

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y LOS COSTES DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

ARTÍCULOS

La evolución de los precios y los costes durante la recesión de 2008-2009

Para valorar las perspectivas de inflación y los riesgos en torno a dichas perspectivas, es importante entender la relación existente entre la inflación y el ciclo económico. En este artículo se analiza específicamente la evolución durante la recesión de 2008-2009 y si la respuesta de la inflación durante ese período fue acorde con la experiencia histórica, y se muestra que el descenso de la inflación medida por el IAPC fue muy pronunciado, debido, en gran parte, a una caída especialmente acusada de los precios de las materias primas. En cambio, la reacción de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue mucho más limitada, pese a que la recesión fue muy profunda. La débil relación implícita con la capacidad productiva no utilizada de la economía parece estar relacionada con la existencia de rigideces nominales a la baja en la zona del euro, que impidieron un ajuste mayor de los salarios en respuesta a la recesión. Además, el hecho de que las expectativas de inflación estuvieran firmemente ancladas, reflejo de la credibilidad de la política monetaria, contribuyó a evitar que se iniciara un ciclo deflacionista.

I INTRODUCCIÓN

La recesión que afectó a la economía de la zona del euro en 2008-2009 tuvo una profundidad sin precedentes. El PIB real descendió un 5,5 % desde el máximo hasta el mínimo cíclico, provocando una ampliación considerable de la brecha de producción. A este respecto, a primera vista no resulta sorprendente que la recesión coincidiera con una disminución relativamente acusada de la inflación medida por los precios de consumo, ya que la tasa de variación interanual del IAPC se redujo desde aproximadamente el 4 % antes de la recesión hasta casi el -1 % en su punto más bajo. No obstante, si se realiza un análisis más detallado, parece que gran parte de este descenso tuvo su origen en los componentes alimenticio y energético del IAPC, que tienden a estar muy influenciados por la evolución exterior. El ajuste de la inflación medida por el IAPC excluidos estos componentes, que está más directamente relacionada con la demanda interna y con factores de costes, fue mucho más limitado.

En este contexto, en este artículo se considera el ajuste de los precios y los costes durante la última recesión y se compara con la experiencia histórica. Las regularidades o particularidades observadas en este ajuste también podrían aportar información valiosa para las valoraciones de la evolución de la inflación de carácter prospectivo. Por ejemplo, podrían contribuir a valorar la manera en que probablemente evolucione la inflación en respuesta a la desaceleración del crecimiento del PIB real observada en 2011.

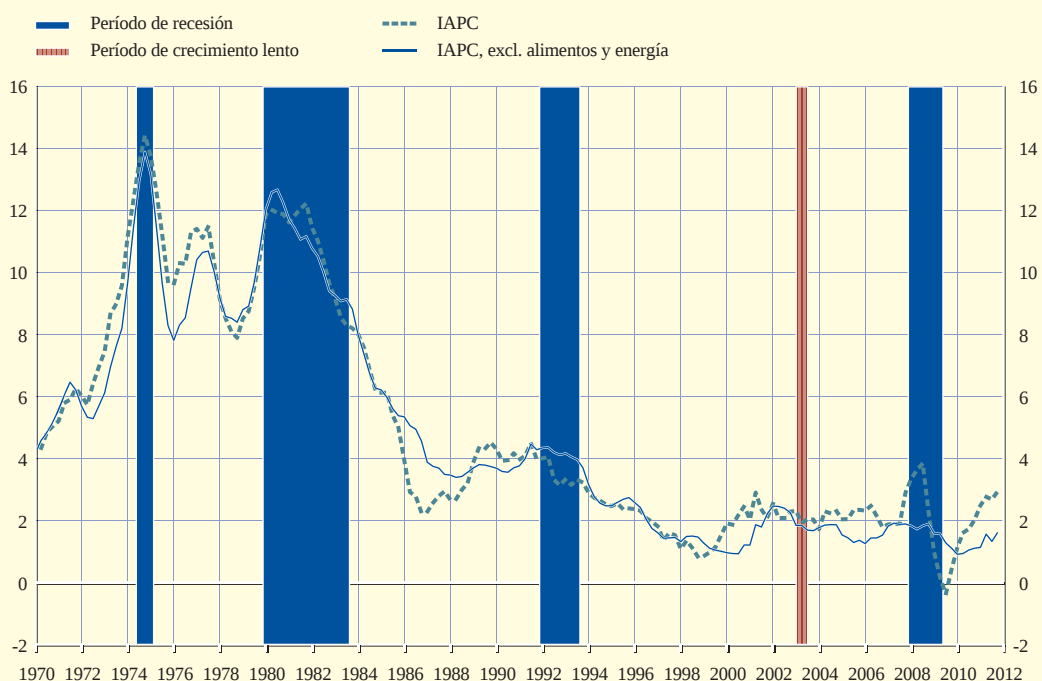
Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se valora si la evolución de la inflación en la zona del euro (tanto la inflación medida por el IAPC como la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) durante la recesión de 2008-2009 debe considerarse excepcional si se compara con recesiones anteriores. En la sección 3 se analiza la manera en que los precios de las materias primas determinaron la trayectoria de la inflación medida por el IAPC durante la recesión más reciente y se plantean los motivos por los que pueden haber tenido un impacto mayor que en recesiones anteriores. La sección 4 se centra en la relación entre los componentes de la inflación que resultan más afectados por factores internos (incluidos en el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) y la capacidad productiva no utilizada de la economía, y examina el papel de los costes laborales y de los beneficios en el ajuste de la inflación. En la sección 5 se presentan las conclusiones y algunas consecuencias para las perspectivas actuales.

2 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DURANTE LA ÚLTIMA RECESIÓN EN COMPARACIÓN CON RECESIONES ANTERIORES

Realizar una comparación del ajuste de la inflación durante la recesión de 2008-2009 con el que se produjo en recesiones anteriores es difícil por muchos motivos. Por ejemplo, el ajuste depende de la profundidad y la duración de la recesión, pudiendo depender, asimismo, de si la recesión está impulsada en mayor medida por factores externos

Gráfico 1 Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos anteriores a 1996 son estimaciones del BCE basadas en datos nacionales del IPC no armonizados. Las fechas de los períodos de recesión/crecimiento lento son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research (véase la nota 1).

o internos y de las políticas macroeconómicas vigentes o de las adoptadas en el período en cuestión. En el gráfico 1 se observa que la evolución de la inflación en torno a los períodos de recesión presentó ligeras diferencias¹, ya que, por ejemplo, a mediados de los años setenta y a principios de los ochenta, la inflación no disminuyó hasta transcurrido un tiempo desde el inicio de la recesión. Durante la recesión de la década de los ochenta, el descenso coincidió con un proceso secular de desinflación inducido por la política económica que hace que sea difícil separar el ajuste cíclico del ajuste estructural. Además, la recesión de 2008-2009 fue distinta de las recesiones anteriores en el sentido de que la inflación medida por el IAPC y la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, exhibieron patrones muy diferentes, ya que, mientras que la primera cayó 4,7 puntos porcentuales desde el máximo hasta el mínimo cíclico, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, solo se redujo

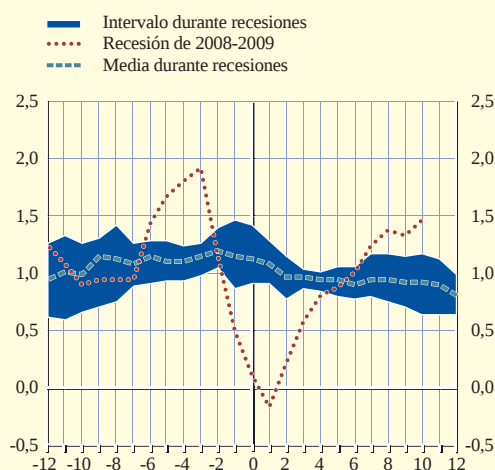
1,2 puntos porcentuales. De igual modo, durante el período posterior a la recesión (2010-2011), la inflación medida por el IAPC experimentó un repunte mucho más acusado que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía.

Para explicar las grandes diferencias observadas en los niveles de inflación en los períodos de recesión de las cuatro últimas décadas, en los gráficos 2 y 3 se muestra la evolución de la inflación que se ha normalizado dividiéndola por la media de la inflación en los respectivos períodos (los tres años anteriores y posteriores al punto más bajo de la recesión). Es evidente que las fluctuaciones normalizadas de la inflación medida por el IAPC

¹ Las fechas de los períodos de recesión a las que se hace referencia en este artículo son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research. Por consiguiente, la última recesión comenzó en el primer trimestre de 2008 y finalizó en el segundo trimestre de 2009. El período comprendido entre el primero y el segundo trimestre de 2003 se describió como una pausa prolongada en el crecimiento económico más que como una verdadera recesión.

Gráfico 2 Inflación medida por el IAPC normalizada de la zona del euro antes y después de recesiones

(tasas de variación interanual normalizadas)

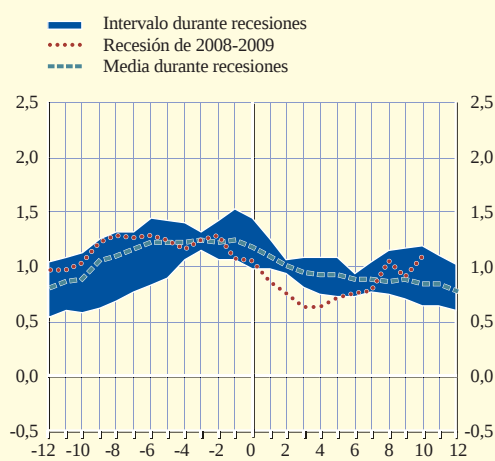


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media y los intervalos de las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión (0 = I 1975, III 1982, III 1993 y II 2003. Para la recesión de 2008-2009, 0 = II 2009). Los valores se han normalizado dividiéndolos por la media de la inflación durante el intervalo que cubre el gráfico, concretamente tres años antes y después del mínimo registrado por el producto durante las recesiones. La media y los intervalos no incluyen la recesión de 2008-2009. Los datos anteriores a 1996 son estimaciones del BCE basadas en datos nacionales del IPC no armonizados.

Gráfico 3 Inflación medida por el IAPC normalizada, excluidos los alimentos y la energía, de la zona del euro antes y después de recesiones

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico 2.

durante la última recesión se apartaron claramente de la experiencia histórica, mientras que las de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, siguieron un patrón más parecido al observado en recesiones anteriores.

Esta diferencia en la evolución de la inflación plantea una serie de preguntas. Por un lado, parece que el impacto de los precios de las materias primas en los precios de los alimentos y de la energía fue más acusado que en recesiones anteriores, posiblemente como consecuencia del hecho de que las acusadas fluctuaciones de los precios de las materias primas coincidieron con cambios particularmente pronunciados en el ciclo económico mundial (véase sección 3). Por otro, aunque en términos normalizados, la reacción de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, pareció ser algo más intensa que en recesiones anteriores, fue relativamente moderada, habida cuenta de que la recesión fue mucho más severa que cualquiera de las otras experimentadas en las cuatro últimas décadas. En conjunto, parecería que el ajuste de la economía de la zona del euro fue atribuible, en un grado relativamente elevado, a ajustes de cantidades, como reducciones del número de horas trabajadas o de personas ocupadas, más que a ajustes de los precios, por ejemplo, a través de recortes de los costes salariales (véase sección 4).

3 EL IMPACTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Las variaciones de los precios de las materias primas tienen un impacto directo en los componentes alimenticio y energético del IAPC, ya que estas materias se consumen directamente o constituyen un importante bien intermedio para la elaboración de productos finales. En el caso del componente energético, el crudo es la base de los productos energéticos refinados, como los carburantes y el gasóleo de calefacción. Los precios del crudo también afectan considerablemente a los precios del gas y, en menor medida, a los de la electricidad². En el

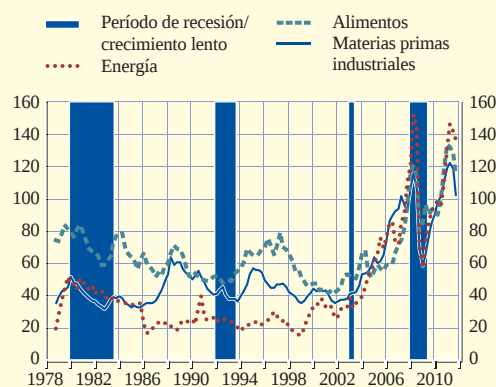
2 Los precios del petróleo influyen en los precios del gas, ya que, en algunos casos, el gas puede ser un sustituto del petróleo, en particular en la generación de electricidad, y también porque muchos contratos de gas a largo plazo están vinculados a los precios del petróleo.

caso del componente alimenticio, las materias primas alimenticias como el trigo, las semillas oleaginosas, el azúcar, etc., son un importante factor de coste en la producción de alimentos elaborados, y las materias primas como la carne influyen directamente en el componente de alimentos no elaborados³.

Con el tiempo, la fuerza de estos impactos directos puede variar por dos razones: i) diferencias en la intensidad de las variaciones de los precios de las materias primas, y ii) diferencias en la intensidad de la transmisión de los cambios de los precios de las materias primas a los precios de consumo. El gráfico 4 muestra que, en la segunda mitad de la década de 2000, se registraron fluctuaciones históricamente acusadas de los precios internacionales de las materias primas. Por lo que se refiere a la última recesión, la secuencia de subida generalizada de los precios registrada anteriormente, seguida de un desplome general durante la recesión y de un repunte general después de la recesión, coincidió con el pronunciado ciclo económico mundial y, en particular, con la evolución de las economías emergentes, que se han convertido en usuarios y consumidores cada vez más importan-

Gráfico 4 Evolución de los precios internacionales de las materias primas

(dólares estadounidenses; índice: 2010 = 100)



Fuentes: BCE, Eurostat y HWWI.

Nota: Las fechas de los periodos de recesión/crecimiento lento son las identificadas por el Centre for Economic Policy Research (véase la nota 1).

tes de materias primas (véase, en el recuadro 1, una comparación de los patrones recientes e históricos de la evolución de los precios del petróleo).

3 La definición de deuda de las Administraciones Públicas que se utiliza en las cuentas integradas de la zona del euro difiere de la definición de deuda pública de Maastricht en que no está consolidada y se refleja a valor de mercado.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Durante la recesión global de 2008-2009, el precio del Brent se desplomó desde unos 150 dólares estadounidenses por barril a mediados de 2008 hasta situarse en torno a 40 dólares por barril a principios de 2009. Esta caída de aproximadamente el 70% supuso un cambio de sentido en la fuerte tendencia al alza iniciada a principios de la década de 2000. Además, en cuanto surgieron las primeras señales de recuperación de la actividad mundial, los precios del petróleo comenzaron a subir de nuevo. En este recuadro se analiza la naturaleza de las fuertes fluctuaciones de los precios observadas recientemente a la luz de episodios anteriores de variaciones de los precios del petróleo de intensidad similar.

La experiencia histórica en relación con fluctuaciones acusadas de los precios del petróleo

Desde una perspectiva histórica, el reciente episodio de rápido aumento y caída de los precios del petróleo parece carecer de precedentes tanto en términos de la velocidad como de la magnitud de las fluctuaciones (véase gráfico A). Aunque ha habido periodos de subidas más rápidas de los precios, por ejemplo, después de la guerra de Yom Kippur en 1973, o disminuciones más acusadas, pero más

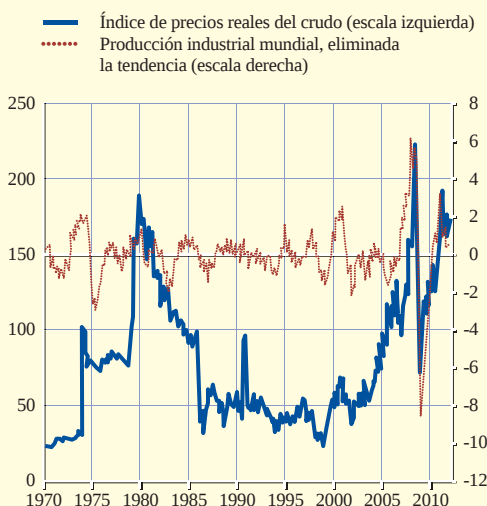
lentas, como en la década de los ochenta, el episodio más reciente destaca por el hecho de que tanto los aumentos como los descensos fueron muy pronunciados. Además, a diferencia del último episodio, todos los episodios anteriores comparables pueden vincularse directamente a acontecimientos geopolíticos dramáticos con origen en los conflictos en Oriente Medio, como el embargo acordado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en 1973 o la revolución iraní en 1979.

Más concretamente, los principales factores determinantes de las acusadas fluctuaciones de los precios del petróleo hasta finales de la década de los noventa fueron las perturbaciones de oferta. Por consiguiente, puede afirmarse que las variaciones de los precios del petróleo tendieron a impulsar el ciclo económico, más que a ser consecuencia de este. Esto queda ilustrado en el gráfico A, que muestra la evolución de los precios reales del petróleo y el componente cíclico de la producción industrial mundial desde enero de 1970¹. Por ejemplo, los precios del petróleo se triplicaron con creces tras la drástica reducción del suministro de petróleo acordada por la OPEP en noviembre de 1973, que se estima que ascendió al 7,5% de la producción mundial de ese período². Debido a la falta de fuentes alternativas de suministro y a la naturaleza muy intensiva en petróleo de la economía mundial, se inició una grave recesión. De igual modo, la perturbación de los precios del petróleo de 1979 también desencadenó una recesión económica. No obstante, la prolongada senda descendente que siguieron

- 1 Para captar con claridad la evolución de la actividad mundial relacionada con el ciclo económico y conseguir que dicha evolución sea comparable entre distintos ciclos, en el gráfico A se muestra una medida de la producción industrial mundial (excluida la construcción) una vez eliminada la tendencia.
- 2 Véase J. D. Hamilton, «Historical Oil Shocks», en R. Whaples y R. Parker (eds.), *Major Events in Economic History*, Routledge, que se publicará en 2013. El artículo también está disponible en http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil_history.pdf.

Gráfico A Precios reales del crudo y actividad mundial

(índices: 2005 = 100; datos mensuales)

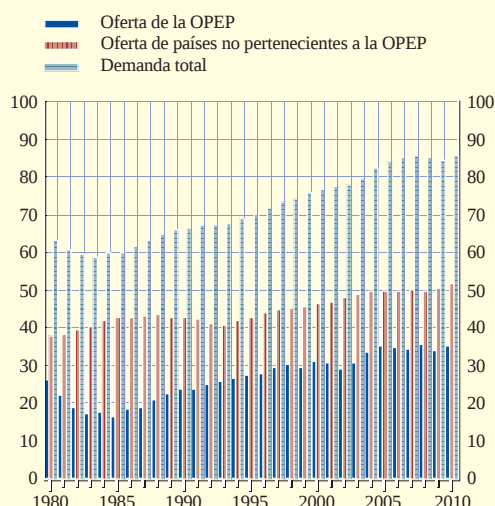


Fuentes: FMI, US Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El índice de precios del petróleo es una media de los índices de precios del petróleo Dubai, Brent y WTI deflactados por el índice de precios de consumo de Estados Unidos y expresados en dólares estadounidenses a precios de 2005 (la última observación corresponde a enero de 2012). La producción industrial mundial excluye la construcción e incluye los países de la OCDE y los seis países más importantes que no pertenecen a esta organización. La tendencia se ha eliminado utilizando un filtro Hodrick-Prescott (la última observación corresponde a noviembre de 2011).

Gráfico B Oferta y demanda de petróleo

(millones de barriles diarios; datos anuales)



Fuente: US Energy Information Administration.
Nota: La última observación corresponde a 2010.

los precios del petróleo posteriormente no parece haber estado asociada a la evolución de la actividad económica. De hecho, la caída de los precios estuvo impulsada, fundamentalmente, por la oferta de petróleo y, en particular, por la rápida expansión de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP, en los que la explotación de las reservas probadas y de nuevos yacimientos petrolíferos pasó a ser repentinamente viable desde el punto de vista económico, como consecuencia de la subida de los precios del crudo de mediados de la década de los setenta (véase gráfico B).

Los cambios en la naturaleza de las variaciones de los precios del petróleo

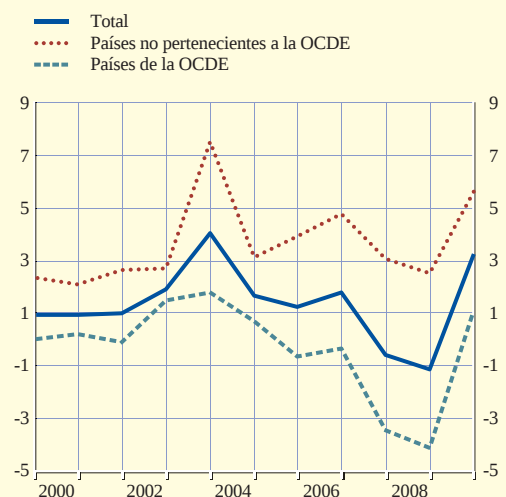
La estabilidad observada, en general, en los precios del petróleo hasta finales de la década de los noventa se debió, fundamentalmente, al crecimiento relativamente estable del suministro, en particular del procedente de los países de la OPEP. No obstante, la continua reducción de la capacidad productiva sin utilizar de la OPEP, junto con la falta de nueva capacidad resultante de las limitadas inversiones efectuadas durante el período de precios reducidos del petróleo a partir de mediados de los años ochenta y la disminución de la producción de los países no pertenecientes a la OCDE, se tradujo en un crecimiento total de la oferta, que fue sistemáticamente a la zaga del crecimiento de la demanda de crudo durante la década de 2000. En general, esto ha ejercido presiones al alza sobre los precios del petróleo. Por consiguiente, dado que no se han producido perturbaciones de oferta de magnitud comparable a las experimentadas previamente, los precios del petróleo parecen haber estado determinados en mayor medida por la demanda en los últimos años³.

El acusado descenso de los precios del petróleo durante la recesión de 2008-2009 se desencadenó por un número creciente de señales que apuntaban a una disminución considerable de la actividad económica mundial, y posteriormente se vio acentuado por el estallido de la crisis financiera. El índice de producción industrial (excluida la construcción) cayó alrededor de un 13% durante la recesión de 2008-2009 (véase gráfico A), tras el intenso crecimiento de la actividad mundial y de los precios del petróleo registrado antes de la crisis, lo que indica que en los últimos años ha habido una estrecha relación entre las variaciones de los precios del petróleo y el ciclo económico mundial. Un factor clave en este contexto ha sido el papel más destacado desempeñado por los países no pertenecientes a la OCDE a la hora de impulsar el ciclo económico mundial y de determinar la demanda global de petróleo en un entorno de crecimiento limitado de la oferta (véase gráfico C). Esto también se ve confirmado por el hecho de que las pronunciadas fluctuaciones de los precios del petróleo fueron un claro reflejo de las que se produjeron en los precios de los alimentos y de otras materias primas, en lugar de seguir una senda más idiosincrásica (véase el gráfico 4 del texto principal).

3 En la década de 2000 se registraron varias perturbaciones de oferta de petróleo reseñables, entre las que se incluye una tras la huelga general en Venezuela en 2002-2003 y la que se produjo después del ataque de Estados Unidos a Iraq en 2003. No obstante, en estas ocasiones resultó afectada una proporción mucho más limitada de la oferta mundial de petróleo que en perturbaciones anteriores. Véase la referencia mencionada en la nota a pie de página 2.

Gráfico C Crecimiento de la demanda de petróleo

(tasas de variación interanual)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.
Nota: La última observación corresponde a 2010.

De cara al futuro, hay pocas razones para esperar una desaceleración del crecimiento de la demanda mundial de petróleo. De hecho, como consecuencia del rápido crecimiento de las economías emergentes (de Asia, en particular), la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda de crudo se incremente de forma continuada hasta 2016, pese a los altos niveles actuales de los precios⁴. En cambio, es probable que el crecimiento de la oferta sea limitado, al menos a medio y a largo plazo, debido a la existencia de factores geológicos que condicionan la expansión adicional de la capacidad de producción de los países no pertenecientes a la OPEP y al hecho de que se necesitan inversiones considerables para ampliar la capacidad actualmente limitada de la OPEP. Por otra parte, todavía transcurrirá un tiempo antes de que las fuentes alternativas de energía y de combustibles, cuya viabilidad económica está aumentando como consecuencia de los altos precios actuales del petróleo, constituyan una parte significativa de la oferta energética y de combustibles. Estos dos factores implican que es posible que continúe la fuerte correlación observada recientemente entre los precios del petróleo y el ciclo económico mundial. Sin embargo, la evolución de la oferta también seguirá desempeñando un papel importante, especialmente si se tiene en cuenta la actual situación de tensión, así como la esperada, en términos de oferta y demanda internacional de crudo⁵.

4 Agencia Internacional de la Energía, *Oil Market Report*, diciembre de 2011.

5 Véase también R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, «Will oil prices decline over the long run?», *Occasional Paper Series*, n.º 98, BCE, octubre de 2008.

Durante las escaladas de precios de 2008 y 2011, el impacto de las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas expresados en dólares estadounidenses en la inflación de la zona del euro se vio ligeramente amortiguado por la apreciación del euro frente al dólar.

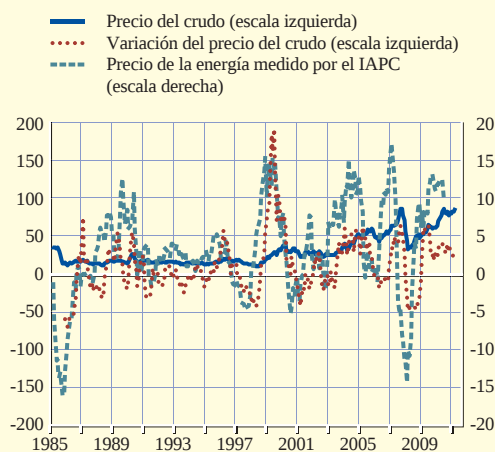
En cuanto a los precios del petróleo, su impacto relativamente acusado sobre el componente energético del IAPC durante la recesión de 2008-2009 fue atribuible no solo a las fuertes fluctuaciones de los precios del crudo, sino también a que su nivel de partida fue mucho más elevado que en episodios anteriores de variaciones de los precios. El hecho de que el efecto de las modificaciones de los precios del petróleo en el IAPC dependa del nivel de estos precios se debe a que la incidencia de las subidas de los mismos en los precios de consumo de los combustibles líquidos queda amortiguado por unos márgenes de distribución relativamente estables y, en particular, por los impuestos especiales sobre el combustible, que es una cantidad fija por litro. Por ejemplo, si el precio del barril de petróleo es de 20 euros, se estima que un incremento del 10% de los precios del crudo provocaría un aumento medio del componente energético del IAPC de aproximadamente el 1,6%. Sin embargo, si el precio del barril de petróleo es de 100 euros, el impacto se eleva hasta situarse en torno al

4,2%⁴. Esto explica por qué fue tan intenso el efecto de la escalada y el desplome de los precios del petróleo en el componente energético del IAPC durante la recesión de 2008-2009, aunque la evolución en términos de la tasa de variación interanual fuera menos excepcional (véase gráfico 5).

4 Para más detalles, véase el documento «Energy markets and the euro area macroeconomy» (sección 3.2), del Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010.

Gráfico 5 Precios del crudo e inflación de la energía

(euros/barril; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Datastream.

El nivel de los precios del petróleo también repercute en el peso de la energía en la cesta del IAPC. La tendencia de los precios de los productos energéticos a situarse por encima de la media, junto con el mayor consumo de energía, se ha traducido en un aumento constante de la participación de la energía en el consumo total. En consecuencia, su peso en la cesta del IAPC fue superior al 10 % en 2011, casi el doble que en la década de los setenta. Automáticamente, esto implica que un incremento porcentual determinado de los precios energéticos afectará en mayor medida a la inflación medida por el IAPC que en décadas anteriores.

Por lo que respecta a los precios de los alimentos, históricamente, la evolución de los precios internacionales de las materias primas no ha desempeñado un papel importante en la determinación de los precios de consumo. Una explicación de esto es que la Política Agrícola Común (PAC) influye en los precios de ciertas materias primas producidas en la UE a través de los precios de intervención, de las medidas de apoyo a los precios y de los aranceles y cuotas de importación⁵. En consecuencia, tradicionalmente, los precios en la UE han sido más elevados que los precios internacionales y la PAC ha amortiguado la transmisión de perturbaciones de los precios internacionales de los alimentos a la inflación medida por el IAPC. El gráfico 6 muestra que, hasta 2006, la volatilidad del índice de precios internacionales fue bastante más pronunciada que la del índice de precios de la UE. No obstante, desde que, en 2006, los precios internacionales de diversas materias primas superaran a los precios de intervención de la PAC, los precios de la UE y los precios internacionales han evolucionado de manera más paralela. Esto sugiere que la PAC ya no modera los precios en la misma medida y que el impacto de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, más volátiles, jugó un papel más destacado a la hora de determinar la inflación de los precios de los alimentos durante la recesión de 2008-2009⁶.

Los precios de las materias primas también influyen en la inflación medida por el IAPC a través de efectos

Gráfico 6 Precios internacionales y en la UE de las materias primas alimenticias

(índice: 2008 = 100)



Fuentes: Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea, HWWI y cálculos del BCE.

indirectos, que están relacionados con el impacto de las subidas de los costes de los bienes intermedios en la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, a lo largo de la cadena de producción, y de efectos de segunda vuelta, que incorporan el efecto de los precios de las materias primas en la fijación de salarios o en las expectativas de inflación. Ambos tipos de efectos tardan considerablemente más tiempo en notarse que los efectos directos. En consecuencia, su impacto puede depender de la duración de las fluctuaciones de los precios de las materias primas. Durante la recesión de 2008-2009, estas fluctuaciones fueron muy acusadas en ambas direcciones, pero también se produjeron durante un horizonte temporal relativamente corto, tanto en sentido ascendente como descendente. Por lo tanto, esto puede haber mitigado la respuesta general en términos de efectos indirectos.

La evidencia procedente de diversos modelos normalmente indica que un aumento del 10 % de los precios del petróleo provoca un impacto

5 Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area – the role of asymmetries and nonlinearities», *Working Paper Series*, n.º 1168, BCE, abril de 2010.

6 Probablemente este sea un cambio permanente, debido al hecho de que es probable que los precios de las materias primas sigan siendo elevados y a que las medidas de intervención de los precios se están retirando gradualmente de la PAC.

acumulado de solo alrededor de 0,2 puntos porcentuales en la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en un horizonte de tres años, y se estima que este impacto se distribuye de forma más o menos equitativa entre efectos indirectos y efectos de segunda vuelta. A este respecto, la reacción más limitada de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, durante la recesión de 2008-2009 en comparación con recesiones anteriores puede haber sido atribuible al hecho de que tanto los efectos indirectos como los de segunda vuelta parecen haber disminuido desde mediados de los años ochenta⁷ como consecuencia de los cambios observados en las características estructurales de la economía, en particular, de la menor intensidad energética, de un anclaje más firme de las expectativas de inflación y de las modificaciones del mecanismo de determinación de precios y salarios. Estas cuestiones se consideran en la siguiente sección.

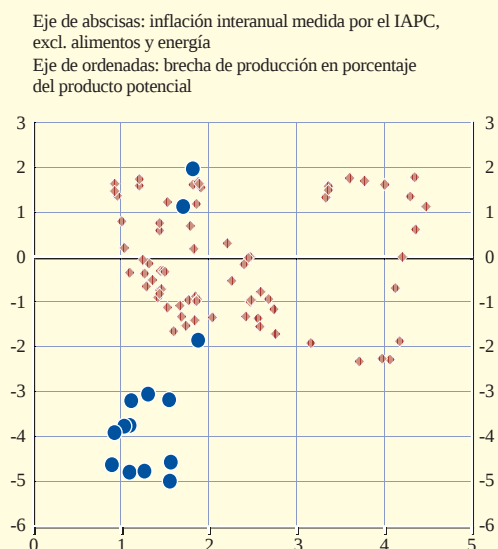
4 LA LIMITADA CAPACIDAD DE RESPUESTA DEL IAPC, EXCLUIDOS LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA, DURANTE LA RECESIÓN DE 2008-2009

Considerando la profundidad de la recesión de 2008-2009, medida por la brecha de producción del conjunto de la economía, la capacidad de respuesta de los componentes de la inflación que resultan más afectados por factores internos (que se incluyen en el IAPC, excluidos los alimentos y la energía) fue limitada. A este respecto, el gráfico 7 muestra que la evolución conjunta de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, y de la brecha de producción en los últimos años ha sido distinta de la observada en el período transcurrido desde 1990: incluso en el momento más recesivo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, no se situó muy por debajo del 1%.

A este respecto es importante señalar que, en comparación con recesiones anteriores, la recesión de los años noventa supuso un primer cambio en la relación entre la inflación y la capacidad productiva no utilizada de la economía, esto es, una ruptura en la denominada curva de Phillips. Concretamen-

Gráfico 7 Inflación medida por el IAPC (excluidos los alimentos y la energía) y brecha de producción de la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y estimaciones de la brecha de producción de la OCDE.

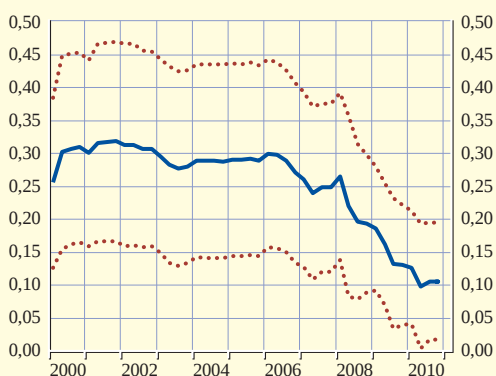
Notas: El total de la muestra corresponde al período 1990-2011. Los puntos azules son una combinación de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, y de la brecha de producción entre 2008 y 2011.

te, el papel desempeñado por la brecha de producción o la tasa de desempleo a la hora de explicar la inflación (teniendo en cuenta la influencia de factores de oferta atribuible a perturbaciones de los precios de las materias primas o a modificaciones de los impuestos) parece haber perdido importancia durante ese período. Según la literatura sobre este tema, esta menor importancia puede tener su origen en varios factores concurrentes, como la globalización, que reduce el margen de subida de los precios debido a la competencia internacional, y la aplicación de políticas monetarias sólidas en mu-

7 Véase el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *op. cit.* Según la evidencia procedente de un modelo estructural de pequeña escala, se estima que, en promedio, el impacto causado por una subida del 10% de los precios del petróleo en el IAPC excluida la energía se redujo de 0,29 puntos porcentuales a 0,20 puntos porcentuales al basar la estimación en muestras secuenciales que comienzan entre el primer trimestre de 1971 y el tercer trimestre de 1995 y finalizan entre el cuarto trimestre de 1979 y el cuarto trimestre de 2000, en comparación con muestras secuenciales que empiezan entre el primer trimestre de 1980 y el primer trimestre de 2001 y terminan entre el primer trimestre de 1988 y el primer trimestre de 2009.

Gráfico 8 Estimaciones recursivas del coeficiente de la capacidad productiva no utilizada de la economía en una curva de Phillips estándar

(elasticidad; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE.

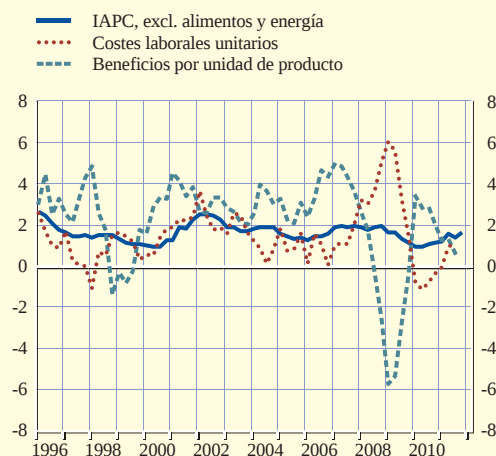
Notas: Las estimaciones recursivas utilizan la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, como variable dependiente, y la estimación de la brecha de producción de la OCDE, como regresor. La muestra empleada para realizar las estimaciones comienza siempre en 1988. Las líneas rojas punteadas representan los intervalos de confianza al 95 %.

chos países⁸. El gráfico 8 sugiere que la relevancia de estos indicadores puede haberse reducido aún más durante la década de 2000, ya que las estimaciones recursivas del coeficiente de la capacidad productiva no utilizada de la economía de una ecuación del tipo curva de Phillips para la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, disminuyeron, en particular durante la recesión de 2008-2009.

Existen varias razones por las que pueden surgir débiles presiones desinflationistas, incluso si se producen cambios significativos en la actividad económica. Una de las principales razones es la existencia de rigideces en los mercados de trabajo. En promedio, los costes laborales suponen aproximadamente el 27% del coste total de los factores de producción de las empresas de la zona del euro. Por consiguiente, las rigideces observadas en el ajuste de estos costes pueden explicar una parte considerable de la falta de capacidad de respuesta de la inflación. Los costes laborales están determinados, en última instancia, por la combinación de salarios y de productividad. La tasa

Gráfico 9 Inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, costes laborales unitarios y crecimiento de los beneficios por unidad de producto

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó hasta finales de 2008, cuando la actividad económica alcanzó su punto más bajo en la recesión, lo que, debido a que el empleo experimentó una caída relativamente más limitada, se tradujo en pérdidas de productividad (véase gráfico 9). El crecimiento de los costes laborales unitarios no descendió hasta después de que la recuperación económica posterior trajera consigo mejoras de la productividad del trabajo y de que el crecimiento de los salarios se estabilizara en niveles más reducidos, registrando un mínimo en 2010 y situándose de nuevo en territorio positivo en 2011. Por lo tanto, esta evolución tuvo cierto efecto «anticíclico» en la inflación. El hecho de

8 Para una comparación entre países, véase, por ejemplo, D. Laxton y P. N'Diaye, «Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Tradeoff: Some Evidence from 17 Industrial Countries», *Working Paper Series*, n.º 02/222, FMI, 2002. Para evidencia sobre Estados Unidos, véase A. Atkeson y L. E. Ohanian, «Are Phillips curves useful for forecasting inflation?», *Quarterly Review*, vol. 25, n.º 1, Federal Reserve Bank of Minneapolis, invierno de 2001, pp. 2-11. Para evidencia sobre la zona del euro, véase B. Fischer, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006», *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n.º 7, Elsevier, noviembre de 2009, pp. 1138-1164.

que, no obstante, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuviera relativamente estable durante la recesión fue consecuencia del efecto compensador de la evolución del crecimiento de los beneficios por unidad de producto, que siguió de cerca la de la actividad real.

Centrando la atención en la evolución de los salarios, el crecimiento de la remuneración por asalariado se moderó, y pasó del 3,5% registrado al principio de la recesión de 2008-2009 (el nivel más elevado desde el comienzo de la UEM en 1999) a aproximadamente el 1,5% en el otoño de 2009 (véase gráfico 10). Esta disminución fue acorde con la experiencia histórica (véase el gráfico 11, que se ha calculado utilizando la misma metodología que en los gráficos 2 y 3). Esto puede resultar sorprendente, habida cuenta de la excepcional profundidad de la recesión, aunque puede explicarse, en cierta medida, por el hecho de que los ajustes de los costes se efectuaron en términos de «cantidades», tales como reducciones del número de horas trabajadas o de personas ocupadas, en lugar de en términos de tarifas salariales⁹. En el recuadro 2, en el que se compara la evolución de la inflación y de los costes laborales en la zona del euro y en Estados Unidos, se sugiere que, en esta última economía, la importancia del ajuste «cuantitativo» fue aún mayor en la recesión de 2008-2009 que en recesiones anteriores.

En cuanto a la zona del euro en su conjunto, existen diversos factores que pueden haber impedido un mayor ajuste a la baja de los salarios durante la recesión de 2008-2009, pese a la acusada debilidad de las condiciones en los mercados de trabajo. Por ejemplo, en algunos países de la zona, los salarios se indician a la evolución pasada de la inflación y, por tanto, el ajuste fue menos intenso¹⁰. Determinados países también mantienen un salario

Gráfico 10 Remuneración por asalariado y salarios negociados

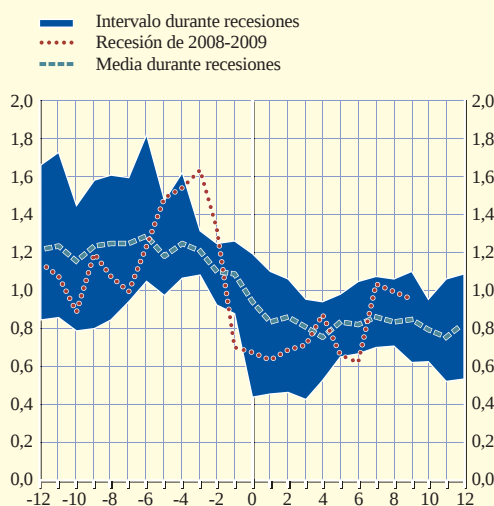
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 11 Remuneración por asalariado normalizada antes y después de recesiones

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la media y los intervalos de las tasas de variación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión (0 = I 1975, III 1983, III 1993 y II 2003. Para la recesión de 2008-2009, 0 = II 2009). Los valores se han normalizado dividiéndolos por la media durante el intervalo que cubre el gráfico, concretamente tres años antes y después del mínimo del producto durante las recesiones. La media y los intervalos no incluyen la recesión de 2008-2009. Los datos anteriores a 1996 se basan en información de la base de datos del modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE, que utiliza fuentes no armonizadas.

9 Para una comparación de la evolución del mercado de trabajo en Alemania y en Estados Unidos, véase, por ejemplo, M. Burda y J. Hunt, «What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?», CEPR Discussion Paper, n.º 8520, agosto de 2011.

10 Véase J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «Downward nominal and real wage rigidity-survey evidence from European firms», *Working Paper Series*, n.º 1105, BCE, noviembre de 2009.

mínimo legal, que tiende a establecer un límite inferior en lo que respecta al ajuste a la baja de los salarios, en particular, en sectores y profesiones con bajo crecimiento de la productividad. También pareció haber una reticencia mayor, en general, a reducir el nivel (más que la tasa de crecimiento) de los salarios. La evidencia procedente de encuestas realizadas por la Red de Investigación sobre Dinámica Salarial (Wage Dynamics Network) del SEBC durante la recesión de 2008-2009 ha demostrado que, cuando las empresas tuvieron que afrontar caídas de la demanda, tendieron a recortar sus costes laborales fundamentalmente a través del factor trabajo en términos del número de empleados o de horas trabajadas, en lugar de hacerlo mediante rebajas salariales. Solo el 1,5 % de las empresas encuestadas durante el verano de 2009 señalaron que habían recortado el salario base en respuesta a la recesión, y solo el 8,6 % indicó que habían reducido los componentes salariales variables, como las primas. Al mismo tiempo, las empresas participantes en la encuesta manifestaron que la incidencia de las congelaciones salariales aumentó considerablemente después de la recesión, ya que el porcentaje de empresas que había aplicado esta medida se incrementó del 7,6 % en los cinco años anteriores a la recesión al 37,1 % para el verano de 2009. En cuanto a los datos macroeconómicos, el mayor ajuste aplicado a los componentes salariales va-

riables que a los salarios base queda reflejado en unos patrones ligeramente diferentes del crecimiento de la remuneración por asalariado y de los salarios negociados (véase gráfico 10). El crecimiento de estos últimos se moderó con más lentitud que el de la remuneración por asalariado, registrando un mínimo al cabo de más de un año. Este retraso puede deberse no solo a las rigideces de los mercados de trabajo, sino también a la duración media de los acuerdos salariales (unos 18 meses) en la zona del euro, siendo inevitable que el crecimiento de los salarios tienda a ir a la zaga de la evolución económica, dependiendo de la profundidad de la recesión y del tiempo restante de vigencia de los contratos.

Por último, una capacidad de respuesta baja de la inflación a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía también puede ser consecuencia de que las expectativas de inflación de los responsables de la fijación de precios y salarios están firmemente ancladas. Las expectativas pueden ser un destacado factor determinante de la inflación observada: si los agentes consideran que la inflación permanecerá por debajo del 2 %, aunque próxima a este nivel, en el medio plazo (y que las medidas de política monetaria serán adecuadas para cumplir ese objetivo), el riesgo de que se inicie un proceso deflacionario autosostenido es reducido.

Recuadro 2

EL AJUSTE DE LOS PRECIOS DURANTE Y DESPUÉS DE RECESIONES: COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se realiza una comparación entre la evolución de la inflación durante la última recesión y la registrada en recesiones anteriores centrada en la zona del euro y Estados Unidos. También se compara la evolución de los costes laborales en ambas economías, ya que son uno de los componentes clave de la inflación generada internamente.

La inflación en Estados Unidos siguió un patrón similar al de la zona del euro durante la última recesión

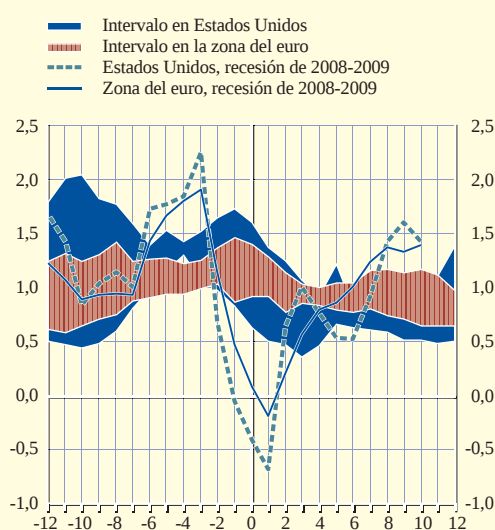
De forma similar al panorama presentado en relación con la zona del euro en la sección 2 del texto principal, el comportamiento de la inflación en Estados Unidos durante la última recesión fue muy

distinto al registrado en recesiones anteriores (véase gráfico A). Al igual que en la zona del euro, las fluctuaciones históricamente pronunciadas de la inflación fueron atribuibles, fundamentalmente, a la evolución de los precios de las materias primas, ya que la trayectoria de la inflación excluidos los alimentos y la energía continuó estando básicamente en consonancia con la de recesiones anteriores (véase gráfico B). No obstante, al mismo tiempo, la diferencia entre la zona del euro y Estados Unidos radicó en que los precios de los sectores protegidos tuvieron una incidencia significativa en este último país. De hecho, en contraposición a la evolución estable, en general, observada en recesiones anteriores en Estados Unidos, estos precios cayeron sustancialmente durante la última recesión y permanecieron en terreno negativo durante la mayor parte de 2010. Posteriormente, empezaron a recuperarse con una rapidez relativa, volviendo a situarse próximos a los niveles anteriores a la crisis en el tercer trimestre de 2011. Este pronunciado ciclo estuvo vinculado a la fuerte corrección que se produjo en el mercado de la vivienda estadounidense a partir de 2007, con descensos de los precios sin precedentes en las cuatro décadas anteriores.

Aunque la capacidad de respuesta de la inflación durante la última recesión fue muy similar en la zona del euro y en Estados Unidos, se ha de observar que, tradicionalmente, su evolución ha sido más variable en este último país, algo que también es aplicable a los períodos de recesión y que se ha visto reflejado en la mayor amplitud de los intervalos tanto de la inflación como de la inflación excluidos los alimentos y la energía en Estados Unidos que en la zona del euro. Esto puede haberse debido, entre otros factores, al hecho de que la evolución de los precios de la energía tiende a causar un impacto ligeramente mayor en Estados Unidos, en consonancia con la mayor intensidad energética de la economía estadounidense resultante de unos impuestos más bajos sobre los productos energéticos y con la

Gráfico A Inflación

(tasas de variación interanual normalizadas)

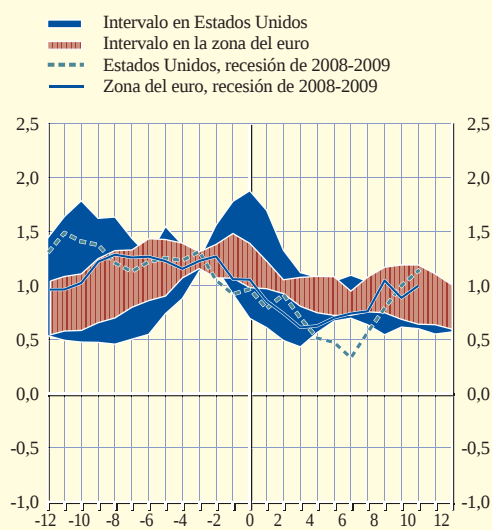


Fuentes: US Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión en Estados Unidos (0 = I 1975, IV 1982, I 1991, IV 2001 y II 2009). Los resultados para la zona del euro son los que figuran en los gráficos 2 y 3.

Gráfico B Inflación excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual normalizadas)



Fuentes: US Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las tasas de inflación interanual normalizadas de doce trimestres antes y después del último trimestre de cada recesión en Estados Unidos (0 = I 1975, IV 1982, I 1991, IV 2001 y II 2009). Los resultados para la zona del euro son los que figuran en los gráficos 2 y 3.

conclusión empírica de que, en este país, la inflación reacciona con mayor rapidez e intensidad a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía¹. En general, los precios parecen variar más a menudo en Estados Unidos, lo que puede estar relacionado con la mayor competencia en el sector minorista y en algunos servicios².

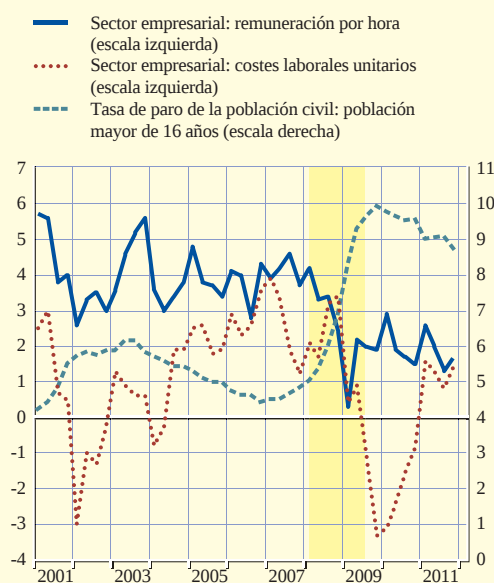
Los costes laborales parecen haber respondido con más rapidez a las condiciones económicas en Estados Unidos que en la zona del euro

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la última recesión inicialmente generó ciertas presiones al alza sobre el crecimiento de los costes laborales, antes de que la moderación del crecimiento de los salarios y las mejoras de la productividad desencadenaran un acusado descenso a mitad del período de recesión (véanse gráficos C y D). Sin embargo, mientras que, en Estados Unidos, los costes laborales unitarios ya se habían situado en niveles negativos en el segundo semestre de 2009 y en 2010, y posteriormente se mantuvieron por debajo de las tasas de crecimiento de antes de la crisis, en la zona del euro, el hecho de que al iniciarse la recesión no se llevara a cabo un ajuste de los salarios y de los costes laborales ejerció presiones al alza sobre los costes laborales unitarios, que alcanzaron niveles muy elevados durante varios trimestres, antes de disminuir brevemente y en menor medida que en Estados Unidos. Los principales factores determinantes de esta evolución

- 1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «La inflación en la zona del euro y Estados Unidos: una evaluación basada en la curva de Phillips», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011.
- 2 Para un análisis más detallado, véase «Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data», E. Dhyne et al., *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, n.º 2, primavera de 2006.

Gráfico C Tasa de paro y costes laborales en Estados Unidos

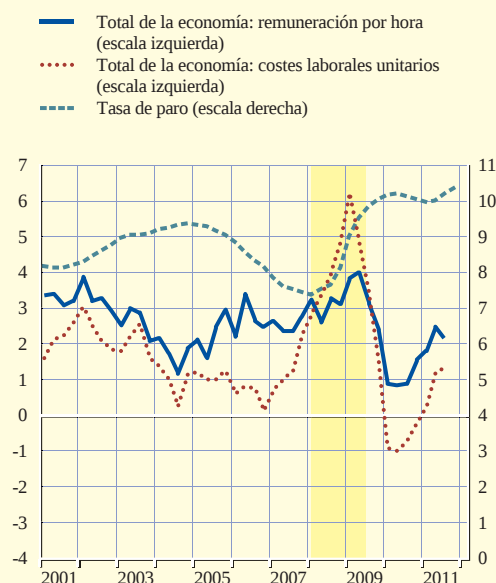
(tasas de variación interanual; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)



Fuentes: US Bureau of Labor Statistics y National Bureau of Economic Research.
Nota: La zona sombreada indica el último período de recesión.

Gráfico D Tasa de paro y costes laborales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)



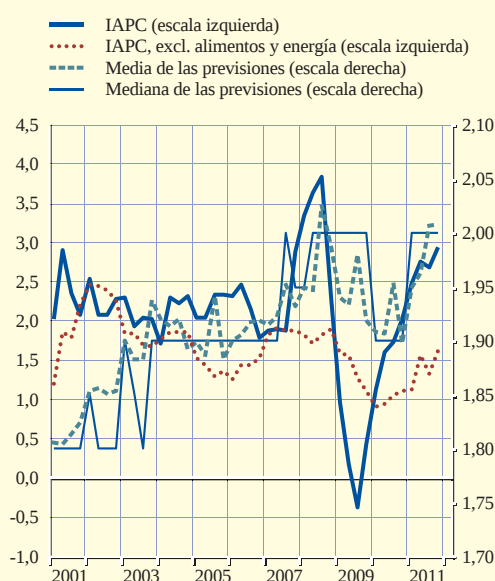
Fuentes: Eurostat, Centre for Economic Policy Research y cálculos del BCE.
Nota: La zona sombreada indica el último período de recesión.

parecen ser la magnitud del ajuste y su distribución en el tiempo, teniendo en cuenta que la caída del crecimiento del PIB real desde el máximo hasta el mínimo cíclico fue comparable en las dos áreas económicas. Ciertamente, los gráficos indican que la desaceleración del crecimiento de los salarios se produjo más tarde en la zona del euro que en Estados Unidos y que el aumento de la tasa de paro fue mucho más moderado. Un simple análisis de correlación cruzada entre los costes laborales y la tasa de paro frente a la evolución del PIB real confirma una relación más coincidente entre la evolución del mercado de trabajo y la actividad económica en Estados Unidos que en la zona del euro, especialmente en términos de costes laborales. Esto es acorde con la tesis de que, en comparación con la zona del euro, la inflación excluidos los alimentos y la energía suele reaccionar con mayor rapidez a los cambios en la capacidad productiva no utilizada de la economía en Estados Unidos, debido a que el mercado laboral es más flexible que en la zona del euro, aunque durante la última recesión, el grado y las características de esta flexibilidad (por ejemplo, el número de horas trabajadas y de personas ocupadas) variaron considerablemente en los distintos países de la zona del euro.

En resumen, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la evolución de la inflación durante la última recesión no fue acorde con la experiencia histórica. Al mismo tiempo, en ambas economías, la evolución de la inflación excluidos los alimentos y la energía estuvo básicamente en consonancia con la experiencia histórica. Por último, parece que, en Estados Unidos, los costes laborales se ajustaron con mayor rapidez a las condiciones económicas que en la zona del euro, y que el ajuste se debió tanto al menor crecimiento de los salarios como a las mejoras de la productividad, como consecuencia de un mayor número de despidos en una fase más temprana.

Gráfico 12 Expectativas de inflación (a cinco años vista), inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica y cálculos del BCE.

El gráfico 12 presenta la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro obtenidas de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica durante el período comprendido entre el primer trimestre de 2001 y el cuarto trimestre de 2011, y muestra que estas expectativas se han mantenido estables en los últimos años. A partir de 2004, la mediana de las previsiones se situó entre el 1,9% y el 2%, pese a las fuertes fluctuaciones de los precios a partir de 2006 y de la profundidad de la recesión que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. La media y la mediana de las previsiones fueron básicamente acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE y, en general, exhibieron una estabilidad considerable.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha analizado la evolución de los precios de consumo en la zona del euro durante la recesión de 2008-2009. En comparación con recesiones anteriores, la inflación medida por el IAPC

experimentó un acusado descenso, aunque fue consecuencia del mayor impacto de la evolución de los precios de las materias primas en los componentes alimenticio y energético del IAPC más que de una respuesta a los cambios excepcionales observados en la capacidad productiva no utilizada de la economía. De hecho, los componentes de la inflación que se generan en mayor medida a nivel interno, medidos por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fueron relativamente resistentes si se tiene en cuenta la severidad de la recesión. Esta capacidad de resistencia estuvo en consonancia con el debilitamiento de la relación entre el grado de capacidad productiva no utilizada de la economía y la inflación que se ha observado durante las dos últimas décadas. Las rigideces nominales existentes en los mercados de trabajo, especialmente cuando la inflación se aproximó a cero, y un anclaje más firme de las expectativas de inflación, pueden haber desempeñado un destacado papel en la moderación de las fluctuaciones de la inflación de los precios y los salarios durante el ciclo económico. En Estados Unidos, la evolución de la inflación excluidos los alimentos y la energía también fue básicamente acorde con la registrada en recesiones anteriores. No obstante, en este país, el ajuste de los costes laborales tardó menos en reflejar la situación económica

que en la zona del euro en su conjunto, y fue resultado del menor crecimiento de los salarios y de las ganancias de productividad.

Las conclusiones relativas a anteriores ajustes de la inflación pueden ayudar a determinar las perspectivas de inflación en la zona del euro. Concretamente, pueden contribuir a explicar por qué las previsiones y las proyecciones de inflación de organismos privados y de organizaciones internacionales actualmente disponibles para 2012 se mantienen en niveles elevados, pese a la desaceleración del crecimiento observada en 2011. De hecho, se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, permanezca básicamente estable durante el horizonte de las previsiones. Aunque se prevé que las presiones sobre los precios internos procedentes del lento crecimiento de la demanda interna y de una evolución contenida de los costes laborales sean reducidas, se espera que, en general, queden contrarrestadas por el efecto alcista de las subidas proyectadas de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.