

Vents d'estagflació?

Les dinàmiques macroeconòmiques que comporta una crisi tan especial com l'actual estan sent difícils d'anticipar. No en va estem afrontant el major desajustament entre oferta i demanda de les últimes dècades. En un món de sofisticades cadenes de valor i de *just in time*, la producció global de béns i de serveis ha estat incapaç de respondre, en els últims mesos, tant al fort augment de la demanda després del final dels confinaments com als canvis en els patrons de consum dels agents provocats per la COVID-19. Els colls d'ampolla provocats per aquests desajustaments, units a l'escalada dels preus de l'energia i a les pertorbacions al mercat de treball ocasionades per la pandèmia, han originat un repunt inesperat dels preus, com ho reflecteix l'important canvi en les previsions d'inflació que s'ha produït en els últims mesos.

Mentre que, a l'abril, el consens d'analistes anticipava que la inflació se situaria enguany en el 2,6% als EUA i en l'1,6% a la zona de l'euro, ara la predicció ha augmentat fins al 4,3% i el 2,2%, respectivament. Ara com ara, gairebé un semestre després que es produïssin les primeres sorpreses a l'alça dels preus, continua predominant la consideració que aquest repunt és transitori i que, per tant, s'espera que es dilueixi quan l'oferta s'hagi adaptat a les noves preferències dels agents i s'hagin resolt els desajustaments al mercat energètic i al laboral. Però, com més durí la pujada de preus, més difícil serà revertir-la. Cal tenir en compte que els agents econòmics poden suportar una erosió transitoria dels seus marges o de la renda disponible, però, si es veuen afectades les expectatives d'inflació, es pot disparar el risc d'efectes de segona ronda. Sobretot, quan parlem de moviments inesperats en components tan sensibles de la cistella de consum com els relacionats amb els preus de l'energia.

I, en aquest sentit, malgrat que les perspectives per a l'hivern no són gaire tranquil·litzadores, perquè, en mercats com el del gas natural, s'està produint un desajustament a escala mundial entre l'oferta i la demanda, també és cert que la producció hauria de ser capaç d'ajustar-se a la demanda a partir de la primavera i provocar una correcció important en els preus. De tota manera, més enllà de les tendències a curt termini, el que es comença a posar de manifest és que la transició energètica tindrà importants costos d'ajustament (*greenflation*), que s'hauran de repartir de manera equitativa entre els agents.

No obstant això, malgrat el soroll de les últimes setmanes, les expectatives d'inflació a mitjà termini (5Y/5Y) continuen contingudes (l'1,7% a la zona de l'euro i el 2,4% als EUA), tot i que es comença a detectar una lleugera erosió de la confiança de les famílies, que s'està transmetent a les decisions de consum. Situació gens alarmant si tenim en compte que l'excés d'estalvi acumulat durant els confinaments continua sent molt elevat (45.000 milions d'euros a Espanya), la qual cosa representa un matalàs important per afrontar deterioraments puntuals de la renda disponible com el que cal esperar en els propers mesos.

L'empitjorament recent de la combinació creixement/inflació és fruit de les dinàmiques d'una recuperació asimètrica i que, a més a més, continuarà sotmesa a una elevada incertesa en els propers trimestres. Però encara som molt lluny d'un escenari d'estagflació semblant al de la dècada dels setanta, que és la gran font de preocupació d'un bon nombre d'economistes. En primer lloc, perquè l'economia mundial és molt més flexible que 50 anys enrere. També perquè la política econòmica, en especial al vessant monetari, té els instruments (i la independència) per respondre a un risc d'aquest tipus. I, sobretot, perquè sembla difícil passar del risc de japonització al d'estagflació en poc més de 18 mesos, quan les grans tendències que ens havien aproximat a una situació d'estancament secular continuen molt presents (envelliment de la població, excés d'estalvi sobre inversió, baixa productivitat, etc.).

Una altra cosa diferent són els episodis d'inestabilitat financera que pot provocar el procés de normalització monetària ja en marxa (Noruega, el Brasil, Mèxic, Colòmbia, el Perú, Hongria, Rússia, la República Txeca i Turquia van pujar els tipus al setembre i Nova Zelanda, a l'octubre). Els problemes d'Evergrande a la Xina, més enllà del seu caràcter idiosincràtic i del seu limitat risc de contagi a la resta del món, reflecteixen que l'estabilitat financera requerirà, almenys, tanta atenció com la inflació per part dels bancs centrals en el món postpandèmia.

José Ramón Díez Guijarro