

# EL REPUNTE INFLACIONISTA: EVIDENCIA, PERSPECTIVAS E IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

**Óscar Arce**

Director General de Economía y Estadística

UNIVERSIDAD INTERNACIONAL DE LA RIOJA

Madrid, 15 de noviembre de 2021



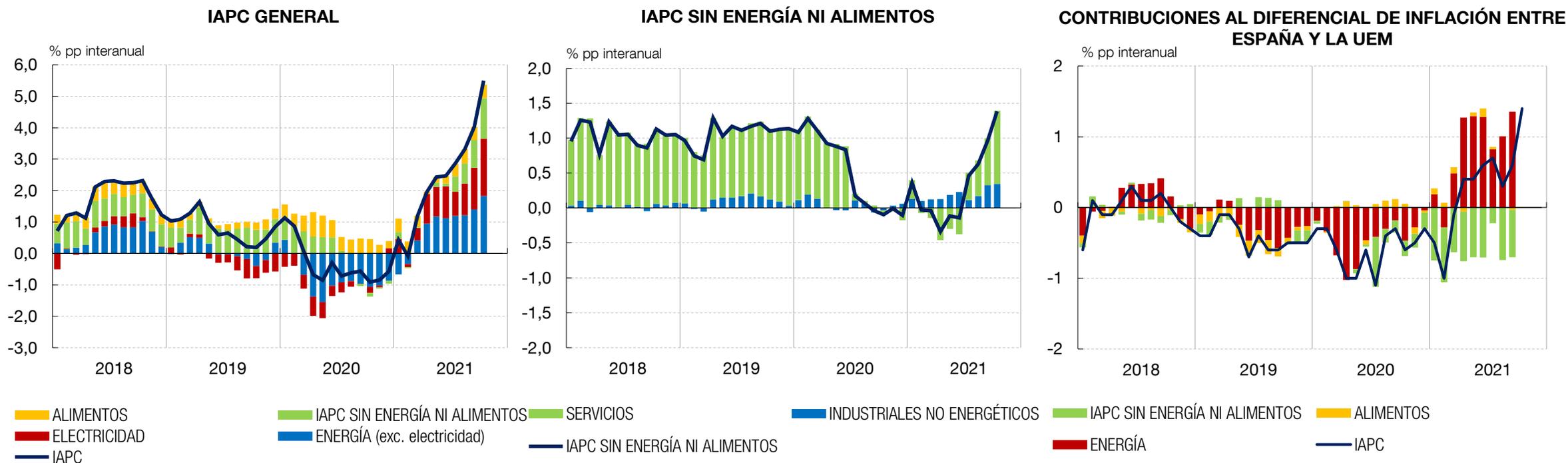
- 1. Principales mensajes**
2. Evidencia
3. Perspectivas
4. Implicaciones de política monetaria

- **La tasa de inflación ha repuntado con fuerza en numerosas economías, destacando el caso de España, donde el crecimiento anual del IAPC ha pasado del -0,1% en febrero al 5,4% en octubre.**
- **La evolución de los precios se estaría viendo afectada, fundamentalmente, por los siguientes factores:**
  - a. El componente energético, especialmente, los precios de la electricidad, debido sobre todo al encarecimiento del gas*
  - b. La presencia de importantes “efectos base” debidos a la fuerte caída de la inflación en los primeros meses de la pandemia*
  - c. La existencia de “cuellos de botella” que están afectando a los precios de producción, y que se deben, en parte, a la recuperación de la demanda global, pero también a alteraciones de las cadenas productivas*
- **El repunte de la inflación está siendo más intenso y persistente de los anticipado, pero se espera una moderación a medio plazo:**
  - a. Los efectos base, la fuerte subida de los componentes energéticos y los cuellos de botella deberían comenzar a remitir a lo largo de 2022*
  - b. Escasa evidencia, hasta el momento, de efectos de segunda vuelta (baja proporción de convenios con cláusula de salvaguarda, holgura elevada en el mercado de trabajo)*
  - c. Las expectativas de inflación a medio plazo han aumentado desde comienzos de año, si bien, no se perciben riesgos claros de desanclaje con respecto a la referencia de medio plazo del 2%.*
- **El nuevo marco estratégico para la política monetaria dota al BCE de las herramientas adecuadas para afrontar este episodio: nuevo objetivo de inflación simétrico (2%), orientación de medio plazo, vigilancia permanente, actitud paciente y capacidad de anticipación ante eventuales desarrollos desfavorables**

1. Esquema de la presentación
2. **Evidencia**
3. Las perspectivas
4. Las implicaciones de política monetaria

## 2. EVIDENCIA: EL COMPONENTE ENERGÉTICO EXPLICA LA MAYOR PARTE DE LA ACELERACIÓN DEL IAPC

- El crecimiento del IAPC sin energía se ha acelerado entre abril y octubre (del -0,2% al 1,5%), situándose ya en niveles algo superiores a los observados antes de la pandemia.
- El componente energético contribuyó con 3,7 pp a la inflación en octubre (dividido en partes iguales entre el componente eléctrico y el no eléctrico), dando lugar a un diferencial positivo respecto al área del euro en la inflación general.
- El componente energético no eléctrico combina el efecto base (transitorio) provocado por el descenso en los precios del petróleo en la primavera de 2020 con el encarecimiento observado en los últimos meses, en un clima de recuperación global.



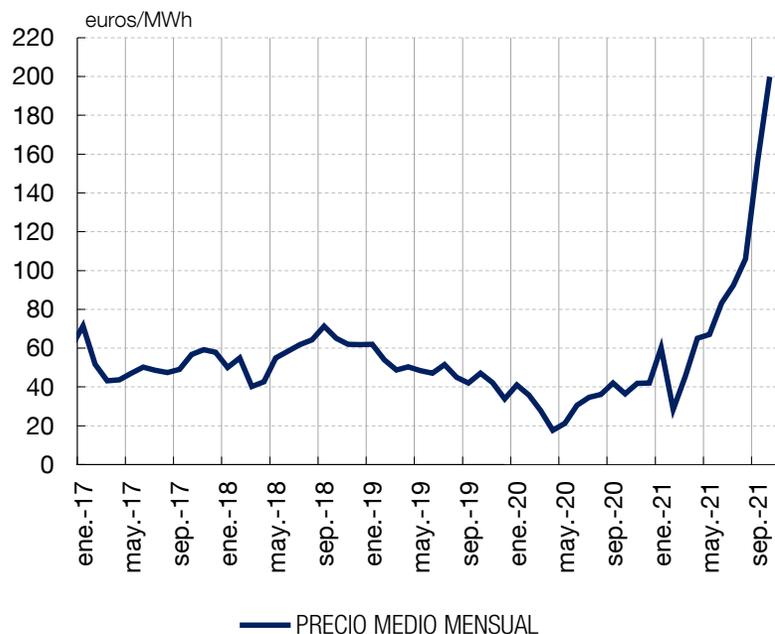
FUENTE: INE y Eurostat. Última observación: octubre 2021.

## 2. EVIDENCIA:

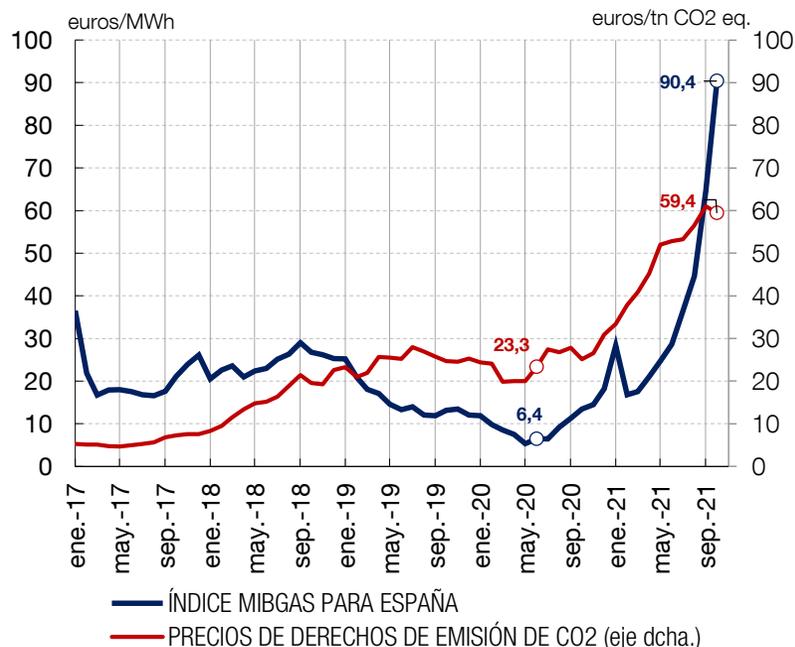
# EL REPUNTE DEL COMPONENTE ELÉCTRICO OBEDECE FUNDAMENTALMENTE AL ENCARECIMIENTO DEL GAS

- El precio mayorista de la electricidad se cuadruplicó entre diciembre de 2020 y mediados de octubre de 2021. Las contribuciones respectivas de los encarecimientos del gas y de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> a ese aumento fueron del 86% y el 7%.
- El aumento de los precios del gas estaría afectado por factores transitorios (menores reservas en Europa, mayor demanda desde Asia, trabajos de mantenimiento en Noruega y Rusia y problemas de índole geopolítico). De acuerdo con los precios de los futuros, los efectos de estos factores perdurarían, como mínimo, hasta la primavera de 2022.

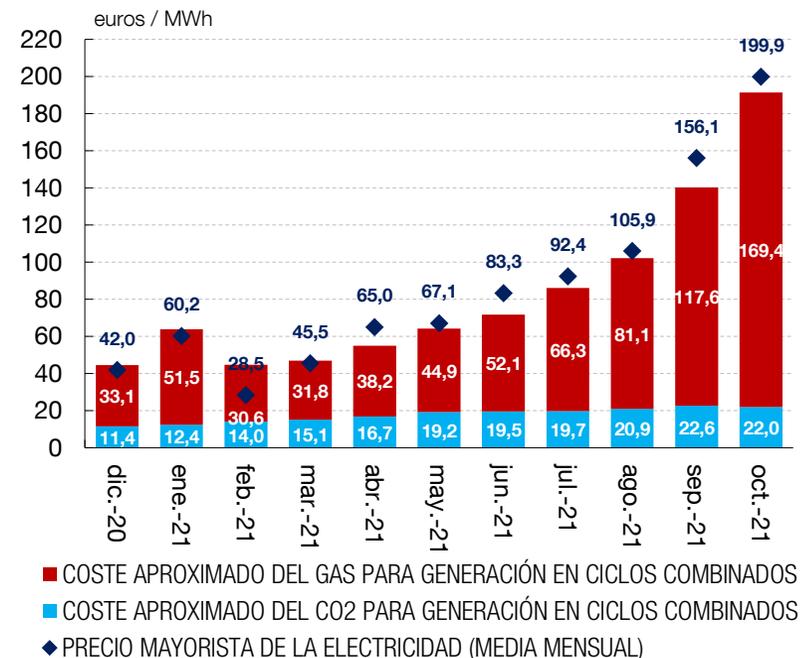
PRECIO DE CASACIÓN DE LA ELECTRICIDAD EN EL MERCADO MAYORISTA (MEDIA ARITMÉTICA)



PRECIOS DEL GAS Y DE DERECHOS DE EMISIÓN DE CO2 (MEDIA MENSUAL)



PRECIO MAYORISTA DE LA ELECTRICIDAD Y COSTES DE GENERACIÓN APROX. CENTRALES CICLO COMBINADO



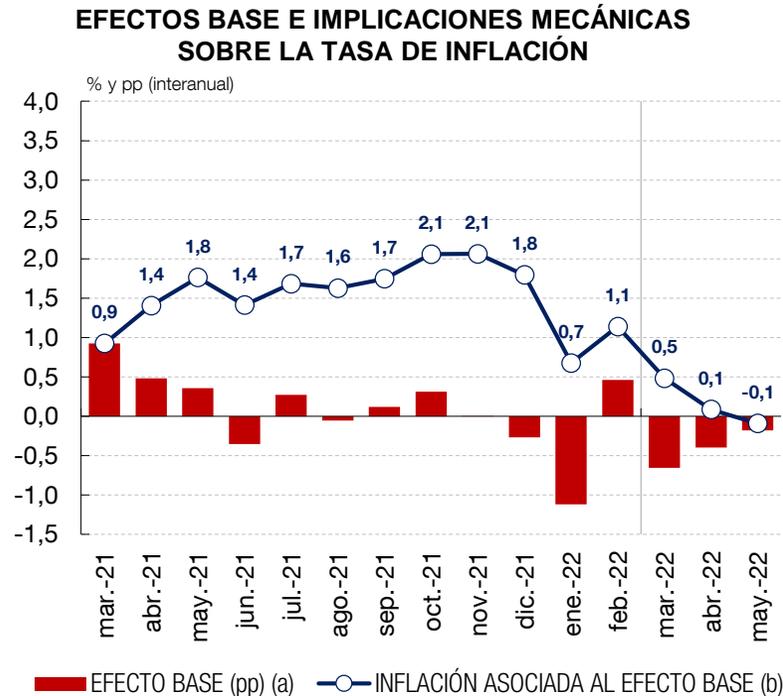
FUENTES: Operador del Mercado Ibérico de Energía (OMIE), Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), Sendeco2 y Banco de España

(a) El Índice MIBGAS es el precio medio ponderado de todas las operaciones de gas celebradas para el mismo día en todas las Sesiones de Negociación para España.

## 2. EVIDENCIA:

# LA INFLUENCIA DE LOS EFECTOS BASE Y LAS ALTERACIONES DE LOS PATRONES TEMPORALES HABITUALES

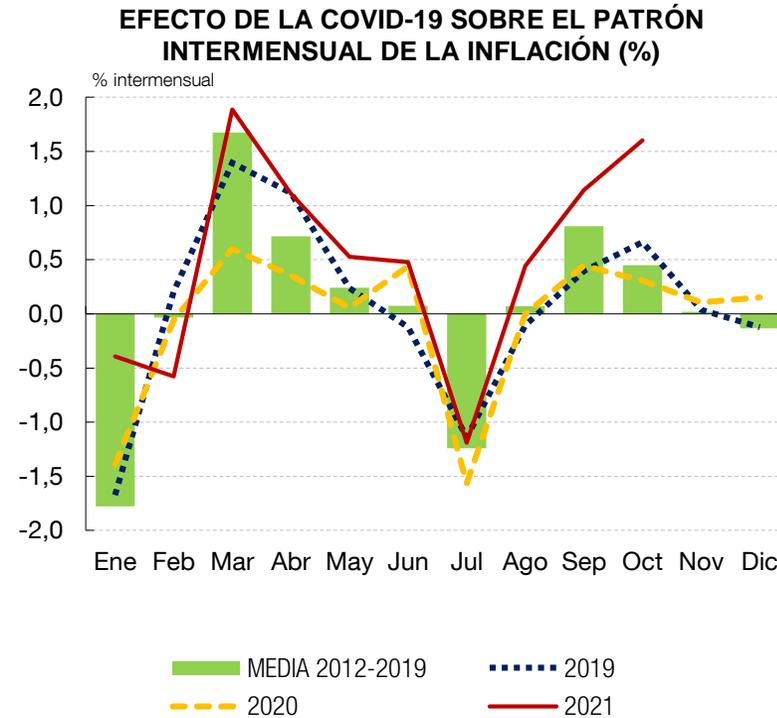
- En la aceleración de la inflación desde febrero de este año han desempeñado un papel importante los efectos base debidos a la acusada desaceleración en algunos componentes entre marzo y junio de 2020, cuya contribución alcanzaría un pico de 2,1 pp en octubre y noviembre, y se dispararía de aquí a la primavera.
- La crisis también ha generado cambios (puntuales) en los patrones habituales de los precios, que han llevado a una evolución atípica de la inflación en algunos meses (comportamiento anómalo del turismo por ejemplo)



Fuente: INE y Banco de España

a. calculado como la desviación de las tasas intermensuales en t-12 respecto a las medias del periodo (ene 2012-feb 2020), cambiadas de signo.

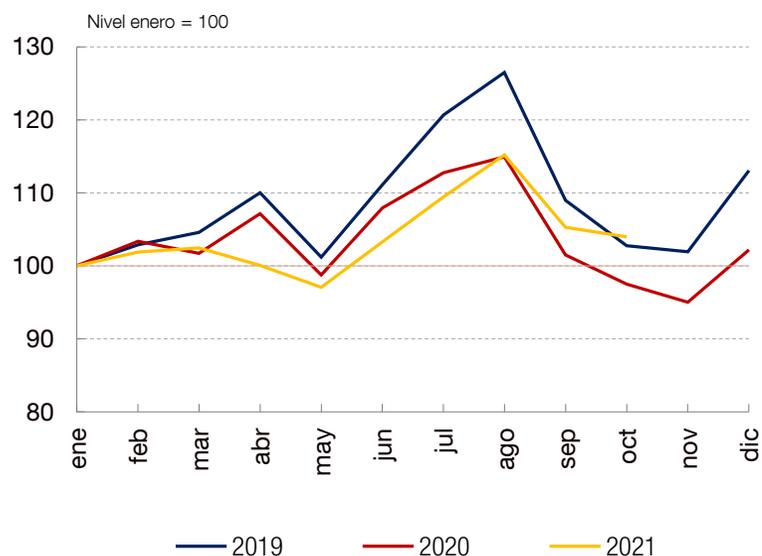
b. Inflación mecánica obtenida acumulando los efectos base sobre los meses siguientes



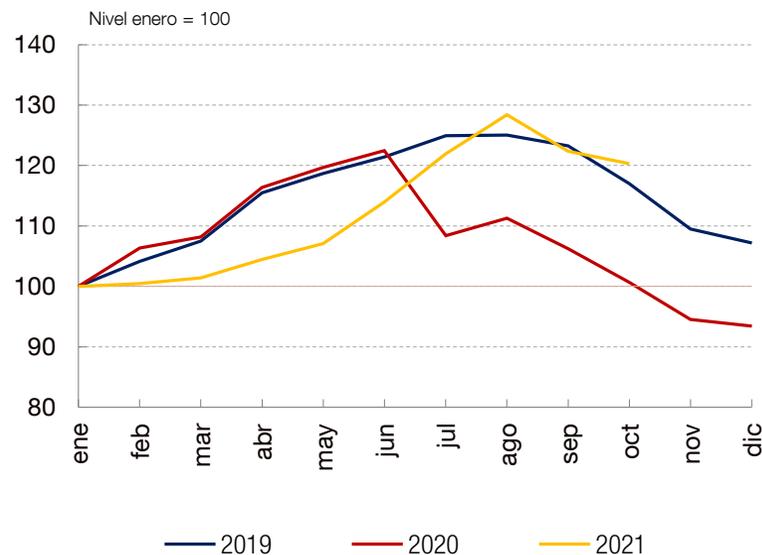
## 2. EVIDENCIA: INCERTIDUMBRE SOBRE LA SENDA DE PRECIOS RELACIONADOS CON EL TURISMO

- La imputación de precios relacionados con el turismo durante el estado de alarma, en la primavera de 2020, afectó a las tasas interanuales observadas antes del verano del año pasado.
- Transcurridos esos meses iniciales, estos precios se han comportado de forma más moderada de lo que dictaría su patrón habitual.
- Existe incertidumbre sobre el ritmo al cual la recuperación (aún muy parcial) del sector se trasladará a los precios. En las proyecciones del BdE se asume una traslación gradual, que ya ha comenzado a producirse.

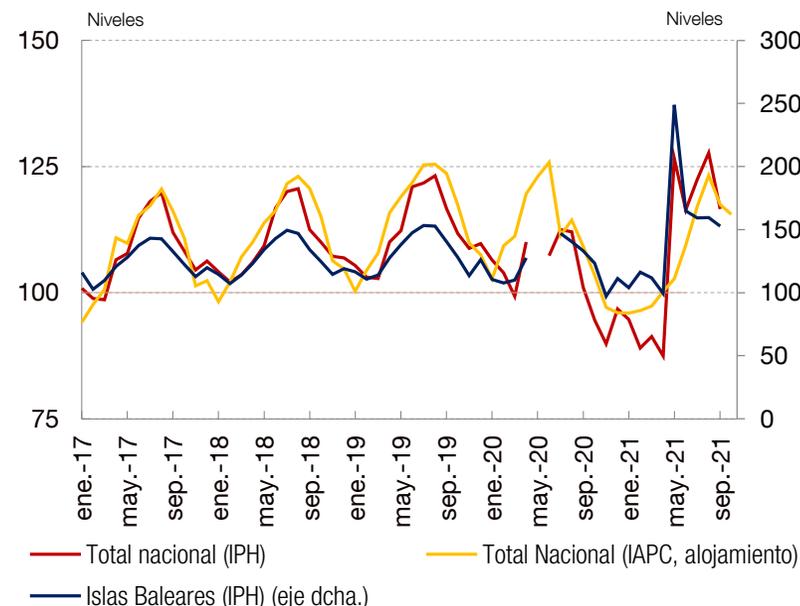
ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC.  
PAQUETES TURÍSTICOS



ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC.  
SERVICIOS DE ALOJAMIENTO



ÍNDICES DE PRECIOS HOTELEROS Y IAPC DE SERVICIOS  
DE ALOJAMIENTO



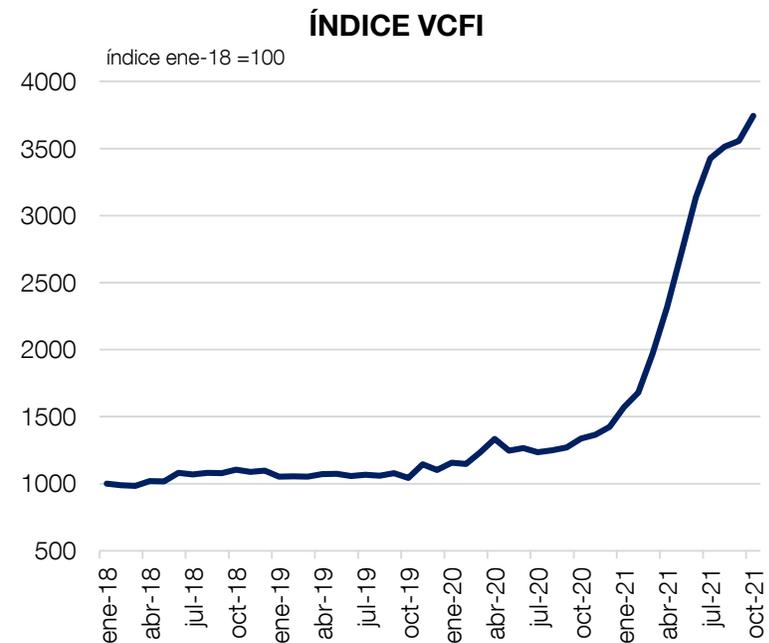
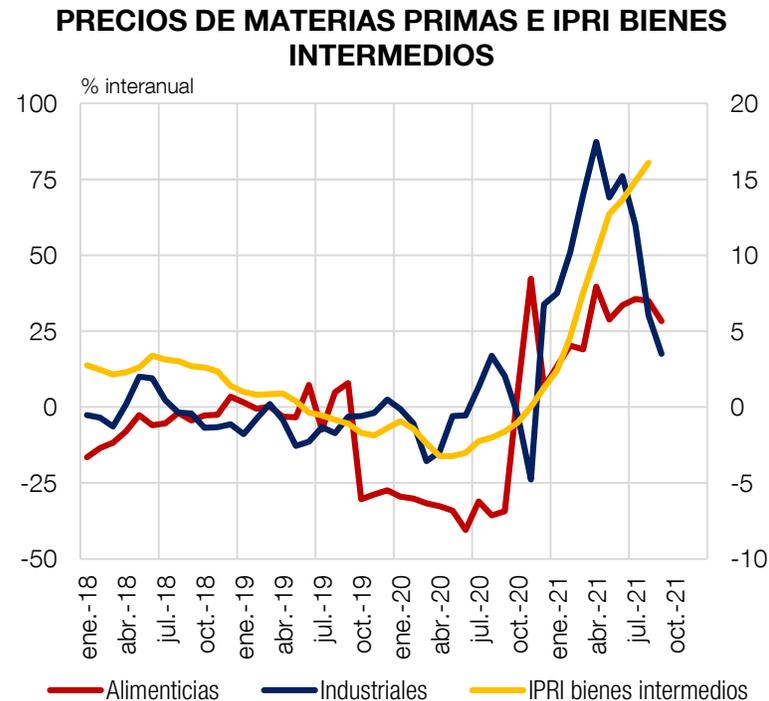
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística.

Nota: Existen diferencias metodológicas entre el IPH y el IAPC de servicios de alojamiento. El IPH es un precio de oferta medio para todo tipo de clientes (hogares, empresas, tour operadores, agencias de viajes, etc.), mientras que el IAPC mide el precio para los hogares. También difieren las ponderaciones para agregar el índice general (por ejemplo, Canarias tiene un peso elevado en el IPH, el cual contrasta con el peso que tiene dicha CCAA en el IAPC).

## 2. EVIDENCIA:

# LOS CUELLOS DE BOTELLA GLOBALES ESTÁN AFECTANDO A LOS PRECIOS DE PRODUCCIÓN EN ESPAÑA

- El repunte del comercio internacional desde comienzos de año ha venido acompañado por incrementos muy acusados de los costes de transporte de mercancías y de algunos cuellos de botella en las cadenas de suministros internacionales.
- Esto se ha traducido en una acusada aceleración de los precios de producción industrial, en particular, de los precios de fabricación de bienes intermedios (fundamentalmente en las ramas de metalurgia, química básica e industria papelera), si bien, de momento, ha tenido una repercusión limitada en los precios de los bienes de consumo de los hogares.



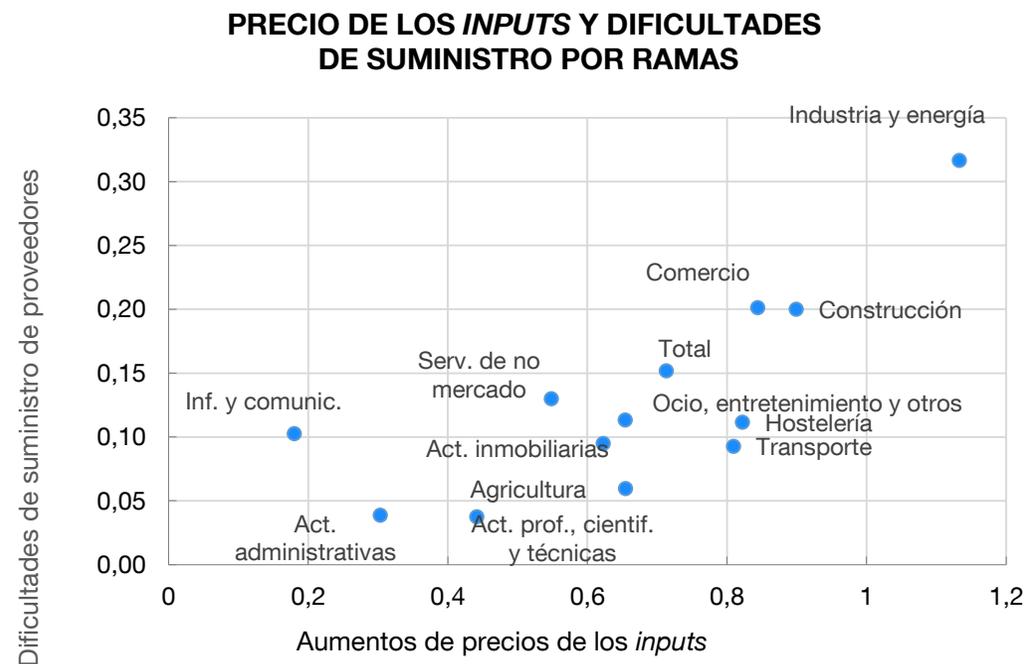
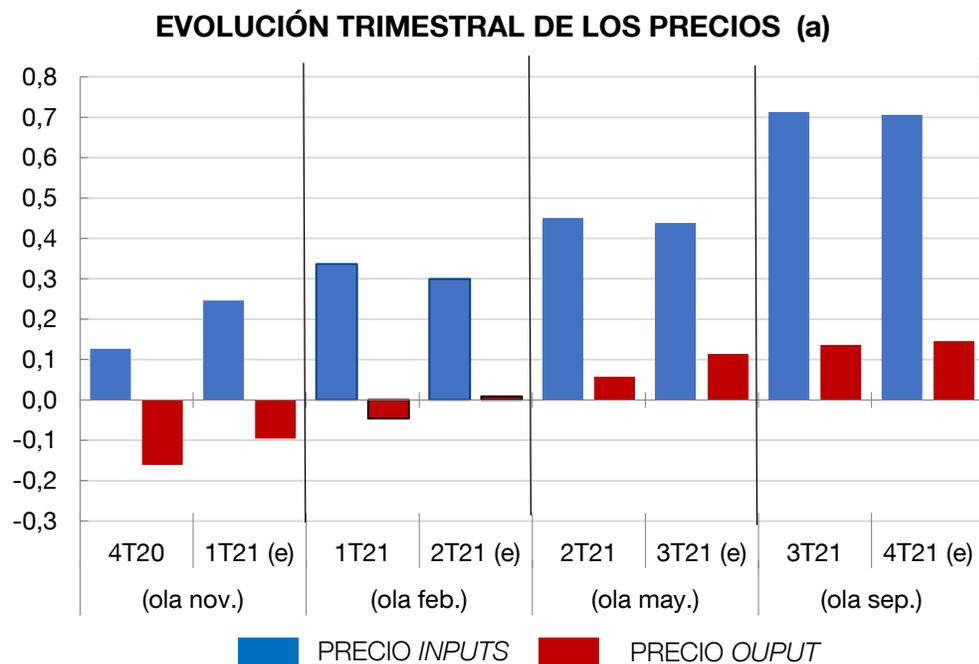
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Autoridad Portuaria de Valencia.

Nota: El VCFI es el índice creado por la Autoridad Portuaria de Valencia para reflejar la evolución de las tarifas del mercado de exportación de contenedores llenos por vía marítima desde Valenciaport. El VCFI responde a las siglas en inglés de Valencia Containerised Freight Index.

## 2. EVIDENCIA:

# SEGÚN LAS EMPRESAS, LOS PROBLEMAS DE SUMINISTRO HAN AUMENTADO LAS PRESIONES INFLACIONISTAS

- Las empresas afirman estar experimentando una presión creciente sobre los precios de sus consumos intermedios que de momento habrían trasladado solo muy parcialmente a sus precios de venta.
- Por ramas productivas, los incrementos de costes guardan una relación directa con la intensidad de las alteraciones de los suministros.

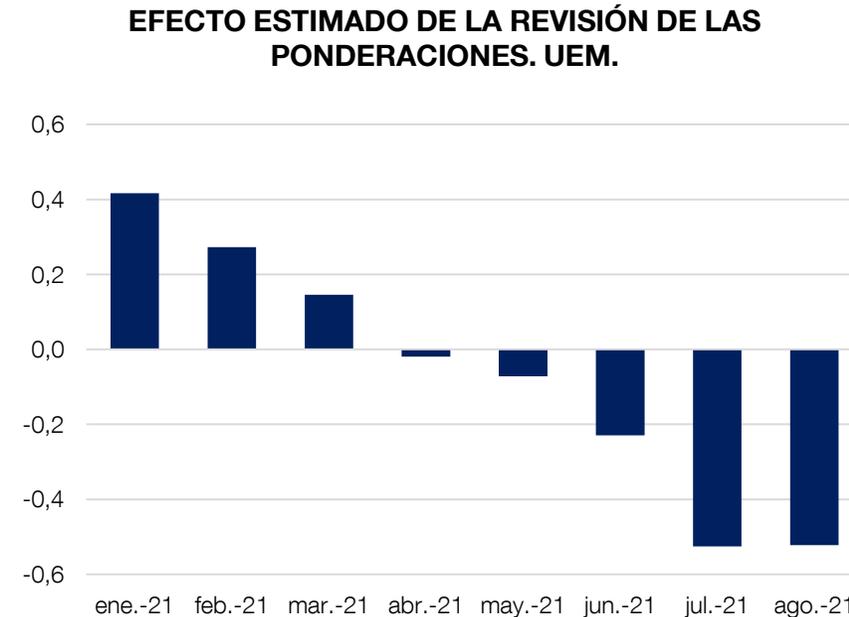
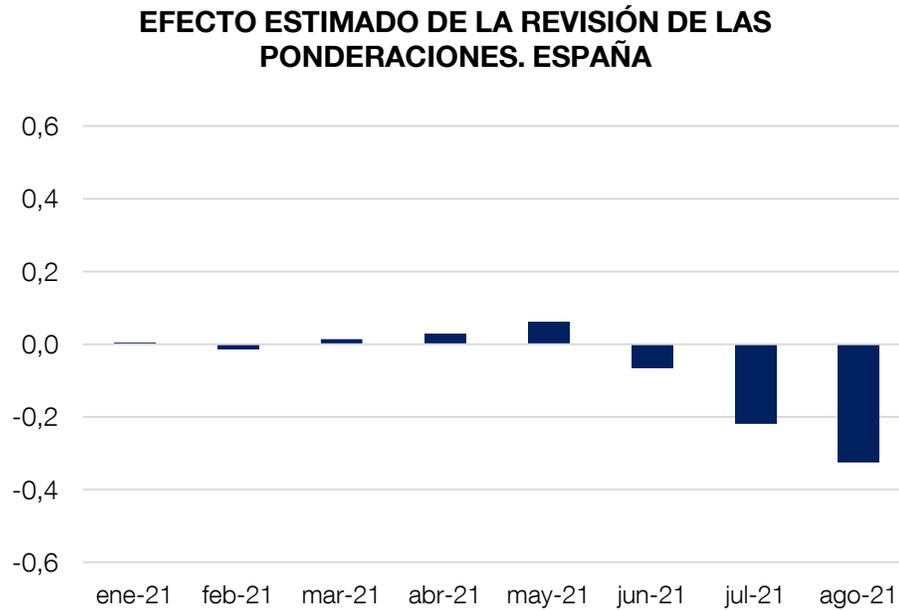


Fuente: EBAE (Banco de España).

(a) Índice calculado como “descenso significativo” = -2; “descenso leve” = -1; “estabilidad” = 0; “aumento leve” = 1; “aumento significativo” = 2. La (e) hace referencia a las expectativas de las empresas para el trimestre correspondiente.

## 2. EVIDENCIA: LA REVISIÓN DE LAS PONDERACIONES TUVO ESCASOS EFECTOS HASTA ANTES DEL VERANO

- La revisión de las ponderaciones en la cesta de consumo del IAPC, que ha sido de mayor magnitud que la habitual, tuvo escasas repercusiones en la inflación general, y sus efectos acumulados han sido desinflacionistas.
- En el área del euro, los efectos positivos observados a comienzos de año se han visto contrarrestados durante el verano.



**IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS**

**IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS**

Fuentes: Banco de España e INE.

(a) Calculado a partir de los datos de los países (excepto Eslovaquia)

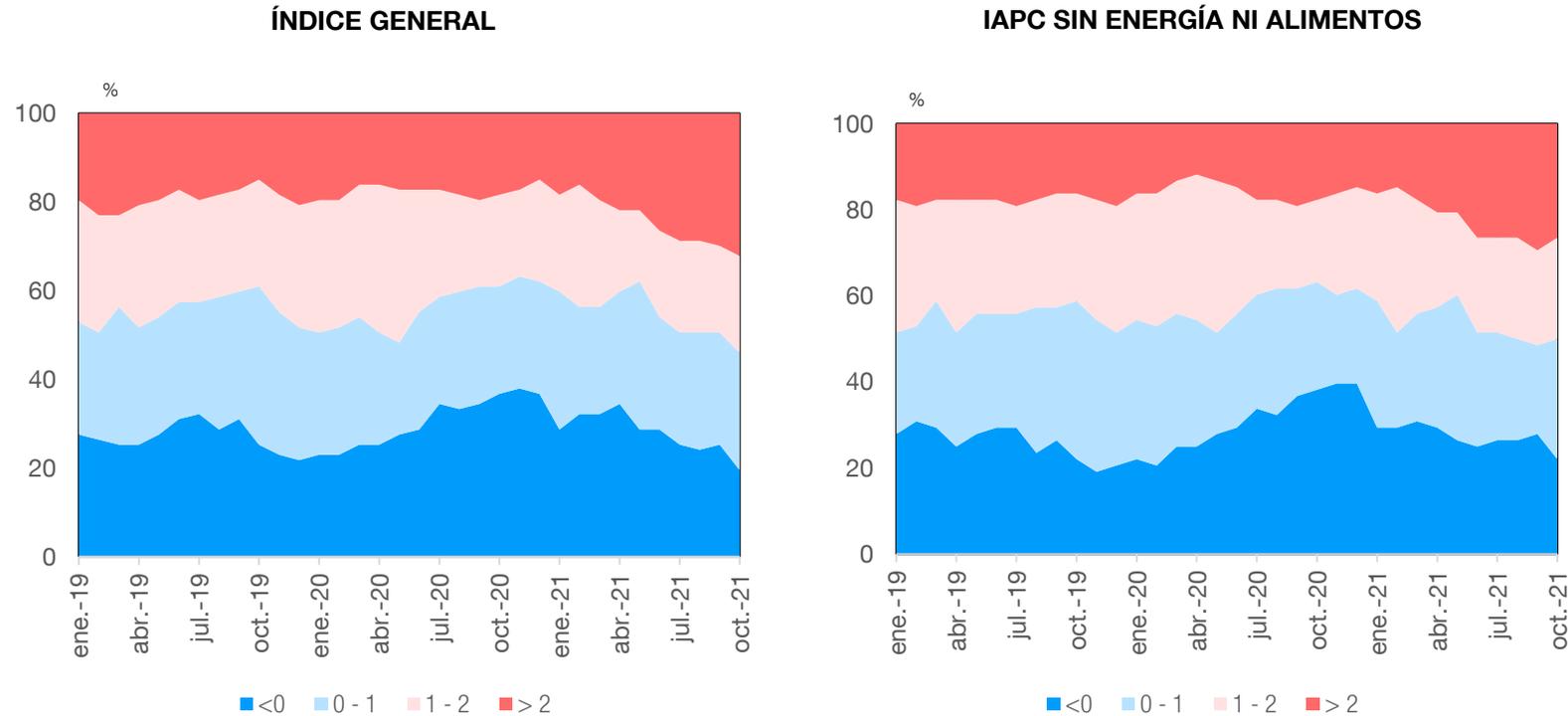
1. Esquema de la presentación
2. Evidencia
- 3. Perspectivas**
4. Implicaciones de política monetaria

### 3. PERSPECTIVAS:

## EL REPUNTE SE CONCENTRA EN UNA PROPORCIÓN RELATIVAMENTE REDUCIDA DE BIENES Y SERVICIOS

- El número de partidas con tasas de crecimiento mayores al 2% está aumentando, hasta superar, en octubre, el 30% en el IAPC general y el 25% en el IAPC sin energía ni alimentos.
- No obstante, se mantiene elevado el número de partidas con tasas negativas o inferiores a uno (alrededor del 50% en ambos indicadores).

PORCENTAJE DE SUBCLASES EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO



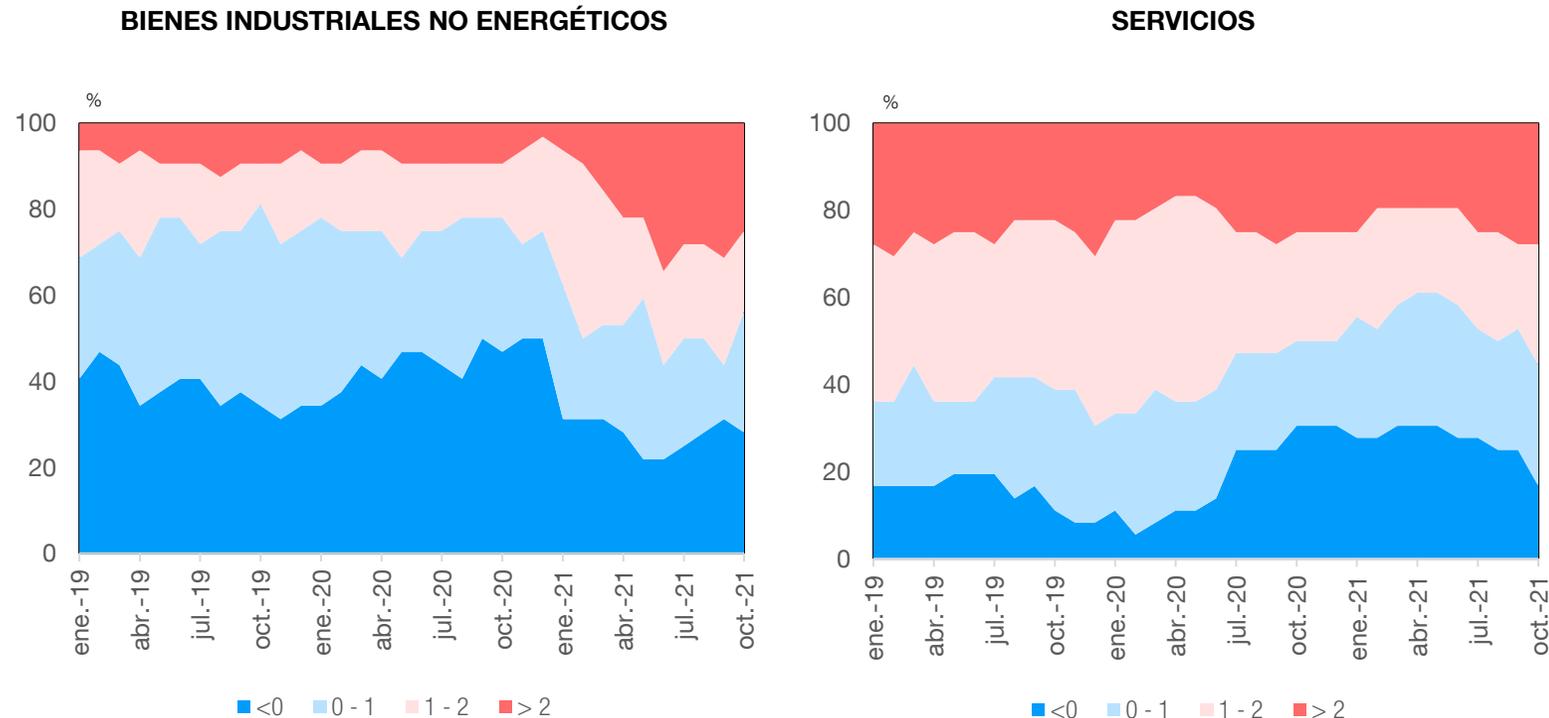
FUENTE: INE

### 3. PERSPECTIVAS:

## EL REPUNTE SE CONCENTRA EN UNA PROPORCIÓN RELATIVAMENTE REDUCIDA DE BIENES Y SERVICIOS

- El incremento del número de partidas con tasas superiores al 2% viene explicado, fundamentalmente, por los componentes relacionados con los bienes industriales no energéticos (BINES), entre los que han aumentado desde el 6% en enero hasta el 31% en octubre. En concreto, las partidas que han aumentado su tasa interanual hasta valores superiores a 2% incluyen *muebles, artículos de menaje, automóviles, equipos fotográficos, jardinería y animales domésticos y diarios y periódicos*.
- En los servicios, la distribución de las variaciones de precios ha experimentado cambios de menor entidad a lo largo del año.

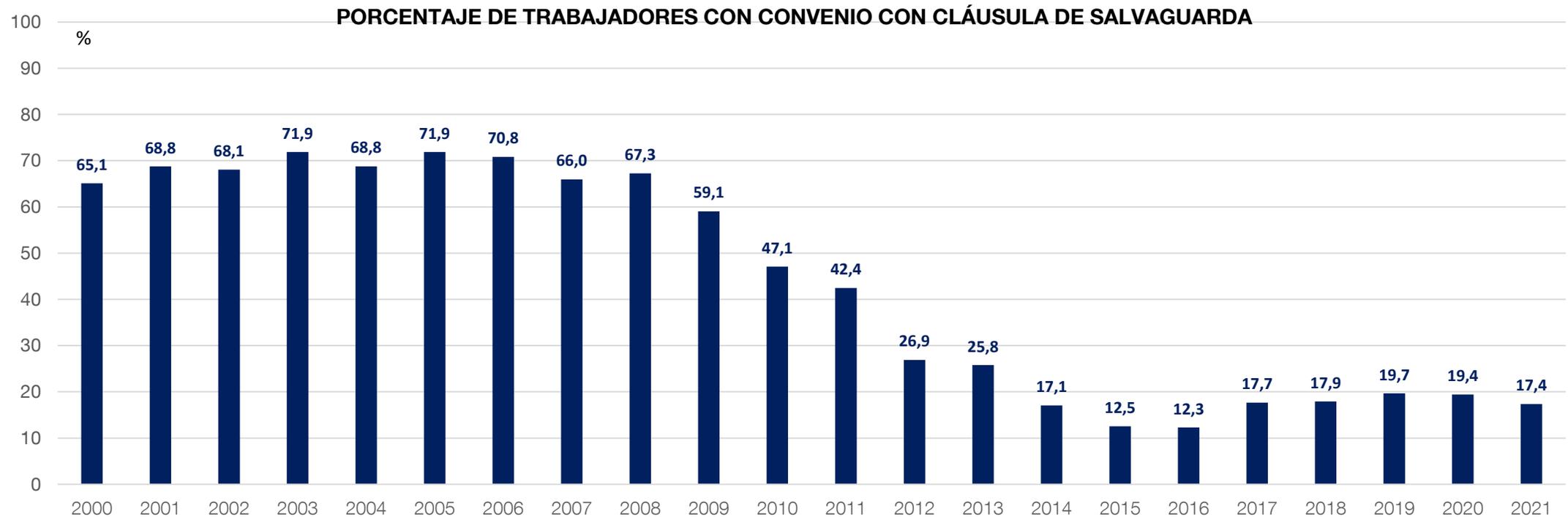
PORCENTAJE DE SUBCLASES EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO



FUENTE: INE

### 3. PERSPECTIVAS: LA PROPORCIÓN REDUCIDA DE CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA MITIGA EL RIESGO DE EFECTOS DE 2ª VUELTA

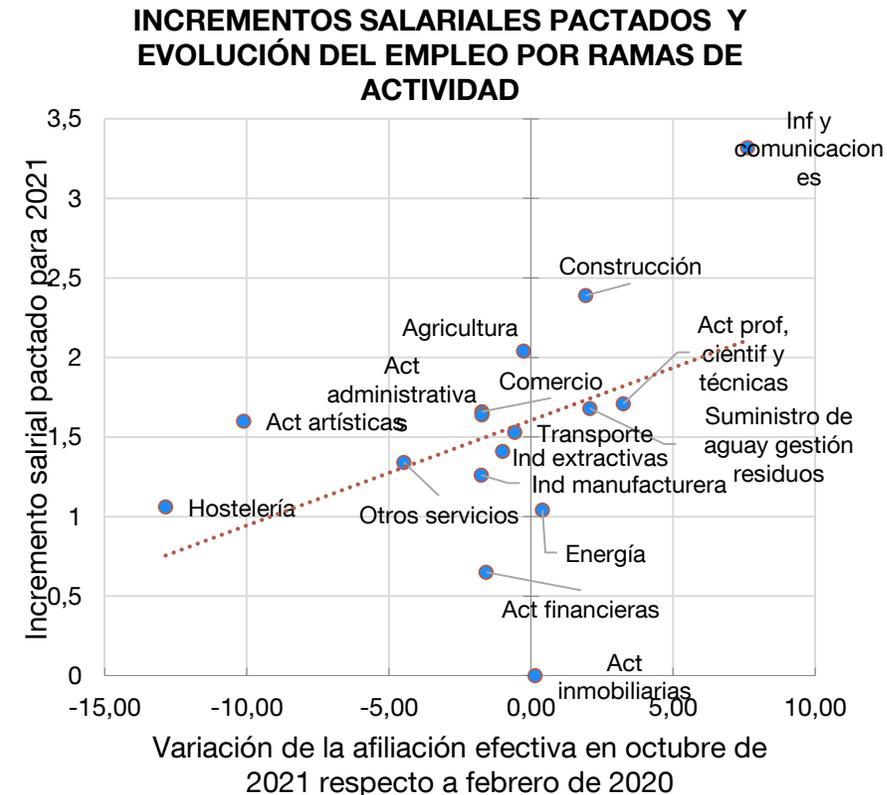
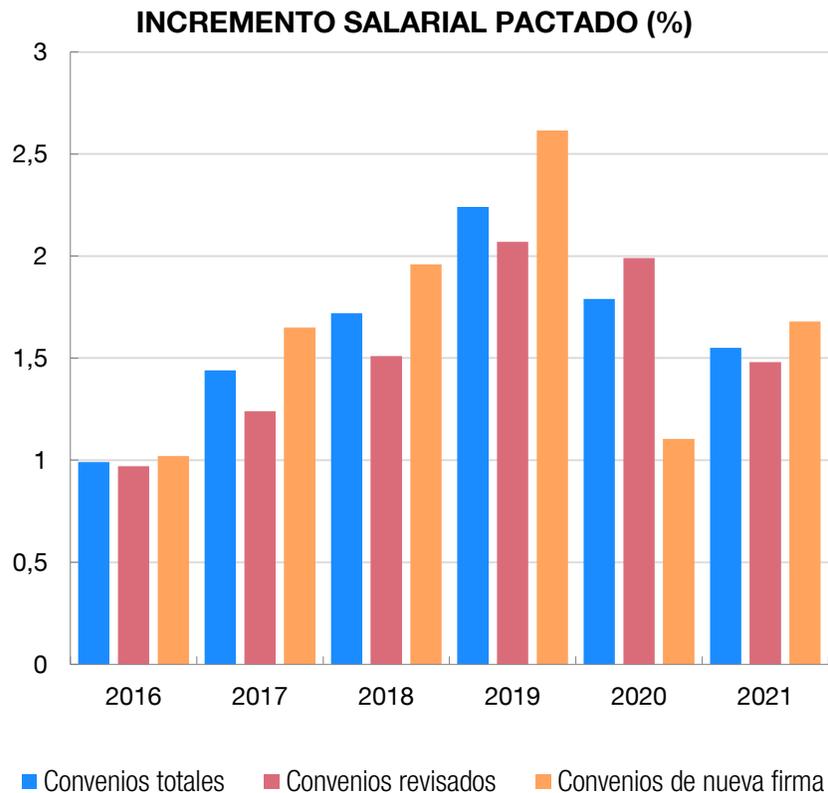
- Desde 2008, el porcentaje de convenios con salvaguarda se ha reducido desde el entorno del 70% hasta cifras inferiores al 20% hasta un nivel del 17%.
- Por esta razón, una eventual aceleración generalizada de los salarios propiciada por los niveles actuales de inflación no sería inmediata.



Fuente: Ministerio de Trabajo. Última observación: agosto de 2021

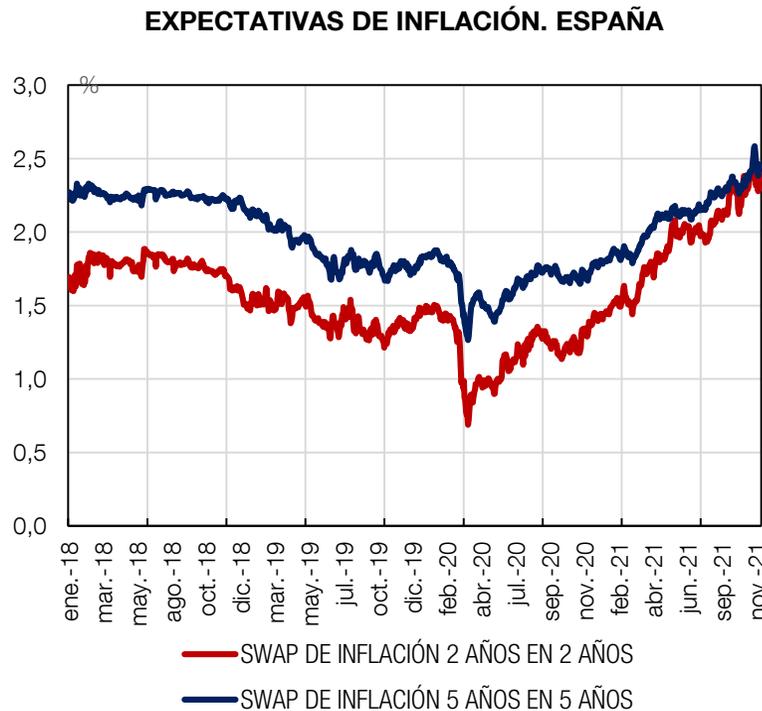
### 3. PERSPECTIVAS: LOS INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS SE MANTIENEN, DE MOMENTO, CONTENIDOS

- Hasta el mes de octubre, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva siguen mostrando una moderación respecto al año pasado, con un incremento medio del 1,6% para 2021 (1,8% en 2020), aunque se observa un incipiente repunte en los convenios de nueva firma (hasta el 1,7%).
- No obstante, los incrementos salariales son algo más elevados en algunas ramas de actividad, especialmente en aquellas con mejor evolución del empleo hasta el mes de octubre.

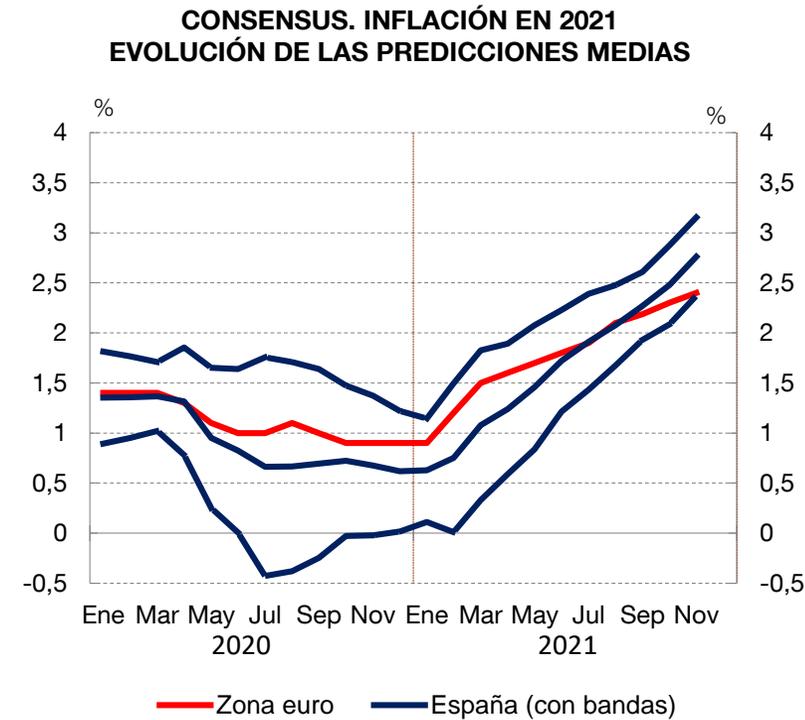


### 3. PERSPECTIVAS: LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN HAN AUMENTADO NOTABLEMENTE DESDE FEBRERO

- Tras incrementarse con intensidad en los primeros meses del año, las expectativas de inflación de mercado —medidas a través de los swaps de inflación— se encuentran en torno al 2,4% en las medidas de corto (2 años en 2 años) y medio (5 años en 5 años) plazo. No obstante, se observa una alta volatilidad alrededor de estas medidas.
- En el corto plazo, las expectativas de inflación de los analistas también muestran una tendencia alcista. Para 2021, los encuestados han venido incrementando sus expectativas desde comienzos de año tanto para España como para el área del euro.



FUENTE: Refinitiv y Consensus Forecast



### 3. PERSPECTIVAS:

## DADA LA ELEVADA INCERTIDUMBRE, NO SE PUEDEN DESCARTAR ESCENARIOS MENOS FAVORABLES

- Los fenómenos que subyacen al repunte de la inflación tienen una esencia aparentemente transitoria y un origen externo a la economía española (cuellos de botella, efectos base, precios energéticos...)
- Ahora bien, la magnitud de su traslación a los precios de consumo en España dependerá del grado de persistencia de esos *shocks* externos transitorios...:
  - *Ritmo de desvanecimiento de los “cuellos de botella”*
  - *Evolución del precio del gas (cuyos futuros apuntan a una disminución significativa de las tensiones a partir de la primavera)*
- ... y, crucialmente, de la reacción de los agentes nacionales:
  - *En qué medida los márgenes empresariales absorberán los aumentos de costes de factores productivos (efectos indirectos de los mayores costes)*
  - *En qué medida las demandas salariales tenderán a incorporar el mayor crecimiento de los precios de consumo y, a su vez, los precios de los productores los eventuales mayores costes laborales (efectos de segunda vuelta)*
- La holgura cíclica existente en los mercados de productos y en el mercado laboral debería tender a actuar como factor mitigador de esos efectos indirectos y de segunda vuelta
- Pero a mayores incrementos de precios y salarios, mayor es el riesgo de aumento de las expectativas de inflación, mecanismo a través del cual un fenómeno inflacionista transitorio puede, eventualmente, adquirir una mayor persistencia y, eventualmente, requerir de la actuación de la política monetaria.

- Existen, además, otros factores de diversa naturaleza que pueden incidir sobre la senda de inflación:
  - *Algunos son coyunturales:*
    - el ritmo al que los hogares puedan decidir gastar el ahorro acumulado durante la pandemia
    - la evolución del tono de la política fiscal
  - *Otros tienen un carácter más estructural:*
    - los esfuerzos a nivel global en reducir las emisiones de gases de efectos invernadero pueden generar, durante el período de transición, tensiones inflacionistas en determinados mercados (por el nivel persistentemente elevado del coste de los derechos de emisión, por la mayor demanda de algunas materias primas -como el cobre y el aluminio-, por la falta de inversión en hidrocarburos,...)
    - Las dudas acerca de la vigencia de los factores seculares que determinaron tasas de inflación reducidas en la pasada década: la evolución demográfica (menor fertilidad y mayor longevidad), la globalización (mayor competencia debido a la integración global de los mercados de productos y trabajo; ahora, posiblemente, en cierto retroceso), el crecimiento reducido de la productividad en las economías avanzadas (quizá cuestionado ahora por la intensificación de la digitalización y la automatización).

1. Esquema de la presentación
2. Evidencia
3. Perspectivas
4. **Implicaciones de política monetaria**

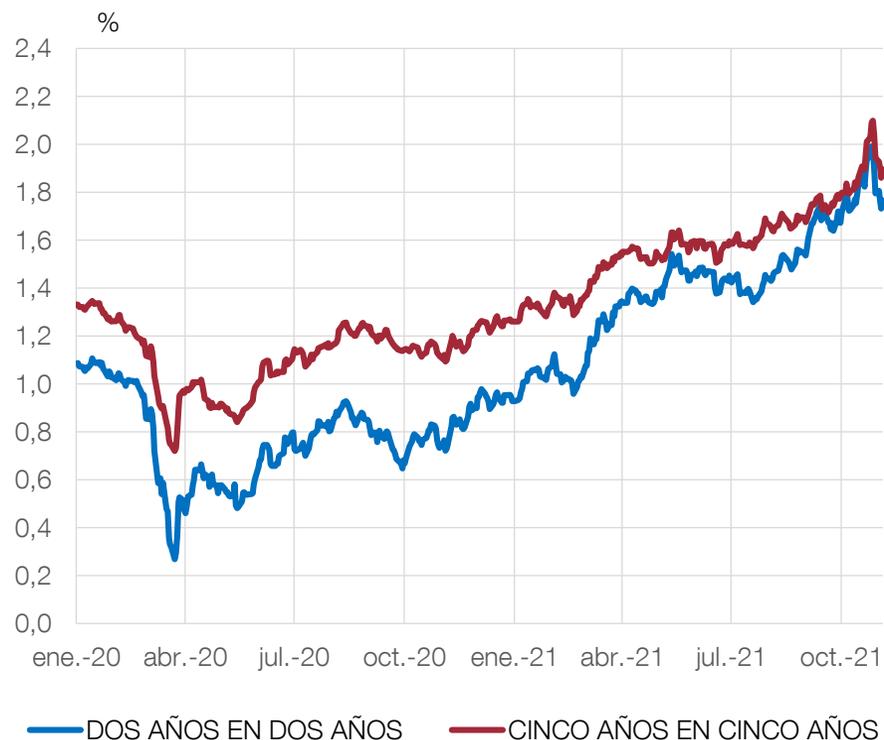
## 4. IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: EL PAPEL DEL NUEVO MARCO ESTRATÉGICO DEL BCE

- Desde julio de este año, el BCE opera bajo una nueva estrategia de política monetaria
  - **Objetivo de inflación del 2% simétrico**, con orientación de **medio plazo**
  - Necesidad de **medidas especialmente contundentes o persistentes** cuando los tipos de interés se encuentren cerca de su **límite inferior**
  - Esto puede implicar un período transitorio en que la inflación se sitúe moderadamente **por encima del objetivo**.
- **Modificación reciente de orientación sobre la senda futura de tipos de interés (*forward guidance*)**, en línea con la nueva estrategia:
  - El CG del BCE no prevé subidas de tipos hasta que “*observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte,...*”
  - *... y considere que el progreso realizado de la **inflación subyacente** está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.*”
- La nueva estrategia y el *forward guidance* permiten al BCE actuar con un mayor grado de paciencia de cara a retirar sus estímulos, evitando un endurecimiento prematuro de su política monetaria en respuesta a shocks inflacionarios que se consideren transitorios

## 4. IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN SIGUEN ANCLADAS POR DEBAJO DEL 2%

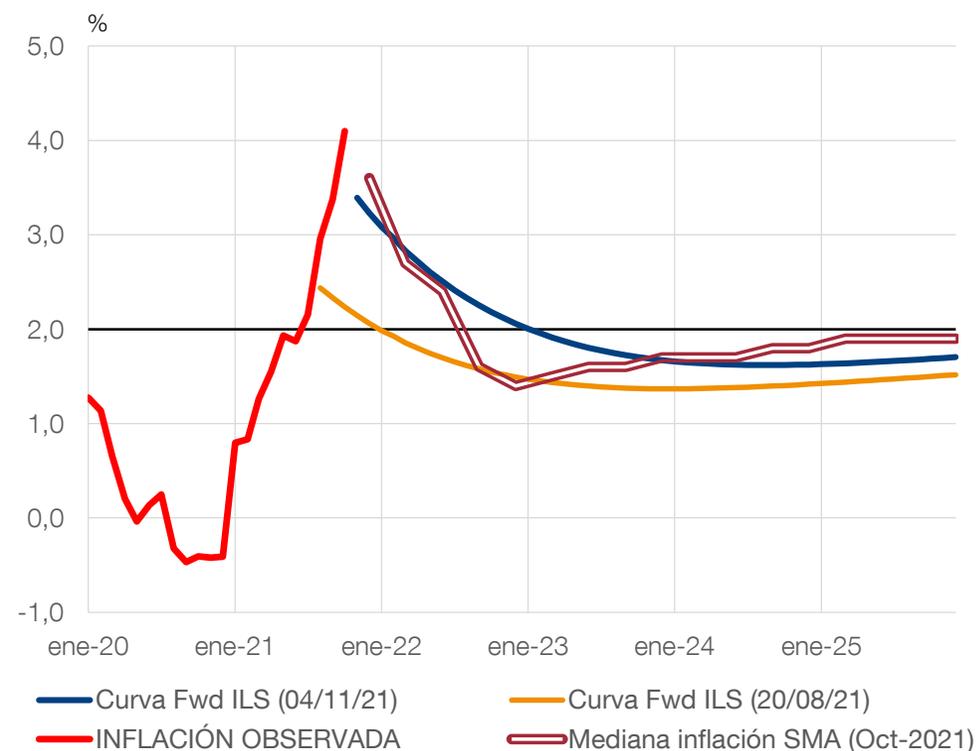
- En paralelo al aumento de la inflación observada, la compensación exigida por la inflación en los mercados financieros ha aumentado de forma notable
- ... pero la senda de inflación a medio plazo se mantiene por debajo del objetivo del 2%

UEM: COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN (SWAPS)



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 04/11/2021

UEM: FORWARD DE INFLACIÓN Y ENCUESTA SMA

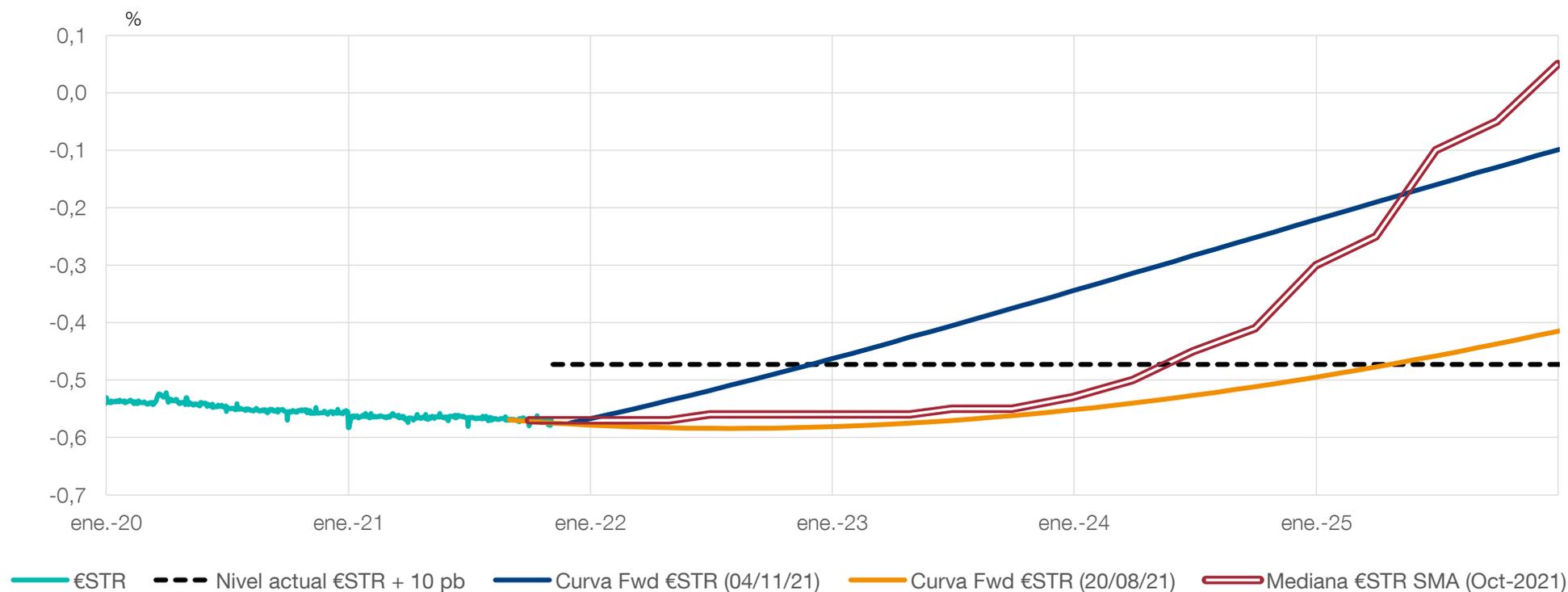


Fuentes: Refinitiv Datastream, SMA y elaboración propia.

## 4. IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: LA CURVA DE TIPOS *FORWARD* SE HA DESPLAZADO RECIENTEMENTE AL ALZA

- Este desplazamiento se ha interpretado en términos de un posible adelanto de las subidas de tipos
- Pero esto podría deberse en gran medida a aumentos en las primas de plazo, y no solo en las expectativas de inflación
- Según las encuestas, no se prevén subidas de tipos hasta más adelante.
- Lo cual sería coherente con el enfoque paciente y persistente previsto en la nueva estrategia

UEM: OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO Y ENCUESTA SMA



Fuentes: Bloomberg Data License, SMA y elaboración propia.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

