

FACTORES ESTRUCTURALES Y DINÁMICA INFLACIONISTA

La literatura reciente ha identificado un conjunto de factores que podrían estar presionando persistentemente a la baja las tasas de inflación a escala global, en particular en las economías avanzadas. Entre estos cabe destacar las consecuencias estructurales del envejecimiento poblacional, el proceso de globalización (con una mayor apertura comercial y una mayor exposición a la competencia internacional) o el impacto de las nuevas tecnologías (digitalización y nuevas formas de comercio).

En particular, el proceso de envejecimiento de la población en las economías avanzadas podría contribuir a una inflación tendencial más reducida a través de varios canales, como se expone en el capítulo 4 de este Informe. En primer lugar, el peso, dentro de la cesta de consumo de la población de más edad, de los bienes y de los servicios más inflacionistas es, en general, comparativamente más reducido que en otros grupos de edad, lo que da lugar a menores incrementos generales de precios por un efecto composición. Además, puesto que, en general, la acumulación de riqueza neta aumenta con la edad, una más alta proporción de personas mayores podría inducir más sesgo antiinflacionario en la sociedad, y por tanto un mayor apoyo a políticas monetarias con esa orientación. Por otra parte, el envejecimiento poblacional puede presionar a la baja el crecimiento salarial medio, dado que los salarios tienden a presentar un perfil creciente al inicio del ciclo vital y relativamente constante en la parte final de la vida laboral. Adicionalmente, existe evidencia reciente de que la mayor oferta de trabajo de los ocupados de entre 55 y 64 años de edad genera presiones a la baja sobre los crecimientos salariales¹.

El envejecimiento poblacional incide también sobre el tipo de interés natural, reduciéndolo, ya que induce una mayor acumulación de ahorro durante la vida laboral para poder financiar la jubilación. Un tipo natural muy bajo condiciona la efectividad de la política monetaria, al hacer más difícil, en un contexto de baja inflación, que el tipo de interés real se sitúe en niveles alineados con este. En el capítulo 3 de este Informe se desarrolla con detalle el papel que desempeña el tipo de interés natural en las estrategias de política monetaria y la importancia de los factores

demográficos en su determinación. Además, según las estimaciones presentadas en ese capítulo, el tipo de interés natural habría sido negativo en el área del euro durante la pasada década, lo que dificultaría la capacidad de la política monetaria convencional para luchar contra la baja inflación, ya que en esta situación unos tipos de interés nominales con un margen muy limitado para reducciones adicionales no bastarían para generar los efectos inflacionarios deseados. En esta situación ha tenido que ser la política monetaria no convencional la que proporcione estímulos expansivos para tratar de acercar la inflación observada a su objetivo de medio plazo.

La globalización también habría contribuido a reducir las tasas de inflación a escala global, a través de varios canales. En concreto², tanto la mayor apertura comercial (véase gráfico 1) como el desarrollo de las cadenas globales de valor —que se ha reflejado en un aumento del peso del comercio de bienes y de servicios intermedios dentro del total— habrían contribuido a reducir la sensibilidad de la inflación a las condiciones internas de oferta y demanda, en un contexto de mayor sincronización de la actividad económica mundial. Además, la globalización habría acotado los aumentos de precios y de salarios, principalmente en aquellos sectores más expuestos a la competencia internacional.

La llamada «revolución digital» se encuentra también entre los factores de carácter global que podrían estar induciendo presiones a la baja en la evolución de los precios³. Por una parte, el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación induce ahorros de costes de forma directa en la producción de los bienes y de los servicios de consumo genuinamente digitales (como el *software* o los servicios de comunicación), e indirecta a través del uso de estos como consumos intermedios en la producción de otros bienes y servicios de consumo. Por otra parte, además de los canales de costes, la generalización del comercio electrónico puede afectar a los precios de consumo a través de canales tanto directos (debido a los menores costes operativos de las empresas que operan por Internet) como indirectos (por la mayor

1 Véase B. Mojon y X. Ragot (2019), *Can Ageing Workforce Explain Low Inflation?*, BIS Working Papers, n.º 776.

2 Véase, entre otros, T. Helbling, F. Jaumotte y M. Sommer (2006), «¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?», capítulo 3 del *World Economic Outlook*, FMI.

3 Véase C. Elding y R. Morris (2018), «Digitalisation and its impact on the economy: insights from a survey of large companies», *ECB Economic Bulletin*, 7/2018.

FACTORES ESTRUCTURALES Y DINÁMICA INFLACIONISTA (cont.)

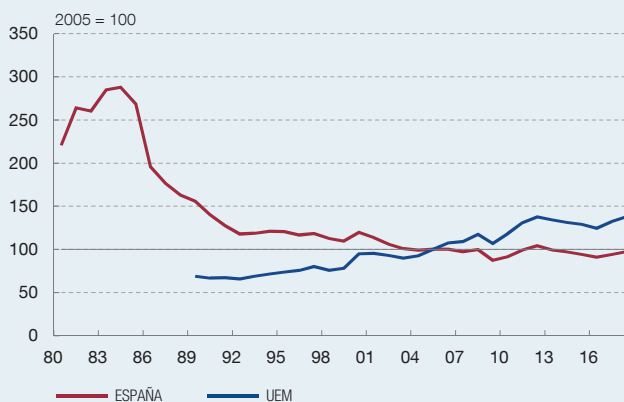
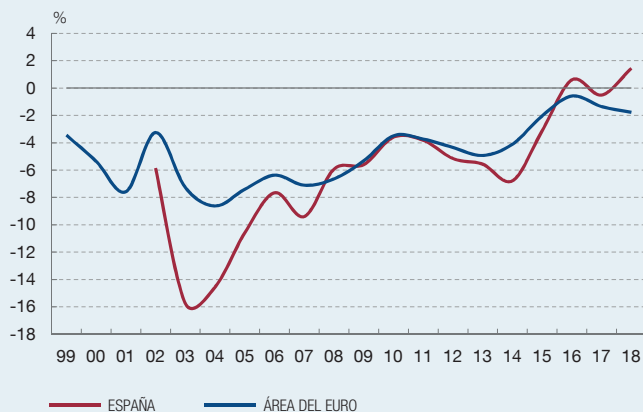
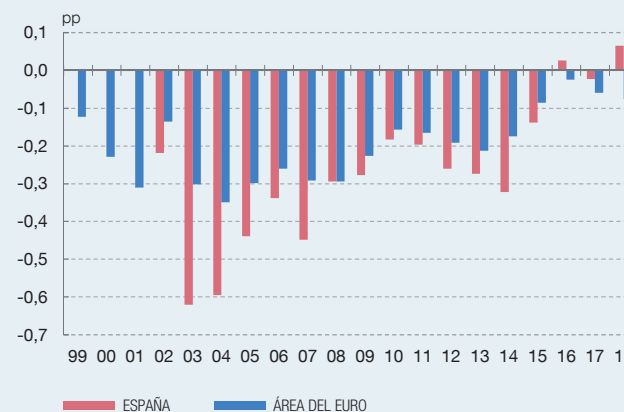
transparencia de precios y el grado más elevado de competencia en los bienes y en los servicios adquiridos *online*). Una encuesta reciente del BCE a empresas no financieras del área del euro confirma que las nuevas tecnologías dotan a las empresas de una mayor flexibilidad para reducir sus costes⁴.

La reducción del nivel de inflación de las últimas décadas ha venido acompañada por una caída significativa de la incertidumbre sobre la variación de los precios. El gráfico 2 muestra que, desde la década de los años ochenta, se estima que se ha producido una reducción de la volatilidad de la inflación en el área del

Gráfico 1

FACTORES CONDICIONANTES DE LA INFLACIÓN EN EL LARGO PLAZO

Los cambios demográficos y el proceso de globalización pueden afectar a la dinámica de la inflación. La llamada «revolución digital» se encuentra también entre los factores de carácter global que podrían estar induciendo presiones a la baja en la evolución de los precios.

1 COMERCIO MUNDIAL DE BIENES Y DE SERVICIOS (REAL)
Índice de volumen**2 PRECIOS DE IMPORTACIONES EN TÉRMINOS REALES (a)****3 INFLACIÓN ANUAL DE PRODUCTOS TECNOLÓGICOS EN ESPAÑA Y EN LA UEM (b)****4 CONTRIBUCIÓN DE LOS PRODUCTOS TECNOLÓGICOS A LA INFLACIÓN GENERAL EN ESPAÑA Y EN LA UEM**

FUENTES: Encuesta sobre Digitalización del Banco Central Europeo (*ECB Digitalisation Survey*), Eurostat y cálculos del Banco Central Europeo.

a Índices de valor unitario de las importaciones de bienes.

b Productos tecnológicos: equipos y servicios de telefonía y fax, y equipos audiovisuales, fotográficos y de procesamiento de la información.

4 Véase C. Elding y R. Morris (2018), «Digitalisation and its Impact on the Economy: Insights from a Survey of Large Companies», *ECB Economic Bulletin*, 7/2018.

FACTORES ESTRUCTURALES Y DINÁMICA INFLACIONISTA (cont.)

euro⁵. La reducción de esta incertidumbre se puede asociar, en gran medida, a la preparación y a la puesta en marcha de la Unión Monetaria, que supuso el paso a un régimen de política monetaria orientado en mayor medida a la estabilidad de los precios que el régimen precedente, especialmente en los países periféricos⁶. Además, se habría producido un fenómeno similar en la mayoría de las economías avanzadas.

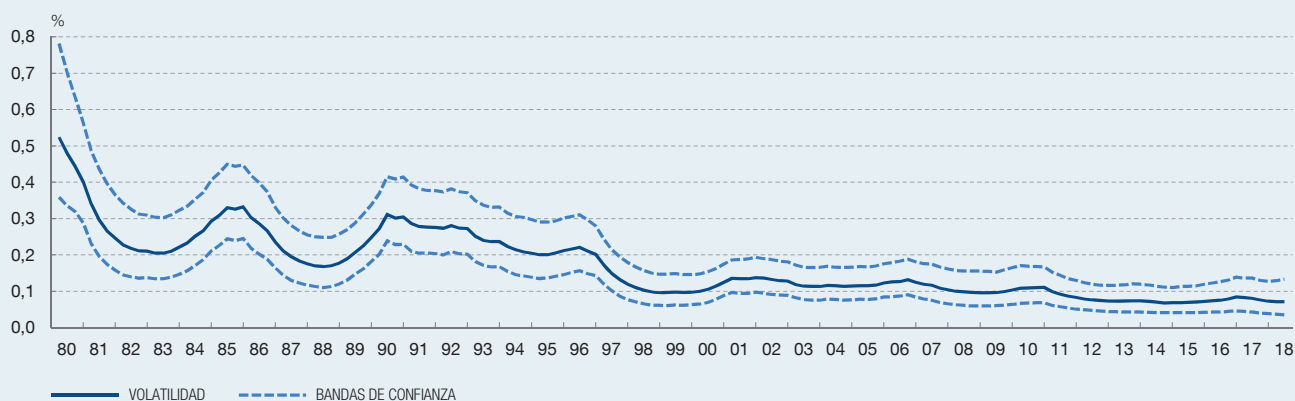
La literatura sugiere que existe una asociación positiva entre el grado de incertidumbre sobre la inflación y el nivel de esta⁷. En un entorno de reducida incertidumbre sobre la

inflación, una perturbación que afecte a esta variable (al alza o a la baja) permite una respuesta de la autoridad monetaria más precisa, que, por tanto, genere certidumbre sobre la evolución futura del ritmo de variación de los precios. En este sentido, un banco central comprometido con la estabilidad de los precios puede, además, reducir esta incertidumbre. No obstante, algunos análisis también señalan que, en dicho entorno de menor incertidumbre sobre la inflación, la efectividad de la política monetaria podría verse reducida, dado que la capacidad del banco central para generar sorpresas en cuanto a la inflación sería menor.

Gráfico 2
VOLATILIDAD ESTOCÁSTICA DE LA INFLACIÓN EN LA UEM

La reducción del nivel de inflación ha venido acompañada por una caída significativa de la incertidumbre sobre la variación de los precios.

VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN EN LA UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España [Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019b)].

- 5 Estimada en el contexto del modelo de descomposición presentado en D. Leiva-León, J. J. Pérez, G. Pérez-Quirós y A. Urtasun (2019), *Structural Instabilities in the Euro Area*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. En G. M. Caporale, L. Onorante y P. Paesani (2010), *Inflation and Inflation Uncertainty in the Euro Area*, Documento de Trabajo del Banco Central Europeo, n.º 1229, se encuentran resultados similares para el agregado del área del euro. Los resultados para los países de la UEM tomados de manera individual corroboran el hecho estimado para el conjunto del área del euro [véase, en particular, M. Correa-López, M. Pacce y K. Schlepper (2019), *Exploring Trend Inflation Dynamics in Euro Area Countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1909, Banco de España]. En J. Stock y M. Watson (2007), «Why Has US Inflation Become Harder to Forecast?», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 39, pp. 3-33, se proporciona evidencia de que se habría producido un proceso similar en Estados Unidos.
- 6 Véase M. Evans y P. Wachtel (1993), «Inflation Regimes and the Sources of Inflation Uncertainty», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 25, pp. 475-511.
- 7 Esta relación es la llamada «hipótesis de Friedman-Ball» [véanse M. Friedman (1977), «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy*, n.º 85, pp. 451-472, y L. Ball (1992), «How Does Inflation Raise Inflation Uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, n.º 29, pp. 371-388]. Sobre los argumentos teóricos y la evidencia empírica a favor de esta hipótesis, véanse las revisiones de la bibliografía económica sobre este asunto en Caporale, Orante y Paesani (2010) (*op. cit.*), y E. Rosas y T. López (2018), «Inflación e incertidumbre inflacionaria: la postura del Banco de México, 1969-2017», *Finanzas y Política Económica*, n.º 10, pp. 348-372. No obstante, la literatura no es concluyente acerca de la existencia de una dirección de causalidad entre ambas variables, dependiendo esta del marco institucional en el que se conduce la política monetaria.