

Tras un largo período con tasas de inflación muy reducidas, el ritmo de avance de los precios en el área del euro ha registrado un incremento notable en los últimos meses, hasta situarse en el 2 % en febrero. Desde el punto de vista de la política monetaria, cuyo objetivo de inflación en el medio plazo se sitúa cerca —pero por debajo— del 2 %, resulta crucial desentrañar cuáles son los factores determinantes de esa evolución y, en palabras del presidente del BCE, hasta qué punto dicho incremento tiene carácter autosostenido, es decir, si persistiría a medio plazo, en un escenario en el que no se requiera el fuerte estímulo monetario introducido por el BCE en los últimos años.

Como se aprecia en el gráfico 1, donde se presenta la contribución de los distintos componentes al aumento de la tasa de inflación desde noviembre de 2016, la dinámica reciente vendría explicada por los denominados «efectos de comparación» (o «efectos base») —esto es, la comparación con los anormalmente bajos precios del petróleo que prevalecían a principios de 2016— y por ciertas sorpresas en la evolución de los componentes más volátiles de los precios (en particular, la energía y los alimentos). En contraste con este comportamiento, los componentes menos volátiles de la inflación han mantenido crecimientos moderados y relativamente estables.

Los efectos de comparación explican en buena medida el comportamiento reciente y el patrón previsto para la evolución de la inflación en la UEM en los próximos meses, de acuerdo con el cual se espera que los precios crezcan a una tasa próxima al 2 % durante la primera mitad de 2017, para posteriormente, si no se producen sorpresas adicionales, retroceder hasta tasas en el entorno del 1,5 % (véase gráfico 2).

A medio plazo, existen varios factores que refuerzan la idea de que el repunte actual podría ser de naturaleza eminentemente transitoria. En primer lugar, si bien el aumento de los costes de la energía y la depreciación más reciente del euro han propiciado un incremento de los costes que soportan las empresas en las fases tempranas de producción, lo cierto es que la traslación de estas presiones a los precios de producción y a los de consumo permanece muy acotada de momento (véase gráfico 3). Según las encuestas realizadas a los directores de compras, esta dinámica obedecería al hecho de que los empresarios todavía perciben una situación de demanda moderada en un contexto de elevada competencia.

En segundo lugar, la moderación salarial continúa siendo la tónica general en el área del euro, incluso en aquellas economías que se encuentran en una posición cíclica más avanzada. Los modelos econométricos disponibles —basados principalmente en la noción

de la curva de Phillips de salarios, que relaciona positivamente esta última variable con alguna medida de la posición cíclica de la economía— sugieren que esta moderación se prolongará en el tiempo, en un contexto en el que es previsible que el grado de holgura todavía existente en los mercados de trabajo europeos se reduzca solo a un ritmo muy gradual (véase gráfico 4). Otros factores sugieren también que el riesgo de que el repunte de los precios del petróleo pueda dar lugar a efectos de segunda ronda es de alcance limitado en estos momentos. Así, según los datos recogidos en 2013 a través de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*) del SEBC¹, el número de empresas que incluyen cláusulas de indexación en sus convenios se ha reducido considerablemente en el conjunto del área. En el caso de Francia, por ejemplo, la proporción de empresas que adaptaban sus salarios a la inflación antes de 2010 se situaba en un 53 %, mientras que durante el período 2010-2013 este porcentaje, según la WDN, habría disminuido al 41,5 %, en su mayoría porque los convenios no contenían una cláusula de indexación.

Por último, los indicadores de expectativas de inflación estimados a partir de datos de mercado son coherentes todavía con una convergencia relativamente lenta hacia niveles más próximos a la referencia de medio plazo del 2 % (véase gráfico 5). Es cierto, sin embargo, que el repunte de estos indicadores desde el pasado verano sugiere que se ha reducido considerablemente el riesgo de escenarios deflacionistas.

En conclusión, la dinámica reciente de la inflación viene explicada por dos factores: un componente anticipado, los denominados «efectos base», que surgen de la dinámica bajista de los precios del petróleo a principios de 2016; y las sorpresas, que han afectado positivamente a los precios de los componentes más volátiles del índice. En ausencia de efectos de segunda vuelta, que, por otra parte, cabría esperar que fuesen acotados en el contexto actual de crecimiento moderado y persistencia de una brecha de producción negativa, estos factores son de naturaleza eminentemente transitoria y, por tanto, tienen implicaciones muy limitadas sobre las perspectivas a medio plazo de la inflación, que es el plazo relevante desde el punto de vista de la política monetaria para evaluar el objetivo de estabilidad de precios. Así lo ha recogido el nuevo ejercicio de previsión del BCE, que revisa respecto al ejercicio de diciembre las previsiones de inflación de corto plazo, pero mantiene los niveles de inflación para 2018 y 2019 en niveles muy similares a los previstos a finales del pasado año (1,8 % y 1,7 %, respectivamente).

1 Véase http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html.

Gráfico 1
CONTRIBUCIONES AL INCREMENTO DE LA INFLACIÓN

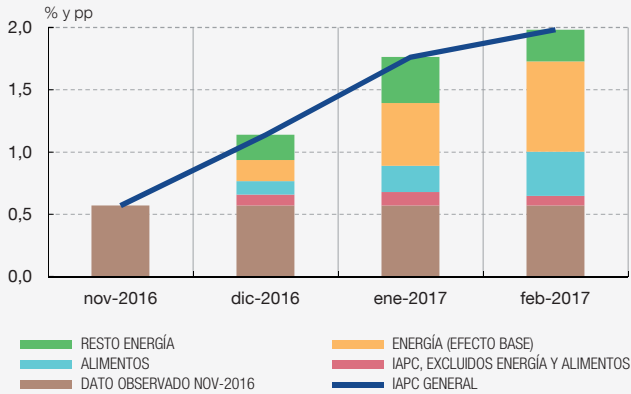


Gráfico 2
PREVISIONES DE INFLACIÓN DE LA UEM

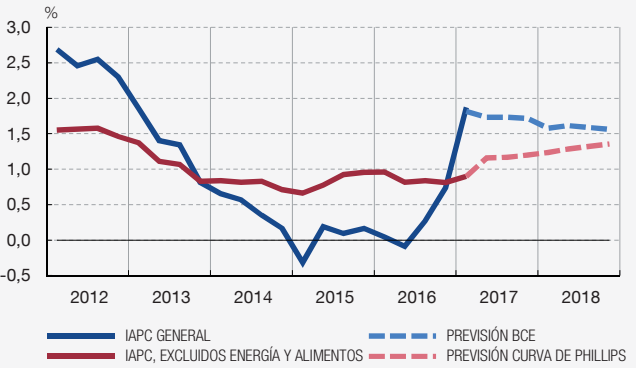


Gráfico 3
INDICADORES DE INFLACIÓN. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL

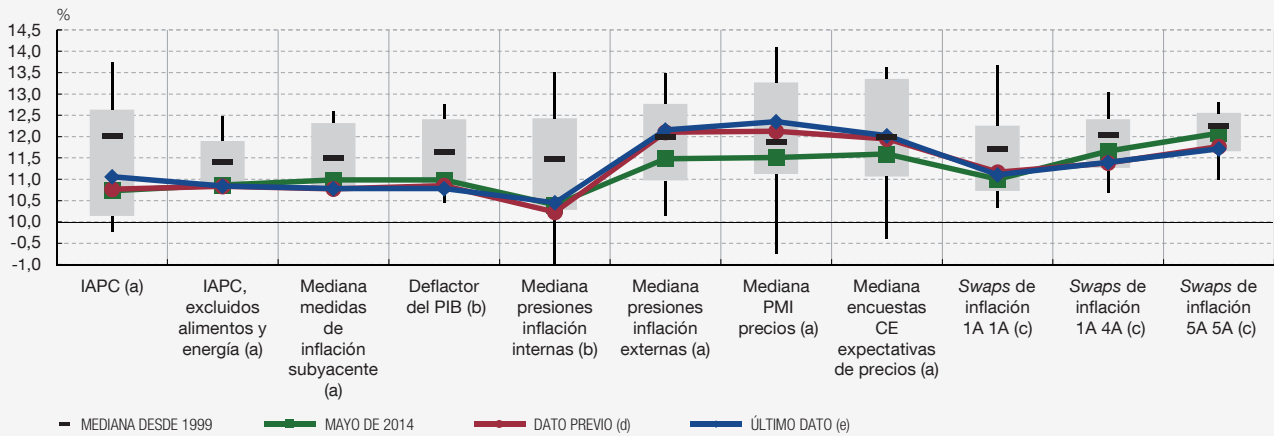


Gráfico 4
CRECIMIENTO DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
(Desviaciones con respecto a la media del período)
Descomposición basada en la curva de Phillips

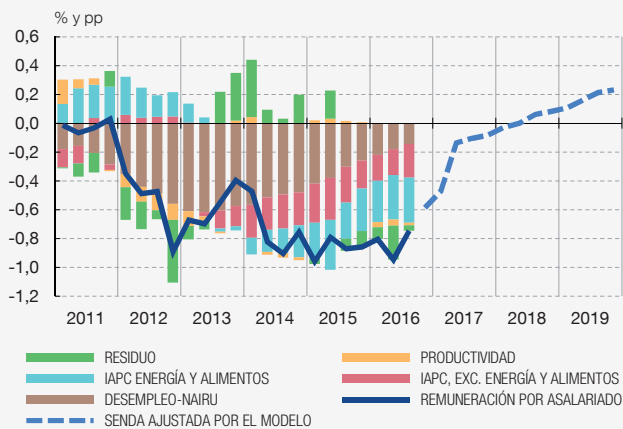
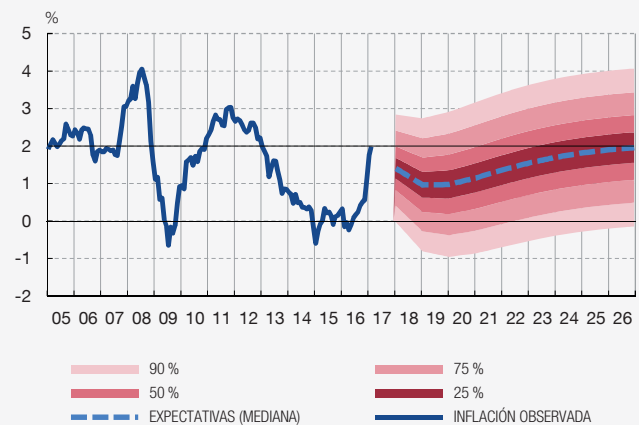


Gráfico 5
IAPC Y EXPECTATIVAS BASADAS EN SWAPS DE INFLACIÓN



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Media móvil de seis meses.
- b Media móvil de dos trimestres.
- c Media móvil de cinco días.
- d Enero de 2017 para las series mensuales, tercer trimestre de 2016 para las trimestrales y 16 de febrero de 2017 para las diarias.
- e Febrero de 2017 para las series mensuales, cuarto trimestre de 2016 para las trimestrales y 16 de marzo de 2017 para las diarias.