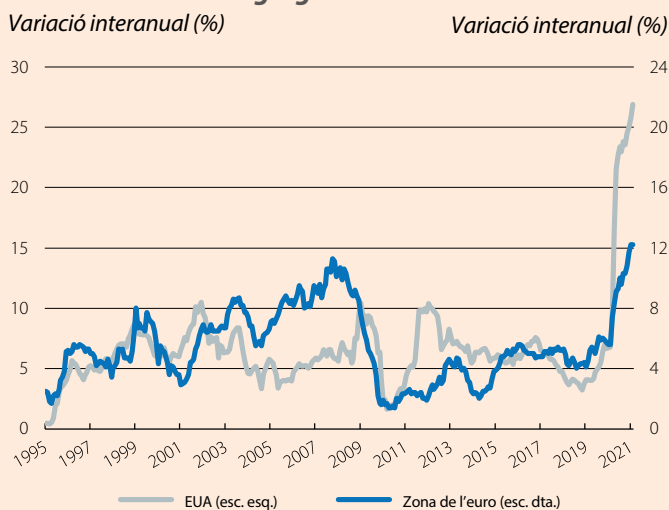
2. La zona de l'euro va trigar vuit anys a recuperar els nivells d'ocupació anteriors a la crisi.

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

4. Recordem que la inflació ha estat, històricament, una manera d'alleujar la càrrega del deute dels governs. Vegeu l'article «Què fer davant els grans augments de deute públic? Un recorregut històric», al Dossier de l'IM10/2020.

Relacionat amb els bancs centrals, hi ha un altre factor que podria generar inflació de manera més directa: la inflació és un fenomen monetari i, com queda recollit al segon gràfic, recentment la massa monetària ha crescut amb força. Dos arguments atenuen aquesta preocupació. D'una banda, l'expansió monetària ha estat intencionada per apaivagar el cop de la COVID-19, i els

Oferta monetària: agregat M2



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Reserva Federal dels EUA.

localitzar els processos productius. Això podria dur a cadenes de valor més curtes i, afegint-se a les pulsions proteccionistes dels últims anys, a una certa desglobalització.⁹ De l'altra, tenim les dinàmiques demogràfiques.¹⁰ En les últimes dècades, la població mundial en edat de treballar s'ha tornat relativament abundant en relació amb la resta. Sembla que aquesta abundància relativa, que hauria contribuït a la menor sensibilitat de la inflació a l'activitat en el passat, s'invertirà en el futur amb l'envelliment de les poblacions.¹¹ Aquest envelliment ja es dona des de fa alguns anys a les economies avançades, tot i que sense exercir pressions inflacionistes. La clau és que la inflació s'ha tornat un fenomen més global, i, en els propers anys, s'espera que la inversió demogràfica també es produeixi a les grans economies emergents.

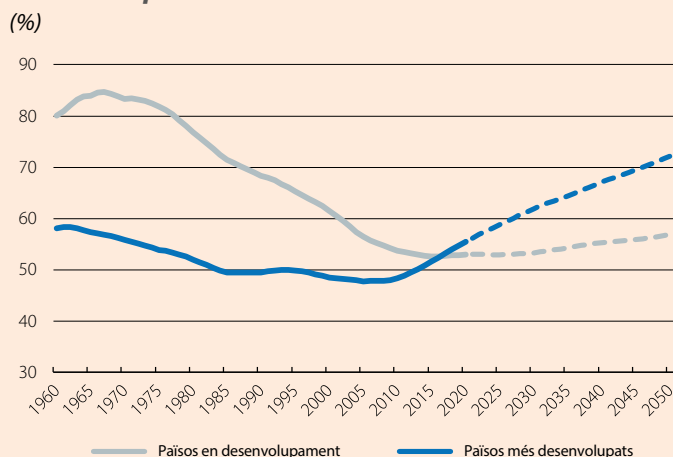
Arribarà la inflació?

La gran intensitat de la crisi de la COVID-19 és propensa a mantenir un llast de 'feblesa cíclica' sobre la inflació: no solament per una recuperació que pot trigar a ser completa, sinó també perquè la profunditat de la crisi pot deixar seqüeles «psicològiques» i d'un altre tipus que pesin sobre el creixement de l'activitat, els salaris i la inflació. No obstant això, el món ha canviat amb la COVID-19, i hi ha forces que podrien estimular pressions alcistes de preus. La política monetària té, sens dubte, els instruments per ancorar la inflació, però, en un entorn extremadament incert, els bancs centrals es poden trobar davant de situacions complexes de gestionar per trobar un equilibri entre assegurar aquest ancoratge i evitar ajustos bruscos de les condicions financeres.

bancs centrals tenen les eines per retirar-la quan sigui necessari. De l'altra, la relació entre els agregats monetaris i la inflació aplica a mitjà i a llarg termini, però és feble a curt termini,⁵ i, de fet, la forta expansió monetària durant la Gran Recessió no va desembocar en repunts inflacionistes.⁶ No obstant això, cal interpretar aquesta última experiència històrica amb cautela. I és que la pèrdua de tracció del multiplicador monetari⁷ durant la Gran Recessió es pot explicar per la crisi financera que la va precedir.⁸ En canvi, ara el multiplicador es podria mostrar més reactiu, perquè la crisi actual no té un origen ni financer ni econòmic i, a més a més, la transmissió dels estímuls ha estat molt major gràcies a una acció contundent per part de les polítiques monetària i fiscal. Per exemple, als EUA, la política fiscal ha posat directament diners a la butxaca dels consumidors.

Sumant-se a aquestes seqüeles de la COVID-19, en el futur es podria produir una reversió de dos llastos desinflacionistes. D'una banda, la pandèmia ha provocat un col·lapse del comerç mundial i, en congelar les cadenes de subministrament globals, ha posat en relleu alguns costos de fragmentar i de des-

Taxa de dependència al món *



Nota: * Ràtio entre la població en edat de no treballar (de 0 a 14 anys i més grans de 64 anys) i la població en edat de treballar (de 15 a 64 anys).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions de les Nacions Unides.

Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

5. Vegeu l'article «[Breu història de la inflació com a fenomen monetari](#)», al Dossier de l'IM05/2016.

6. No van generar fortes pressions sobre la cistella de consum de l'IPC, però, en l'última dècada, sí que hi ha hagut un fort creixement de preus entre actius financers i immobiliaris.

7. És a dir, l'absència de pressions inflacionistes malgrat una forta expansió monetària.

8. L'enduriment de la regulació financera també podria haver contribuït a afeblir el multiplicador monetari, com ho argumenta Gersbach, H. (2021), «Another disinflationary force vanishes: The tightening of bank equity capital regulation», VOX EU.

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

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

11. Un allargament de les vides laborals mitigarà aquesta força demogràfica.