

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Inflación en Europa: factores explicativos y perspectivas

Agustín García-Serrador / Miguel Jiménez

- Gran parte del error cometido en la predicción a un año vista de la inflación de finales de 2014 se debe al descenso de los precios del petróleo
- Estimamos que el impacto de un 10% de menores precios del petróleo sobre inflación es entre dos y tres décimas, y sobre la subyacente en menos de una
- Nuestro nuevo escenario de petróleo de alrededor de 65 dólares en 2015 y 75 en 2016 nos lleva, por tanto, a revisar a la baja las previsiones de inflación, con mínimos de -0,6%/-0,7% a/a en febrero y marzo
- Los riesgos son tanto al alza (por una mayor depreciación del euro) como sobre todo a la baja (por precios del petróleo estancados en niveles actuales o incluso más bajos), y por el desanclaje de las expectativas de inflación
- El papel del BCE para elevar los niveles de inflación y contrarrestar los riesgos a la baja es clave

## ¿Qué explica la reducción de la inflación en 2014 mucho más de lo esperado? Fundamentalmente, los precios del petróleo

- La **recesión de 2008 y 2012** terminó con una caída acumulada del PIB de alrededor del 3,5%, de casi un 6% de la demanda doméstica y un aumento de la tasa de paro de alrededor de 5pp hasta el 12%, lo que **resultó en una tasa de inflación subyacente muy baja a finales de 2013** (Gráfico 1).
- En este marco y con unas expectativas de recuperación moderada, **nuestros modelos a finales de 2013 apuntaban** a que la inflación general podría moderarse adicionalmente durante la primera mitad de 2014, para **augmentar gradualmente durante el segundo semestre del 2014** por la desaparición del efecto base de la caída de los precios de la energía observados un año antes, y con una inflación subyacente relativamente estable en torno al 1%.
- Sin embargo, **la fuerte e inesperada caída del precio del petróleo** (Gráfico 2), que en su mayor parte se ha debido a un shock de oferta, **compensada en parte por una mayor depreciación del euro, llevó a una desaceleración de la inflación general durante la segunda mitad de 2014** hasta llegar al -0,2% a/a en diciembre, frente al 1% esperado un año antes. No obstante, **la inflación subyacente se comportó en gran medida como se esperaba**, con un ligero error a la baja explicado fundamentalmente por la evolución de los alimentos elaborados (Gráfico 3).
- Al analizar la diferencia entre las previsiones realizadas y los registros de la inflación mediante una curva de Phillips<sup>1</sup> el diagnóstico se mantiene: el error de la previsión realizada a finales de 2013 **viene explicado fundamentalmente por la sorpresa a baja de los precios del petróleo** en euros. La sorpresa negativa sobre la evolución de la actividad (recuperación más moderada y retrasada de lo previsto) sólo explicaría un parte muy pequeña de ese error (Gráfico 4), lo que sugiere que una curva de

<sup>1</sup> Se estima una curva de Phillips híbrida que incluye expectativas de inflación, aproximadas por el objetivo del Banco Central Europeo, así como la inflación pasada, el output gap y el precio del petróleo en euros.

Phillips estándar, usando el objetivo del BCE como variable *proxy* de las expectativas de inflación (en concreto, estamos utilizando un objetivo implícito del 2% antes de 2003 y del 1,8% desde entonces) sigue funcionando bien para predecir la inflación si los supuestos sobre los factores exógenos (fundamentalmente los precios de la energía) son los adecuados<sup>2</sup>.

## ¿Cuál es el impacto del shock de petróleo en inflación?

- La reciente y persistente **caída de los precios del petróleo** parece venir determinada, **principalmente por un shock positivo de oferta** en la producción, **pero también en parte por una menor demanda esperada**. Por lo tanto, a pesar del efecto bajista que está teniendo sobre los precios, el impacto del shock petrolero es menor que si estuviese provocado por un puro shock de demanda, ya que la reducción de precios energéticos apoya la recuperación de la demanda doméstica a través del consumo privado y de la inversión por la reducción de los costes de producción y la recuperación de rentas. Dicha recuperación debería compensar en parte el efecto deflacionario sobre los precios.
- Hemos estimado el impacto de un shock de petróleo a partir de un modelo VAR estructural identificado con restricción de signos para diferenciar la naturaleza del shock (oferta o demanda). En concreto, identificamos un shock de oferta como aquél caracterizado por un aumento de la producción de petróleo, una caída de su precio y una aceleración (o al menos no deceleración) del crecimiento global<sup>3</sup>. **Asumiendo que un 70% del shock actual es de mayor oferta y un 30% es de menor demanda<sup>4</sup>, una caída de un 10% de los precios del petróleo supondría una reducción total de la inflación de alrededor de 0,2/0,3pp** (Gráfico 7).
- Por otro lado, los precios el petróleo no sólo tienen un efecto directo en los precios al consumo a través de los productos energéticos incluidos en la cesta de bienes de consumo de los hogares, sino que también **hay efectos indirectos que se producen cuando las empresas terminan trasladando la caída de los costes de producción a los precios al consumo** (sobre todo dada la debilidad de la demanda doméstica), así como **efectos de segunda ronda que podrían derivar de una reducción de los salarios** debido a la reducción de las expectativas de inflación. Asimismo, cabe destacar que el efecto directo de una caída permanente del precio del petróleo tiene un impacto duradero en el nivel de los precios, pero que el impacto en la tasa de inflación tiene una duración relativamente corta. Por el contrario, el impacto tanto de los efectos indirectos como de segunda ronda sobre la inflación son más persistentes debido a una transmisión más lenta y gradual.
- **A fin de calcular el impacto sobre la inflación debido a los efectos indirectos y de segunda ronda**, hemos estimado un VAR para analizar la interacción entre el PIB, la inflación subyacente (para descontar el efecto directo), los precios del Brent y el tipo de cambio nominal. Los resultados muestran que **una caída del 10% del precio del barril de Brent podría disminuir la inflación subyacente en menos de 0,1pp, si bien persistiría más de un año** (Gráfico 8).

<sup>2</sup> El error de previsión (residuo) a un año vista de la inflación en diciembre de 2014 de la curva de Phillips tomando los datos reales del precio del petróleo es solamente una décima.

<sup>3</sup> Para más detalles sobre el VAR estructural empleado véase el Recuadro 2 en:

[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/1105\\_Europeeconomicoutlook\\_tcm348-258116.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Europeeconomicoutlook_tcm348-258116.pdf)

<sup>4</sup> Para más detalles sobre los determinantes de la evolución del precio del petróleo véase:

[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/12/2014.12-Macro-impact-of-lower-oil-prices-v05\\_i-1.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/12/2014.12-Macro-impact-of-lower-oil-prices-v05_i-1.pdf)

## Perspectivas a futuro: Con nuestro nuevo escenario del petróleo, la inflación general será negativa en los próximos trimestres y permanecerá claramente por debajo del 2% en el horizonte de previsión

- **Nuestro escenario del petróleo ahora contempla que los precios del Brent se situarán en media alrededor de 65 y 75 dólares por barril en 2015 y 2016**, respecto a nuestro escenario de hace tres meses de 105 y 104 dólares, respectivamente, lo que supone un menor precio del petróleo de casi el 40% en 2015 y del 30% en 2016 respecto al antiguo escenario (Gráfico 2).
- Nuestra mejor previsión resulta de la combinación de distintos modelos. En el muy corto plazo, consideramos sobre todo los resultados de modelos univariantes, que recogen el efecto directo y prácticamente instantáneo del menor precio del petróleo. Con el avance del periodo de proyección, consideramos las previsiones de la curva de Philips y la estimación de los impactos calculados con los modelos VAR estructurales descritos más arriba. Con todo ello, ahora esperamos que **la caída de la inflación general se intensificará en los próximos meses hasta alrededor de -0,6%/-0,7% a/a en febrero y marzo**, mientras que se registrarán **tasas negativas algo más moderadas durante el segundo trimestre y empezará a repuntar gradualmente durante la segunda parte del año** (hasta alrededor del 0,8% a/a en diciembre). Por lo tanto, el nuevo escenario del petróleo nos lleva a **revisar a la baja la inflación general media para 2015 en 0,9pp hasta el 0,1% en 2015** (Gráfico 9). **En 2016, la inflación general se situará en el 1%, lejos todavía del objetivo del BCE.**
- Respecto a la **inflación subyacente**, la revisión es mucho más moderada, de alrededor de 0,2pp hasta **0,8% en el conjunto de 2015**, en el que se espera que se mantenga relativamente estable, **con un repunte ligero a lo largo de 2016 para promediar una tasa anual del 1,1%** (Gráfico 9). Esto está **en línea con nuestra medida de inflación tendencial** (medida de podas de inflación)<sup>5</sup> (Gráfico 5). El criterio de elección de la poda óptima minimiza el error de previsión de la inflación media anualizada en un horizonte de 30 meses, apuntando por tanto a que estas bajas tasas de inflación se extenderán por un periodo de tiempo prolongado. **La revisión responde básicamente al impacto estimado de los posibles efectos indirectos y de segunda ronda**, si bien estos últimos podrían estar infraestimados por los modelos, dado que históricamente no ha habido episodios de reducción de expectativas de inflación, mientras que la rigidez a la baja de los salarios podría haber cambiado sustancialmente tras la crisis económica y el fuerte deterioro del mercado de trabajo, así como por las reformas implementadas, especialmente, en la periferia.
- **No obstante**, la evolución de **los salarios negociados** publicados por el BCE y disponibles hasta el tercer trimestre de 2014 **no muestran de momento evidencia clara de efectos importantes de segunda ronda** (Gráfico 6).

## Y los riesgos continúan sesgados a la baja

- En lo que llevamos de año 2015, la evolución de los **precios del petróleo ha continuado sorprendiendo**, con **caída adicionales tras la resolución de la OPEP** de mantener la producción de petróleo, y podría resultar en precios cercanos a los niveles actuales (por debajo de 50 dólares), o incluso más bajos, por un periodo prolongado. No obstante, la incertidumbre es muy elevada y tampoco puede descartarse un mayor repunte en los próximos meses. Por tanto, y dada la sensibilidad de la inflación (efecto directo) de los productos energéticos al precio del crudo y su peso en el índice general (alrededor del 11%), **no se puede descartar que caídas adicionales del precio del Brent en el corto plazo lleven la inflación general a tasas todavía más negativas y/o durante más trimestres.**

<sup>5</sup> Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1402\\_Situacion\\_Espana\\_tcm346-423173.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf)

- Ante este aumento de la incertidumbre, hemos realizado simulaciones de la evolución del precio del petróleo, asumiendo que se mantiene en **50 ó 40 dólares en el horizonte de previsión**, lo que supondrían una **inflación de entre -0,3% y -0,6% en 2015** (Gráfico 10). A este efecto directo habría que sumarle los efectos indirectos y de segunda ronda, que además serían más persistentes.
- **También existen riesgo al alza derivados de una mayor depreciación del euro** (y que podría venir, por ejemplo, de las actuaciones recientes de otros bancos centrales), que podrían dar lugar a un mayor repunte de los precios de las importaciones, principalmente de los productos intermedios (Gráfico 11). No obstante, la traslación a los precios finales del consumo podría retrasarse ya que, dada la todavía débil demanda doméstica, es probable que las empresas reduzcan sus márgenes de beneficios antes de arriesgarse a perder cuota de mercado. Nuestras estimaciones apuntan a que una depreciación del euro de alrededor del 10% podría suponer un aumento de la inflación de alrededor de 0,3pp.

### Aumenta el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación

- Una de los mayores problemas de la **reducción de las expectativas de inflación** es que podría condicionar las decisiones de consumo (ahorro) e inversión de los agentes (afectando la actividad) así como en el proceso de fijación de los salarios, teniendo un **impacto persistente sobre la inflación a medio plazo y poniendo en peligro el cumplimiento del mandato del BCE, lo que podría derivar incluso en deflación**.
- Uno de los instrumentos habituales para medir las expectativas de inflación, muy seguido por el BCE, es el **swap de inflación 5 años / 5 años**, que **se ha reducido significativamente desde mediados de 2014**, tras haber permanecido relativamente estable en el 2% en los primeros seis meses, **hasta alrededor del 1,6% a principios de año** (Gráfico 12).
- Esta caída es una **diferencia respecto al episodio de 2009**, cuando también se registraron tasas de inflación negativas durante casi medio año debido a la caída de los precios del petróleo y con una inflación subyacente en el 1% a/a, ya que por entonces el swap de inflación se mantuvo relativamente estable, sin reaccionar a los datos corrientes que se iban conociendo y evidenciando el anclaje de las expectativas. A diferencia de entonces, ahora **la batería de medidas estándar de política monetaria está agotada y hay más incertidumbre sobre la aplicación y la eficacia de las no convencionales, mientras que la disponibilidad a utilizar el margen de maniobra de la política fiscal es escasa**.
- En este contexto, **el papel del BCE para mantener la inflación cerca del 2% es clave**, y a ello se dirigen las medidas de QE aprobadas esta semana<sup>6</sup>. Unas expectativas de inflación a la baja introducen un sesgo a la baja en la formación de precios, con el consiguiente sesgo desinflacionista adicional, y refuerzan el papel de los efectos de segunda ronda que es necesario evitar ante un fuerte shock de precios de petróleo como el actual.

<sup>6</sup> Para más detalles véase nuestro observatorio del BCE: [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2015/01/ECB-Watch\\_0115.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2015/01/ECB-Watch_0115.pdf)

Shock precio petróleo en un contexto de inflación muy baja...

La inflación general se redujo un -0,2% a/a en diciembre debido al shock negativo del precio del petróleo en un contexto de bajas tasas de inflación durante un periodo prolongado, mientras que la subyacente continúa relativamente estable en el 0,7% a/a.

Gráfico 1

**Demanda e inflación**

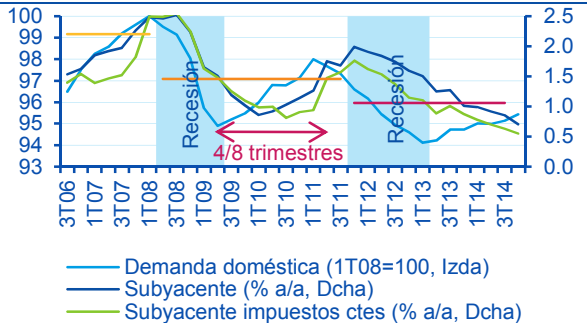
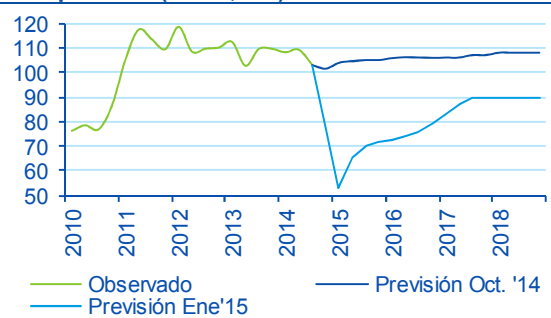


Gráfico 2

**Precio petróleo (Brent, \$/b)**



... que explica las 2/3 partes del error de previsión en 2014

La inflación general en 4T14 se situó en 1pp por debajo de lo previsto un año antes, y la subyacente 0,2pp. El error se explica fundamentalmente por el componente energético (0,7pp) y alimentos (0,1pp).

Gráfico 3

**Inflación: descomposición del error por componentes**

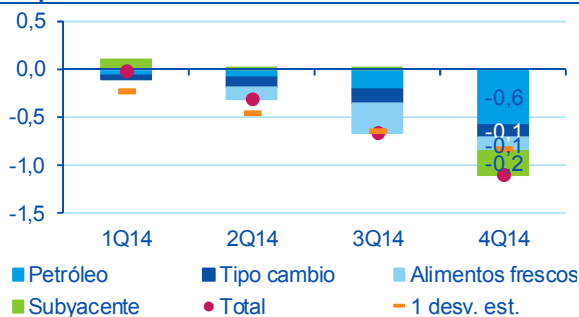
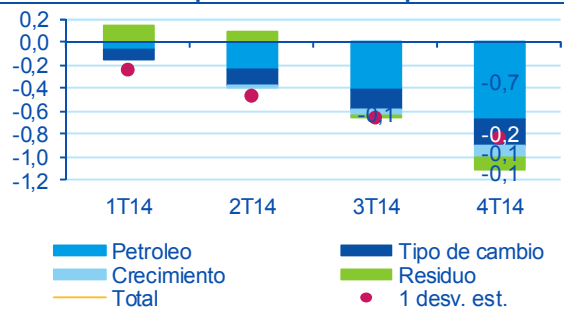


Gráfico 4

**Inflación: descomposición del error por factores**



La inflación subyacente se ha estabilizado en 4T14, poca evidencia efectos segunda ronda

Además la inflación tendencial apunta a que en los próximos meses la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable en las tasas actuales. En particular, todavía no se observa efectos de segunda ronda en los salarios negociados

Gráfico 5

**Inflación tendencial**

(método de medias podadas, % a/a)

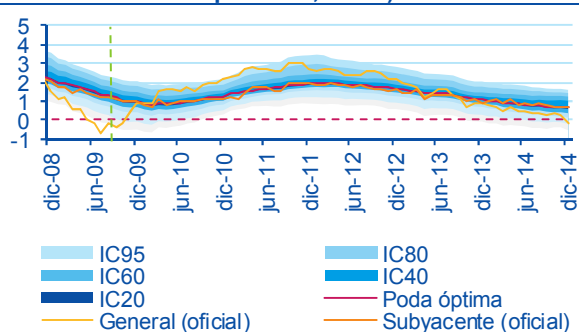
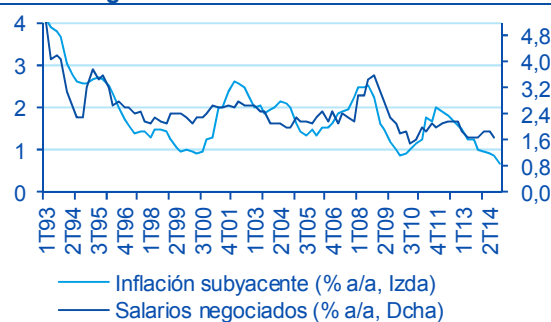


Gráfico 6

**Salarios negociados e inflación**



\*Fuente: HAVER, Bloomberg, BCE y BBVA Research

**Fuerte impacto directo de la caída del Brent en la inflación, si bien el impacto indirecto y los efectos de segunda ronda parecen limitados, pero más persistentes**

El impacto total de la caída del Brent podría ser de alrededor de 0,9pp, de los cuales alrededor de 0,7pp se deberían al impacto directo y los restantes 0,2pp al efecto indirecto y de segunda ronda. Riesgo de que estos últimos sean algo mayores dado el fuerte deterioro tanto de la demanda doméstica como del mercado de trabajo

Gráfico 7  
**Impacto Brent en inflación a partir modelo SVAR (pp)**

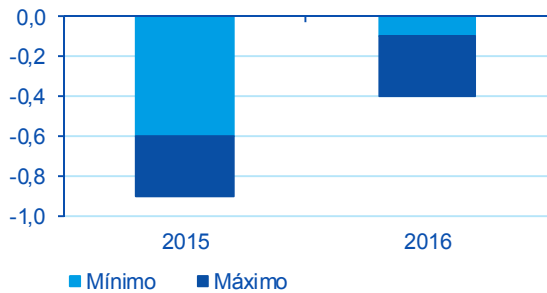
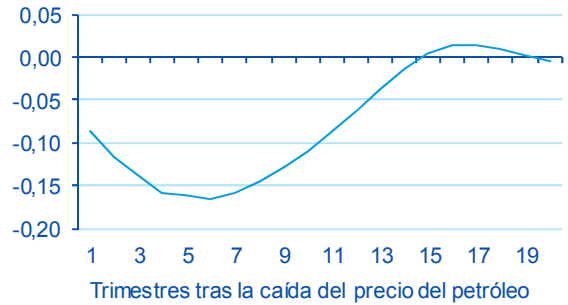


Gráfico 8  
**Efectos indirectos y de segunda ronda de una caída del 35% del Brent (pp)**



**Significativa revisión a la baja de la inflación general en el horizonte de previsión y los riesgos continúan a la baja**

Para 2015, la previsión de inflación general y subyacente se ha revisado en 0,9pp y 0,2pp hasta el 0,1% y el 0,8%, respectivamente. No obstante, la incertidumbre sobre adicionales y persistentes caídas del precio del Brent podría acentuar la caída de la inflación general en el horizonte de previsión.

Gráfico 9  
**Previsiones inflación (%)**

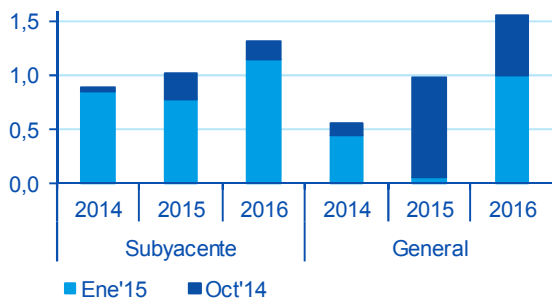
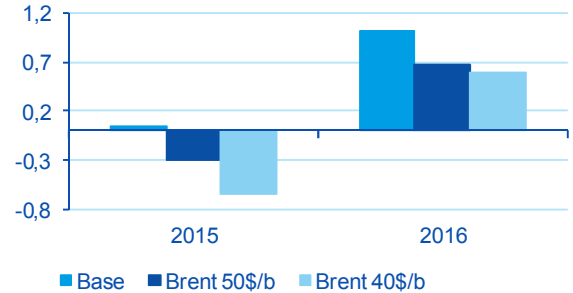


Gráfico 10  
**Inflación bajo distintos escenarios de precios Brent (%)**



**Los riesgos al alza derivados de una posible depreciación del euro son más difíciles de trasladar a los precios finales, mientras las expectativas de inflación se han reducido**

El debilitamiento del euro en los últimos meses se está dejando notar en el aumento de los precios de los productos importados, sobre todo intermedios, pero dada la debilidad de la demanda es difícil que se trasladen a los precios finales. Además, pesan más los riesgos a la baja, reflejándose en una reducción de las expectativas de inflación.

Gráfico 11  
**Tipo de cambio y precios importados**

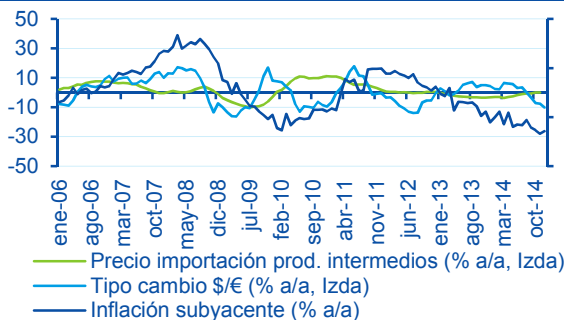


Gráfico 12  
**Swap inflación 5 años / 5 años forward (%)**



\* Fuentes: HAVER, Bloomberg, BCE y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.