

## El impacto de la COVID-19 sobre la inflación europea

- El impacto del coronavirus en la inflación es incierto, ya que existen movimientos simultáneos de oferta y demanda que pueden decantar la balanza hacia más inflación, desinflación o incluso deflación.
- A corto plazo, pese a los problemas de medición y el cierre de mercados, se ha impuesto la desinflación. A medio plazo, varios elementos sugieren que las presiones desinflacionistas seguirán dominando. A largo plazo, transformaciones como una desglobalización o cambios en los patrones de consumo podrían provocar cambios estructurales.

La crisis del coronavirus está suponiendo un *shock* sin precedentes para la economía europea: su efecto sobre la actividad económica es claramente negativo y las dudas se centran en la magnitud y la duración del impacto. En cambio, su efecto sobre la inflación genera más interrogantes. Existen presiones a la baja, como el colapso del consumo a causa del confinamiento y la caída del precio del petróleo, y otras al alza, como el cierre de las fábricas y la reducción general de la producción. Además, hay que diferenciar los efectos a corto plazo (durante la fase de contención del virus), medio plazo (durante la fase de recuperación) y largo plazo (cuando alcancemos la «nueva normalidad» tras la crisis). ¿Qué fuerzas dominarán?

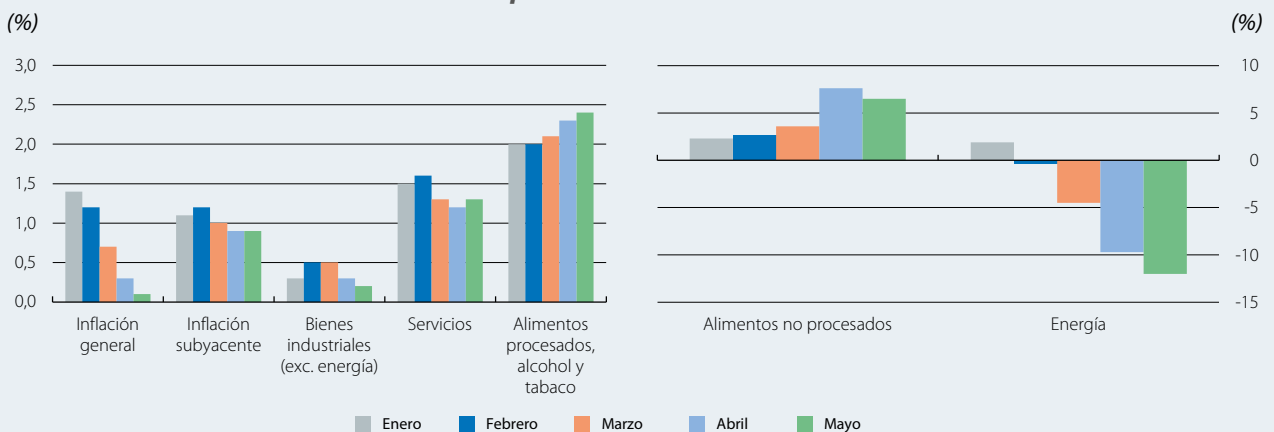
### Impacto a corto plazo: interrupciones de la producción, caída de la demanda, problemas de medición y apagón de los mercados

Los datos disponibles entre febrero y mayo ya nos dan una idea del impacto a corto plazo de la crisis del coronavirus en la inflación. Tal y como muestra el primer gráfico, en febrero, cuando todavía no había empezado el Gran Confinamiento en los países europeos, se produjo un leve descenso de la inflación, aunque los precios de los bienes industriales aumentaron de forma notable debido a las interrupciones en las cadenas de suministro integradas con China, donde en ese momento ya habían cerrado muchas plantas de producción (fue el mayor incremento intermensual en un mes de febrero desde 2016).

La inflación general continuó su descenso a gran velocidad, pasando del 1,2% en febrero hasta el 0,1% en mayo, con la entrada en vigor de las medidas de confinamiento en la mayoría de los países europeos. La caída se observa tanto en los precios de la energía como en la cesta de bienes que definen la inflación subyacente. En particular, la inflación se redujo tanto en los bienes industriales como en el sector de servicios. En cambio, los precios de los alimentos no procesados han aumentado rápidamente.

Estos movimientos opuestos ilustran las fuerzas de la demanda y la oferta sobre la inflación. En el sector de los servicios, por ejemplo, la caída de la inflación sugiere un descenso de la demanda superior al de la oferta, aunque es probable que el sector se haya visto muy afectado por problemas en la medición de los precios, tal y como discutimos más adelante. En cambio, el aumento de la inflación en los alimentos no procesados (donde destacan la fruta y la verdura) ha sido anormalmente alto e indica una caída de la producción y un cuello de botella frente a una demanda más estable, ya que el confinamiento de los consumidores no alteró sus necesidades básicas. Asimismo, también podría haber influido un posible aumento de la demanda por razones de almacenamiento. Por su parte, la caída de los precios energéticos refleja un desplome de la demanda de las fuentes de energía como consecuencia del cierre de la actividad en muchos sectores, como el del transporte.

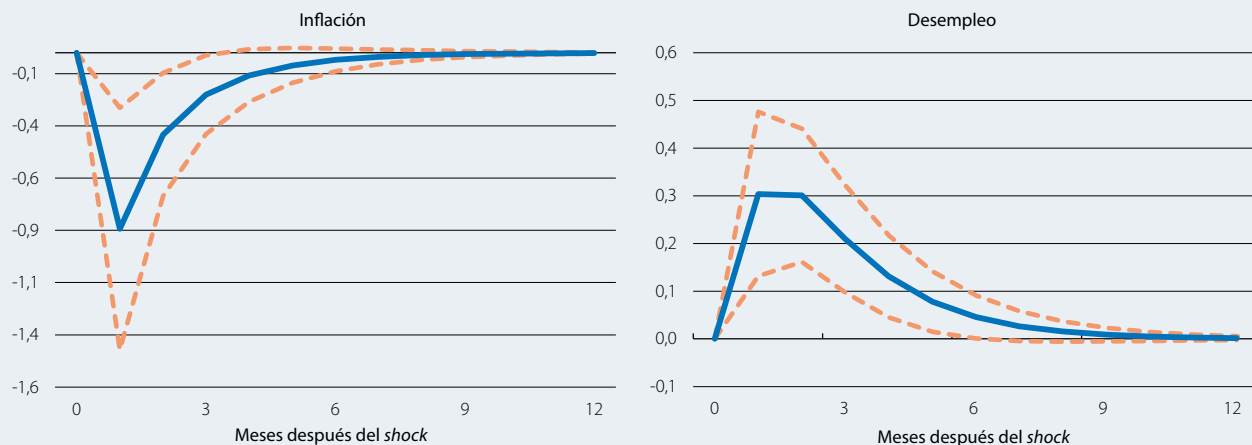
### Eurozona: cambio interanual de los componentes del IPC



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

**Eurozona: respuesta macroeconómica a un aumento de la incertidumbre**

Desviación respecto al escenario sin shock (p. p.)



**Nota:** El eje horizontal representa los meses después del shock sobre el VDAX (exógeno y de magnitud equivalente al observado en los meses de marzo y abril), que se produce en el periodo 1. El eje vertical representa la desviación porcentual respecto al nivel contrafactual (escenario sin shock). Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza del 95%.

**Fuente:** CaixaBank Research.

Más allá de todos estos movimientos de precios, los condicionantes más distintivos de estos meses son los problemas de medición y la ausencia de mercados, dos factores que posiblemente hayan afectado en mayor medida a los precios de los servicios. Por un lado, el cierre de los sectores provoca que los precios de sus bienes y servicios sencillamente no existan. Además, las empresas que están cerradas no pueden responder a las encuestas de los institutos de estadística; la propia Eurostat estima que el 35% de los precios tuvieron que ser imputados para los datos de abril, es decir, estimados mediante técnicas estadísticas, puesto que no disponían de toda la información necesaria. Por otro lado, la cesta de bienes que constituye el índice de precios ya no es representativa de las compras medias de los hogares. Por ejemplo, durante el confinamiento el gasto en servicios o transporte se desplomó (cuando en tiempos normales el peso de los servicios en la cesta es del 45%).

**Las presiones desinflacionistas continuarán dominando**

A medio plazo, la evolución de la inflación es más incierta, y existe la posibilidad de que las interrupciones en la producción y la cadena de suministros provocadas por la COVID-19 generen presiones alcistas sobre los precios. Sin embargo, la magnitud de la caída de la demanda es tal que todo apunta a que la inflación permanecerá baja en los próximos meses. En otras palabras, la diferencia entre la evolución de la demanda y la oferta en los distintos mercados continuará suponiendo una presión deflacionista. Por ejemplo, todo apunta a que los precios de la energía se mantendrán por debajo de los niveles del año 2019 y, en consecuencia, tendrán una contribución negativa sobre la inflación general a lo largo del año.

Por lo que se refiere al precio de los bienes que forman la inflación subyacente, a pesar del notable repunte que

experimentará el consumo en los próximos meses, esperamos que este se mantenga en cotas contenidas e inferiores a las que se encontraba antes del shock por un largo periodo de tiempo debido al impacto de la crisis sobre el mercado laboral, lo que limitará las presiones inflacionistas. Además, es probable que la tasa de ahorro, que parece haber aumentado durante el periodo de confinamiento, permanezca elevada respecto a los niveles precrisis hasta que se disipe la incertidumbre.<sup>1</sup> La elevada incertidumbre que rodea el escenario actual afecta al comportamiento de empresas y familias. Por ejemplo, en este tipo de contexto las familias con mayores ingresos suelen aumentar el ahorro por motivos de precaución, lo que reduce las presiones inflacionistas, como mostramos a continuación. Utilizando un modelo estadístico,<sup>2</sup> estimamos que un aumento de la incertidumbre (aproximado a través de un aumento del VDAX, un índice de volatilidad de la bolsa alemana parecido al VIX en EE. UU.) tiene efectos negativos sobre la inflación y el empleo en la eurozona, como recoge el segundo gráfico. En concreto, según los resultados del modelo, un incremento de la incertidumbre como el vivido en los últimos meses reduciría la inflación en 1,7 p. p. y aumentaría el desempleo en 1,1 p. p. en la eurozona en el conjunto de los próximos nueve

1. Según datos del BCE, los depósitos bancarios aumentaron fuertemente en marzo (20.000 millones en Francia respecto a un cambio promedio mensual de 3.800 millones, 16.800 millones en Italia comparado con un promedio de 3.400 millones y 10.100 millones en España comparado con 2.300 millones en promedio). La Comisión Europea prevé un aumento de la tasa de ahorro desde el 12,8% en 2019 hasta un 19% en 2020 (un nivel récord), y una caída en 2021 hasta el 14,5%.

2. Se trata de un modelo de vectores autorregresivos (VAR) que incluye como variables la inflación, el desempleo, el tipo de interés de la facilidad de depósito (tipo oficial del BCE) y el índice de volatilidad bursátil VDAX.

3. Véase Leduc, S. y Liu, Z. (2020). «The Uncertainty Channel of the Coronavirus». FRBSF Economic Letter. Los autores estiman que un repunte de la incertidumbre como el ocurrido durante esta crisis del coronavirus reduciría la inflación en 2 p. p. y aumentaría el desempleo en 1 p. p.

meses. El resultado es parecido a un estudio de la Reserva Federal de San Francisco sobre el impacto de la incertidumbre en EE. UU.<sup>3</sup>

Frente a estas fuerzas desinflacionistas, las políticas fiscales desplegadas durante la fase de confinamiento y la fase de recuperación serán cruciales para evitar efectos persistentes sobre la demanda y mitigar el riesgo de deflación. En este sentido, es muy importante que los programas de ajuste temporal del empleo, como los ERTE en España o el *Kurzzeitgeld* en Alemania, sean efectivos y eviten un fuerte y persistente aumento de la tasa de paro. El endeudamiento de las familias y de las empresas es otro factor a tener en cuenta. Es importante evitar un fuerte aumento de la deuda de familias y empresas a corto plazo que, a medio y largo plazo, acabe conllevando un periodo largo de desapalancamiento del sector privado, ya que tal situación frenaría su capacidad de recuperación. Por el lado de la oferta, la efectividad de las políticas económicas también será clave para asegurar la supervivencia del tejido productivo a lo largo y después de la crisis. En este sentido, las medidas fiscales (como las líneas de avales y los diferimientos de impuestos para las empresas) y las actuaciones del BCE están desempeñando un papel fundamental para apoyar el tejido productivo y así favorecer una recuperación rápida de la producción cuando las condiciones sean favorables. El éxito relativo de estas políticas de demanda y oferta decidirá, en parte, hacia dónde se decanta la balanza de la inflación; si son efectivas, apoyarán una recuperación gradual de la inflación y mitigarán el riesgo de escenarios extremos, como la deflación o un fuerte repunte de los precios.

Más allá de la vertiente fiscal, no podemos pronunciarnos sobre la inflación en el futuro sin una discusión de la política monetaria. El BCE ha respondido de manera contundente a esta crisis, comprando grandes cantidades de deuda pública europea y proporcionando abundante liquidez al sector financiero. ¿Conducirán estas medidas a un fuerte aumento de la inflación? En tanto que estas inyecciones de liquidez sirven para mantener la oferta y amortiguar el desplome de la demanda, no deberían conllevar un aumento excesivo de la inflación. Además, el BCE podrá ir reduciendo la liquidez en el sistema una vez que la economía mejore y se observe una convergencia de la inflación hacia su objetivo.

Considerando estos elementos, todo apunta a que la inflación continuará baja en los próximos meses y que empezará a sobreponerse gradualmente de la mano de la recuperación del conjunto de la economía.

### ¿Un impacto permanente?

Por último, la crisis del coronavirus podría tener efectos sobre la inflación más allá del medio plazo, ya que podría provocar cambios estructurales en nuestras economías.

Por ejemplo, esta crisis ha visibilizado la fragilidad de las cadenas de suministro globales, muy vulnerables a grandes *shocks*, algo que podría llevar a las empresas a replantearse la distribución geográfica de su estructura productiva. Además, a nivel europeo es probable que se incentive la producción local de los bienes estratégicos como los medicamentos y los alimentos.<sup>4</sup> Esta fuerza podría contribuir a revertir el efecto desinflacionario de la globalización en las últimas décadas (debido a las ganancias de eficiencia que conllevaba). Finalmente, esta crisis también podría tener un impacto duradero sobre el comportamiento de consumidores y empresas, que se podrían volver más cautos en sus decisiones de consumo e inversión, o modificar los bienes que forman nuestra cesta de consumo.

*Álvaro Leandro y Eduard Llorens i Jimeno*

4. Véase el artículo «[Cómo la COVID-19 cambiará nuestra manera de producir](#)» en el Dossier del IM05/2020.