

COVID-19 e inflación: un impacto estadísticamente significativo

- La debilidad de la inflación europea se ha acentuado en los últimos meses hasta alcanzar tasas negativas y mínimos históricos.
- Esta debilidad se debe, en su mayor parte, al impacto de la COVID-19. Especialmente por factores de demanda pero, también, por el efecto de los recortes impositivos en algunos países.
- La inflación ganará tracción con la reactivación económica, aunque las cicatrices de la crisis de la COVID-19 probablemente se traducirán en una recuperación muy gradual.

En los últimos años, la inflación europea ha sido tozudamente inferior a lo deseado por el BCE y, desde 2018, incluso ha ido perdiendo dinamismo. Esta debilidad se ha intensificado con la crisis de la COVID-19, y la inflación subyacente, que refleja las tendencias de fondo de los precios, ha perdido casi 1 p. p. desde enero (en octubre registró un mínimo histórico del +0,2%). ¿Será esta debilidad temporal o permanente?

La sensibilidad de los precios a la COVID-19

La COVID-19 explica una buena parte de los problemas recientes de la inflación. Para ilustrarlo, nos centraremos en la inflación subyacente y, siguiendo una metodología similar a la desarrollada por la Reserva Federal de San Francisco,¹ identificaremos los componentes de la cesta de consumo que son «sensibles a la COVID-19» como aquellos que, desde la primavera, han sufrido variaciones de precios anormalmente grandes.² Así, un 68% de los bienes y servicios de la cesta de España y un 51% de los de la eurozona han sido sensibles a la COVID-19. Algunos componentes lo han sido por sufrir incrementos de precios significativos como, por ejemplo, los equipos electrónicos o los artículos deportivos. Sin embargo, tal y como ilustran los dos primeros gráficos, la mayoría de los precios sensibles a la pandemia han empujado la inflación a la baja y, de hecho, explican el grueso de su debilidad en 2020.

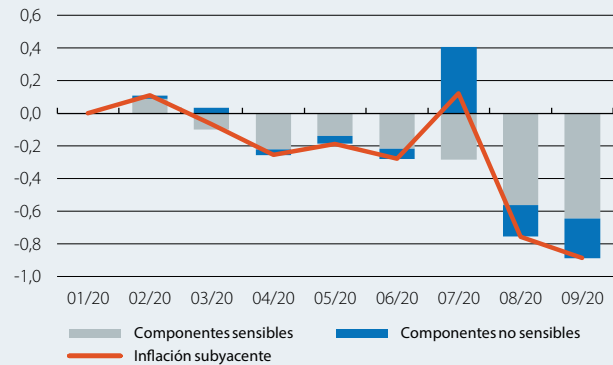
Entre los efectos de la COVID-19, predominan los factores de demanda

Una de las particularidades de la pandemia es que afecta a los precios de maneras muy distintas: ha provocado una caída tanto de la demanda como de la oferta (además de generar problemas de medición de los precios). Sin embargo, la intuición económica nos ayuda a distinguir entre uno y otro factor: cuando el *shock* es de demanda, precios y cantidades tienden a moverse en la misma dirección, mientras que si el *shock* es de oferta, se mueven en direcciones opuestas. Así, la caída de la inflación agregada en

1. Véase Shapiro, A. H. (2020). «Monitoring the inflationary effects of COVID-19». FRBSF Economic Letters.
 2. En concreto, un componente *i* es sensible a la COVID-19 si el parámetro β_i de la ecuación $\pi_{t,i} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * COVID_t + u_{t,i}$ es significativamente distinto de 0. $\pi_{t,i}$ es la variación interanual del precio del componente *i*, $COVID_t$ es una variable *dummy* que toma valor 1 a partir de marzo 2020 y 0 en cualquier otro caso y $u_{t,i}$ es el término de error.

Eurozona: contribución por componentes a la inflación subyacente

(p. p.)

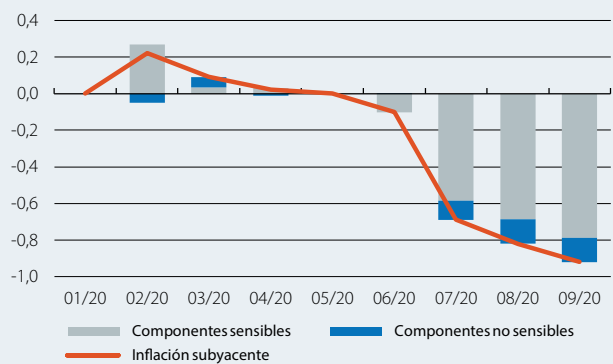


Notas: Contribución de cada categoría de componentes a la desviación de la inflación subyacente respecto a su registro de enero de 2020. Consideramos sensibles a aquellos cuya variación desde marzo a septiembre ha sido estadísticamente distinta a la observada anteriormente.

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

España: contribución por componentes a la inflación subyacente

(p. p.)



Notas: Contribución de cada categoría de componentes a la desviación de la inflación subyacente respecto a su registro de enero de 2020. Consideramos sensibles a aquellos cuya variación desde marzo a septiembre ha sido estadísticamente distinta a la observada anteriormente.

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

los últimos meses (paralela a una caída de la actividad) sugiere que las fuerzas desinflacionistas de la demanda se han impuesto a la reducción de la oferta. El análisis de los componentes sugiere una conclusión similar. Lo ilustramos para el caso de España, donde separamos los componentes entre los que han sufrido un *shock* de demanda, los que han sufrido un *shock* de oferta y el resto (para los que

el shock es ambiguo).³ Como muestra el tercer gráfico, ha habido fuerzas de oferta que han presionado los precios al alza, pero en conjunto han sido moderadas y han sido contrarrestadas por la presión desinflacionista del shock de demanda.

Eurozona: el IVA también juega un papel

En el conjunto de la eurozona se debe añadir otro factor: la rebaja del IVA. Para hacer frente a la crisis económica provocada por la COVID-19, algunos países como Alemania, Bélgica o Austria incluyeron una reducción del IVA en su estímulo fiscal. En Alemania, por ejemplo, el Gobierno federal redujo este impuesto del 19% al 16% para la mayoría de los productos y del 7% al 5% en otros tantos desde julio hasta diciembre de 2020. Puesto que una rebaja del IVA tiene un impacto directo en el precio de compra, podría explicar parte de la caída de la inflación. De hecho, Eurostat publica una serie de inflación en la que mantiene constantes los impuestos y sugiere que la inflación subyacente en 2020 hubiese sido 0,7 p. p. más alta sin el efecto del IVA.

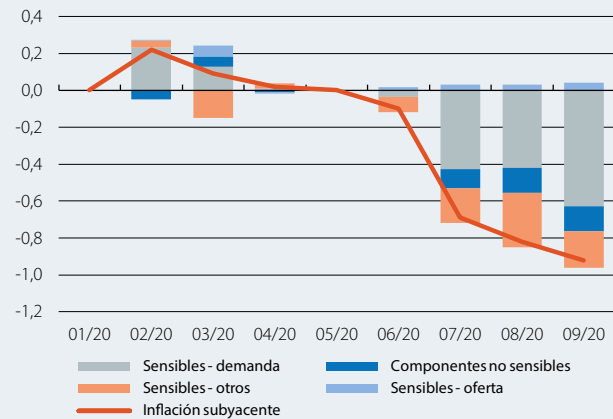
Si la rebaja del IVA tiene un impacto tan elevado, podría haber contaminado nuestras estimaciones: ¿quizás los componentes sensibles a la pandemia que hemos identificado solo lo son por el impacto del IVA? En parte sí, pero no de manera mayoritaria: el 65% de los componentes que inicialmente señalamos como sensibles a la COVID-19 lo continúan siendo si corregimos el impacto de los impuestos (el 35% restante deja de serlo).⁴

Por todo ello, cuando se deshaga la rebaja del IVA en los próximos meses, la inflación rebotará. Sin embargo, la sensibilidad que exhiben muchos de sus componentes sugiere que, más allá del efecto estadístico de los impuestos, la inflación continuará mostrándose débil mientras la pandemia condicione la actividad. Deberá ser, pues, la recuperación económica la que ayude a la inflación a volver a los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, ante la perspectiva de que el restablecimiento de la actividad tarde en ser completo, todo apunta a que en los próximos trimestres al BCE todavía le quedará trabajo por hacer para encaminar la inflación hacia su objetivo (por debajo, pero cerca, del 2%)

Luis André Pinheiro de Matos
y Ricard Murillo Gili

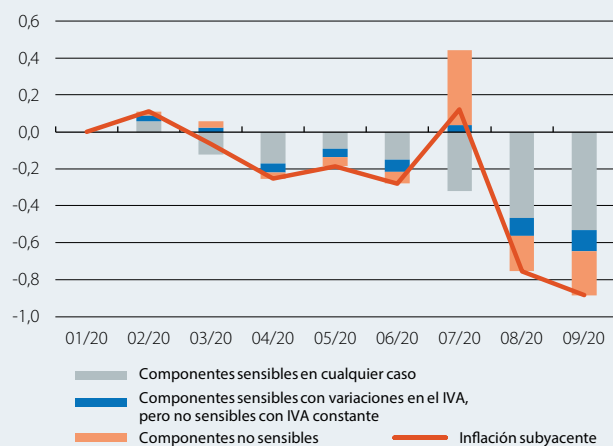
3. Dado que no disponemos de datos suficientemente detallados sobre las cantidades, basamos nuestra ilustración en el ejercicio que Shapiro (2020) realiza para EE. UU., donde sí se conoce el detalle necesario. En concreto, si el precio de un componente se mueve en la misma dirección en España y EE. UU., imputamos a España el movimiento de las cantidades observadas en EE. UU. Así, identificamos shocks de demanda (precios y cantidades se mueven en la misma dirección), de oferta (movimientos en direcciones opuestas) y otros (movimientos no significativos en canti-

España: contribución por componentes a la inflación subyacente (p. p.)



Notas: Contribución de cada categoría de componentes a la desviación de la inflación subyacente respecto a su registro de enero de 2020. Consideramos sensibles a aquellos cuya variación desde marzo a septiembre ha sido estadísticamente distinta a la observada anteriormente. Para determinar el tipo de sensibilidad, utilizamos las variaciones de las cantidades utilizando datos de Shapiro (2020).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: contribución por componentes a la inflación subyacente (p. p.)



Notas: Contribución de cada categoría de componentes a la diferencia de la inflación subyacente de enero. Consideramos sensibles a aquellos cuya variación desde marzo a septiembre ha sido estadísticamente distinta a la observada anteriormente y lo calculamos para la serie estándar de la inflación subyacente y para la serie en la que el IVA se mantiene constante.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

dades y/o precios). Por ejemplo, en un caso en el que no se observe un cambio significativo de cantidades, es factible que haya un híbrido de shocks en sentidos opuestos. Por otro lado, si no hay cambios significativos de precios pero sí de cantidades, estaríamos en presencia de shocks contemporáneos en el mismo sentido.

4. Aunque siguen siendo «sensibles a la COVID-19», estos componentes exhiben fluctuaciones de precios más moderadas cuando se corrige el efecto de la bajada del IVA.