

BANCOS CENTRALES

Perspectivas de inflación en la zona euro, seguimiento a partir de indicadores sintéticos

María Martínez / Juan Navarro

El seguimiento de la inflación, a través de diversos indicadores a distintos horizontes, se está volviendo clave para evaluar si las medidas no convencionales puestas en marcha por el BCE están cumpliendo su objetivo, y por tanto, se están traduciendo en un re-anclaje de la inflación en el mediano plazo hacia niveles consistentes con el mandato del BCE. Por el contrario, de no ser así, estos indicadores nos podrían dar pistas sobre las decisiones de política monetaria que podría tomar el banco central en el futuro.

El marco: el empeoramiento de las perspectivas de la inflación a medio plazo y el QE (*quantitative easing*).

Desde mediados de 2014 el BCE ha venido poniendo en marcha una serie de medidas no convencionales para afrontar distintos tipos de contingencias que ponían en peligro la recuperación de la zona euro y, por tanto, la consecución del objetivo de la autoridad monetaria. Estas contingencias se clasifican fundamentalmente en tres tipos¹: i) tensionamiento de las condiciones financieras, ii) deterioro de la transmisión de la política monetaria, y iii) des-anclaje de las perspectivas de inflación a medio plazo.

En relación a esta tercera contingencia, en esta nota se pretende hacer una evaluación conjunta de distintos indicadores para extraer una señal sobre las perspectivas de la inflación en la zona euro. A partir de dicha señal podremos extraer conclusiones que permitirán valorar los riesgos sobre el cumplimiento del objetivo del BCE (mantener la inflación ligeramente por debajo del 2%) y, por tanto, la necesidad de que el banco central adopte nuevas medidas o, en su momento, se plantee su retirada.

En abril de 2014, el presidente del BCE, Mario Draghi, dijo que entre las herramientas a su disposición para luchar contra esta contingencia podría estar la puesta en marcha de un programa de compras de bonos públicos (QE, por sus siglas en inglés), y que previamente ya habían puesto en marcha otros bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. En la reunión anual de bancos centrales que tuvo lugar en agosto de 2014 en Jackson Hole, Mario Draghi reconoció explícitamente que las perspectivas de inflación de medio plazo habían comenzado a desanclarse. Ante la falta de mejora en este ámbito, en la reunión de política monetaria de enero, el BCE anunció un ambicioso plan de compra de activos de 60.000 millones de euros al mes, que incluye activos privados y públicos (nacionales y supranacionales). Según el banco central, el programa tendrá una extensión de al menos hasta septiembre de 2016, dejando la puerta a continuar con él (*open ended*) en el caso de que la inflación no volviese a su senda adecuada. El BCE justificó el programa señalando la persistencia de una inflación inferior a la prevista, indicando que el grado de flexibilidad de la política monetaria hasta esa fecha era insuficiente para abordar el riesgo de un periodo demasiado prolongado de baja inflación. Es más, en su reunión de política monetaria de octubre, el BCE ha señalado que en diciembre reexaminará la política monetaria dado que la convergencia de la inflación al objetivo se ha ralentizado respecto a lo previsto cuando se lanzó programa de compras.

¹ El 24 de abril de 2014, el presidente del BCE, Mario Draghi, en un discurso [\(ver\)](#), aclaró la función de reacción del BCE señalando a tres contingencias contra las cuales el Banco Central debería actuar, y el tipo de herramientas que se utilizarían para hacer frente a cada una de esas contingencias.

Con todo ello, dado que el actual programa de compra de bonos así como cualquier posible modificación del mismo estará directamente ligado a la evolución de la inflación, a continuación presentamos un monitor sintético de inflación para la zona euro. Dicho monitor permitirá evaluar si la inflación vuelve a niveles consistentes con el mandato del BCE y, en consecuencia, anticipe los futuros pasos y medidas que puede llevar a cabo el banco central.

Los indicadores: Indicadores sintéticos compuestos para monitorizar la inflación

En esta nota, evaluamos las perspectivas de inflación en la zona euro mediante la construcción de tres indicadores de inflación a distintos horizontes: corto plazo, medio plazo y largo plazo, abarcando desde índices “reales” como la inflación general, subyacente o el deflactor del PIB hasta expectativas a distintos horizontes (2, 5 y 10 años de fuentes alternativas, encuestas y descontada por los mercados)². Todos estos indicadores pueden sintetizar las perspectivas de inflación que tanto pesan en las decisiones de política monetaria.

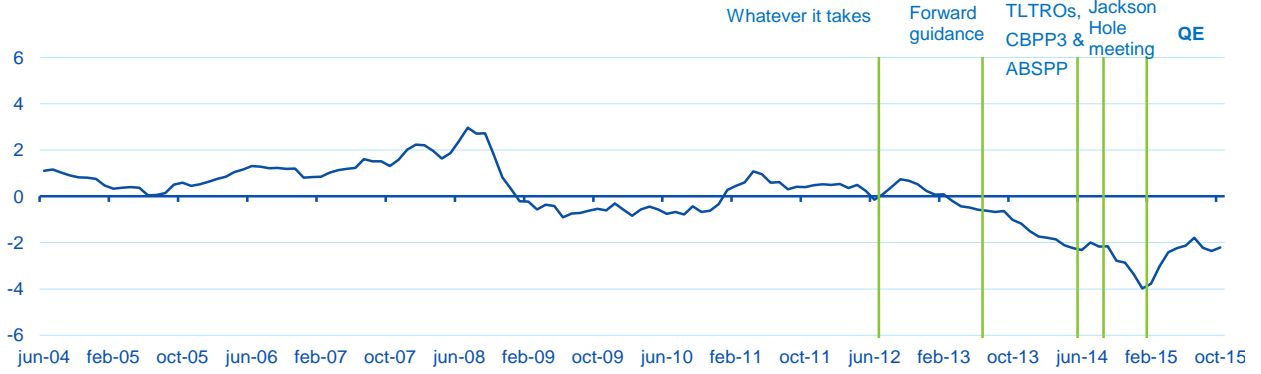
Tal y como muestran de forma consistente nuestros indicadores, la puesta en marcha del QE ha conseguido, su objetivo de frenar el deterioro de que venía produciéndose de manera ininterrumpida desde finales de 2012.

Así pues, desde la activación del programa de compras de activos todos los indicadores han empezado a converger hacia su media histórica alejándose de los mínimos alcanzados a principios de año. No obstante, esta recuperación se ha frenado en agosto y septiembre, debido a que las perspectivas de inflación de la zona euro se han deteriorado sobre todo por la caída del precio del petróleo. Aunque el deterioro de estos indicadores se ha estabilizado en octubre. El indicador de largo plazo, clave como variable de anclaje para el BCE, ha empeorado moderadamente en los últimos 3 meses principalmente por el deterioro de las expectativas de inflación descontadas por el mercado, medidas como el swap de inflación 5y5y, que han estado especialmente volátiles en los últimos tres meses, ligadas a los precios de las materias primas. Por su parte, los indicadores de corto y medio plazo han convergido a mayor velocidad hacia su media y se han deteriorado menos que el de largo plazo. En este contexto, se entiende la preocupación del BCE dado que la mejora de los indicadores se ha frenado, sobre todo el indicador de expectativas a largo plazo.

En el caso de que el deterioro de las expectativas del crecimiento global continúe (lastrando la evolución del precio de las materias primas), y que por tanto, estos indicadores puedan volver a sobrepasar dos o tres desviaciones por debajo de su media, podría dificultar la consecución del objetivo del BCE. Por tanto, consideramos que de aquí en adelante la monitorización de estas variables será clave para anticipar un posible movimiento en materia de política monetaria y evaluar la probabilidad una extensión del QE.

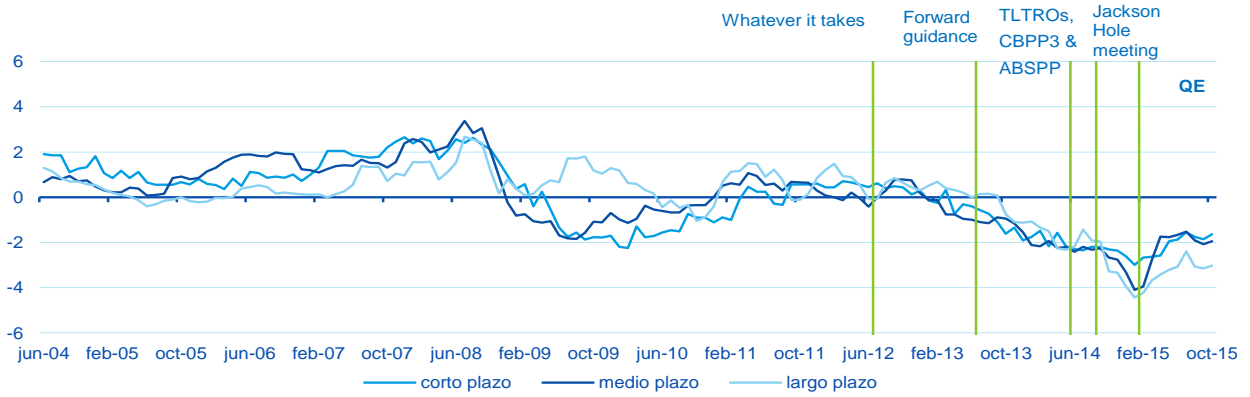
² Se ha construido un indicador sintético compuesto que engloba a los indicadores de corto, medio y largo plazo.

Gráfico 1
Indicador sintético compuesto para monitorizar la inflación
 Desviaciones estándar respecto a la media



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Indicadores sintéticos para monitorizar la inflación
 Desviaciones estándar respecto a la media



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Anexo: Construcción de los indicadores

Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales, un método estadístico que analiza los factores responsables de la co-circulación de varias variables. Suponemos que existe un factor principal que influye en esta co-movimiento, y mediante la extracción de este factor (el primer componente principal) se crea un índice.

Para combinar estas diversas variables en cada subíndice, se calcula un Z-score para cada uno, y luego el primer componente principal de estos Z-score (datos desde junio de 2004 para todas las variables).

Las variables incluidas en el indicador de corto plazo:

- La inflación general (datos mensuales)
- La inflación subyacente (datos mensuales)
- El deflactor del PIB. (datos trimestrales)

En el indicador de medio plazo:

- Las previsiones de inflación del BCE a dos años vista, (datos trimestrales)
- El swap de inflación a dos años (promedio mensual datos diarios)
- La inflación a dos años vista publicada por el *Survey of Professional Forecasters*. (trimestral)

En el largo plazo:

- El swap de inflación a cinco años, (promedio mensual datos diarios)
- La inflación a largo plazo publicada por el *Survey of Professional Forecasters* (trimestral)
- El swap de inflación 5años dentro de 5 años.(promedio mensual datos diarios)

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.