

LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA

Matías Pacce e Isabel Sánchez

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de septiembre

En los últimos meses, la inflación ha repuntado con fuerza tanto en España como en la gran mayoría de las economías de nuestro entorno, y ha superado las expectativas del consenso de los analistas. Así, por ejemplo, en agosto de este año, en España la inflación general se incrementó por sexto mes consecutivo, hasta situarse en el 3,3 % —en términos interanuales—, la tasa más alta desde octubre de 2012 (véase gráfico 1). Por su parte, la inflación subyacente se elevó hasta el 0,6 % en agosto, 0,7 puntos porcentuales (pp) por encima de la observada a finales de 2020. Aunque con distinta intensidad, estas mismas dinámicas se aprecian también en otras economías avanzadas y, en particular, en el conjunto del área del euro (véase gráfico 2).

Este recuadro detalla los principales factores que habrían condicionado la evolución reciente de la inflación en España y contempla en qué medida estos y otros aspectos podrían influir en el comportamiento de los precios en los próximos trimestres. En este sentido, se valora el posible grado de persistencia que podrían mostrar, de cara al futuro, las elevadas tasas de inflación que se han registrado en los últimos meses. Esta cuestión es particularmente relevante, entre otros aspectos, en términos de la evolución futura de la renta disponible de los hogares y, a escala del conjunto del área del euro, de la conducción de la política monetaria.

Varios han sido los desarrollos que explicarían el repunte de la inflación en España durante los últimos meses. Un primer elemento es el incremento de los precios de la electricidad. Este aumento habría estado asociado al encarecimiento, fundamentalmente, del gas —a su vez, vinculado con algunas distorsiones puntuales en la oferta y con una mayor demanda desde Asia— y, en menor medida, de los derechos de emisión de CO₂ —como consecuencia de una mayor ambición en los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero en la Unión Europea desde diciembre de 2020—¹. En este sentido, cabe destacar que, del incremento de 3,9 pp observado en el IAPC entre diciembre de 2020 y agosto

de 2021, 0,6 pp y 0,2 pp serían atribuibles, respectivamente, a los efectos directos del encarecimiento del gas y de los derechos de emisión sobre el precio de la electricidad.

En segundo lugar, la trayectoria de los precios de la energía no eléctrica ha contribuido también de forma relevante al repunte del IAPC. Esa evolución refleja, en parte, un encarecimiento genuino de la energía asociado a la fuerte recuperación que la demanda global ha experimentado en los últimos trimestres. No obstante, la mayor parte del incremento reciente de este componente lo explica la acusada desaceleración que los precios energéticos registraron entre el inicio de la pandemia y el verano de 2020. Esta evolución ha generado unos efectos base² muy significativos en la primavera de este año, que seguirán desempeñando un papel muy destacado en la evolución de la inflación general en lo que resta del ejercicio (véase gráfico 3). En particular, el efecto base acumulado desde febrero de 2021 del componente de la energía no eléctrica representa 0,8 pp del incremento interanual registrado en la inflación general en agosto de 2021. En cualquier caso, el impacto de estos efectos base sobre la inflación se reducirá progresivamente en los meses finales de 2021, hasta disiparse casi por completo a comienzos de 2022.

Otro factor que también habría contribuido al reciente repunte de la inflación en nuestro país son las intensas caídas de precios que mostraron, a lo largo del verano de 2020, muchas actividades de servicios que requieren un elevado grado de interacción social —por ejemplo, la hostelería y el ocio—. Como en el caso de los precios de la energía, estas dinámicas también han dado lugar a unos efectos base muy significativos, que han empujado al alza este componente de la inflación en los dos últimos meses (véase gráfico 4)³.

De cara al futuro, se espera que el repunte observado recientemente tenga una naturaleza eminentemente transitoria, en la medida en que una parte importante del aumento de la inflación está vinculado a efectos base. Por este motivo, cabría esperar que las elevadas tasas

1 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

2 La tasa de variación interanual en determinado mes se ve afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de los efectos base, véase Banco de España (2016), *“El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo”*, recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre.

3 El perfil temporal de estos efectos base se ha visto influido, en cierta medida, por la imputación, entre abril y junio de 2020, de un porcentaje significativo de los precios de la cesta de la compra que se utiliza para la estimación del IAPC, en un contexto de enormes dificultades para la recogida de información.

LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 1
ÍNDICE GENERAL

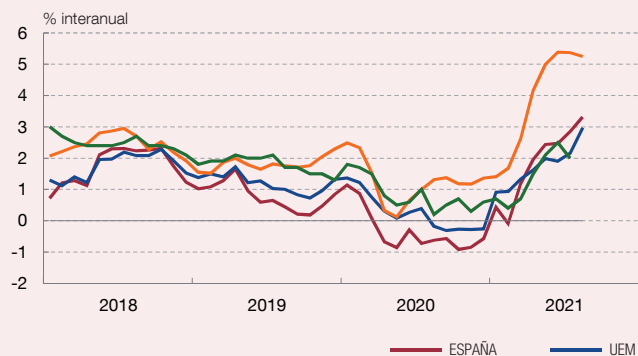


Gráfico 2
ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS

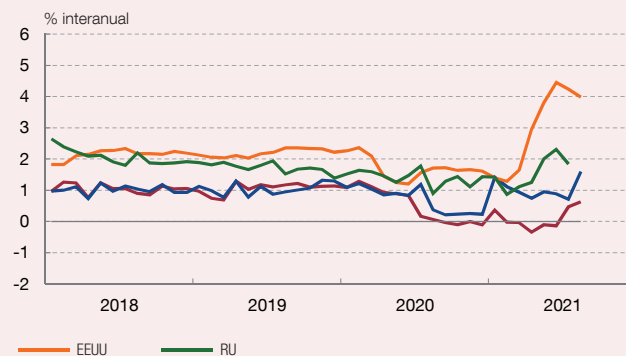


Gráfico 3
IMPACTO ACUMULADO DE LOS EFECTOS BASE DE ENERGÍA Y DE ALIMENTOS

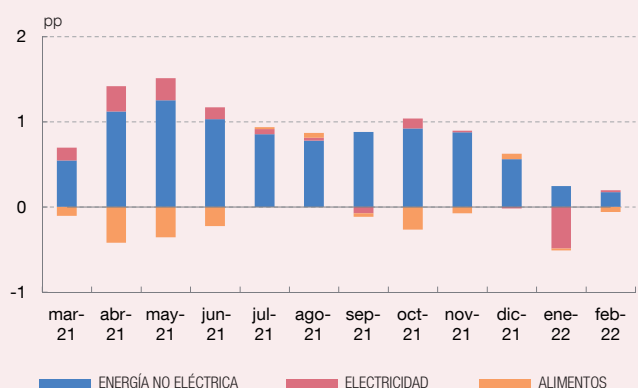


Gráfico 4
ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC

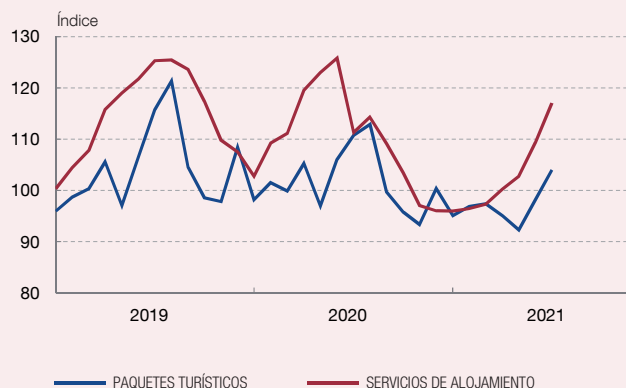


Gráfico 5
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS E IPRI DE BIENES INTERMEDIOS

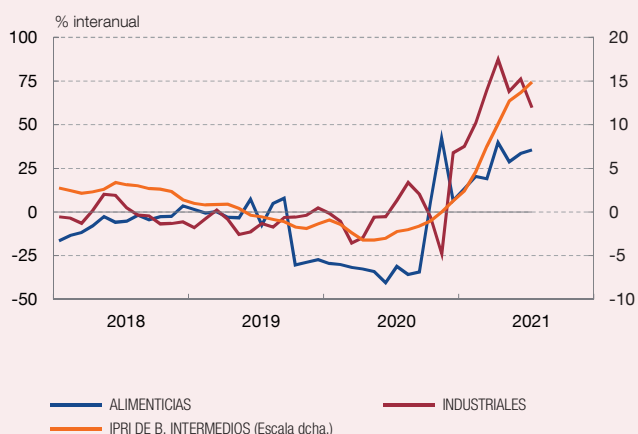
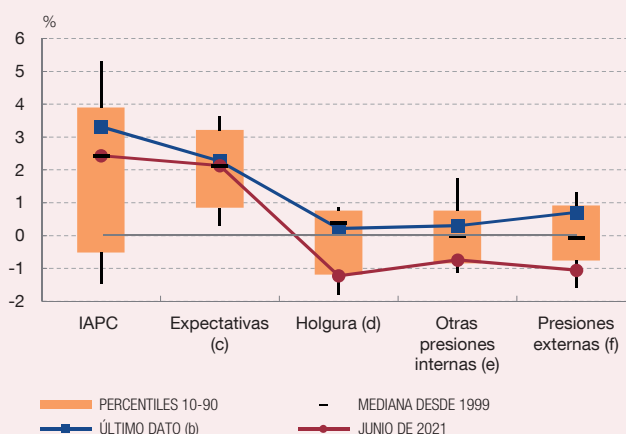


Gráfico 6
INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN (a)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Banco de España.

- a Véase L. J. Álvarez e I. Sánchez (2018), «Indicadores sintéticos de presiones inflacionistas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España, para una descripción de los indicadores sintéticos de presiones inflacionistas.
- b Mensual: agosto de 2021. Trimestral: segundo trimestre de 2021. Diario: 14 de septiembre de 2021.
- c Expectativas de inflación de predictores profesionales, empresas, consumidores y swaps de inflación.
- d Incluye *output gap*, utilización de la capacidad productiva, tasa de paro, variación intertrimestral de la tasa de paro, medida de la brecha de desempleo (*recession gap*) y variación intertrimestral del PIB y del consumo privado.
- e Incluye costes laborales, márgenes empresariales y precios de producción interior.
- f Precios de bienes importados: productos finales, bienes intermedios y materias primas.

LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

actuales de variación de los precios de consumo se redujeran gradualmente a lo largo de los próximos trimestres.

No obstante, cabe destacar la existencia de algunos canales que podrían contribuir a elevar el grado de persistencia del actual episodio inflacionista. En particular, no se puede descartar que los incrementos de precios que se han venido registrando en los últimos meses acaben generando alzas adicionales, y posiblemente más duraderas, a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Por lo que respecta a los efectos indirectos, es posible que el encarecimiento reciente de la electricidad, especialmente si se demuestra persistente⁴, acabe afectando a los precios de aquellos bienes y servicios que son producidos por empresas que usan este factor de forma más intensiva.

Además, cabe reseñar que, desde finales de 2020, se han venido produciendo algunos cuellos de botella significativos en las cadenas globales de suministros que habrían limitado la capacidad de las empresas, especialmente en las manufacturas, para satisfacer, en los plazos requeridos, una creciente demanda global⁵. El impacto de estos desajustes entre oferta y demanda se

habría visto ya reflejado en un notable encarecimiento de determinados bienes intermedios. Así, a lo largo de 2021 se observa una acusada aceleración de los precios de producción industrial en España, con especial intensidad en el caso de los precios de fabricación de algunos bienes intermedios en las ramas de la metalurgia, la química básica y la industria papelera (véase gráfico 5). Estas presiones inflacionistas aún no se han visto reflejadas de forma apreciable en la evolución de los precios de la cesta de consumo. Sin embargo, la evidencia empírica disponible apuntaría a que una parte, relativamente reducida, de estas podría acabar trasladándose, con un cierto desfase, al IAPC⁶. Adicionalmente, cabe la posibilidad de que las fricciones que se han observado hasta el momento en las cadenas globales de suministros puedan acabar siendo más persistentes de lo anticipado.

En cuanto a los efectos de segunda vuelta, existe la posibilidad de que la evolución reciente de los precios provoque, eventualmente, un incremento en las expectativas de consumidores y empresas con respecto al nivel de la inflación futura (véase gráfico 6). En la medida en que ello llegara a traducirse, por ejemplo, en presiones al alza sobre los costes laborales, el grado de persistencia del repunte inflacionista podría ser mayor y más duradero⁷.

4 Los futuros de los precios del gas han aumentado de forma significativa entre abril y septiembre. Uno de los factores que explican esta evolución son las dificultades de oferta a las que se enfrentan algunos países productores, relacionadas con el mantenimiento de algunas infraestructuras, así como las perspectivas de que las tensiones geopolíticas en algunos otros países suministradores puedan afectar a la producción a medio plazo. Además, el nivel de almacenamiento de este hidrocarburo permanece en niveles bajos en Europa, tras la reducción observada por motivos climatológicos el pasado invierno.

5 Véase el recuadro 3, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», de este Boletín.

6 En un análisis reciente para el área del euro, se estima que la traslación de los precios de los bienes intermedios a los precios de los bienes industriales no energéticos tardaría en producirse entre 12 y 18 meses (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro», *Boletín Económico*, 5/2021, BCE).

7 No obstante, a corto plazo, la intensidad de estos efectos de segunda vuelta podría ser relativamente limitada, tanto por el escaso número de convenios con cláusulas de salvaguarda en España como por el hecho de que aún exista un elevado grado de holgura en nuestro mercado laboral.