

Análisis Macroeconómico. Bancos Centrales. Energía y Materias Primas. Geoestrategia

Europa aterriza su inflación entre turbulencias

Carlos Castellano
Expansión (España)

La inflación en la zona euro ha convergido al objetivo del Banco Central Europeo (BCE). Alcanzar ese nivel tras el mayor shock inflacionario en décadas, sin una recesión profunda ni un deterioro del empleo, es un resultado a valorar, especialmente en un contexto en el que resulta fácil caer en lecturas excesivamente negativas sobre Europa.

El descenso de la inflación se explica, en gran medida, por la corrección de los grandes shocks de oferta externos tras la pandemia y una política monetaria que ha sabido enfriar la economía sin romperla. La energía ha pasado de ser el principal motor inflacionario a un ancla desinflacionaria, tras la normalización de los precios del gas y la electricidad. A ello se suma el restablecimiento de las cadenas de suministro y la moderación de los precios de los bienes industriales, favorecida por la debilidad de la demanda global y la presión deflacionaria procedente de China. La apreciación del euro ha reforzado este proceso al abaratar las importaciones.

Ahora bien, conviene no confundir la normalización del dato agregado con la desaparición de todas las tensiones. El BCE subraya que la inflación que queda en la eurozona es, cada vez más, inflación doméstica. La inflación subyacente sigue por encima del objetivo y la de servicios se mantiene por encima del 3%, reflejando dinámicas internas menos sensibles a la energía o a la desinflación importada. Está ligada a salarios aún dinámicos y a una productividad débil. No ha habido espiral salarios-precios, pero sí suficiente inercia como para justificar la cautela del BCE. El tramo más difícil del ajuste ya no depende del gas o de China, sino de factores internos.

El comportamiento de los hogares ha sido clave para evitar que la inflación se desancle. A pesar de la recuperación del poder adquisitivo, el consumo sigue siendo prudente en Europa. Los ingresos reales han mejorado, pero buena parte de ese margen se destina a recomponer ahorro y a hacer frente a costes recurrentes, como la vivienda. La inflación ha bajado; sin embargo, la sensación de alivio es parcial, lo que ha limitado, por ahora, el riesgo de un repunte de la demanda.

El contexto fiscal introduce un elemento adicional a vigilar. Alemania ha aprobado un impulso histórico, con un aumento significativo del gasto en defensa e infraestructuras. Desde la óptica del crecimiento, este giro puede ser un apoyo bienvenido en una economía

Europea con debilidad estructural en la inversión, pero desde la perspectiva de la inflación, introduce un sesgo algo menos desinflacionario en sectores que ya presentan cuellos de botella productivos.

El entorno geopolítico es otro foco de atención. En 2025, los temores a una escalada comercial con Estados Unidos no se tradujeron en un repunte inflacionario, en buena medida por la respuesta contenida de la Unión Europea. De cara a 2026, las amenazas arancelarias, episodios diplomáticos poco convencionales —como el pulso en torno a Groenlandia— y la posibilidad de represalias europeas recuerdan que el riesgo de shocks externos continúa presente.

A este canal se suma el energético. En pocos años, Europa ha sustituido su dependencia del gas ruso por un sistema mucho más apoyado en el gas natural licuado, con Estados Unidos como proveedor dominante. Es un modelo más seguro desde el punto de vista del suministro, pero también estructuralmente más caro que el gas por gasoducto y más expuesto a la coyuntura estadounidense, desde una mayor demanda eléctrica ligada a la inteligencia artificial hasta el uso del suministro energético como herramienta de presión política.

Por su parte, China sigue jugando un papel ambivalente. La presión deflacionaria procedente de su sector manufacturero contribuye a contener los precios de los bienes industriales en Europa, aunque plantea desafíos de competitividad para la industria y limita la recuperación de la inversión.

En este contexto, el BCE se enfrenta a un reto distinto al de años anteriores. Tras el episodio 2020-24, la política monetaria ha vuelto a un marco más convencional de gestión de la demanda, pero en un entorno en el que los riesgos que inciden sobre los precios son más globales y, por tanto, exigen mantenerse alerta. Europa ha logrado un aterrizaje suave, aunque las turbulencias externas no han desaparecido.

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.