FOCUS · Escenarios de la inflación subyacente: actividad, periferia y petróleo

Desde principios del año 2015, la inflación subyacente empezó a repuntar en el conjunto de la eurozona, en consonancia con la mejoría de la actividad económica. No obstante, esta tendencia alentadora no se ha visto rubricada en los últimos trimestres. Este artículo analiza la evolución de la inflación subyacente en los principales países de la eurozona y muestra cómo esta depende de la posición cíclica de la economía, especialmente en la periferia, y de los efectos indirectos del petróleo.

Como se observa en el primer gráfico, a la vez que Alemania presenta unos niveles de inflación subyacente superiores a la media (por encima del 1% durante el último año), España, Italia y Francia muestran tasas muy inferiores. Esta diferencia se explica, en gran medida, por la distinta posición cíclica en la que se encuentran las economías de la eurozona. Mientras que Alemania se encuentra cerca del pleno empleo, lo que ejerce una mayor presión sobre los salarios y, en última instancia, sobre el precio de los bienes que conforman el índice de precios al consumo subyacente, los otros tres países todavía tienen una tasa de paro relativamente elevada (10,3% en Francia, 11,6% en Italia y 18,9% en España). Es previsible que el avance de la actividad en los próximos trimestres se traduzca en una reducción de las tasas de paro y que, a medida que la periferia europea se sitúe en una posición cíclica más cercana a la de Alemania, la inflación subyacente se recupere. A ello habrá que sumarle la desaparición de los efectos indirectos del precio del petróleo, que han lastrado la inflación subyacente en los últimos meses.

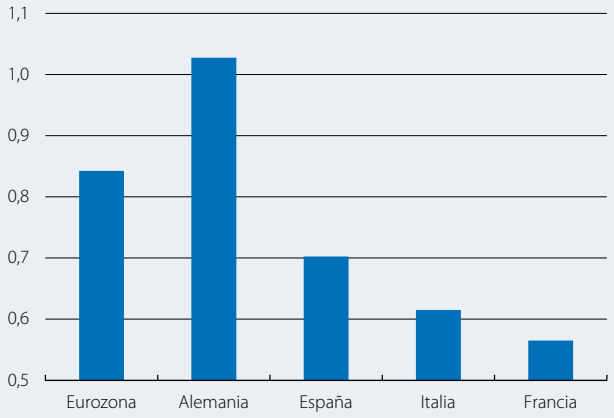
A partir de las previsiones de CaixaBank Research para el crecimiento del PIB y la evolución de la tasa de paro de cada país, así como para el precio del petróleo, podemos analizar cómo contribuirá cada uno de estos elementos a la recuperación de la inflación subyacente del conjunto de la eurozona.[1] En particular, desglosamos la recuperación de la inflación subyacente en dos escenarios. En el primero («Escenario de actividad»), mostramos cómo influirá la recuperación de la actividad económica en la inflación subyacente. Más concretamente, esperamos una reducción paulatina de las tasas de paro de Francia e Italia entre 2016 y 2018 (–0,8 p. p. para Francia y –1,4 p. p. para Italia). Para el caso de España, aunque se espera una reducción más importante de la tasa de paro (–3 p. p.), esta todavía se mantiene en un nivel relativamente elevado (16,2% en el 4T 2018). En el segundo («Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético»), incorporamos los efectos indirectos y de segunda ronda del precio del petróleo previsto.[2]

Como muestra el segundo gráfico, en el «Escenario de actividad», la recuperación de la actividad económica en los distintos países se traduce en una inflación subyacente que alcanza niveles cercanos al 1,3% a finales de 2018 para el conjunto de la eurozona. Además, cuando en el «Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético» se incluyen los efectos indirectos de la recuperación del componente energético, el avance de la inflación subyacente acelera hasta lograr un nivel próximo al 1,5% a finales de 2018.[3]

Aunque la inflación subyacente no es el objetivo oficial del BCE, en la práctica, es un indicador de la tendencia de fondo de la inflación general y, en consecuencia, constituye una variable relevante para la toma de decisiones de su política monetaria. Como hemos visto en este Focus, todo apunta a que esta se recuperará en los próximos trimestres, pero todavía se mantendrá lejos del objetivo del BCE.

Inflación subyacente por países

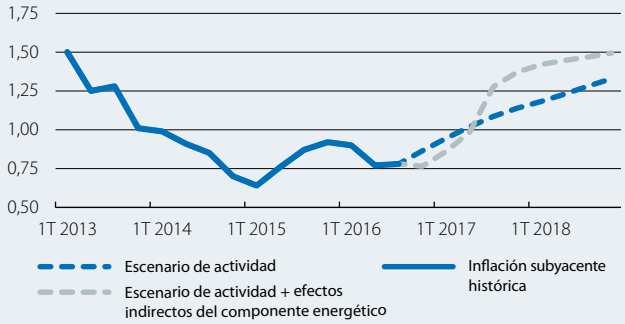
Promedio del 4T 2015 al 3T 2016 (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Inflación subyacente de la eurozona en distintos escenarios

(%)



Nota: *El «Escenario de actividad» se elabora a partir de las previsiones de crecimiento del PIB de CaixaBank Research. El «Escenario de actividad + efectos indirectos del componente energético» incorpora el impacto indirecto de las variaciones del precio del crudo sobre la inflación subyacente.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y el BCE.*

1. Se estima la siguiente regresión: $\pi_t = ß_0 + ß_1 \pi_{t-1} + ß_2 U_t + ß_3 (\pi_{t-1}^{ene.} - \pi_{t-1}) + ß_4 D (\pi_{t-1}^{ene.} - \pi_{t-1}) + \varepsilon_t$, donde π es la inflación subyacente; U es la tasa de paro, $\pi^{ene.}$ es la inflación del componente energético y D es una variable binaria que toma valor 1 a partir del 3T 2007.
2. Véase ECB «The relationship between HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food». Economic Bulletin, Issue 2/2016.
3. El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre el precio del resto de bienes se transmite de forma gradual. Así, inicialmente, la subyacente registra una leve tendencia a la baja debido al impacto negativo que todavía tiene la caída del precio del petróleo sobre el precio de los bienes que conforman el índice subyacente.