FOCUS · Baja inflación: ¿petróleo y nada más?

A pesar de que ya hace más de dos años que el crecimiento de la eurozona se encuentra en territorio positivo, la inflación se mantiene en cotas históricamente bajas. A menudo se argumenta que ello es un reflejo de la debilidad del crecimiento o se utiliza como ejemplo para cuestionar la efectividad de la política monetaria. ¿Es adecuado recurrir a la inflación como muestra del estado de fondo actual de la economía?

No hay duda de que, en parte, la baja tasa de inflación se debe al acusado descenso experimentado por el precio del petróleo, que ha tenido una repercusión directa en los precios de los productos energéticos. Aun así, algunos analistas apuntan a la existencia de otros factores, puesto que la inflación subyacente, que excluye el componente energético, también se encuentra lejos del objetivo del BCE.

Sin embargo, si tenemos en cuenta los canales a través de los cuales el precio del petróleo afecta a la inflación subyacente, la preocupación por la baja tasa de inflación queda matizada. El primer canal de impacto es el efecto indirecto que, por la reducción de los costes de producción o de transporte, puede suponer para las empresas el nuevo precio del petróleo. Efectivamente, en la inflación subyacente existen componentes con una elevada correlación histórica con el precio del petróleo,[1] que también han reaccionado de manera intensa a la reciente caída. Por ejemplo, el componente bienes domésticos no duraderos, que no incluye bienes energéticos de ningún tipo, presenta una evolución muy similar a la del precio del petróleo. Esto es así porque el precio del petróleo es clave para los costes de producción y transporte de las empresas que venden bienes domésticos no duraderos, las cuales, en consecuencia, reflejan los movimientos del precio del crudo en el precio final que ofrecen a los consumidores.

El segundo canal es el efecto de segunda ronda que se produciría si los agentes modificaran sus expectativas de inflación a causa del desplome del precio del petróleo y estas expectativas afectaran, a su vez, a la evolución de precios en la actualidad. Por ejemplo, este sería el caso si un cambio de expectativas influyese en la negociación de los salarios entre empresarios y trabajadores.

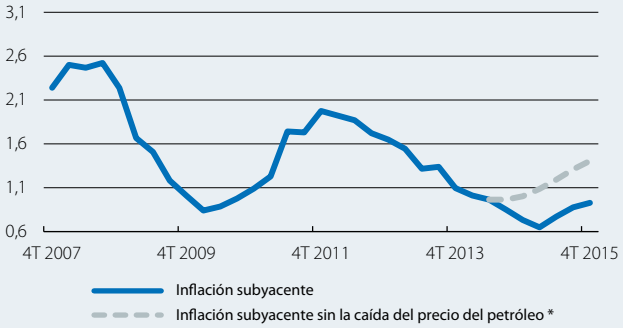
Para conocer la magnitud de los efectos indirectos y de segunda ronda analizamos la relación histórica entre la inflación subyacente y el precio del petróleo, y estimamos dónde se situaría actualmente la inflación subyacente si el precio del petróleo no hubiera bajado.[2] Para los lectores con conocimientos de técnicas econométricas, lo que se hace es estimar un modelo que captura cómo las variaciones del precio del crudo han afectado a la inflación subyacente históricamente y, a partir de julio de 2014, asumir que el componente energético avanza al mismo ritmo que la inflación subyacente para poder obtener el valor contrafactual, es decir, el valor de la inflación subyacente sin efectos indirectos ni de segunda ronda.

Como se puede apreciar en el gráfico, el impacto no está siendo menor: en el último trimestre de 2015, la inflación subyacente en la eurozona habría sido del 1,41% en vez del 0,93% observado. Un nivel solo ligeramente por debajo del promedio histórico, como corresponde a una economía que crece a buen ritmo pero que todavía no se encuentra a pleno rendimiento, y no muy alejado del objetivo del BCE.

De hecho, si el precio del petróleo se recupera gradualmente en los próximos trimestres, como esperamos que suceda, tanto la inflación subyacente como, sobre todo, la inflación general se acelerarán de forma notable. Concretamente, esperamos que la tasa de inflación general pase del 0,4% actual, al 2,0% en diciembre de este año. Pero, de la misma manera que la baja tasa de inflación en la actualidad no debe ser interpretada como una muestra de la debilidad del crecimiento, cuando aumente no será debido a un cambio de fondo de la actividad económica.

Inflación subyacente: efectos indirectos y de segunda ronda del precio del petróleo

Variación interanual (%)



Nota: ** Se asume que la inflación subyacente avanza igual que el componente energético a partir de julio de 2014. En el modelo estimado usamos datos para la eurozona (UE 15) del 1T 2002 al 4T 2015.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

1. ECB «Monthly Bulletin» de diciembre de 2014 (Box 3).
2. Usamos una extensión del modelo presentado en Darvas, Z. (2015). «Has ECB QE lifted inflation?», Bruegel, 12 de enero de 2016.
$\pi_t^{suby.} = \alpha + \sum_{i=1}^{4} \beta_i \pi_{t-i}^{suby.} + \sum_{j=1}^{4} \gamma_j y_{t-j} + \sum_{k=1}^{4} \delta_k (\pi_{t-k}^{energía} - \pi_{t-k}^{suby.}) + \varepsilon_t$, donde $\pi_t^{suby.}$ es la inflación subyacente; $\pi_{t-i}^{suby.}$ es la inflación subyacente en el periodo *t-i*; y_{t-j} es el crecimiento del PIB real interanual en el periodo *t-j*; $\pi_{t-k}^{energía}$ es la inflación del componente energético en el periodo *t-k*; y ε_t es el término de error de la regresión.