

La inflación en Europa bajo la lupa

- Las economías europeas se están acercando a la recuperación muy por debajo de su capacidad de producción
- podemos esperar que la inflación aumente significativamente en el segundo semestre de 2021, antes de caer bruscamente a principios de 2022.

La inflación está repuntando a nivel global. No se trata de una coincidencia, sino de la influencia de factores comunes, como el repunte de los precios del petróleo y mayores plazos de entrega de los bienes intermedios. Los factores locales también figuran en la ecuación. Para la eurozona, la economía está saliendo de la crisis más débil que en otros lugares: es difícil ver un riesgo de sobrecalentamiento, a diferencia de lo que ocurre en EE. UU. Además, el estímulo fiscal también es más modesto en la zona euro. Finalmente, varios factores técnicos están afectando la medición de precios. Con todo, el pico de inflación europeo será más bajo que en Estados Unidos, lo que sugiere que se debe hacer una distinción entre el debate monetario en la Fed y el BCE. También se alcanzará más adelante, hacia finales de 2021, lo que puede tener una resonancia especial en el contexto preelectoral en Alemania.

Características específicas de la inflación en Europa

Desde el comienzo de la pandemia, la economía mundial ha estado sujeta a graves crisis de oferta y demanda, al igual que los precios. El período actual combina un marcado repunte de la demanda, severas restricciones de oferta y bajos inventarios de bienes intermedios, lo que resulta en una fuerte aceleración de la inflación. Los precios de la energía contribuyen en gran medida a esto, ya que son el factor común típico en las tendencias de la inflación mundial. Además, la salida de la pandemia está marcada por cuellos de botella y desabastecimientos de diversa índole, lo que intensifica el repunte de la inflación, como se vio en Estados Unidos. En abril, la inflación del IPC fue del 4,2% interanual. Esperamos que suba al 4,5-5% en mayo y se mantenga en torno al 4% durante el resto del año, antes de caer al 3% a principios de 2022 y al 2% a mediados de 2022. ¿Qué pasa con la Eurozona?

El shock de precios es global, pero su intensidad puede variar, dependiendo de cada región o país. Estimar la situación de la economía al salir de la recesión es la base para evaluar el riesgo de que la inflación se salga del gráfico. Desde este punto de vista, la Eurozona y Estados Unidos no están en la misma liga. La recesión ha sido más severa en Europa, y hasta ahora la recuperación ha sido más tímida. Según la Comisión Europea (12 de mayo), la brecha de producción, es decir, la diferencia entre la producción real y potencial, probablemente será cercana a cero en los EE. UU. En 2021, mientras que sería negativa en 3,3 puntos porcentuales en la zona euro. Según la OCDE (31 de mayo), el PIB real per cápita volvería a su nivel anterior a la pandemia en el segundo trimestre de 2021 en los EE. UU., Pero no antes del cuarto trimestre de 2021 en Alemania y la segunda mitad de 2022 para el resto de la zona euro. Aunque imperfectas, estas estimaciones sugieren que las economías europeas se están acercando a la recuperación muy por debajo de su capacidad de producción. Esto no evita que el suministro se vea obstaculizado a corto plazo, abundan los ejemplos, pero sí reduce el riesgo de sobrecalentamiento sostenido.

Además, las transferencias a los hogares han sido más fuertes en Estados Unidos que en Europa. La comparación debe hacerse con cautela, ya que las dos regiones no tienen las

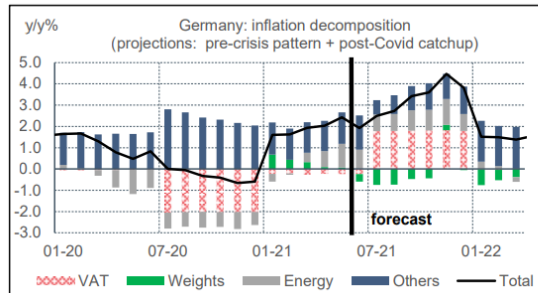
mismas redes de seguridad social en absoluto. Ante un shock negativo, la estabilización automática es más fuerte en Europa, especialmente en lo que respecta a las prestaciones por desempleo. Pero los planes de apoyo de EE. UU. (Abril y diciembre de 2020, marzo de 2021) han compensado en exceso el impacto en la renta disponible. En total, el exceso de ahorro que los hogares "acumularon" durante la pandemia (medido frente a la situación de 2019) se puede estimar en más del 10% del PIB en los EE. UU. En el primer trimestre de 2021, es decir, el doble que el de la zona euro.

Además de estas razones fundamentales, las únicas que son realmente relevantes para evaluar la duración y la magnitud del shock inflacionario, hay una serie de factores técnicos que probablemente tendrán un impacto breve pero visible en las cifras de inflación de la eurozona en el transcurso de 2021. Estos son la influencia de los parámetros fiscales (cambio en la tasa del IVA alemán) y las opciones metodológicas (cambio en la canasta estándar de consumo). ¿Cómo afectará esto al perfil de inflación? Para ver cómo, hagamos algunas suposiciones simples sobre la tendencia de los precios después de la pandemia. Para los servicios directamente afectados por la pandemia y las restricciones sanitarias, se asume que el nivel de precios de 2019 se recuperará para el próximo mes de agosto (puesta al día en la fase de reapertura) Para los otros tipos de bienes y servicios, se supone que las tendencias de precios siguen el mismo patrón que en 2018-2019 (situación prepandémica, sin ponerse al día) A esto hay que sumar los dos shocks antes mencionados.

- Cambio del IVA alemán: el gobierno alemán redujo el IVA en 3 puntos en julio de 2020 y luego la aumentó en la misma cantidad en enero de 2021, lo que provocó un impacto inmediato en el índice de precios que inicialmente fue negativo y luego positivo. El efecto sobre la tasa de inflación se mantiene visible durante un año. En la segunda mitad de 2021, por lo tanto, debería haber una contribución positiva a las tasas de inflación a partir de julio. Este efecto debería rondar los 2 puntos en Alemania (izq.) Y 0,6 puntos en la Eurozona (der.). Esto debería tener un efecto magnificador sobre la inflación en la segunda mitad de 2021 (e inversamente en el primer semestre de 2022).

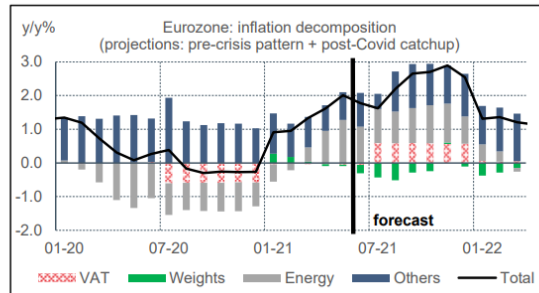
- Modification of the consumer basket – Inflation is such an important parameter that its mode of calculation follows a well-defined procedure applied by statisticians². Usually the weight of the different posts of the price index are revised annually to better to reflect real household spending. The new weightings are calculated based on spending the previous year. Under normal circumstances these adjustments are insignificant, but not in 2021 as modes of spending were turned upside down in 2020. For example: the weight of package holidays in the index will be lowered from 1.6% to 0.6%, for hotel services from 2% to 1.3%, for restaurants from 7.4% to 5.7% and, conversely, it should be increased from 19.1% to 21.8% for food products. All of this will not have a major impact on average inflation, but the month-on-month profile will be changed. The reweighting effect was positive at the beginning of the year (+0.3 points of inflation in the Eurozone), and should move back into negative territory during the summer before becoming neutral in the autumn. Here again, even though this is no more than statistical noise, the effect will likely accentuate the increase in annual inflation figures.

Germany: inflation, past + projections



Sources: Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Eurozone: inflation, past + projections



En total, podemos esperar que la inflación aumente significativamente en el segundo semestre de 2021, antes de caer bruscamente a principios de 2022. Según nuestros cálculos, el pico debería estar por encima del 4% en Alemania en noviembre y cerca del 3% en la zona euro. Para Francia, el mismo cálculo apunta a un pico por debajo del 3% en septiembre-octubre. Dicho esto, el ejemplo de EE. UU. Podría sugerir que existen ajustes excesivos en el precio donde el exceso de demanda es más fuerte. En este caso, nuestras estimaciones pueden resultar demasiado conservadoras. Sin embargo, tenga en cuenta que el índice CPI en los EE. UU. Es a menudo más volátil y no hay razón para aplicar los mismos supuestos al caso europeo con cierta presión de precios actualmente visible en los EE. UU.

No es probable que un perfil de inflación tan inestable como el que se perfila en la zona euro durante los próximos meses preocupe indebidamente al BCE. El personal del banco central y los miembros del comité ejecutivo han dicho a menudo que la actual aceleración de la inflación tiene poco carácter estructural, pero que refleja principalmente ajustes temporales relacionados con la pandemia. Una vez superado el bache, en torno al 3%, la inflación en la zona euro corre el riesgo de volver a caer por debajo del objetivo del 2%, como ha sido casi siempre el caso desde el bache anterior de 2011. En ese momento, el BCE había endurecido su política monetaria por miedo a una subida de precios. Es impensable que el BCE cometa un error similar esta vez, pero para algunos miembros del comité ejecutivo, que son naturalmente hostiles a las medidas cuantitativas, el salto de la inflación junto con la recuperación acelerada de este verano se presentará como razones para discontinuar o frenar el uso del PEPP.

La tendencia alcista de la inflación europea, aunque temporal, también puede tener repercusiones en la opinión pública, lo que puede no tener un efecto calmante en un contexto preelectoral. Como vimos anteriormente, la inflación se recuperará durante el verano, justo en el período previo a las elecciones legislativas en Alemania en septiembre. Si algunos medios de prensa o algún elemento del espectro político comenzaran a alimentar el sentimiento anti-BCE en la opinión pública, un sentimiento que afortunadamente ha estado en gran medida en retroceso desde la renovación de la junta a fines de 2019 (llegada de Christine Lagarde e Isabel Schnabel) - Es poco probable que facilite los debates sobre política monetaria en el BCE.