

Análisis Regional España

La inflación en España no merece estos tipos

Invertia, El Español (España)

Miguel Cardoso

La inflación tenía que caer. En junio, podría situarse ya por debajo del 2% y probablemente se mantendrá ahí durante el verano gracias a la reversión de buena parte del incremento en el precio de los combustibles y de los alimentos. Dado lo que sabemos de los procesos que dominan la evolución de la inflación, es probable que, de la misma manera en la que nos sorprendió su aumento, durante los próximos dos años pueda ocurrir lo mismo con su caída. Y, sin embargo, es muy posible que la posición de la política monetaria se vuelva cada vez más restrictiva, algo que no conviene a una economía que apenas va recuperando los niveles de actividad anteriores a la pandemia.

La mecha de la inflación la encendieron tres eventos que coincidieron en el tiempo: el incremento en el precio de los combustibles y alimentos, el redireccionamiento del gasto de los hogares hacia los servicios, y las restricciones de oferta en la producción de bienes por el confinamiento en algunos países. Actualmente, gracias al ajuste en la demanda y a la diversificación de las fuentes de aprovisionamiento, los precios del gas y de la gasolina caen con fuerza respecto a hace un año. Lo mismo pasa en el sector de la alimentación a nivel mundial. Si bien es cierto que la sequía condiciona la evolución en el precio de algunos bienes en el mercado doméstico (por ejemplo, del aceite de oliva), el coste de importar cereales se ha reducido considerablemente respecto a hace un año. De hecho, los precios están más cerca de lo observado en 2021 que en 2022.

Al mismo tiempo, el desconfinamiento en China y la búsqueda de fuentes alternativas para adquirir insumos están reduciendo los tiempos de entrega de algunas manufacturas, sobre todo en mercados competitivos. El precio de los bienes industriales cayó un 4,2% en mayo y muestra reducciones desde marzo. Dentro de esta rama del IPC, los no energéticos han tenido comportamientos mejores que los previstos en los últimos tres meses y no sería raro que continuara esta evolución durante el segundo semestre del año. En la medida en que el abaratamiento de la energía se traslade a las empresas, que las disrupciones en las cadenas de producción se eliminen y que la competencia les lleve a tratar de ganar mercado en un entorno de menor avance de la demanda interna, la inflación en este tipo de bienes debe continuar cayendo.

En todo caso, quizá la mejor señal para valorar positivamente la evolución futura de los precios sea el V Acuerdo por el Empleo y la Negociación Colectiva (V AENC). A diferencia de los bienes industriales, en los que una parte importante de los costes está ligada al precio del combustible, los servicios son intensivos en el uso de mano de obra. Por lo tanto, la fijación de salarios es clave para determinar la competitividad de las empresas. Más aún, muchos de los negocios son de pequeño tamaño, con poco poder de mercado. Una vez que se ha tomado la decisión de mejorar las retribuciones y que estas determinan un cierto aumento de los precios, existe poco margen de maniobra para cambiar el rumbo. Si el incremento salarial acordado termina trayendo una fuerte reducción en márgenes, lo más probable es que la empresa tenga que ajustar en cantidades, disminuyendo el volumen producido, las horas de trabajo demandadas, etc. Esto, dado que los salarios son rígidos a la baja. Un incremento salarial del 4% este año, como el recomendado por el V AENC, con una inflación, en promedio del 3% y con la productividad del trabajo avanzando entre un 0 y un 1%, garantiza certidumbre sobre la evolución de los costes laborales, además de mantener la competitividad de las empresas y ayudar a sostener el empleo.

Otra de las restricciones de oferta que venían reduciendo la capacidad de crecimiento de la economía se viene resolviendo con el aumento de la inmigración. En particular, más de un 70% del incremento en el empleo en el primer trimestre de 2023 se explica por puestos de trabajo a los que han accedido extranjeros. La posibilidad de contar con

mano de obra para cubrir las vacantes que se van abriendo permitirá acompañar el crecimiento de la demanda que se pueda producir o aliviar tensiones de costes.

Esto es importante en un entorno en el que el impulso que supuso el desconfinamiento sobre el consumo de servicios se agota. Según el INE, la contracción del consumo privado ha sido la mayor en un período de seis meses (excluyendo la pandemia) desde 1980. Entre los componentes del gasto más afectados han estado el turismo en el extranjero y algunos bienes de origen importado. Es posible que conforme los hogares vayan estableciendo prioridades, y después de un largo período de gasto por encima de lo “normal” en restauración, ocio, alojamiento, etc., se vaya produciendo una vuelta a los patrones anteriores a la pandemia. Esto hará que el incremento en los precios se vaya moderando. Lo mismo pasará en otros sectores en los que se ha visto un cambio de comportamiento promovido por el confinamiento. Por ejemplo, la demanda de vivienda se está ajustando, en parte como consecuencia del agotamiento de ese cambio de gustos hacia pisos más amplios, o en entornos con mayores espacios. De esta manera, la contribución de los márgenes al aumento en los precios irá disminuyendo.

Hacia delante, uno de los principales riesgos a la actividad en España puede ser que la política monetaria tenga un tono demasiado restrictivo dada la caída en la inflación. Por un lado, es posible que los tipos de interés continúen aumentando. El crecimiento de los precios es todavía elevado en algunos países como Alemania, donde el crédito continúa aumentando y los salarios creciendo fuertemente. Por otro, la transmisión de las medidas del BCE puede ser particularmente lenta en el resto de la UEM, pero rápida en España dado que el saldo del crédito hipotecario está en su mayoría a tipos de interés fijos en la primera y a tipos variables en la segunda. Además, las empresas españolas no han aprovechado especialmente el entorno de tipos bajos para endeudarse y quien sí lo ha hecho, como el sector público, ha optado por alargar el plazo de vencimiento de las deudas y mejorar los términos del apalancamiento disminuyendo la sensibilidad al aumento en el coste financiero. Las reglas fiscales no restringirán las políticas públicas en los próximos trimestres, dado que no estarán nuevamente vigentes sino hasta 2024 y dada la ejecución de los fondos NextGenerationEU. Por todo lo anterior, es posible que, desde el punto de vista del BCE, para lograr un mismo impacto en precios hacia delante, sean necesarios aumentos adicionales de los tipos de interés en el corto plazo, así como su mantenimiento en niveles relativamente altos a medio plazo. Medidas que tendrían un impacto mayor en la actividad en España, sin ganancias adicionales en el control de la inflación durante los próximos meses y en una economía en la que la recuperación no alcanza cotas tan elevadas como en buena parte de la UEM.

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.

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
www.bbvarresearch.com