

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN
RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Fructuoso Borrillo, Alejandro Buesa y Susana Párraga

RESUMEN

Las tasas de inflación globales han aumentado desde comienzos de 2021, especialmente en Estados Unidos, donde han sorprendido al alza en los últimos meses. Una parte del aumento de la inflación en este país se debe a un fenómeno estadístico procedente de la comparación de los precios actuales y los del año anterior, marcado por una caída generalizada de la actividad. Por otro lado, la reactivación económica ha propiciado el repunte de los precios en los sectores más afectados por la pandemia, ha acentuado ciertos problemas de abastecimiento y logística, y ha venido acompañada de un encarecimiento del componente energético. Si bien los factores descritos se consideran transitorios, pueden identificarse tres riesgos al alza sobre la evolución de los precios: primero, las presiones salariales derivadas del desajuste entre oferta y demanda de trabajo; segundo, un efecto inflacionista mayor de lo esperado del estímulo fiscal introducido en respuesta a la pandemia; por último, un posible desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. En todo caso, se espera que estos efectos transitorios tengan una traslación relativamente moderada a la inflación en el área del euro.

Palabras clave: COVID-19, inflación, expectativas de inflación.

Códigos JEL: E31.

Este artículo ha sido elaborado por Fructuoso Borrallo, Alejandro Buesa y Susana Párraga, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

Desde principios de 2021, las tasas de inflación han venido aumentando a nivel global (véase gráfico 1.1). Este movimiento resulta especialmente visible en Estados Unidos, donde la inflación ha alcanzado máximos históricos, con un registro del 5,3% en agosto, que ha llevado la media de los ocho primeros meses del año al 3,9%, muy por encima del 1,8% promedio en la última década. Dada la relevancia de esta economía a nivel global, es importante analizar este fenómeno por las repercusiones que pueda tener para el resto del mundo, incluida el área del euro. En un contexto de elevada incertidumbre, la mayoría de los analistas y la propia Reserva Federal consideran que el aumento reciente de la inflación en Estados Unidos es achacable a fenómenos eminentemente transitorios, como la normalización de la actividad económica tras el período más lesivo de la pandemia (por ejemplo, la pujanza de la hostelería y de los servicios de transporte), incluyendo los desajustes temporales entre oferta y demanda en las primeras instancias de la recuperación económica, y el aumento de los precios de la energía a escala mundial¹. En consonancia, sus previsiones de inflación se han revisado considerablemente al alza para 2021, mientras que la variación en los años sucesivos ha sido mucho más modesta (véase gráfico 1.2).

En el presente artículo se profundiza en estos factores y se discuten los riesgos de que el episodio actual de alta inflación pueda llegar a tornarse más persistente de lo anticipado. Asimismo, se expone hasta qué punto la experiencia de Estados Unidos resulta extrapolable o puede llegar a afectar los desarrollos en la inflación del área del euro.

Evolución reciente de la inflación en Estados Unidos

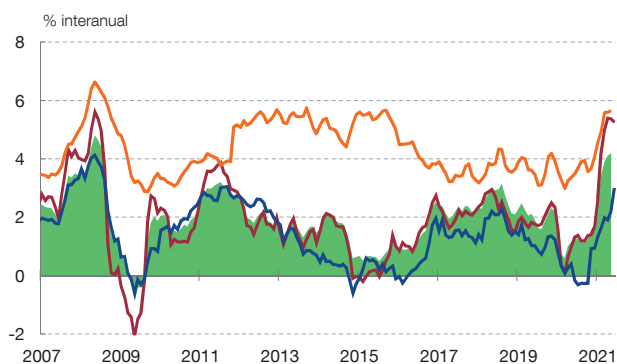
Como se ha mencionado anteriormente, la inflación del IPC lleva presentando en 2021 valores muy superiores a los registros promedio (del 1,2%) de la segunda mitad de 2020. Además, las tasas de inflación vienen sorprendiendo al alza a los analistas en los últimos meses (véase gráfico 2.1). En gran parte, esta dinámica se

¹ Para un análisis de los factores existentes detrás del repunte de la inflación en Estados Unidos, véanse, por ejemplo, el último informe de política monetaria de la Reserva Federal [Reserva Federal (2021)] o Brainard (2021).

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA INFLACIÓN Y PREVISIONES RECIENTES DEL FOMC

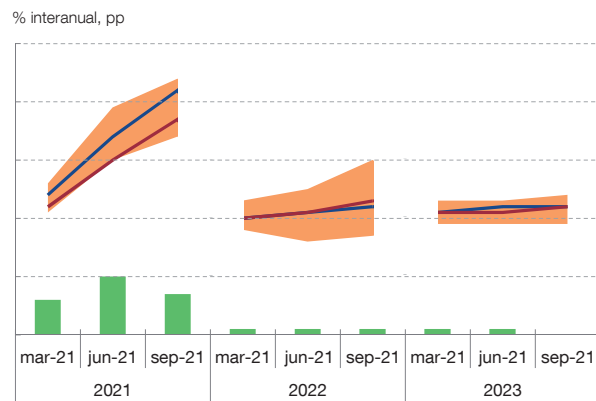
Tras un período de inflación moderada, los precios de consumo han crecido visiblemente durante 2021, especialmente en Estados Unidos. La Reserva Federal ha revisado al alza sus previsiones de inflación para 2021, si bien achaca el repunte a factores transitorios.

1 COMPARATIVA INTERNACIONAL DE INFLACIÓN (IPC)



AGREGADO OCDE
ECONOMÍAS EMERGENTES (a)
ESTADOS UNIDOS
ÁREA DEL EURO

2 PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL FOMC (MEDIANA, RANGO Y PREVISIONES)



RANGO
INFLACIÓN PCE (b)
REVISIÓN
INFLACIÓN PCE SUBYACENTE

Fecha de previsión del FOMC
(año de la previsión)

FUENTES: Refinitiv, OCDE y Federal Reserve Board.

a Excluye China.

b La inflación del deflactor del gasto personal en consumo (PCE) es la variable utilizada por la Reserva Federal en su objetivo de política monetaria.



está debiendo al dinamismo de los precios de la energía. No obstante, la inflación subyacente (IPC excluidos energía y alimentos) también registró crecimientos históricamente elevados (4,3 % en julio, 2,8 % de media en los meses transcurridos de 2021), mostrando que el aumento de la inflación no viene dado únicamente por el encarecimiento de los precios energéticos².

Una parte de este incremento de la inflación en 2021 se deriva directamente de un efecto meramente estadístico, conocido como «efecto base», al compararse los precios actuales con los del año anterior, marcado por una caída generalizada de los precios derivada del cierre de la actividad en sectores importantes de la economía. La descomposición estadística³ de las tasas de inflación evidencia la relevancia de

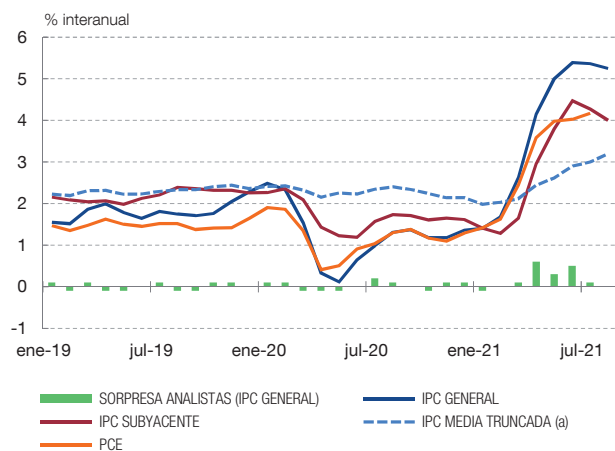
2 En el deflactor del gasto personal (PCE, por sus siglas en inglés), utilizado por la Reserva Federal para su objetivo de inflación, el avance fue del 4,2 % interanual en julio, tras un 1,7 % de media en la segunda mitad de 2020; la inflación subyacente del PCE se elevó hasta el 3,6 %. Ambas medidas difieren en la fórmula de cálculo, cobertura de bienes y servicios, y ponderación de estos; en términos comparados, el IPC otorga más peso a la vivienda y a los carburantes, y el PCE, al gasto en sanidad.

3 Para analizar este efecto meramente estadístico debido a los menores precios al inicio de la pandemia, comparamos la desviación de la inflación un año atrás respecto a la media de los cinco años previos (efecto base) y la desviación de la inflación actual respecto a esa dicha media (resto). Mediante el mismo procedimiento también pueden obtenerse el efecto base y el resto sobre los distintos componentes de la inflación.

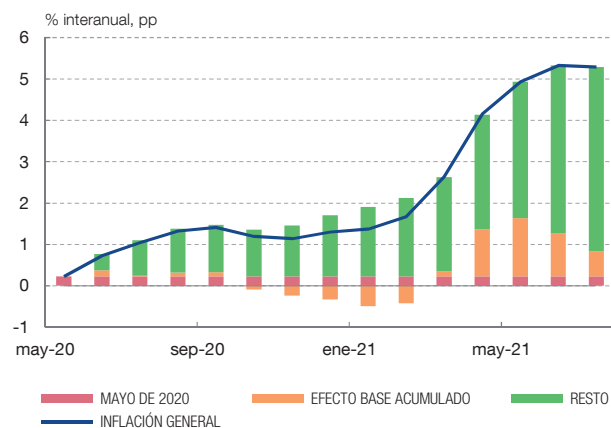
INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS Y EFECTOS BASE

En la primera mitad de 2021, la inflación general ha sorprendido al alza a los analistas, alcanzando tasas elevadas. El efecto base, derivado de la comparación con 2020, se concentra en el componente energético, mientras que el resto proviene de los bienes industriales.

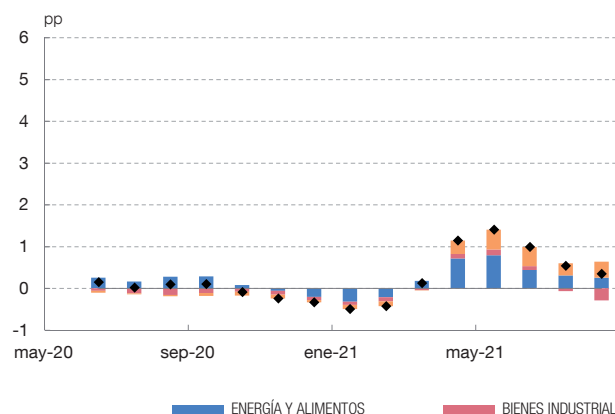
1 MEDIDAS DE INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



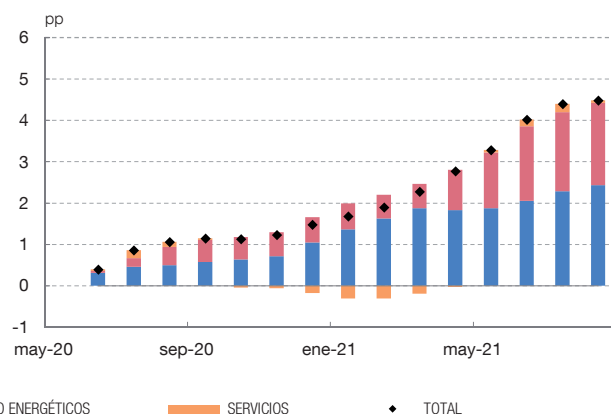
2 INFLACIÓN GENERAL. EFECTOS BASE Y RESTO



3 EFECTOS BASE



4 RESTO



FUENTES: BLS, Thomson Reuters, Reserva Federal de Cleveland y elaboración propia.

a La media truncada descarta las rúbricas fuera del rango de percentiles [8 %, 92 %] de la distribución de la inflación, esto es, ignora los componentes más y menos inflacionistas.



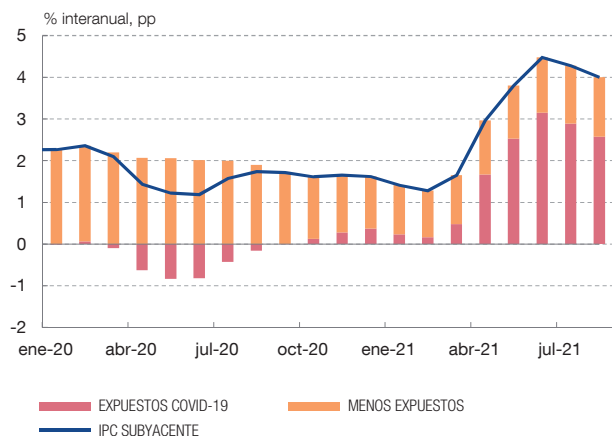
los efectos base en los componentes de energía y de servicios (véanse gráficos 2.2-2.4). Además, utilizando la metodología de Shapiro (2020), se cuantifica explícitamente el impacto de la pandemia sobre los componentes de la inflación subyacente, atendiendo a si se vieron afectadas en mayor o menor medida por aquella⁴. Se evidencia que las restricciones a la movilidad durante 2020 ocasionaron la caída

4 En concreto, se estiman regresiones para el crecimiento de dos meses de cada uno de los componentes incluidos en el gráfico 3.1 — con la excepción de alimentos y de energía— sobre una variable ficticia igual a 1 en marzo-abril (mayo-junio) de 2020, es decir, el período de confinamiento (inicio de la reapertura). Los componentes se consideran más expuestos a la pandemia si el coeficiente estimado del confinamiento (o del inicio de la reapertura) es estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 99 %.

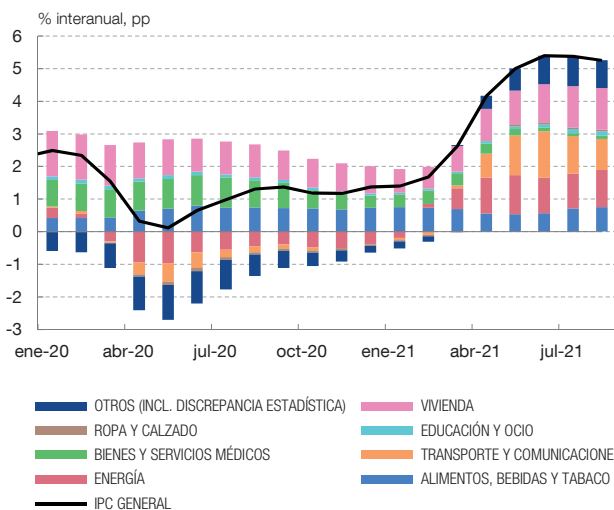
DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN DEL IPC GENERAL Y SUBYACENTE

Las medidas de contención del COVID-19 influyeron significativamente sobre muchas partidas de la inflación, que ahora se encarecen al ritmo de la reapertura. Por componentes, los incrementos de precios son visibles en la energía, y en transporte y comunicaciones.

1 DESCOMPOSICIÓN DEL IPC SUBYACENTE (a)



2 INFLACIÓN IPC Y COMPONENTES



FUENTES: BLS y elaboración propia a partir de Shapiro (2020).

a Los componentes se consideran más expuestos a la pandemia si, en regresiones para el crecimiento de dos meses de estos, el coeficiente de la variable binaria igual a 1 en marzo-abril (mayo-junio) de 2020 —es decir, el período de confinamiento (inicio de la reapertura)— es estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 99 %.



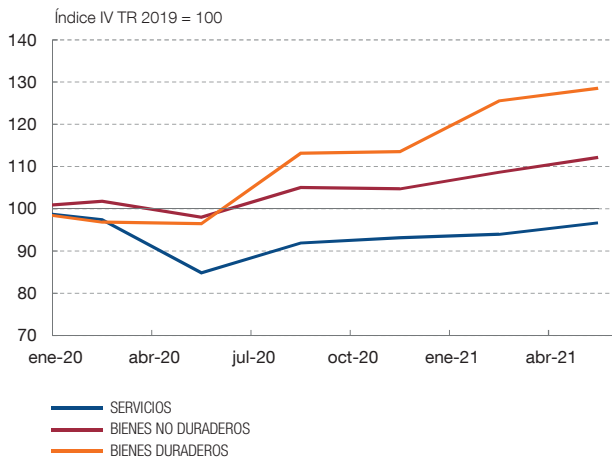
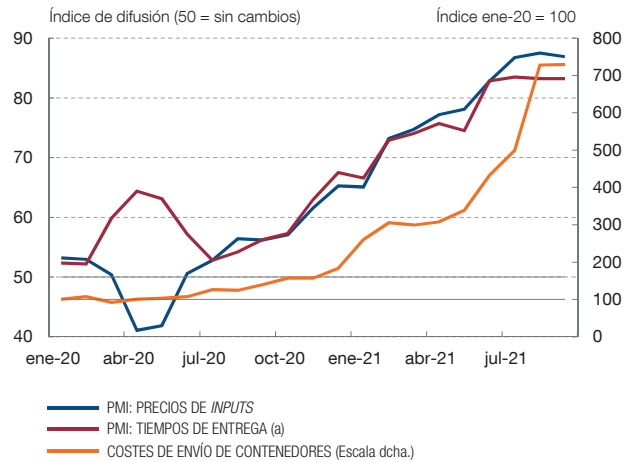
de los precios de aquellos componentes más influidos por las medidas de contención de la pandemia, así como un repunte posterior con la normalización de la actividad (véase gráfico 3.1). En cuanto a los desarrollos genuinos de 2021, la descomposición de la inflación medida por el IPC muestra que las contribuciones más elevadas provienen de los segmentos energéticos —marcados por el encarecimiento del petróleo a raíz de la recuperación gradual de la demanda y por una reacción limitada de la oferta de esta materia prima— y de los componentes de bienes industriales no energéticos, específicamente de transporte y comunicaciones (véase gráfico 3.2).

En efecto, la eliminación progresiva de las medidas restrictivas desde mediados de 2020 y la consecuente reactivación económica han propiciado una recuperación del consumo privado y, en parte, la liberación de la demanda embalsada de bienes duraderos (véase gráfico 4.1), y, más recientemente, un fuerte aumento de la demanda de servicios que requieren contacto social (p. ej., hostelería y restauración). Cabe recordar que, durante los primeros meses de la pandemia, los hogares se vieron forzados a posponer el gasto en muchos bienes y servicios, y un número considerable de empresas ajustó sus existencias ante la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, lo que generó la acumulación de un ahorro extraordinario por parte de muchos agentes económicos [Alonso *et al.* (2021)].

REACTIVACIÓN DE LA DEMANDA Y CUELLOS DE BOTELLA EN LA OFERTA

La reapertura económica ha acarreado desajustes entre oferta y demanda, tanto en bienes como en servicios, que están ocasionando ciertos problemas de abastecimiento y de logística, lo que se traduce parcialmente en un encarecimiento de los precios del productor.

1 DEMANDA DE BIENES Y SERVICIOS POR LOS CONSUMIDORES

2 COSTES DE ENVÍO, PRECIOS DE *INPUTS* Y TIEMPOS DE ENTREGA

FUENTES: Refinitiv, Markit y Freightos.

a La serie está invertida de tal modo que un aumento refleja mayores tiempos de entrega.



En este contexto, no obstante, la reactivación de la actividad empresarial está siendo más lenta, y muchas empresas no están siendo capaces de acomodar rápidamente el fuerte aumento de la demanda. Este desajuste entre la demanda y la oferta de bienes se explica en parte por problemas de abastecimiento y de logística (véase gráfico 4.2), que son especialmente marcados en algunos *inputs* importados (p. ej., semiconductores, acero, madera) y que afectan de manera muy visible a ciertos sectores, como el del automóvil [Attinasi *et al.* (2021)]. Una consecuencia inmediata de lo anterior es el encarecimiento de los precios de producción, que pueden transmitirse, al menos parcialmente, a los precios de consumo [Johnson *et al.* (2016)]. En todo caso, es probable que los desajustes de oferta y de demanda derivados de la reapertura se moderen a medida que las empresas contraten más personal y amplíen la producción [Brainard (2021), Kataryniuk *et al.* (2021)].

Posibles riesgos inflacionistas más persistentes

Aunque la influencia de los efectos transitorios descritos explicaría en gran medida el alza reciente de la inflación, existen algunos riesgos al alza que podrían otorgarle un carácter más persistente. A continuación se destacan tres de ellos: las presiones salariales derivadas de la situación del mercado laboral, los potenciales efectos inflacionistas más pronunciados de lo esperado de los sustanciales estímulos fiscales introducidos en respuesta a la pandemia y un posible desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

En primer lugar, el mercado laboral en Estados Unidos está experimentando una recuperación algo atípica, pues la reactivación de la demanda de trabajo no está siendo correspondida desde el lado de la oferta, en contraste con lo observado en recuperaciones económicas anteriores. Así, la demanda de trabajo está aumentando al compás de la reactivación, tras destruirse más de 20 millones de empleos en los peores momentos de la pandemia. Destaca especialmente la evolución de los servicios, el sector que más empleo destruyó durante la pandemia y el que ha creado más puestos de trabajo en 2021, en particular de aquellas ocupaciones ligadas al ocio y a la restauración (véase gráfico 5.1).

En cambio, la oferta de trabajo ha permanecido hasta ahora más contenida de lo que sería esperable. Mientras que el desempleo ha mantenido una tendencia decreciente desde mediados de 2020, la participación en el mercado laboral se recupera de manera más lenta y sigue bastante por debajo de los niveles pre-pandemia (véase gráfico 5.2). Este fenómeno puede deberse a varios factores no excluyentes. En primer lugar, la pandemia ha propiciado que muchos trabajadores mayores de 55 años se jubilaran antes de lo previsto, voluntaria o forzosamente (véase gráfico 5.3), lo que habría exacerbado temporalmente la caída estructural de la tasa de participación ligada al envejecimiento poblacional [Kaplan *et al.* (2021)]. En segundo lugar, muchas ocupaciones en el sector servicios desempeñadas por trabajadores de baja cualificación y con salarios bajos (p. ej., comercio minorista y restauración) conllevan un elevado grado de interacción social; a pesar del aumento de los niveles de vacunación, el temor al contagio ha afectado a la oferta de empleo hasta muy recientemente⁵. Del mismo modo, persisten todavía las dificultades de vuelta al trabajo para aquellas familias con hijos a cargo, mientras no exista una reapertura completa de colegios y guarderías [Lofton *et al.* (2021), Furman *et al.* (2021)]. Por último, las políticas fiscales de apoyo a las rentas de los hogares también pueden haber desempeñado un cierto papel, al desincentivar la búsqueda activa de empleo de algunas personas [Petrosky-Nadeu y Valletta (2021)] y aumentar el poder de negociación de los trabajadores con menores ingresos, que han incrementado su salario de reserva⁶, como resultado de prestaciones de desempleo más generosas⁷ (véase gráfico 5.4).

Este desajuste entre la demanda y la oferta de trabajo puede generar presiones salariales, como ya se está apreciando para ciertos tipos de trabajador y en algunas ocupaciones (véase gráfico 5.5). Los salarios de los trabajadores con menores

5 Véase el cuadro 3 en la sección sobre empleo de «Educational Attainment for Adults Not Working at Time of Survey, by Main Reason for Not Working and Source Used to Meet Spending Needs», de la Household Pulse Survey elaborada por el Censo de Estados Unidos.

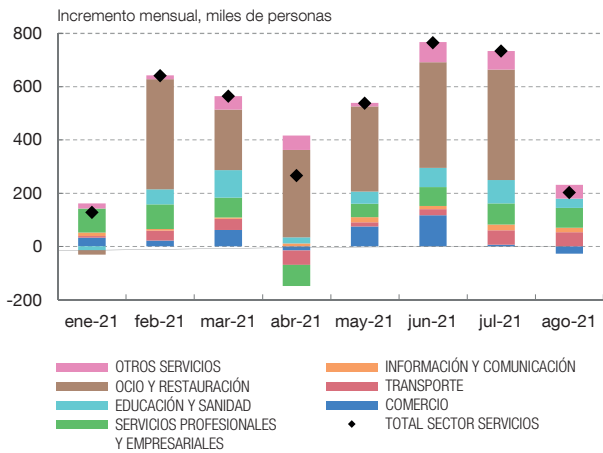
6 El salario de reserva se define como el salario mínimo que un individuo está dispuesto a aceptar en un puesto de trabajo.

7 Los sucesivos planes de estímulo fiscal aprobados en diciembre de 2020 y en marzo de 2021 mejoraron la prestación por desempleo de varias maneras: se aumentó el subsidio en 300 dólares a la semana entre enero y septiembre, y también se prorrogaron la ampliación del número de semanas que se puede percibir este subsidio y la ampliación de la cobertura a los trabajadores por cuenta propia.

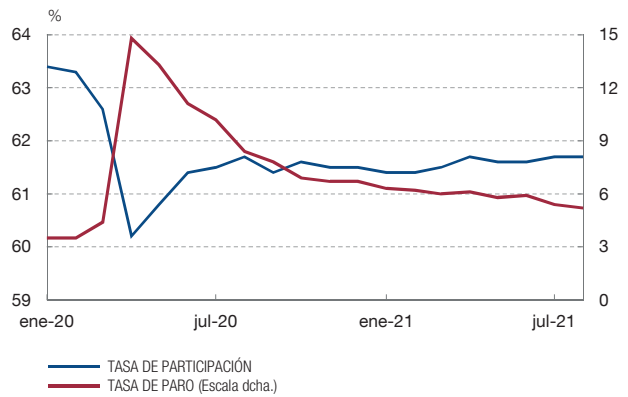
EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL

El mercado de trabajo en Estados Unidos está experimentando una recuperación algo atípica, pues la reactivación de la demanda de trabajo no está siendo correspondida desde el lado de la oferta.

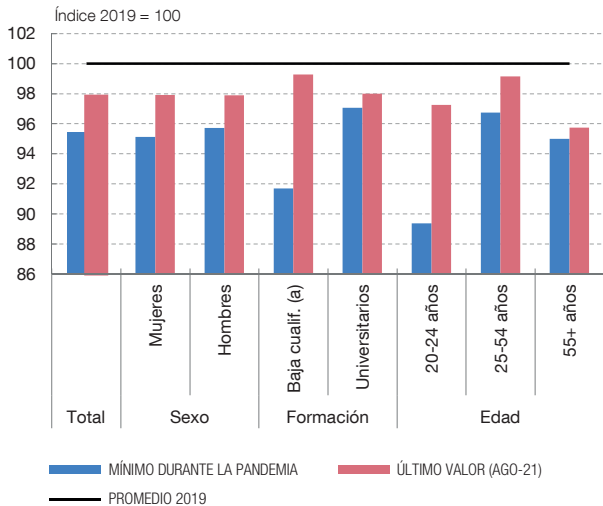
1 CREACIÓN DE EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS



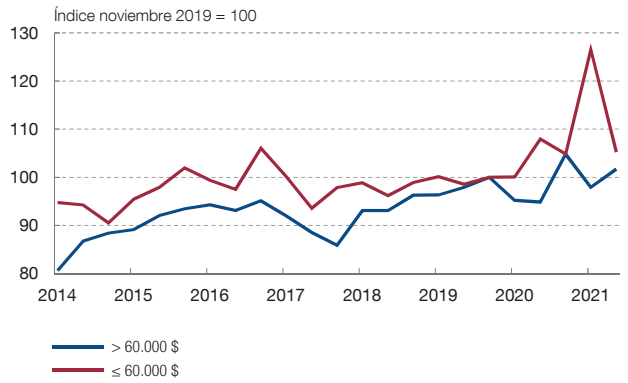
2 PARTICIPACIÓN Y TASA DE PARO



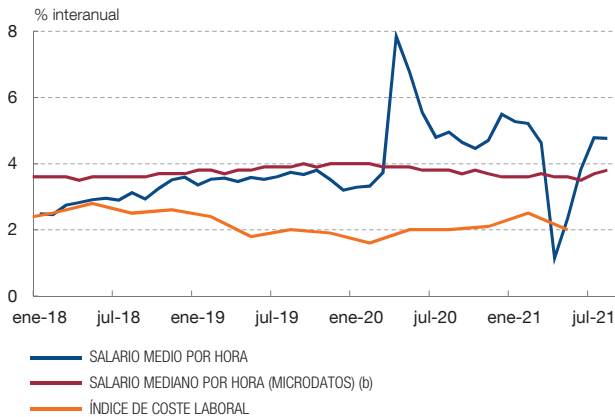
3 PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO LABORAL PARA DISTINTOS COLECTIVOS



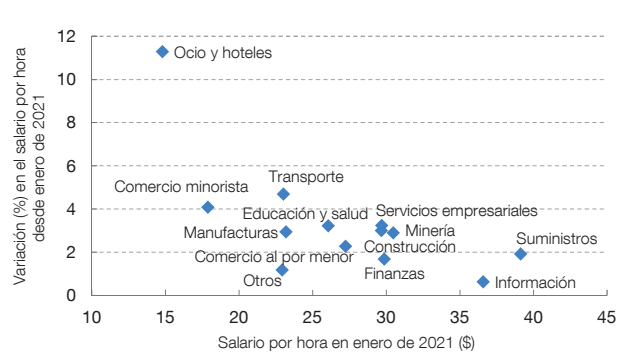
4 SALARIO DE RESERVA POR NIVEL DE INGRESOS



5 EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS



6 SALARIO POR HORA: EVOLUCIÓN SECTORIAL EN 2021



FUENTES: BLS, BEA, Reserva Federal de Nueva York y elaboración propia.

a Incluye trabajadores sin educación secundaria completa.

b Este indicador, elaborado por la Reserva Federal de Atlanta, se basa en microdatos y controla por efectos de composición en el empleo.



ingresos han repuntado de forma más acusada, especialmente en los últimos meses, en un contexto de escasez de mano de obra⁸. Asimismo, el aumento de los salarios de reserva de estos trabajadores ha contribuido al crecimiento de los salarios más bajos. Por ramas de actividad, dichos aumentos han sido especialmente intensos para las contrataciones en ocupaciones del sector servicios con salarios bajos (véase gráfico 5.6). No obstante, aún no hay indicios claros de que estas presiones salariales, centradas en los sectores con mayor contacto social, se hayan generalizado, de forma que pudieran trasladarse a los precios de consumo. Sin embargo, si la oferta de empleo no se recupera en consonancia con la demanda de este, existe el riesgo de que se puedan generar presiones salariales en el medio plazo. Además, si el aumento observado del poder de negociación de algunos colectivos de trabajadores coincide con un posible desanclaje de las expectativas de inflación —como se comenta más adelante—, esto podría reforzar la traslación de un potencial aumento de los costes laborales a los precios de consumo, y viceversa [Bobeica *et al.* (2021)].

Un segundo factor que podría llevar a que el repunte de la inflación acabe siendo más intenso de lo esperado es un eventual mayor impacto de los sucesivos paquetes de política fiscal expansiva, en relación con lo estimado previamente⁹. Para arrojar luz sobre este factor, a continuación se cuantifican los efectos de los estímulos fiscales sobre la inflación en dos pasos. Primero, se realizan simulaciones con el modelo macroeconómico NiGEM del impacto de los paquetes fiscales sobre la brecha de producto: se estima que los paquetes fiscales cerrarán la brecha de producto desde finales de 2021, y alcanzarán niveles cercanos al 2 % en 2022 (véase gráfico 6.1). En segundo lugar, de acuerdo con el estudio reciente de Bharadwaj y Dvorkin (2020), se estiman curvas de Phillips para la inflación de IPC incluyendo como variables explicativas los retardos de esta, la brecha de desempleo¹⁰ y las expectativas de inflación. En concreto, se comparan la traslación a la inflación de la brecha de desempleo con estímulo fiscal (aprobado o anunciado) obtenida a partir de simulaciones internas y las previsiones publicadas por la Oficina Presupuestaria del Congreso de Estados Unidos (CBO, por sus siglas en inglés) en febrero de 2021, que no incorporan el efecto de los paquetes fiscales. Las sendas de inflación en ambos escenarios revelan que el estímulo fiscal incrementaría en

8 El *Beige Book* recopila evidencia anecdótica sobre la escasez de mano de obra en Estados Unidos (varias publicaciones).

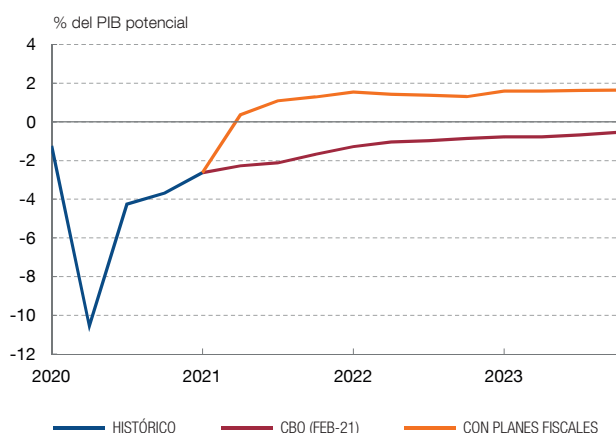
9 En marzo de 2021 se aprobó el American Rescue Plan, con un coste presupuestario estimado de 1,9 billones de dólares (el 8,7 % del PIB) este año, que extendió y amplió varias de las medidas recogidas en planes fiscales anteriores para paliar los efectos económicos de la pandemia. También se anunciaron nuevos paquetes fiscales plurianuales, centrados en la inversión pública, deducciones fiscales a los hogares con menor renta y aumentos de los beneficios sociales que podrían suponer un estímulo fiscal adicional del 0,5 % y del 1,1 % del PIB en 2022 y en 2023, respectivamente.

10 La brecha de desempleo mide la diferencia entre la tasa de paro y su valor de largo plazo, por lo que representa una medida alternativa del grado de holgura en la economía. La relación empírica de este indicador con la brecha de producto se denomina «Ley de Okun». Para obtener la brecha de desempleo, se multiplica la brecha de producto obtenida en las simulaciones por $-0,5$, coeficiente de la Ley de Okun en línea con Blanchard (2021). Por comparabilidad, esta transformación también se aplica a la brecha de producto de la CBO, a pesar de que esta también publica una senda propia de la brecha de desempleo.

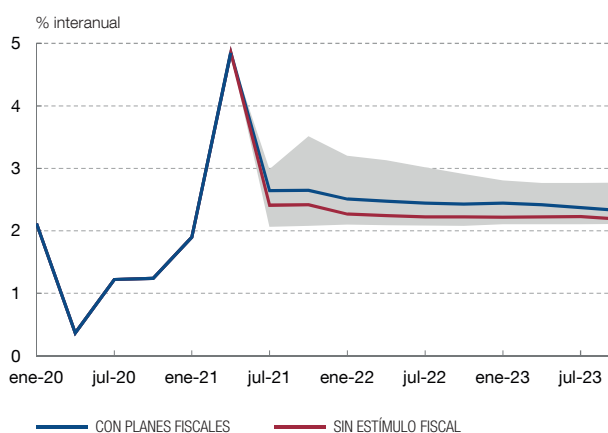
EFECTOS DE LOS PROGRAMAS FISCALES

El impulso fiscal aprobado tras la pandemia ha sido considerable y cerraría la brecha de producto durante 2021, al tiempo que supone un riesgo al alza para la inflación. En todo caso, los efectos de los planes fiscales sobre esta serían de magnitud contenida.

1 BRECHA DE PRODUCTO



2 CURVAS DE PHILLIPS: IPC GENERAL (a)



FUENTES: Congressional Budget Office (CBO), Reserva Federal de St. Louis y elaboración propia.

a Los cálculos, realizados de acuerdo con simulaciones con el modelo macroeconómico NiGEM, suponen que las expectativas de inflación de los agentes permanecen bien ancladas y un coeficiente de la Ley de Okun de 0,5. El área sombreada representa el rango de especificaciones de cada uno de los estudios con planes fiscales, y las líneas, la previsión mediana.



unos 0,2 puntos porcentuales (pp) la inflación en el medio plazo, situándose esta ligeramente por encima del objetivo de inflación de la Reserva Federal (véase gráfico 6.2)¹¹. Sin embargo, los sustanciales paquetes fiscales podrían sobreestimar la recuperación económica en curso y su impacto económico ser mayor de lo estimado, debido a varios factores: por ejemplo, un aumento de la pendiente de la curva de Phillips a causa de una desviación persistente de la inflación por encima del objetivo [Jordà *et al.* (2019)], efectos no lineales debidos al tamaño del impulso fiscal y del *output gap* positivo [Giavazzi *et al.* (2000)] o un posible desanclaje de las expectativas ante las sorpresas continuadas de inflación [Barlevy *et al.* (2021)] podrían hacer que el impacto de los paquetes de estímulo fiscal sobre la inflación fuese más intenso de lo previsto.

El principal riesgo de que el aumento reciente de la inflación sea más persistente de lo esperado vendría dado, en todo caso, por un posible desanclaje de las expectativas de inflación en el medio y largo plazo que provocara una espiral inflacionista entre expectativas de inflación más elevadas y tasas de inflación al alza. A continuación se analiza la evolución de distintos indicadores de expectativas de inflación

11 Si se repite el ejercicio con las previsiones de la CBO de julio, que incorporan los planes fiscales aprobados y un cierto efecto de la reapertura, se obtienen resultados similares. El efecto medio del impulso fiscal sobre la inflación con las previsiones de la CBO de julio es de 0,25 pp, frente a 0,21 pp obtenidos con las simulaciones propias.

disponibles y para varios horizontes de previsión. Para empezar, las proyecciones de inflación en 2021 de los economistas especializados y de los organismos internacionales han venido revisándose considerablemente al alza desde principios de año. Por ejemplo, las previsiones de *Consensus* para la inflación en 2021 pasaron de un 2,1 % en enero a un 4,3 % en septiembre. En cambio, para 2022 la revisión ha sido algo más moderada (véase gráfico 7.1), lo que sugiere que los analistas también otorgan un carácter transitorio al repunte de la inflación. Paralelamente, en un contexto de elevada incertidumbre, la dispersión de estas previsiones ha aumentado en ambos años (véase gráfico 7.2).

Por su parte, según medidas de expectativas de inflación basadas en encuestas, el reciente repunte de la inflación no se ha traducido en unas mayores expectativas de los agentes económicos en el largo plazo. En el caso de los hogares, las expectativas de corto plazo se han revisado sustancialmente al alza, siguiendo la dinámica de la inflación observada (véase gráfico 7.3), y debido a su mecanismo de formación de expectativas, en virtud del cual los incrementos en el precio de los combustibles se traducen en una percepción amplificadora de la inflación general en el futuro [Coibion y Gorodnichenko (2015)]. Por el contrario, los hogares no han revisado significativamente al alza sus expectativas de inflación de medio plazo (a cinco años), que se mantienen en niveles compatibles con el objetivo de política monetaria¹². Respecto a los analistas profesionales, en las encuestas a estos sobre sus expectativas de inflación se aprecia un repunte bastante más moderado y mucho menos volátil en el corto y largo plazo. Una posible explicación de las disparidades entre las revisiones de las expectativas de inflación a diferentes horizontes temporales es el papel cada vez menos relevante que desempeña la inflación pasada en la formación de expectativas a largo plazo (véase gráfico 7.4 para el caso de los analistas).

Finalmente, cabe destacar la evolución de las expectativas de inflación obtenidas a partir de los precios de instrumentos financieros. El reciente encarecimiento de los *swaps* de inflación a distintos horizontes sugiere que los inversores descuentan un aumento de la inflación por encima del objetivo de política monetaria por algún tiempo¹³; desde el mínimo alcanzado durante los peores momentos de la pandemia, los *swaps* de inflación a medio plazo (dos años en dos años) y largo plazo (cinco años en cinco años) han aumentado alrededor de 200 y 100 puntos básicos, respectivamente, alcanzando valores cercanos al 2,5 % (véase gráfico 7.5). Asimismo, las expectativas basadas en las densidades neutrales al riesgo extraídas de *swaps* de inflación en Estados Unidos¹⁴ permiten estimar la probabilidad de ocurrencia de sucesos extremos o cuantificar la incertidumbre en torno a la

12 Estas medidas se refieren a la inflación del IPC, en años recientes más alta que la del PCE (alrededor de 0,25 pp de media).

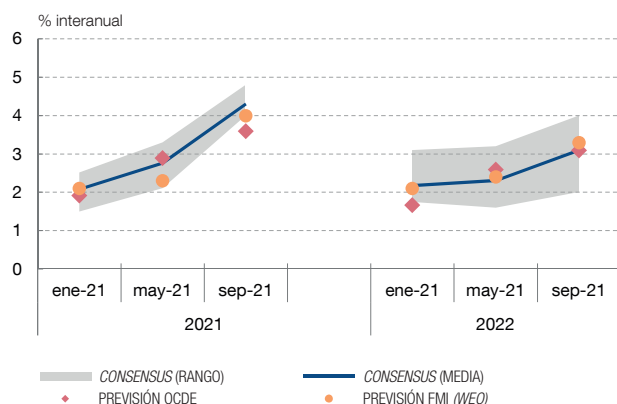
13 De nuevo, los *swaps* se refieren a la inflación del IPC; por lo tanto, la distancia de la inflación del PCE respecto al objetivo de política monetaria implicada por los *swaps* sería todavía menor, dada la diferencia histórica (véanse notas 2 y 9 al pie de página).

14 Las estimaciones de expectativas de inflación se basan en el trabajo de Gimeno e Ibáñez (2018).

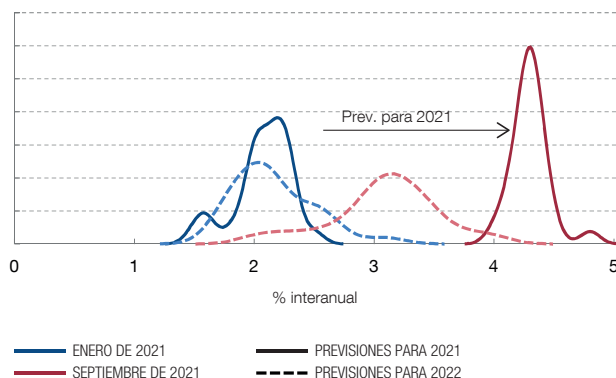
PREVISIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Las previsiones de inflación vienen revisándose al alza desde principios de año, aunque el grueso de las revisiones se concentra en la previsión para 2021. Por otra parte, distintas medidas de expectativas de inflación apuntan a que estas se mantienen bien ancladas en el largo plazo.

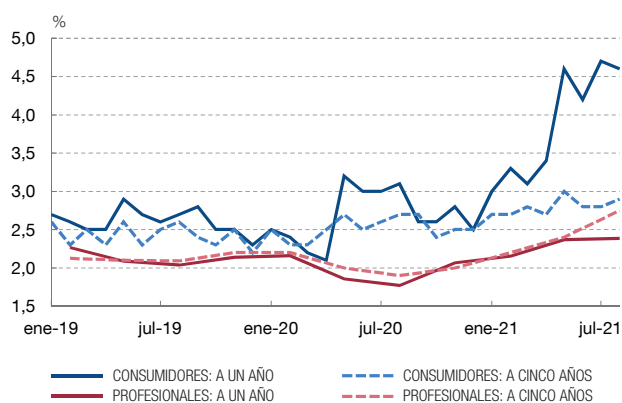
1 PREVISIONES DE INFLACIÓN DE CONSENSUS PARA 2021 Y 2022 (a)



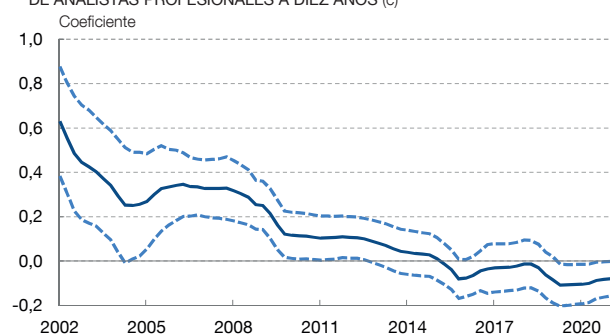
2 INFLACIÓN DEL IPC: DISTRIBUCIONES KERNEL PARA EL CONSENSUS MENSUAL (b)



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADAS EN ENCUESTAS



4 IMPACTO DE LA INFLACIÓN GENERAL SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE ANALISTAS PROFESIONALES A DIEZ AÑOS (c)



5 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS



6 PROBABILIDAD DEL NIVEL DE INFLACIÓN DERIVADA DE OPCIONES FINANCIERAS (CINCO AÑOS EN CINCO AÑOS) (d)



FUENTES: Reserva Federal de Nueva York, Universidad de Michigan, Barclays, *Consensus Forecast*, OCDE, Fondo Monetario Internacional y Bloomberg.

- a El gráfico muestra en el eje horizontal las previsiones para 2021 y 2022 en los meses de enero, mayo y septiembre de 2021. Las previsiones de la OCDE (FMI) representadas se formularon en diciembre de 2020, y en mayo y septiembre de 2021 (enero, abril y julio de 2021).
- b Las densidades *kernel* son estimaciones suavizadas del histograma de la distribución de probabilidad.
- c El gráfico muestra los coeficientes de las regresiones de la inflación esperada por analistas profesionales respecto a la inflación pasada en ventanas corredoras de siete años. Las regresiones también incluyen el objetivo de inflación del 2 %, cuyo coeficiente no se muestra.
- d Las probabilidades se extraen a partir de las densidades neutras al riesgo obtenidas de *swaps* de inflación utilizando la metodología de Gimeno e Ibáñez (2018).



inflación futura. De acuerdo con los datos más recientes, la probabilidad de inflación elevada en cinco años por encima del 3 % es solo algo mayor que al inicio de 2020 (véase gráfico 7.6).

Así pues, se puede concluir que los agentes económicos (hogares, analistas y mercados) también están asumiendo que el repunte de la inflación será principalmente transitorio y no lo han trasladado, hasta el momento, a un aumento de sus expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Posibles implicaciones para el área del euro

El aumento reciente de la inflación es un fenómeno global que también se observa en el área del euro, si bien en este caso el repunte ha sido menor que en Estados Unidos¹⁵. Los efectos base, el aumento del precio de la energía y los problemas de abastecimiento de ciertos insumos [Attinasi *et al.* (2021), Schnabel (2021)] también explicarían una parte considerable del repunte de la inflación en el área euro. Estos efectos serían asimismo transitorios y deberían disiparse en el medio plazo [Lane (2021)]: en esta línea, las recientes proyecciones del Eurosistema en septiembre contemplan una inflación del 2,2 % para 2021, del 1,7 % para 2022 y del 1,5 % en 2023. Además, en el caso de los salarios en el área del euro, a diferencia de Estados Unidos, aún no se observan presiones salariales importantes [Koeste y Gonçalves (2021)]. Aparte de las tendencias comunes a nivel global, los desarrollos económicos particulares de Estados Unidos afectan al área del euro a través de los vínculos comerciales y financieros entre ambas regiones¹⁶. En este sentido, los estímulos fiscales estadounidenses afectan a la demanda exterior de bienes y de servicios del área del euro y también podrían tener ciertos efectos de desbordamiento (*spillovers*) sobre su inflación. Con todo, se espera que estos efectos sobre la inflación del área del euro sean relativamente moderados: por ejemplo, simulaciones recientes del Banco Central Europeo indican que el paquete fiscal americano aprobado el pasado mes de marzo podría aumentar alrededor de 0,15 pp la inflación de la zona del euro entre 2021 y 2023 [Banco Central Europeo (2021), Lagarde (2021)].

30.9.2021.

15 Véase «Factores coyunturales de la inflación en tiempos del COVID-19 y perspectivas a medio plazo en el área del euro y en España», Artículos Analíticos, Banco de España, de próxima publicación.

16 Las perturbaciones económicas de Estados Unidos tienden a propagarse a la inflación de otras regiones, fundamentalmente a través del canal comercial (debido a cambios en la demanda externa) y del canal financiero (por ejemplo, por medio de variaciones en los tipos de interés y en el tipo de cambio). Véanse, por ejemplo, Feldkircher y Huber (2016), Bäurle *et al.* (2021) y Ca' Zorzi *et al.* (2020).

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, I., F. Borrallo y D. Santabárbara (2021). «Perspectivas del ahorro de los hogares en el área del euro y en Estados Unidos», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España, pp. 31-33.
- Attinasi, M. G., R. De Stefani, E. Frohm, V. Gunnella, G. Koester, A. Melemenidis y M. Tóth (2021). «The semiconductor shortage and its implication for euro area trade, production and prices», *Economic Bulletin*, 4/2021, Banco Central Europeo.
- Banco Central Europeo (2021). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, marzo.
- Barlevy, G., J. D. M. Fisher y M. Tysinger (2021). «Are long-run inflation expectations well anchored?», *Chicago Fed Letter*, n.º 458, julio.
- Bäurle, G., M. Gubler y D. R. Känzig (2021). «International inflation spillovers: the role of different shocks», *International Journal of Central Banking*, 17(1), pp. 191-230.
- Bharadwaj, A., y M. Dvorkin (2020). «The case of the reappearing phillips curve: a discussion of recent findings», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Third Quarter, pp. 313-337.
- Blanchard, O. (2021). *In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan*, Peterson Institute for International Economics Real-time Economic Issues Watch, febrero.
- Bobeica, E., M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste (2021). *The changing link between labor cost and price inflation in the United States*, ECB Working Paper Series n.º 2583.
- Brainard, L. (2021). «Assessing progress as the economy moves from reopening to recovery», discurso pronunciado el 30 de julio.
- Ca' Zorzi, M., L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarociński, L. Stracca y G. Strasser (2020). *Monetary policy and its transmission in a globalised world*, ECB Working Paper Series n.º 2407.
- Coibion, O., y Y. Gorodnichenko (2015). «Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7, pp. 197-232.
- Crespo-Cuaresma, J., G. Doppelhofer, M. Feldkircher y F. Huber (2016). *US monetary policy in a globalized world*, CESifo Working Paper, n.º 5826.
- Ehrmann, M., G. Ferrucci, M. Lenza y D. O'Brien (2018). «Measures of underlying inflation for the euro area», *Economic Bulletin*, 4/2018, Banco Central Europeo.
- Feldkircher, M., y F. Huber (2016). «The international transmission of US shocks-Evidence from Bayesian global vector autoregressions», *European Economic Review*, 81, pp. 167-188.
- Furman, J., M. Kearney y W. Powell II (2021). *The role of childcare challenges in the US jobs market recovery during the COVID-19 pandemic*, Peterson Institute for International Economics Working Paper 21-8.
- Giavazzi, F., T. Jappelli y M. Pagano (2000). «Searching for non-linear effects of fiscal policy: Evidence from industrial and developing countries», *European Economic Review*, 44(7), pp. 1259-1289.
- Gimeno, R., y A. Ibáñez (2018). «The eurozone (expected) inflation: An option's eyes view», *Journal of International Money and Finance*, 86, pp. 70-92.
- Johnson, E., N. Sly y A. L. Smith (2016). «How does a rise in international shipping costs affect US inflation?», *Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 1-3, diciembre.
- Jordà, Ò., C. Martí, F. Nechio y E. Tallman (2019). «Inflation: Stress-testing the Phillips curve», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters*, n.º 2019-05, febrero.
- Kaplan, R., T. Atkinson, J. Dolmas, M. P. Giannoni y K. Mertens (2021). «The labor market may be tighter than the level of employment suggests», Federal Reserve Bank of Dallas Economics.
- Kataryniuk, I., A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021). «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Koester, G., I. Rubene, E. Gonçalves y J. Nordeman (2021). «Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area», *Economic Bulletin*, 5/2021, Banco Central Europeo.

- Koester, G., y E. Gonçalves (2021). «The role of sectoral developments for wage growth in the euro area since the start of the pandemic», *Economic Bulletin*, 5/2021, Banco Central Europeo.
- Lagarde, C. (2021). Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, 21 de junio.
- Lane, P. R. (2021). «Inflation dynamics during a pandemic», ECB Blog, 1 de abril.
- Lofton, O., N. Petrosky-Nadeau y L. Seitelman (2021). *Parents in a pandemic labor market*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2021-04.
- Petrosky-Nadeau, N., y R. G. Valletta (2021). *UI generosity and job acceptance: effects of the 2020 CARES Act*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2021-13.
- Reserva Federal (2021). *Monetary Policy Report - July 2021*, Board of Governors of the Federal Reserve System, julio.
- Schnabel, I. (2021). «Escaping low inflation?», discurso presentado en el *Petersberger Sommerdialog*, Fráncfort, 3 de julio.
- Shapiro, A. H. (2020). «Monitoring the inflationary effects of COVID-19», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters*, n.º 2020-24, agosto.