



# Observatorio Inflación

15 de diciembre de 2009

## Regreso suave a las tasas positivas. Sólo la energía podría generar alguna tensión inflacionista

- En noviembre los precios repuntan y, tal y como se esperaba, la inflación regresa a cifras positivas: un 0,3%. La intensidad del repunte en este mes se explica por la contribución de la energía, que en noviembre creció un 1,9% interanual.
- La inflación subyacente apenas aumenta en una décima, hasta el 0,2%, pese al intenso repunte de los bienes industriales no energéticos, que aún así se mantienen con caídas del 1,7%. La fortaleza del euro acota la posibilidad de tensiones en este componente. Cabe señalar, como nota positiva, que los precios de los servicios mantuvieron estable su crecimiento en el 1,6%.
- La evolución de la energía constituye el único riesgo al alza sobre los precios. Aunque está siendo compensado por la fortaleza del euro, durante los últimos meses el petróleo se está manteniendo por encima de nuestro escenario de partida. Cambios en las tarifas reguladas sesgarían al alza nuestra previsión.
- La mayor repercusión en España de la subida de los precios del petróleo reduce el diferencial de inflación favorable respecto a Europa hasta los 0,2 puntos. Sin embargo, el de inflación subyacente se mantendría en los 0,8 pp, aspecto muy positivo para que pudiera continuar la depreciación del tipo de cambio efectivo real y el aporte de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española.
- Perspectivas: en diciembre la inflación cerrará en el entorno del 0,8% a/a y en el -0,3% de promedio anual. Se mantiene la previsión para 2010 en el 0,9%.

Agustín García Serrador  
[agustin.garcia@grupobbva.com](mailto:agustin.garcia@grupobbva.com)

Jorge Rodríguez Vález  
[jorge.rv@grupobbva.com](mailto:jorge.rv@grupobbva.com)

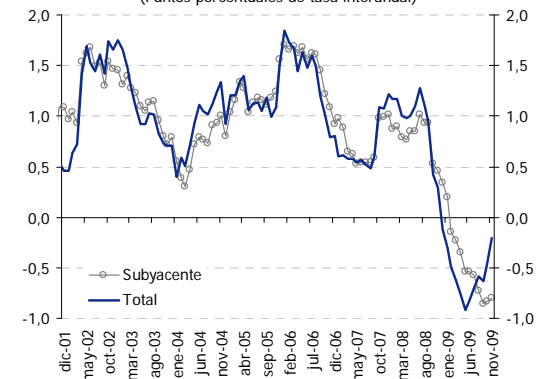
Evaluación de la previsión (Tasa de variación anual en %)

Noviembre 2009	Previsto	Intervalo de confianza (*)	Observado
<b>IPC General</b>	0,2	( 0,4 ; 0,0 )	0,3
Energía	1,7	( 2,8 ; 0,7 )	1,9
Alimentos no elaborados	-2,4	( -1,3 ; -3,6 )	-2,7
<b>IPSEBENE</b>	0,1	( 0,2 ; 0,0 )	0,2
Servicios	1,7	( 2,1 ; 1,2 )	1,6
Bienes ind. no energéticos	-2,1	( -1,6 ; -2,6 )	-1,7
Alimentos elaborados	0,4	( 0,8 ; 0,0 )	0,5

Fuente: INE y SEE BBVA

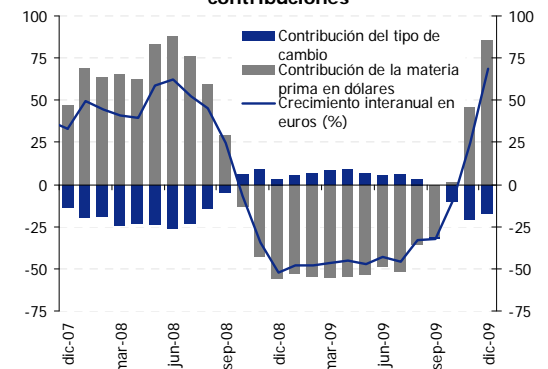
(\*) De la previsión, al 80% de confianza

Diferencial de inflación España-UEM  
 (Puntos porcentuales de tasa interanual)



Fuente: Eurostat

Petróleo: tasa de crecimiento a/a y contribuciones



Fuente: Thomson Financial y SEE BBVA

Tras 8 meses de caídas consecutivas, en el mes de noviembre el Índice de Precios de Consumo ha registrado nuevamente un crecimiento interanual, concretamente de un 0,3%, tras un repunte mensual de 1 punto. Se cumplen, por tanto, las expectativas de vuelta a cifras positivas antes de final de año. El crecimiento observado en este mes apenas es una décima superior a lo previsto, aunque una décima inferior al crecimiento avanzado hace unas semanas por el flash del IPC-Armonizado.

Detrás de la vuelta de la inflación a tasas positivas se encuentra la reversión de los precios del petróleo y no unas menores presiones des-inflacionistas sobre el resto de componentes. En noviembre, el petróleo se situó en promedio en los 77 dólares, desde los 43 que registró en enero de 2009. La apreciación que en los últimos meses ha experimentado el euro (1,49 USD por EUR en noviembre desde 1,33 en enero), disminuye la presión al alza en los precios pagados en euros, pero aún así el petróleo se paga un 25% más caro que hace un año. Con esto, los precios del grupo de la energía crecieron en noviembre en un 1,9%.

El resto de componentes mantuvieron su tendencia estable, en general dentro de lo esperado. Los bienes industriales no energéticos repuntaron en 0,4 décimas hasta el 1,7%. No obstante, la fortaleza del euro acota repuntes adicionales. Los servicios en noviembre se mantuvieron en sus mínimos de 1,6% a/a, mientras que los alimentos elaborados apenas repuntaron en una décima, por lo que la inflación subyacente se sitúa en el 0,2% (una décima más que en el mes anterior), y sensiblemente por debajo de la inflación subyacente de la UEM. A falta de conocer el desglose de IPCA para la UEM, nuestra previsión apunta a que se habría mantenido el diferencial favorable a España en inflación subyacente en los -0,8 puntos (el promedio histórico está en los +0,9 pp). Éste continúa siendo un aspecto esencial para la depreciación del tipo de cambio efectivo real de nuestra economía, y para el aprovechamiento del mejor entorno global de esta parte final de 2009 y comienzos de 2010.

La estructura impositiva con la que se graba en España la energía provoca que la repercusión en el IPC de idénticas subidas de los precios del petróleo sea mayor en España. Por ello, previsiblemente el diferencial de inflación total que durante todo 2009 disfrutó la economía española prácticamente se anulará. En noviembre este diferencial se habría situado en sólo 0,2 puntos porcentuales. De hecho, y en un contexto de debilidad de la demanda que se extenderá a la mayor parte de 2010, la evolución del precio del petróleo constituye el principal riesgo en el corto plazo de nuestra previsión de inflación. El precio del petróleo va a cerrar 2009 casi 15 dólares por encima de nuestro escenario anterior, si bien ha sido compensado en parte por la apreciación del euro. Aunque seguimos contemplando una suavización de los precios actuales en la parte central de 2010, el mantenimiento de esta situación podría sesgar unas décimas al alza la inflación general prevista hasta ahora. A ello habría que añadir la incertidumbre que supone las revisiones de las tarifas de productos energéticos, particularmente de la tarifa de acceso de energía eléctrica prevista para enero. Por el contrario, el balance de riesgos para la inflación subyacente sigue equilibrado, y no se encuentran elementos que permitan inferir cambios significativos.

Por tanto, mantenemos las cifras previstas de inflación. En diciembre la inflación general cerrará en el entorno del 0,8%, lo que daría una caída promedio anual de 2009 del -0,3% (desde el -0,4% previsto hasta ahora). En los primeros meses de 2010 la inflación fluctuará en esos niveles, hasta el momento de la subida del IVA prevista para julio. Mantenemos nuestra previsión para el conjunto del año siguiente en el 0,9%, mientras que la inflación subyacente podría situarse incluso unas décimas por debajo.

