

## OBSERVATORIO ECONÓMICO

# Indicador sintético de inflación en la eurozona, cerrando la brecha de forma sostenida

María Martínez, Juan Navarro

9 febrero 2018

Desde el estallido de la crisis financiera mundial y en respuesta a la posterior crisis de la deuda europea, **el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado diversas medidas para estabilizar la economía y lograr su objetivo: la estabilidad de los precios.** En particular, desde mediados de 2014, el bajo nivel de crecimiento, pero, sobre todo, la fuerte caída en las expectativas de inflación en la zona del euro ha llevado al BCE a adoptar varias medidas no convencionales. En primer lugar, introdujo los tipos de interés negativos. En segundo lugar, proporcionó a los bancos financiación a largo plazo a tipos de interés muy bajos. Y, en tercer lugar, decidió lanzar un programa de compra de deuda pública, que se unió al programa de compra de activos del sector privado (ABS y bonos corporativos y garantizados), más conocido como “*Quantitative Easing*” (QE).

Tal como ya enfatizó el BCE, **los riesgos de deflación han desaparecido casi en su totalidad.** De hecho, junto con las medidas poco convencionales adoptadas por el BCE, la combinación de varios acontecimientos en múltiples frentes (a nivel mundial y en la zona del euro) está contribuyendo de forma gradual pero progresiva al aumento de la inflación en la zona del euro, así como de las expectativas del mercado. No obstante, el nivel objetivo del BCE todavía está lejos de alcanzarse.

De cara al potencial proceso de normalización de la política monetaria, que depende de los datos registrados en la zona del euro, el [indicador sintético de inflación de BBVA Research](#) **permitiría monitorizar la evolución de un amplio conjunto de métricas y cómo los indicadores de inflación se van acercando a niveles consistentes con el mandato del BCE** y, en consecuencia, permitiría anticipar cualquier paso futuro que pueda dar el banco central.

Las medidas adoptadas por el **BCE, y en particular la aplicación de la QE, han logrado su objetivo de detener el deterioro de las expectativas de inflación** (a pesar del prologando periodo de baja inflación), lo cual se refleja en todos los componentes del indicador sintético de inflación, que han comenzado a converger en su media histórica. Esto es especialmente cierto para el indicador a largo plazo, y menos para los indicadores más contemporáneos (Gráfico 1). En particular, las expectativas de inflación a largo plazo experimentaron una subida desde el nivel mínimo alcanzado en el verano de 2015 gracias a la revisión al alza del pronóstico de inflación a largo plazo (5 años después), derivado de la encuesta a expertos en previsión económica (SPF, por sus siglas en inglés) y del repunte de las expectativas basadas en información del mercado (*swap* sobre inflación a 5 años). No obstante, esta mejora se esfumó bruscamente debido a los episodios de incertidumbre vividos en China, que redujeron las expectativas de inflación (y arrastraron a la baja las previsiones) de manera significativa en un contexto en el que los precios del petróleo disminuyeron en torno a los 30 dólares por barril. Durante este episodio, aunque el indicador general no

volvió a su nivel más bajo -registrado a principios de 2015-, los componentes relacionados con las expectativas a largo plazo estuvieron muy cerca de su nivel históricamente más bajo.

En 2017, en un contexto de una mejora cíclica palpable en la zona del euro, gracias, entre otras razones, a las condiciones monetarias muy acomodaticias, desde el otro lado del Atlántico empezaron a soplar vientos de cola para la inflación. Las expectativas del mercado relacionadas con las políticas reflacionarias adoptadas en la economía de EE.UU. y su contagio global tras las elecciones presidenciales fueron uno de los temas más debatidos durante la primera parte de 2017. Esto llevó a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento e inflación y, en consecuencia, a la mejora de los indicadores a medio y corto plazo, también apoyada por el incremento de los precios del petróleo. Aunque este estado de ánimo en EE.UU. se desvaneció progresivamente, se vio compensado por el progreso cíclico en la zona del euro (también respaldado por un crecimiento global y sincronizado), lo que favoreció el repunte de los indicadores a corto y medio plazo, debido tanto a los registros actuales de inflación como a la revisión del pronóstico al alza de algunas instituciones (BCE o encuesta SPF).

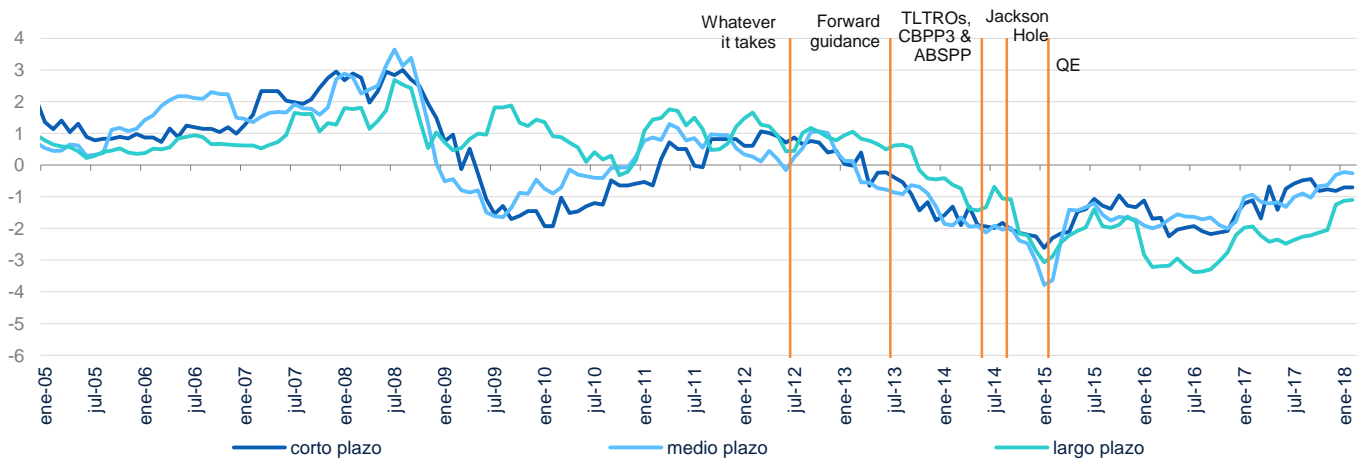
**El indicador no solo ha reanudado su tendencia al alza, sino que además, esta tendencia se ha ido acelerando recientemente.** Hay varios factores que subyacen a tales movimientos: (i) impulso económico cíclico en la zona del euro (mejora del indicador a medio plazo a medida que el BCE y la SPF mejoraban su previsión de inflación, convergiendo muy gradualmente al su objetivo en 2020), (ii) **la postura acomodaticia del BCE** y (iii) **el entorno económico global** (ambos ayudaron a mejorar indicador de inflación a largo plazo, principalmente debido a datos basados en el mercado). El indicador a corto plazo es el único que aún permanece rezagado, ya que la inflación general sigue lastrada por los efectos base temporales de los precios de la energía (que se espera que se reviertan en los próximos meses), y la inflación subyacente sigue siendo moderada.

**Gráfico 1** Indicador sintético compuesto para monitorizar la inflación (desviación estándar respecto a la media)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, BCE

**Figure 2** Indicadores sintéticos para monitorizar la inflación (desviación estándar respecto a la media)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, BCE

## ¿Qué se puede esperar del BCE en el futuro?

La recuperación en la **zona del euro sigue siendo robusta y mantiene su curso** -generando cierta presión en los precios, pero de forma muy moderada y heterogénea- **pero manteniendo algunos de los indicadores de inflación en niveles bajos**; por lo tanto, está **todavía lejos de volver al objetivo del BCE**. En este contexto, el **BCE reitera** que, en este punto, **aún debe reinar la cautela y persistir con los estímulos**. Con respecto a esto, en un discurso reciente, Peter Praet, economista jefe del BCE, manifestó que el banco central todavía estaba "a cierta distancia" de cumplir los tres criterios que serían consistentes con un "ajuste sostenido en el camino de la inflación" que es una condición indispensable para la retirada de estímulos por parte del BCE. Además, el presidente del BCE, Mario Draghi, declaró recientemente que su confianza en que la inflación convergerá hacia su objetivo se ha fortalecido, pero que aún no puede "cantar victoria".

En los próximos meses, **el BCE se mantendrá cauto y sus decisiones dependerán en buena medida de los datos de inflación, pero una vez que tenga más confianza en que puede lograr el ajuste sostenido en la senda de la inflación, comenzará a ajustar sus orientaciones de política monetaria (*forward guidance*)**. De acuerdo con las actas de la reunión de diciembre y las declaraciones de los miembros del BCE, existe un amplio consenso en el seno del Consejo de Gobierno de que la comunicación tendrá que evolucionar. Esperamos que dicha comunicación sea gradual, pero sin un cambio en la secuencia, es decir, que se reduzca el enfoque en la compra de bonos y se haga hincapié en los tipos de interés.

En este contexto, **el BCE se enfrenta a un desafío importante en 2018: ajustar la recalibración del programa de compra de activos (QE) (definiendo la fecha de finalización) y comenzar a comunicar la próxima fase de salida de su política monetaria acomodaticia** (cuándo subirá los tipos de interés), todo ello sin que se produzca un endurecimiento de las condiciones financieras. Por el momento, el Banco Central no tiene prisa, pero tarde o temprano tendrá que estar listo para ajustar su política. Lo que está claro es que **esta normalización no ocurrirá ni de forma inmediata ni tampoco será rápida**. El ejemplo de la Reserva Federal en los Estados Unidos (la Fed) muestra que la estrategia de salida de las medidas no convencionales es compleja, así que todo parece indicar que llevará tiempo.

## 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.