

El episodio inflacionista pospandemia en las economías avanzadas desde una perspectiva histórica

Artículo 01
25/09/2023

<https://doi.org/10.53479/33772>

Motivación

Desde 2021, la inflación aumentó de forma intensa en la economía mundial a raíz de una sucesión de *shocks*, entre los que destaca el encarecimiento de la energía. Sin embargo, en un gran número de países la inflación habría alcanzado su pico en los últimos meses e iniciado la fase de descenso. Este artículo analiza los rasgos del proceso inflacionista actual en comparación con otros episodios históricos, prestando particular atención a los desencadenados por *shocks* energéticos.

Ideas principales

- El aumento de la inflación en el período pospandemia ha sido más rápido que en anteriores episodios inflacionistas, si bien el episodio actual presenta alzas en la inflación de magnitud similar a la de los episodios históricos con origen en encarecimientos de la energía.
- De acuerdo con el patrón histórico, el momento en el que la inflación subyacente alcanza su valor máximo se sitúa muy próximo al máximo de la inflación general. En cambio, en el proceso inflacionista actual se observa un desfase de unos seis meses y la inflación subyacente presenta una mayor persistencia.
- La sincronía de la inflación entre países es más acusada en los procesos inflacionistas originados por *shocks* en los precios de la energía y es más intensa en el episodio actual que en el pasado debido a la confluencia de varias perturbaciones de carácter global.

Palabras clave

Proceso inflacionista, inflación subyacente, *shocks* energéticos.

Códigos JEL

E31.

Artículo elaborado por:

Corinna Ghirelli

Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Teresa Sastre

Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Nicolás Bonino

Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Luis Julián Álvarez

Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

Daniel Santabárbara

Dpto. de Economía Internacional
y Área del Euro. Banco de España

EL EPISODIO INFLACIONISTA POSTPANDEMIA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Tras la pandemia, la inflación ha aumentado de forma intensa en la economía mundial a raíz de una sucesión de diversos *shocks* (disrupciones en las cadenas de suministro global, incremento del precio del petróleo, invasión rusa de Ucrania e impacto de ella sobre el precio del gas y de los cereales, y aumento del precio de los alimentos y de otras materias primas), alcanzando tasas por encima de los objetivos de política monetaria en una gran mayoría de países. En los últimos meses, y a pesar de algunos aspectos idiosincrásicos, cada vez hay más países que muestran un descenso de la inflación general. En particular, la inflación alcanzó su pico entre marzo y abril de 2023 en todas las economías avanzadas, si bien la moderación de la inflación subyacente discurre con cierto retraso y solo afectaría, en julio de 2023, al 80 % de estas (véase gráfico 1).

En este contexto, este artículo analiza el proceso inflacionista actual en las economías avanzadas desde una perspectiva histórica, prestando particular atención a los episodios desencadenados por incrementos rápidos e intensos del precio de las materias primas energéticas (*shocks* energéticos). En particular, se consideran las series mensuales de la tasa de variación interanual de los índices de precios al consumo general y subyacente desde 1971 para un conjunto de 19 economías avanzadas¹. Con el fin de garantizar la comparabilidad entre países, se han utilizado los datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que definen la inflación subyacente como el resultado de excluir los alimentos y la energía del índice general.

Las regularidades históricas de anteriores procesos inflacionistas se han caracterizado a partir de un promedio de las tasas de inflación observadas en torno al máximo local del índice general en una serie de episodios, seleccionados conforme a los criterios descritos en Bank for International Settlements (BIS) (2023)^{2, 3}. En la mayoría de los países se obtienen, al menos, dos o tres episodios que cumplen estas características y pueden definirse como procesos inflacionistas. Las regularidades históricas de dichos procesos se sintetizan como la mediana de la tasa de inflación, en cada uno de los meses anteriores y posteriores al máximo de la inflación general, de los distintos episodios en las 19 economías consideradas. Por su parte, las regularidades del episodio actual se resumen en la mediana de la inflación por países, en los meses anteriores y posteriores al máximo de la inflación general en cada país. Las bandas, representadas por el área sombreada, se corresponden con el rango intercuartílico. Finalmente, la

1 Las economías incluidas en el análisis son: Alemania, Austria, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.

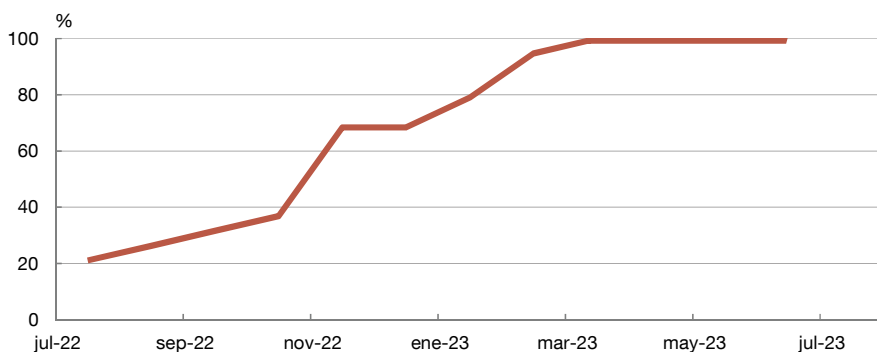
2 Los criterios de selección son los siguientes: i) la media móvil de 13 meses de la inflación registra un máximo local; ii) no hay otros máximos en los 12 meses anteriores y posteriores; iii) el máximo se sitúa entre el 3 % y el 25 %; iv) el máximo es, al menos, tres puntos porcentuales superior a los mínimos más bajos de los 12 meses anteriores y posteriores. El mes = 0 corresponde al mes con el valor más elevado de la inflación general durante ese episodio concreto. En el proceso inflacionista postpandemia se aplican los mismos criterios, pero, si la inflación general no ha iniciado el descenso, se asume que el último dato es el máximo.

3 En BIS (2023), se señala que el episodio actual se parece más a los episodios de los años setenta que a los de otros momentos históricos, si bien el descenso de la inflación está siendo algo más lento que en dicha década. El análisis se centra, sobre todo, en los obstáculos que existen para que el proceso de desinflación continúe a buen ritmo en el futuro.

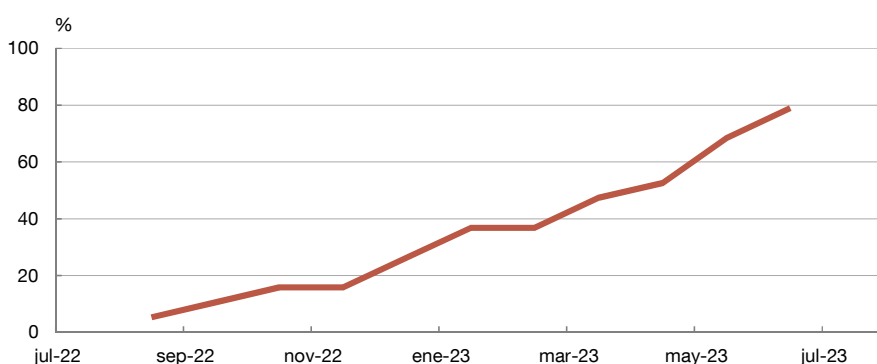
Gráfico 1

Evolución del proceso de desinflación. Porcentaje de países que han superado el máximo local de la inflación general y la subyacente

1.a Inflación general



1.b Inflación subyacente



FUENTES: OCDE y Banco de España.

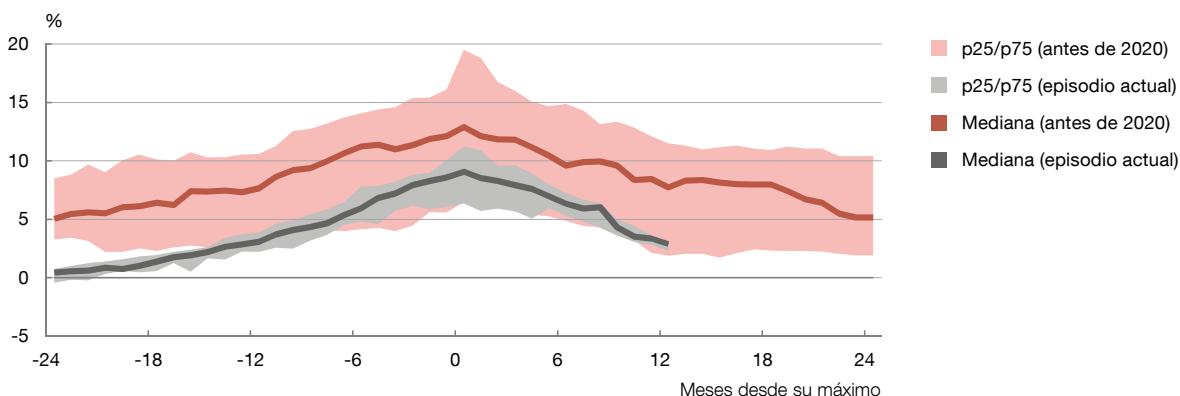


comparación entre el episodio actual y las regularidades históricas se basa en tres aspectos: la rapidez con la que aumenta o desciende la inflación⁴, el nivel de inflación alcanzado, y el desfase entre el máximo de la inflación general y el de la inflación subyacente. Con todo esto, cabe destacar los siguientes resultados de dicha comparación (véase gráfico 2):

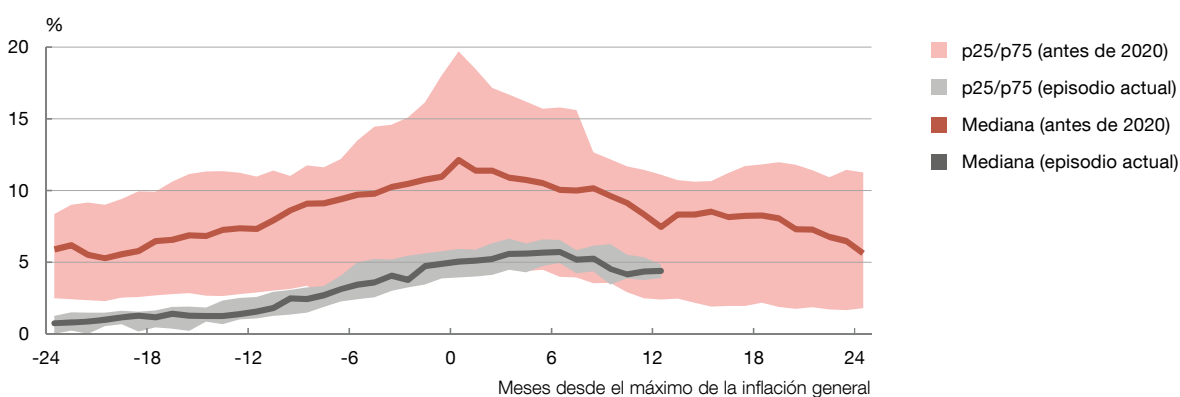
- La evolución de la inflación general en el episodio pospandemia no es muy diferente de la del promedio histórico en las economías avanzadas, a pesar de las distintas perturbaciones y políticas adoptadas en cada país en cada uno de los procesos inflacionistas. Sin embargo, el aumento de la inflación en el período más reciente parece haber sido algo más rápido que el del promedio histórico.
- Existe, sin embargo, una diferencia sustancial en el valor promedio de la inflación, que, en el episodio más reciente, se sitúa por debajo del patrón histórico. En este sentido, cabe

⁴ Si, en un número de meses determinado, la inflación aumenta en mayor cuantía en un proceso inflacionista que en otro, se considera que ha aumentado más rápidamente en el primero que en el segundo.

2.a Inflación general



2.b Inflación subyacente



FUENTES: OCDE y Banco de España.



destacar que este último es un promedio que abarca episodios inflacionistas desde 1971, con niveles de inflación más elevados que los registrados en las décadas más recientes, en las que los bancos centrales adoptaron objetivos de inflación.

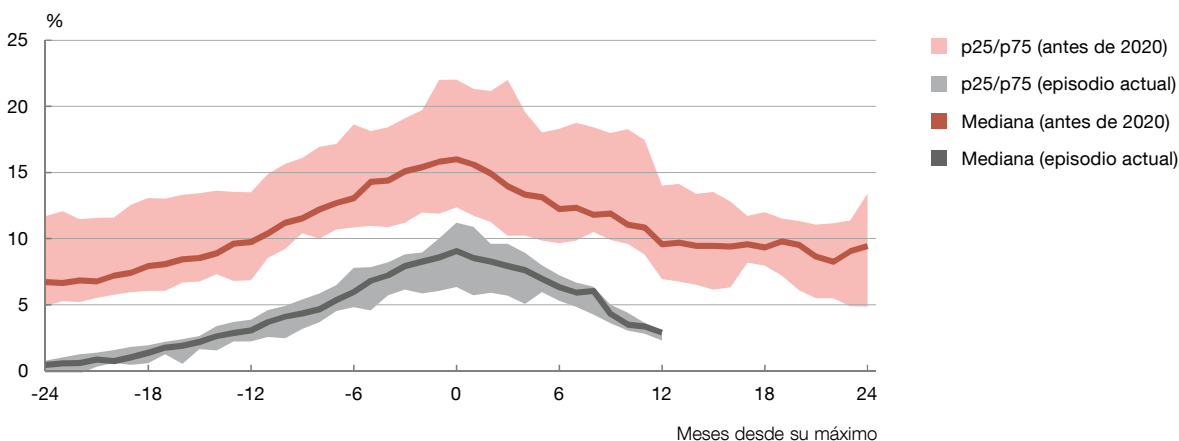
- Durante el actual proceso inflacionista, la inflación subyacente ha registrado incrementos similares a los del pasado, partiendo de niveles más reducidos. Sin embargo, destaca el desfase que hay entre el máximo de la inflación general y el de la inflación subyacente —en torno a seis meses— en el episodio pospandemia, a diferencia de lo observado en el pasado, cuando el pico de la inflación subyacente fue contemporáneo del máximo de la inflación general. No obstante, cabe mencionar que el descenso de la inflación subyacente en el episodio actual aún no ha comenzado en algunas economías.

Dado que el aumento de la inflación y su posterior descenso en el período pospandemia han venido determinados, en gran medida, por los *shocks* en los precios de las materias primas energéticas, se considera a continuación un patrón histórico basado en el promedio de los

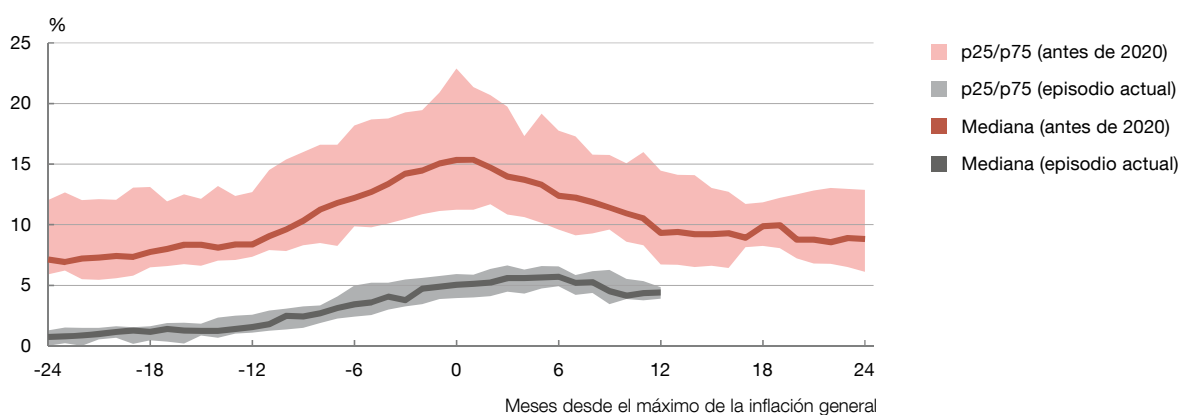
Gráfico 3

Comparación histórica de la evolución de la inflación general y la subyacente en períodos de alta inflación y crisis energéticas relacionadas con la oferta

3.a Inflación general



3.b Inflación subyacente



FUENTES: OCDE y Banco de España.



procesos inflacionistas derivados de *shocks* energéticos⁵. Cuando se compara el episodio actual con este patrón histórico se observan los siguientes hechos estilizados (véase gráfico 3):

- El episodio pospandemia presenta incrementos en la inflación de magnitud similar a la registrada en los episodios inflacionistas asociados a *shocks* energéticos en el pasado. Cabe mencionar también que los episodios asociados a perturbaciones energéticas presentan niveles de inflación general y subyacente más elevados que el conjunto de procesos inflacionistas históricos (incluidos los asociados a *shocks* energéticos).

5 Los episodios inflacionistas de origen energético se definen como aquellos en los que el máximo local de la inflación general se registra durante los 12 meses posteriores a las siguientes perturbaciones: i) 1973: embargo de petróleo de Arabia Saudí; ii) 1979: Revolución de Irán; iii) 1990: guerra del Golfo; iv) 2005: recorte de la OPEP, y v) 2022: invasión rusa de Ucrania. Estas perturbaciones de los mercados energéticos, con excepción de la última, se corresponden con *shocks* de oferta, identificados por Kilian (2009).

- La fase desinflacionista del episodio actual estaría avanzando a un ritmo similar al de anteriores episodios inflacionistas vinculados a *shocks* energéticos, debido a la evolución de los componentes más volátiles que no están incluidos en la inflación subyacente.
- La inflación subyacente presenta una mayor persistencia en el episodio pospandemia, habiéndose reducido solo ligeramente desde su valor máximo y respecto al momento en que la inflación general alcanzó su pico (unos seis meses antes).

En conjunto, estos resultados indican que el proceso inflacionista pospandemia no presenta, en general, unas características muy distintas de las correspondientes a anteriores episodios históricos, especialmente de los desencadenados por incrementos de precios energéticos. Sin embargo, la dinámica de la inflación subyacente presenta diferencias importantes, sobre todo en los ritmos de ascenso y descenso, que estarían siendo más lentos en el actual proceso pospandemia. Los motivos de esta evolución son aún objeto de debate, si bien es posible que guarden relación con algunas características idiosincrásicas del período pospandemia. Por un lado, están las disrupciones en las cadenas de suministro global que originaron las diferentes olas de la epidemia y el tensionamiento que se ha observado en el mercado laboral en varios países, con tasas de paro muy reducidas⁶. Por otro, la fuerte demanda de servicios, que está manteniendo elevada la inflación en estos componentes, y la recuperación de los márgenes empresariales tras las caídas registradas durante la pandemia, factores que algunos análisis han señalado como relevantes para explicar esta persistencia de la inflación subyacente⁷. Finalmente, el aumento del precio de las materias primas alimenticias constituye un elemento añadido diferencial del proceso inflacionista reciente⁸ respecto a anteriores *shocks* energéticos, y está contribuyendo a mantener elevado el aumento de precios en algunos componentes de la inflación subyacente.

En todo caso, la heterogeneidad entre países en estos y otros desarrollos podría también verse reflejada en una ampliación de las diferencias entre economías en la traslación de los *shocks* a la inflación general y la subyacente, lo que podría dar lugar a cambios en el grado de sincronía de la evolución de la inflación entre países. Para analizar este aspecto se examina, a continuación, la variabilidad de la inflación por países y el grado de sincronía en los distintos episodios inflacionistas desde una perspectiva histórica.

En las dos últimas décadas del siglo XX, la dispersión de la inflación general y de la subyacente se redujo entre las economías avanzadas (véase gráfico 4), y se ha mantenido reducida desde entonces, especialmente en el episodio pospandemia (véase gráfico 2). Factores de diversa índole podrían explicar este hecho estilizado. En primer lugar, el proceso de globalización de las últimas décadas y sus implicaciones sobre las cadenas de producción han podido favorecer una mayor homogeneidad en la diseminación y traslación de las variaciones de precios de las materias

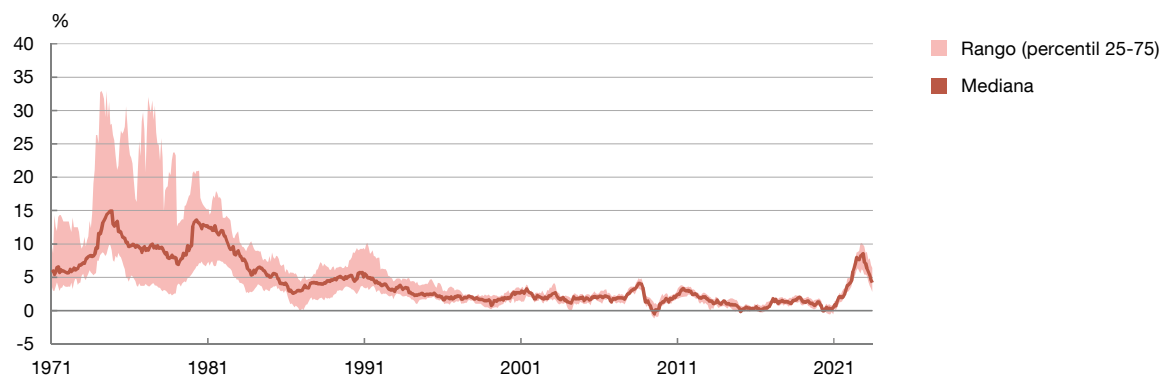
6 El tensionamiento del mercado laboral puede manifestarse en otras variables, tales como incrementos de salarios, o restricción de la oferta laboral por causas no subsanables con aumentos de salario —enfermedad, jubilación, menores flujos migratorios— (Leduc, Wilson y Zhao, 2023).

7 BIS (2023).

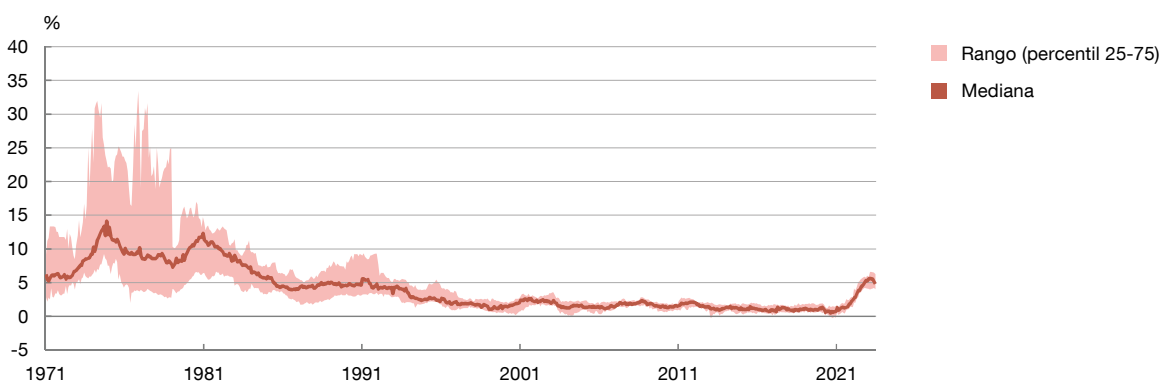
8 Borrallo, Cuadro-Sáez y Pérez (2022).

Comparación histórica de la evolución de la inflación general y la subyacente

4.a Inflación general. Tasa interanual



4.b Inflación subyacente. Tasa interanual



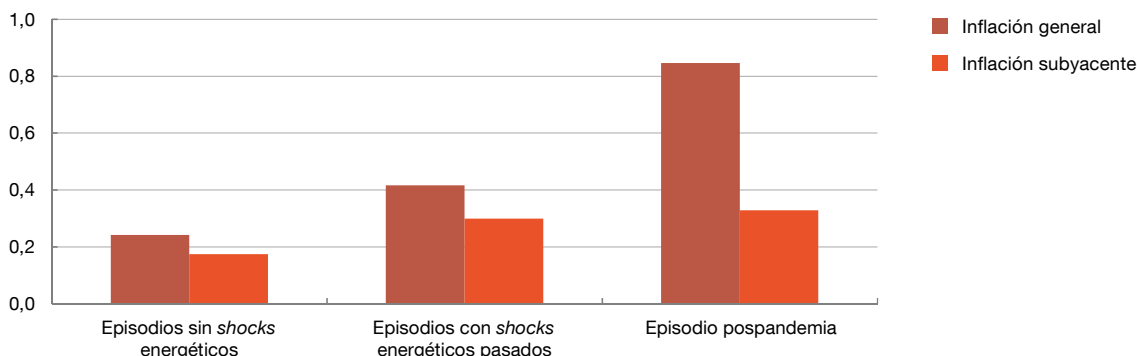
FUENTES: OCDE y Banco de España.



primas y otros *inputs* intermedios a nivel mundial. En segundo lugar, se ha producido también una convergencia de las políticas monetarias de las diferentes economías, y los países del área del euro comparten moneda desde 1999. Todo ello explicaría, al menos en parte, la propia disminución de las tasas de inflación y la reducción de la dispersión entre economías. En tercer lugar, es posible que haya aumentado el predominio de los *shocks* de naturaleza global —como los cambios súbitos en el precio del petróleo—, en relación con otros *shocks* de carácter más idiosincrásico⁹. Este es el caso del episodio inflacionista pospandemia, en el que han concurrido varios *shocks* de carácter global que en mayor o menor medida han afectado a todas las economías; se trata de los incrementos de los precios del petróleo, del gas y de los alimentos, y las disrupciones en las cadenas de suministro globales.

Al objeto de analizar si los *shocks* comunes a varias economías, además de reducir la variabilidad de la inflación entre países, han incrementado la sincronía de las tasas de inflación entre las

9 Ciccarelli y Mojon (2010).



FUENTES: OCDE y Banco de España.

economías avanzadas, se considera un indicador de comovimiento¹⁰ basado en la metodología de Álvarez, Gadea y Gómez-Loscós (2021). De acuerdo con los resultados obtenidos, los períodos sometidos a *shocks* energéticos presentan mayor sincronía de cambios en la inflación general y en la inflación subyacente que el promedio histórico de los episodios inflacionistas sin *shocks* de energía (véase gráfico 5). Además, dicha sincronía es más intensa en el episodio más reciente, al confluir varias perturbaciones de carácter global¹¹. Sin embargo, el grado de sincronía en la inflación subyacente no ha aumentado en el episodio inflacionista reciente en relación con *shocks* energéticos pasados. Este conjunto de evidencias apunta a la pervivencia de elementos idiosincrásicos que afectan a la tasa de inflación subyacente de cada país, cuya relevancia no ha disminuido en el tiempo y sobre cuya naturaleza sería necesario profundizar en futuros análisis.

BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, Luis J., María Dolores Gadea y Ana Gómez-Loscós. (2021). "Inflation comovements in advanced economies: Facts and drivers". *The World Economy*, 44(2), pp. 485-509. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/twec.13053>

Bank for International Settlements. (2023). "Navigating the disinflation journey". *BIS Annual Economic Report 2023*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e1.htm>

Borralló, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez y Javier J. Pérez. (2022). "El aumento del precio de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22956>

10 El indicador es la media aritmética de los coeficientes de correlación simples de todos los pares de economías avanzadas consideradas. Para más detalles, véase Álvarez, Gadea y Gómez-Loscós (2021), que incluye un estudio pormenorizado de los comovimientos de la inflación.

11 Esta evidencia es coherente con la presentada en Álvarez, Gadea y Gómez-Loscós (2021), donde se muestra que el grado de interrelación de los episodios inflacionistas entre países es especialmente acusado en el caso de los productos energéticos y alimenticios y, en consecuencia, en el índice general, y tiene menor intensidad en los componentes de la inflación subyacente.

- Ciccarelli, Matteo, y Benoît Mojon. (2010). "Global inflation". *The Review of Economics and Statistics*, 92(3), pp. 524-535. <https://www.jstor.org/stable/27867556>
- Kilian, Lutz. (2009). "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market". *The American Economic Review*, 99(3), pp. 1053-1069. <http://www.jstor.org/stable/25592494>
- Leduc, Sylvain, Daniel J. Wilson y Cindy Zhao. (2023). "Will a cooler labour market slow supercore inflation?". *Federal Reserve Bank San Francisco Economic Letter*, 2023-18. <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/july/will-cooler-labor-market-slow-supercore-inflation/>

Cómo citar este documento

Ghirelli, Corinna, Teresa Sastre, Nicolás Bonino, Luis Julián Álvarez y Daniel Santabárbara. (2023). "El episodio inflacionista pospandemia en las economías avanzadas desde una perspectiva histórica". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 01. <https://doi.org/10.53479/33772>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023
ISSN 1579-8623 (edición electrónica)