

Los factores detrás del rebote de la inflación en la eurozona

- La inflación ha repuntado con fuerza a principios de 2021, pero la mayoría de los factores que la empujan son técnicos y temporales y no deberían condicionar la actuación del BCE.
- Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían generar más persistencia en las presiones inflacionistas, como cuellos de botella en algunas industrias y la demanda embalsada.

En enero, la inflación interanual de la eurozona sufrió su mayor aumento desde 1997, de +1,2 p. p. con respecto al dato del mes anterior. El repunte no se debió a precios que habitualmente son erráticos: la inflación subyacente, que excluye los precios más volátiles, también aumentó con fuerza y se situó en el 1,4%, un máximo no visto desde 2015. Sin embargo, y pese a que es probable que en algunos momentos de 2021 observemos una inflación general por encima del 2%, este rebote se debe sobre todo a factores técnicos y temporales que en 2022 se habrán desvanecido.

Los factores que han empujado la inflación al alza...

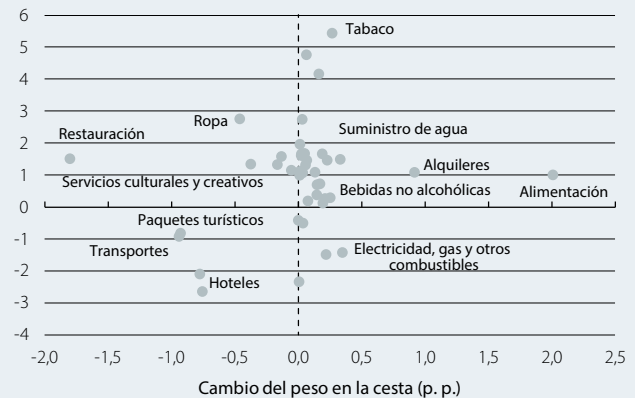
Un elemento clave para explicar el repunte de la inflación a principios de año es el cambio en los pesos de la cesta de consumo. Cada año Eurostat asigna un peso a cada componente de la cesta en función de los productos y servicios consumidos durante el año anterior. Así, con la rareza que ha caracterizado 2020, los pesos de diversos componentes han tenido importantes variaciones. Por ejemplo, en 2021 el peso conjunto de los componentes de transporte, restauración y paquetes turísticos ha caído más de 5 p. p., mientras que el de la alimentación y los alquileres ha subido casi 4 p. p. El impacto de estos cambios es significativo: si los pesos no hubieran variado, la inflación de enero hubiera sido 3 décimas inferior. Es decir, el cambio de pesos de la cesta explicaría el 25% del aumento de la inflación.

Otro factor que ha empujado la inflación al alza ha sido el aumento del IVA en Alemania. Tras el estallido de la COVID-19, diversos estados de la eurozona, entre ellos Alemania, rebajaron temporalmente el IVA como parte de su estímulo fiscal y esta decisión empujó a la baja la inflación a partir de mediados de 2020. El pasado enero, con el retorno del IVA a niveles prepandemia, la tasa interanual de la inflación deshizo el movimiento observado en la segunda mitad de 2020 y el impacto fue significativo: se estima que explica alrededor de 0,4 p. p. de la subida en enero de la inflación general de la eurozona.¹ Sin embargo, este factor no se ha normalizado todavía, pues a mediados de 2021 aparecerán los efectos de base derivados del descenso del IVA del año pasado. Así, durante la segunda mitad del año, el efecto del IVA podría volver a empujar la inflación moderadamente al alza hasta el próximo enero, cuando este factor finalmente se desvanecerá.

1. Véase BCE (2021). «Economic Bulletin. Issue 1».

Componentes de la cesta IPCA de la eurozona: cambio de peso e inflación interanual

Variación interanual del precio (%)

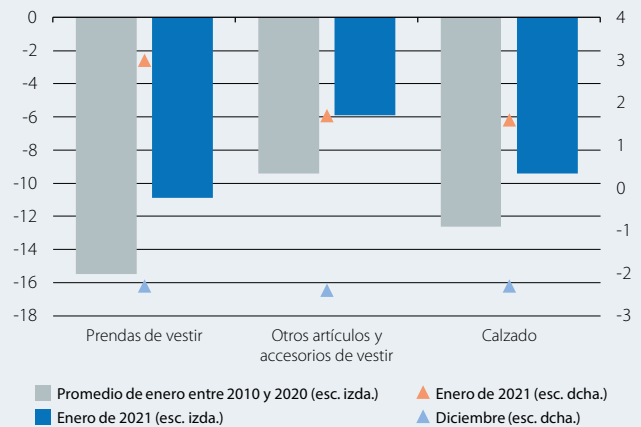


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Precio de los componentes de ropa y calzado

Variación intermensual (%)

Variación interanual (%)



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

Un tercer elemento que empujó la inflación al alza fue el retraso y/o la cancelación de las rebajas en algunos países europeos. Así, en un mes de enero donde normalmente los precios de la ropa y el calzado suelen caer significativamente, esta vez se observaron descensos más contenidos de lo habitual: como muestra el segundo gráfico, el menor descenso intermensual provocó un fuerte incremento de la inflación de estos productos en términos interanuales. Este es un factor que desde febrero ya ha desaparecido y no debería presionar la inflación al alza en los próximos meses. Esto sí, en enero de 2022, es probable que presione la inflación a la baja: se compararán

entonces unos productos con las rebajas habituales en 2022 con unos productos de 2021 cuyo precio se había rebajado menos.

El último empujón a la inflación lo dio el componente energético, que está dejando de contribuir negativamente. La montaña rusa en la que se montó el petróleo desde el inicio de la pandemia llevó este componente a promediar una inflación interanual del -6,8% en 2020. Entre enero y febrero de 2021 esta tasa ya se ha moderado hasta el -3% y estimamos que en el conjunto de 2021 será del +8,6%. Es más, el crecimiento interanual de los precios energéticos podría alcanzar picos puntuales cercanos al 13% (recorremos que el precio del petróleo de Brent, que ahora se encuentra por encima de los 60 dólares, fluctuó alrededor de los 30 entre los meses de abril y mayo de 2020).

Este impacto del precio del petróleo, sumado a la reaparición del efecto base del IVA a mediados de año, hace que sea muy probable observar una inflación general cercana al 2,5% en el segundo semestre de 2021. Aunque esto es algo que no sucede de manera sostenida desde 2012, no debería condicionar la acción del BCE porque estos factores que empujarán a la inflación son técnicos y transitorios y se desvanecerán mecánicamente.

... y los que podrían tener protagonismo en adelante

Sin embargo, en los próximos meses pueden aparecer otros elementos que presionen la inflación al alza. Entre ellos, destacan los cuellos de botella en ciertos segmentos de la oferta. De hecho, las encuestas de sentimiento económico señalan que se están produciendo retrasos en el envío de mercancías y que hay bolsas de escasez de materiales intermedios, lo que genera sobrecostes de producción que podrían traducirse en los próximos meses en repuntes de la inflación. Asimismo, el efecto inflacionista de estos cuellos de botella podría verse reforzado por el relanzamiento de la demanda embalsada de una parte importante de la población, que ha acumulado ahorros al ver su consumo enjaulado por las restricciones a la movilidad y la actividad. Aunque estas presiones podrían añadir ruido de fondo sobre las reuniones del BCE, tampoco deberían condicionar su actuación: su naturaleza también es transitoria y deberían desvanecerse con la normalización gradual de la oferta y la demanda.

Con todo, hay un elemento más que podría añadir incertidumbre y volatilidad: la propia disponibilidad de datos. Cuando no es posible recopilar el precio de algún componente (como está siendo el caso, debido a que algunos productos o servicios no se pueden comerciar), los institutos nacionales de estadística imputan el precio que estiman que debería tener el producto o servicio en cuestión. En enero y febrero, el porcentaje de la cesta que ha sido imputado es del 13% (18% en el caso de la cesta de inflación subyacente). Así, en el momento en que sea posible

Eurozona: precios de producción industrial e inflación subyacente



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

recopilar el precio de estos productos en el futuro, existe el riesgo de que se observen variaciones importantes en los precios.

Cuando haya pasado la tormenta de la pandemia y la recuperación esté encauzada, todos estos elementos habrán desaparecido y es muy probable que la inflación continúe situada en niveles contenidos. Entre los años 2015 y 2019 la literatura económica dedicó mucha tinta a entender por qué no se observan mayores tasas de inflación acordes con el ritmo de crecimiento económico. Se destacaron algunos elementos estructurales que explicaban ese fenómeno (por ejemplo, la globalización o un menor traslado del tensionamiento del mercado laboral a los salarios y los precios). El BCE, de momento, considera que estos prevalecerán a medio y largo plazo, pero el debate está servido. Como vemos en un artículo del Dossier de este mismo *Informe Mensual*,² existen argumentos para pensar lo contrario.

Ricard Murillo Gili

2. Véase el artículo «[Esperando a la inflación](#)» en el Dossier de este mismo *Informe Mensual*.