

¿Qué explica la baja inflación portuguesa?

En la primera mitad de 2018, la inflación ha registrado valores claramente por debajo de los de la primera mitad de 2017: por ejemplo, la tasa promedio entre enero y mayo fue del 0,9% en 2018, 0,8 p. p. inferior a su registro en el mismo periodo de 2017 (1,7%). ¿A qué se debe esta desaceleración, especialmente sorprendente cuando la economía gana dinamismo?

Parte de la explicación se debe a la evolución del precio del petróleo, que creció con fuerza entre principios de 2016 y 2017 (alrededor del 50% entre enero de 2016 y enero de 2017) y, desde entonces, a pesar de seguir subiendo, lo ha hecho a un ritmo inferior (alrededor del 20% entre enero de 2017 y enero de 2018). De este modo, dentro de la cesta del índice de precios al consumo (IPC), los precios de la energía avanzaron un 5,3% interanual en el promedio de enero a mayo de 2017, frente a un 2,7% en el mismo periodo de 2018.

Sin embargo, la evolución del euro desde mediados de 2017 también ha jugado un papel clave. La apreciación del euro reduce el coste de las importaciones extranjeras y se transmite a la inflación por dos canales. Por un lado, incide directamente en el IPC por el abaratamiento de los bienes importados destinados al consumo final. Por otro lado, la apreciación también reduce los precios de los bienes intermedios, con lo que disminuyen los costes de producción y así, indirectamente, acaba repercutiendo sobre el IPC.

Según estimaciones de la Comisión Europea,¹ en Portugal, el impacto de una apreciación del 1% en el tipo de cambio nominal efectivo provoca una reducción de 0,1 p. p. en el IPC general y de 0,09 p. p. en el IPC subyacente. De hecho, entre todos los países analizados, Portugal es el que presenta impactos estimados más elevados. Dado que, en mayo, el tipo de cambio nominal efectivo referente a los 61 principales socios comerciales se había apreciado en un 3,2%,² ello explicaría una desaceleración de la inflación de 0,32 p. p.

La evolución de los distintos componentes del IPC corrobora que la apreciación del euro ha desempeñado un papel importante en la dinámica reciente de la inflación, dado que se ha observado una mayor desaceleración de la inflación entre los componentes volátiles (alimentos no procesados y energía) que en los subyacentes. En primer lugar, el contenido importador de los alimentos no procesados es más elevado en Portugal que en el conjunto de la eurozona, lo que ayuda a explicar por qué el impacto de la apreciación del euro se ha notado más en Portugal.³ En segundo lugar, la transmisión de la apreciación del euro es

más fuerte en los precios de la energía, ya que estos se determinan, en gran medida, en los mercados internacionales y sus precios se denominan en dólares (hay que tener en cuenta que la apreciación bilateral frente al dólar ha sido del 15% desde principios de 2017, mucho más marcada que en el tipo de cambio efectivo).⁴

Por su parte, la inflación subyacente se ha visto menos afectada por el hecho de que una parte importante de sus componentes, como, por ejemplo, los servicios, que representan más de un 50% del índice, no se pueden importar, mientras que, en lo que respecta a los alimentos procesados, en el caso de Portugal, las importaciones procedentes de fuera de la eurozona son poco relevantes. No obstante, el índice subyacente también incluye bienes industriales no energéticos, cuyo contenido importador es considerable. En efecto, en los últimos meses estos han contribuido a la reducción de la inflación. Además, este componente también se ve influenciado por fuerzas estructurales que han ejercido una contención sobre las presiones inflacionistas a nivel global, como la globalización y los avances tecnológicos que han permitido reducir costes de producción.⁵

En definitiva, la fuerte apreciación del euro en la segunda mitad de 2017 explica una parte importante de la desaceleración de la inflación portuguesa en los últimos meses, especialmente por su impacto en los componentes volátiles. Sin embargo, en los próximos trimestres, a medida que se desvanezca este efecto base, los componentes subyacentes arrastrarán la inflación al alza de la mano del dinamismo de la actividad y la recuperación del mercado laboral.

Portugal: evolución reciente de la inflación

	Ponderaciones (%)	Variación interanual (%) Promedio enero-mayo		Variación (p.p.)	Contribución a la evolución del IPCA (p. p.)	
		2017	2018		2017	2018
IPCA	100,0	1,7	0,9	-0,8		
Alimentos no procesados	10,3	3,4	0,2	-3,2	0,3	0,0
Energía	8,3	5,1	2,5	-2,7	0,4	0,2
IPCA subyacente	81,4	1,1	0,8	-0,3	0,9	0,6
Alimentos procesados y bebidas	13,1	0,1	1,3	1,2	0,0	0,2
Bienes industriales no energéticos	26,0	-0,7	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3
Servicios	42,3	2,1	1,8	-0,3	0,9	0,8

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

1. Comisión Europea (2014), «Quarterly Report on the Euro Area», vol. 13, n.º 3.

2. Con respecto a julio de 2017.

3. En concreto, en Portugal las importaciones de alimentos no procesados representan un 0,8% del PIB (0,6% en la eurozona) y el 21% de ellas proceden de países de fuera de la UE.

4. El 78% de las importaciones de bienes energéticos (petróleo y gas natural) tienen origen fuera de la UE y representan un 3% del PIB (65% y 2,2% en la eurozona).

5. Boletín Económico del Banco de Portugal, junio de 2018.