

Inflación europea: ¿principio del fin o fin del principio?

La inflación de la eurozona viene disminuyendo sostenidamente (-5 p. p. desde que tocara techo el pasado otoño) por una razón clara: la energía. La presión de los precios energéticos se ha desvanecido a una intensidad y velocidad proporcionales al empuje que ejercieron en 2022. Ahora la duda es si la inflación seguirá cayendo con fuerza hacia el 2% o si, como si de un velero se tratara, una vez arrastrada a motor fuera del puerto encontrará nuevas corrientes de aire que la empujen. Es decir, con la distensión energética, ¿comienza el fin de la inflación o empezamos un nuevo capítulo de una inflación menor que en 2022 pero con más resistencia a seguir reduciéndose?

La desinflación reciente

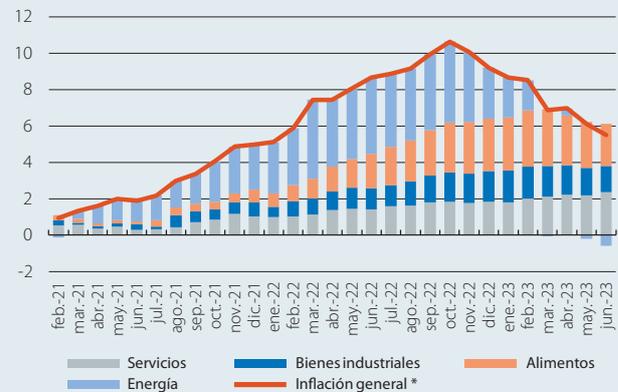
La analogía entre inflación y navegación a vela no es gratuita. Como muestra el primer gráfico, en su inicio, la inflación era esencialmente cosa de la energía: responsable de un 50% de la inflación total, la energía ejerció un fuerte arrastre en 2021 y 2022. En 2023, su contribución directa ha caído a cero, pero deja tras de sí una mayor inflación en el resto de la cesta: alimentos, bienes y servicios.

La mayor inflación de estos componentes es, en buena parte, un efecto indirecto de los costes energéticos en la producción de alimentos, bienes y servicios. Además, alimentos y bienes industriales han sufrido sus propias tensiones (guerra en Ucrania y cuellos de botella globales), que retroalimentan al resto de precios. Con la distensión de los precios de energía y alimentos en los mercados internacionales y la plena normalización de los cuellos de botella (desde hace ya meses), todos estos efectos indirectos también se están desvaneciendo. De hecho, la desinflación ya se ve en los últimos datos. En mayo, disminuyó la inflación de todos los grandes componentes del IPCA de la eurozona (con una sincronía que no se veía desde 2013 y que prácticamente tuvo continuidad en junio). Asimismo, las lecturas más «a tiempo real» muestran una inflación más cerca del 3%-4% que del 5%-6% que enseñan las variaciones interanuales (véase el segundo gráfico).¹

Hay toda una batería adicional de precios que da confianza en esta moderación de la inflación. Los precios al consumo, capturados por el IPC, son el resultado final de una cadena de formación de precios. Los indicadores disponibles a lo largo de esta cadena se están moviendo prácticamente en una dirección única: desde las intenciones de fijación de precios de las propias empresas (véase el tercer gráfico) hasta los precios industriales de producción y los

1. En términos interanuales, la inflación refleja no solo el crecimiento de los precios en el último mes, sino también el de los 11 meses anteriores. En cambio, la inflación intertrimestral o intermensual (debidamente desestacionalizada y anualizada) ofrece una señal más reciente (si bien también más volátil).

Eurozona: contribución a la inflación general (p. p.)



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

Eurozona: inercia de la inflación *



Nota: * La inercia se define como la variación anualizada del IPCA promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (con datos desestacionalizados).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Eurozona: intenciones de precios de venta según encuestas a empresas

Balance (%)*



Nota: * Diferencia entre el número de empresas que tienen la expectativa de «incrementos» de precios y las que tienen la expectativa de «reducción» de precios.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

precios de los alimentos a pie de granja (véase el cuarto gráfico), se está consolidando una desinflación generalizada por sectores. Y, a medida que esta se filtre hacia las etapas finales de la cadena, en los próximos trimestres se hará más visible entre los precios al consumo.

Así, y en la medida que sigan la distensión energética y alimentaria y el buen funcionamiento de la cadena global de suministros, los vientos de la inflación se irán acotando hacia otra corriente: el empuje de los márgenes y salarios, en su esfuerzo por mitigar la pérdida de poder adquisitivo que la inflación pasada ha impuesto sobre empresas y familias. Por su mayor intensidad en el factor trabajo, los servicios del IPC pueden ser más sensibles a estas dinámicas salariales. Sin embargo, los servicios también sufren el efecto rezagado de las corrientes originales (energía, alimentos y cuellos de botella), como reflejan partidas como los servicios de transportes, los restaurantes y hoteles o los servicios de mantenimiento y reparación.² Al igual que el resto de la cesta, este tipo de servicios irán perdiendo fuerza y, de hecho, la desinflación ya se nota en distintas medidas de inflación subyacente (véase el quinto gráfico).

Próximos pasos

En paralelo al desvanecimiento de las corrientes originales, en los próximos meses la desinflación se verá acompañada de volatilidad, efectos base y la nueva corriente de los márgenes y salarios. En primer lugar, no solo hay factores idiosincráticos que, puntualmente, generarán volatilidad (como las subvenciones al transporte en Alemania),³ sino que la retirada de las medidas fiscales contra la crisis energética tendrá un efecto base significativo sobre la inflación de la eurozona: +0,5 p. p. en 2024, según estimaciones del BCE.⁴

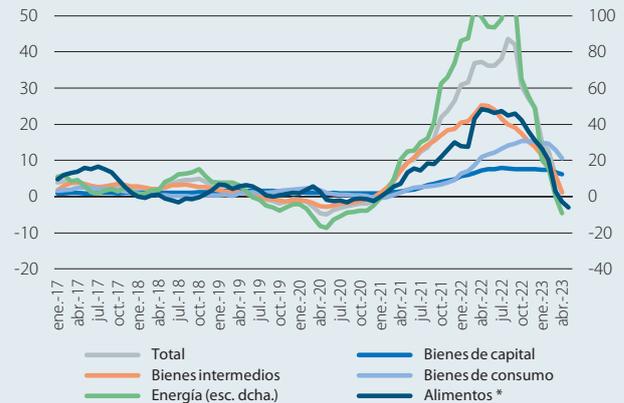
Asimismo, la economía china también puede jugar un papel. Por un lado, el abandono de la política COVID cero ayudará a evitar distorsiones en la cadena de suministros global como las que tensionaron los precios en 2021-2022. Por el otro, la fuerza de la reactivación inicial de la economía china hacía temer una presión sobre los precios internacionales de las materias primas, pero los últimos datos muestran una pérdida de empuje que, para la inflación europea, podría suponer un respiro adicional.

Por último, distintos estudios señalan el creciente papel de márgenes y salarios.⁵ Para la política monetaria, un

2. Todos ellos con inflaciones alrededor del 8% en los últimos meses.
 3. En concreto, entre junio y agosto de 2022, el Gobierno alemán lanzó un «billete a 9 euros» con el que se podría viajar en autobuses y trenes por toda Alemania. Según estimaciones de la oficina estadística (Destatis, nota de prensa n.º 296 del 13 de julio de 2022), la medida redujo la inflación alemana en esos meses en 1 p. p., un efecto que entre junio y agosto de 2023 jugará en contra y se notará en el conjunto de la eurozona (Alemania pesa casi un 30% en la cesta del IPCA).
 4. Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2023 del BCE.
 5. Véase la reciente entrada en el blog del FMI (26/06/2023), *Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains*.

Eurozona: precios de producción

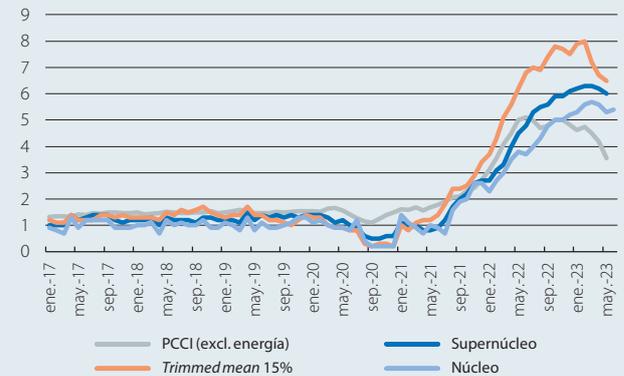
Variación interanual (%)



Nota: * Índice de precios a pie de granja recopilado por el BCE.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del BCE.

Eurozona: medidas de inflación subyacente

Variación interanual (%)



Nota: La inflación núcleo excluye energía y alimentos; la trimmed mean 15% excluye el 15% de componentes más volátiles; la supernúcleo solo incluye los componentes de la núcleo que son sensibles al ciclo económico (output gap), y la PCCI es el promedio de un componente común de baja frecuencia entre los países de la eurozona.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

argumento que da cierta tranquilidad sobre el rol de los márgenes es que su defensa está limitada por la fortaleza de la demanda agregada –una demanda que tiene visos de enfriarse con el endurecimiento de las condiciones financieras–.

Respecto a los salarios, los datos disponibles sugieren que, lejos de una espiral, se enmarcan en crecimientos que mitigan la pérdida de poder adquisitivo. Por ejemplo, la remuneración por empleado avanzó un 5,2% interanual en el 1T 2023 y acumula un crecimiento del 10% desde el 4T 2020. Sin embargo, si lo ajustamos por la inflación, este avance se convierte en un retroceso acumulado del 5%. Para 2023, previsiones como las del BCE contemplan crecimientos salariales levemente superiores al 5%, con las que la remuneración por empleado real (ajustada por la inflación) seguiría un 3% por debajo de sus niveles preguerra de Ucrania. Además, indicadores más avanzados como el de Indeed.com (véase el último

gráfico) sugieren que, más allá del rebote «mitigador» en los últimos meses, no hay una nueva aceleración salarial. Con estas cifras a un lado de la balanza, razonablemente acordes con la perspectiva de desinflación gradual, en el otro lado la política monetaria se encuentra con la incertidumbre sobre la evolución futura de los salarios –incertidumbre acentuada por los niveles de empleo en máximos y de desempleo en mínimos–. El futuro está por escribir, pero en EE. UU., donde el mercado laboral lleva tiempo claramente más tensionado y con crecimientos salariales algo más altos, los estudios sugieren que hasta la fecha la contribución de los salarios al crecimiento del IPC ha sido cuantitativamente modesta.⁶

Eurozona: salarios

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BCE y de Indeed.com.

6. Véase Shapiro, A. H., (2023), «How Much Do Labor Costs Drive Inflation?», FRBSF Economic Letter, y Bernanke, B. y Blanchard, O. (2023), «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?» Hutchins Center Working Paper n.º 86.