

FOCUS · Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona

La tasa de inflación de la eurozona lleva varios meses desacelerándose. La tendencia bajista sorprende por su persistencia y profundidad en un entorno en el que, precisamente, la demanda interna empieza a dar señales de recuperación. Esto preocupa especialmente en los países periféricos, ya que dificulta tanto el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo como la capacidad para poder seguir ganando competitividad. Un buen diagnóstico es imprescindible para poder determinar hasta qué punto el BCE debe o no actuar.

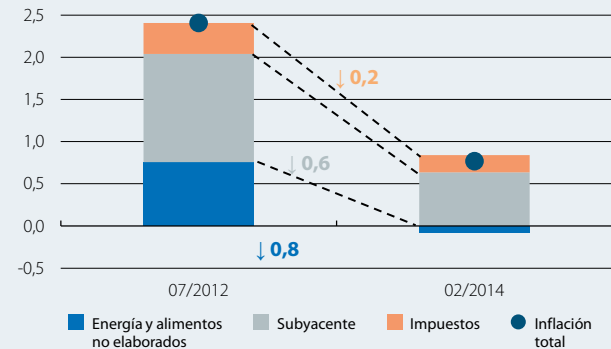
En el primer gráfico observamos que desde mediados de 2012 hasta enero de 2014 la tasa de inflación se ha reducido en 1,6 p. p. Una reducción de esta magnitud no se había producido desde 2008, cuando la crisis financiera se encontraba en su punto álgido. Una parte importante del descenso se debe a factores que podemos interpretar como temporales. El precio de la energía, un elemento bastante volátil, pero que tradicionalmente ha presionado la tasa de inflación al alza, se ha mantenido relativamente estable durante el último año y, por tanto, ha reducido notablemente su contribución al incremento del IPC. Asimismo, la dilución del efecto base generado por la subida de impuestos en varios países de la eurozona también ha ayudado a que se redujera la tasa de aumento del índice general de precios. Sorprende, sin embargo, la fuerte disminución que ha experimentado la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes, ya que esta históricamente ha sido más estable y sus movimientos han reflejado las dinámicas de fondo de la actividad económica. El 40% de la desaceleración de la tasa de inflación se debe al retroceso de la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes.

La contracción de la inflación subyacente a impuestos constantes se explica en un 60% por la reducción de la tasa de inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos. Junto con el precio de los servicios, son un buen reflejo de la evolución de la demanda interna. Un ejemplo de ello es que en los países de la periferia, que es donde más ha caído la demanda interna, también se observa una mayor reducción de la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes. Es importante destacar, sin embargo, que históricamente la tasa de inflación subyacente ha reaccionado con cierto retraso a los cambios de la demanda interna. Como se puede observar en el tercer gráfico, la variación interanual de la demanda interna está asociada con la inflación subyacente que se observa al cabo de unos trimestres. Por tanto, es de esperar que en los próximos meses, a medida que la recuperación de la demanda interna vaya ganando tracción, la tasa de inflación subyacente ponga fin a la tendencia bajista. De todas formas, dado que la recuperación no se anticipa muy vigorosa, es probable que la inflación se mantenga en cotas anormalmente bajas durante un

periodo relativamente largo de tiempo. Aunque el riesgo de deflación sea contenido, una inflación baja durante un lapso prolongado debería hacer reaccionar al BCE.

Inflación y contribución de los principales componentes

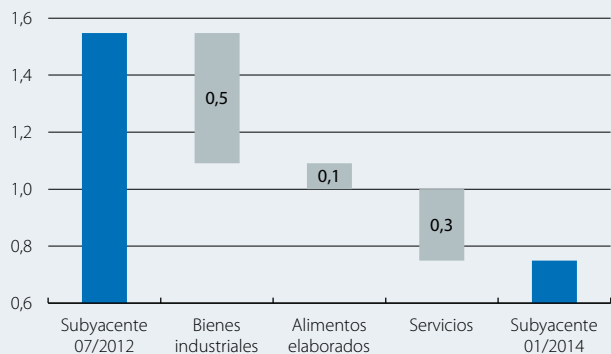
Variación interanual del IPCA (%) y contribución de componentes (p. p.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Caída de la inflación subyacente a impuestos constantes por componentes

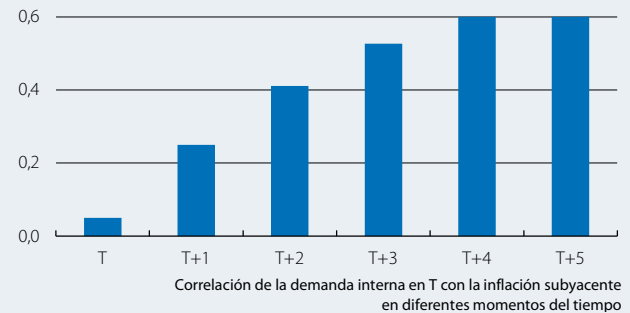
Variación interanual del IPCA (%) y contribución de componentes (p. p.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Relación entre la demanda interna y la inflación subyacente a impuestos constantes

Coefficiente de correlación



Nota: La correlación mide el grado de comovimiento entre dos variables. Fluctúa entre 1 y -1, siendo 1 un comovimiento perfecto y 0, un comovimiento nulo. Por ejemplo, en T+3 se observa el grado de comovimiento entre la variación interanual de la demanda interna en T y la inflación subyacente al cabo de 3 trimestres. Datos de 2003 a 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.