

**Análisis Regional España / Energía y Materias Primas**

# Apuntarse al gimnasio, dejar de fumar y que baje la inflación

Invertia, El Español (España)

**Camilo Ulloa**

Se acercan las Navidades y, como todos los años, parte de los aquí lectores reflexionaremos sobre los buenos propósitos de cara al arranque del nuevo ejercicio económico. A los ya habituales, tales como apuntarse al gimnasio, comer mejor tras las festividades o dejar de fumar, esta vez deberíamos añadir, por segundo año consecutivo, el de que baje la inflación.

Sí, efectivamente, lo propio es incluirlo en la lista de buenos propósitos y sacarlo de la carta a los Reyes Magos. En primer lugar, porque aunque en este 2022 nos hemos portado más o menos bien, en ciertas partes de Europa no estará mal visto recibir carbón en esta ocasión. Segundo, porque como hemos observado a lo largo del actual episodio de presiones al alza en los precios provenientes del exterior, buena parte de la solución recae en las decisiones que sigamos tomando los agentes económicos nacionales.

Quizá, al ver todavía elevadas cifras de inflación -que medida a partir de la variación interanual del Índice general de Precios al Consumo (IPC) se situó en el 6,8% en noviembre-, no somos plenamente conscientes del esfuerzo que la economía española ha hecho en su conjunto para contener el repunte de los precios. El mes de marzo de 2022 es un buen punto de partida para valorarlo, ya que en torno a ese periodo se registraron las mayores tensiones inflacionistas. Por aquel entonces, la guerra entre Rusia y Ucrania ya había hecho multiplicar casi por seis el precio internacional del gas respecto al año anterior, mientras que el precio del petróleo crecía un 70,9% interanual.

Sin embargo, la traslación directa a los precios de la economía española, tanto de estas presiones como de las provocadas por los cuellos de botella en las cadenas de valor global, ha sido parcial. Así, por ejemplo, según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística, los precios industriales crecían por ese entonces a un ritmo del 37,8% interanual, impulsados por los industriales energéticos (104,5%) y, en mucha menor medida, por los no energéticos (11,1%). En este contexto, el crecimiento del IPC energético alcanzaba el 60,9% y explicaba 7,3 puntos porcentuales (pp) del repunte del 9,8% del índice general, pero la inflación subyacente (que aunque excluye los elementos más volátiles, como la energía y los alimentos no elaborados, representa el 82% de la cesta básica) avanzaba el 3,4%. Además, las estimaciones de BBVA Research sugieren que, ajustada la estacionalidad, la tasa mensual anualizada de este componente se acercaba ya a su máximo local (9,1% en promedio durante el segundo trimestre del año).

Más importante aún, la evidencia apunta a la ausencia de efectos significativos de segunda ronda, en la que una espiral de precios y salarios tendería a empeorar la situación económica. En particular, los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral indican que aunque al cierre del primer trimestre los precios de la demanda final crecían a un ritmo del 7,6% interanual, esto se debía sobre todo a los bienes y servicios importados, que se encarecían un 20,8%, mientras que el deflactor del Producto Interior Bruto (PIB), que precisamente mide el promedio de los precios de los que se producen en el país, aumentaba a razón del 3,3%. Esto, gracias al avance moderado del excedente bruto de explotación y las rentas mixtas -que comprende los pagos a la propiedad, las remuneraciones de los empresarios y los pagos de la mano de obra no asalariada- y, principalmente, a la contención de los salarios que, en términos nominales, permanecían prácticamente estancados.

Los datos más recientes siguen dando fe de cierta contención en la fijación de precios y salarios, al menos en términos relativos cuando se comparan con el repunte de los costes de las materias primas y otros bienes intermedios. Al cierre del tercer trimestre, el encarecimiento de la demanda final se situaba en el 9,6% interanual debido, fundamentalmente, a los precios de importación (26%). En mucha menor medida crecían tanto el deflactor del PIB (3,7%) como la remuneración nominal por asalariado (1,7%), mientras que la inflación general que soportan los consumidores se moderaba hasta 6,8% en noviembre y la subyacente se situaba en el 6,3%. Esto, en un contexto en el que los precios en la industria crecen a razón del 28%, el precio internacional del gas sigue siendo 2,6 veces superior al de hace un año y el del petróleo avanza el 11,7%.

Con todo, las cifras de inflación tanto en España como en Europa continúan siendo elevadas, y hay que reducirlas, ya que, sin duda, merman el poder adquisitivo de los consumidores y dificultan el crecimiento económico. Si no se hace de forma endógena, la actuación de la política monetaria lo volverá a hacer, lo que también pesará sobre el avance de la economía. Hace poco menos de un año, por ejemplo, las estimaciones de BBVA Research apuntaban a un crecimiento del PIB español del 5,5% para este año y del 4,9% para el próximo, pero tanto la inflación como el consecuente endurecimiento de la política monetaria han contribuido a reducir drásticamente esas expectativas hasta el 4,6% y el 1,2%, respectivamente.

En este punto, y para terminar, cabe enunciar la tercera razón por la que debemos incluir la bajada de la inflación entre la lista de los buenos propósitos. Como el resto de aquellos que nos solemos fijar por estas fechas, hemos de ser conscientes de que existe un riesgo de incumplimiento, y que este no solo deriva de las eventualidades adversas que puedan sobrevenir, sino también de la negligencia y procrastinación propias. El arranque del año es una fecha clave, ya que probablemente se volverá a dar una actualización de precios, salarios y rentas, en la que deberíamos tener en cuenta que trasladar los sobrecostes individuales derivados de la mayor inflación ya soportada es, en cierta forma, alejarse del propósito de reducir la inflación futura. El resultado final puede ser justo el contrario: recuperar poder adquisitivo en el muy corto plazo, pero a costa de soportar en los próximos meses una mayor y más permanente presión al alza en los precios y a la baja en la demanda.

En esta línea, el Gobierno tomó la delantera en septiembre, de forma que el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el 2023 contempla una subida del 2,5% del salario de los empleados públicos y una revalorización de las pensiones contributivas y del Ingreso Mínimo Vital acorde al crecimiento medio de los últimos doce meses del IPC hasta noviembre. Aunque la primera medida puede estar justificada por la productividad de los funcionarios y la segunda es bienvenida para ayudar a los colectivos más desfavorecidos en la actual coyuntura, probablemente no ayudarán a que baje la inflación.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

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 presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones 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.

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.

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 en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[bbvarresearch@bbva.com](mailto:bbvarresearch@bbva.com) [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)