

**DINÁMICAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA**

Isabel Sánchez

Este recuadro formará parte del «Informe trimestral de la economía española» del cuarto trimestre de 2020

Al igual que ha sucedido con otras muchas variables macroeconómicas (por ejemplo, con el PIB, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas o el empleo), la evolución —e incluso la medición— de la inflación en España y a escala mundial se ha visto significativamente afectada en los últimos meses por la pandemia de Covid-19 y por las medidas que se han desplegado para contenerla.

En primavera, poco después de la expansión del virus a escala global, un gran número de gobiernos tomó la decisión de cerrar aquellas actividades consideradas no esenciales al objeto de limitar la propagación de la pandemia. Desde un punto de vista meramente estadístico, esta decisión trastocó de forma muy significativa la elaboración de los índices de precios de consumo por parte de las oficinas estadísticas nacionales, en la medida en que las restricciones impuestas hicieron que dejara de ser posible la adquisición (y, por tanto, la recogida de precios) de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo (de forma señalada, los servicios culturales y los de alojamiento, los vuelos o los paquetes turísticos). La respuesta dada por el Instituto Nacional de Estadística en España consistió, siguiendo las recomendaciones de Eurostat, en imputar para estos productos una tasa de variación intermensual similar a la del mismo mes del año anterior, de forma que la tasa interanual de estos precios permaneció prácticamente estable.

Más allá de los sesgos que puedan derivarse de esta imputación, la pandemia también habría influido en la calidad de la señal que proviene de los índices de precios de consumo por otra vía, relacionada con la profunda transformación en los patrones de consumo de los hogares. Estos cambios no son recogidos en los indicadores de inflación habituales, en los que las ponderaciones solamente se actualizan una vez al año, al inicio de este. La ausencia de actualización en tiempo real de los pesos de las distintas categorías de bienes y servicios habría conducido, según han documentado algunos trabajos, a una infraestimación de la inflación<sup>1</sup>. En concreto, la diferencia, en el período marzo-mayo de 2020, entre

la tasa de inflación calculada con un índice reponderado según los pesos efectivos en cada momento y la obtenida a partir del índice habitual se estima entre 0,09 puntos porcentuales (pp) y 0,36 pp, según la metodología empleada, en el caso de España. Por ejemplo, hay que tener en cuenta que determinados productos, cuyo consumo no se vio afectado por el confinamiento, como los alimentos, fueron precisamente los que registraron aumentos de precios más acusados en esos meses.

Al margen de estas cuestiones estadísticas, la senda descendente que la inflación ha mostrado en los últimos meses en nuestro país pone claramente de manifiesto que, en términos netos, el impacto combinado de distintos factores de oferta y demanda provocados por la pandemia ha resultado ampliamente desinflacionario (véase gráfico 1). En este sentido, aunque el estallido de la crisis sanitaria suscitó la posibilidad de que pudieran producirse importantes disrupciones en las cadenas de suministros, que ejercieran una notable presión alcista sobre la inflación, dichas disrupciones no han sido lo suficiente intensas o persistentes para verse reflejadas, con carácter general, en una aceleración significativa de los precios.

Un análisis de los distintos indicadores de presiones inflacionistas utilizados por el Banco de España permite valorar con mayor detalle algunos de los canales que están condicionando la evolución reciente de la inflación en nuestro país<sup>2</sup>. En el gráfico 2 se representan los valores de varios de estos indicadores en febrero de 2020 —justo antes de la pandemia— y según el dato más reciente (que se corresponden con los círculos rojos y los cuadrados azules, respectivamente), junto con los niveles históricos. En particular, se aprecia un descenso muy acusado de las presiones inflacionistas como consecuencia del mayor grado de holgura en la economía. Al mismo tiempo, otros factores internos y externos estarían ejerciendo una menor presión sobre los precios. Así, por ejemplo, en línea con la ausencia de disrupciones significativas en las cadenas globales de valor, no se observan signos de presiones inflacionistas en los precios importados. Además, las presiones inflacionistas derivadas de las expectativas de inflación también se habrían moderado

1 Véanse, por ejemplo, Reinsdorf (2020), *Covid-19 and the CPI: Is inflation underestimated?*, IMF Working Paper, WP/20/224; Cavallo (2020), *Inflation with covid consumption baskets*, NBER Working Paper 27352, y Banco Central Europeo (2020), *Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic*, recuadro del *Boletín Económico*, 2020/11.

2 Para un mayor detalle sobre estos indicadores, véase L. J. Álvarez e I. Sánchez (2018), «Indicadores sintéticos de presiones inflacionistas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

**DINÁMICAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)**

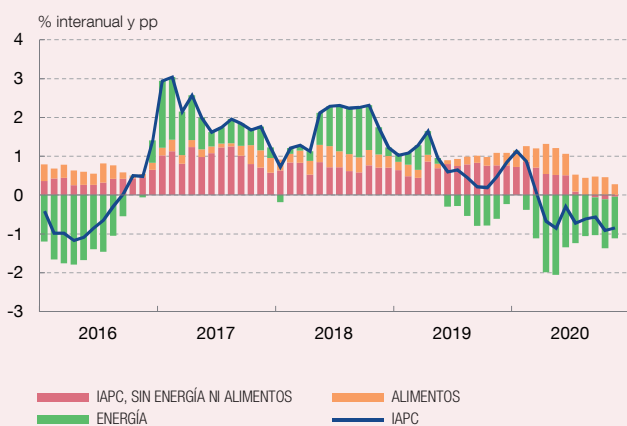
en los últimos meses, especialmente en el caso de las correspondientes a las empresas y a los consumidores.

Por su relevancia para las dinámicas agregadas de precios, resulta útil destacar tres partidas concretas. La primera de ellas es la de los bienes energéticos. El fuerte impacto contractivo que la pandemia ha supuesto sobre la actividad económica global ha provocado un acusado descenso de la demanda mundial de petróleo y de sus derivados, que en abril llevó el precio del crudo a mínimos no alcanzados en los treinta últimos años. En la medida

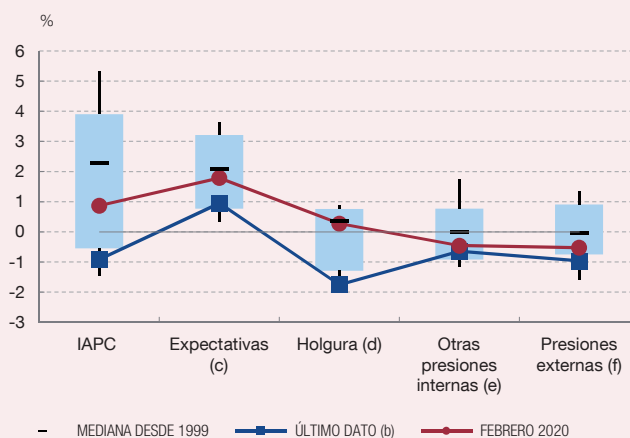
en que la recuperación reciente del precio del petróleo es aún muy incompleta, este factor ha sido uno de los principales responsables de la acusada desaceleración del componente energético del IAPC en los últimos meses.

En segundo lugar, y en sentido contrario, como ya se ha apuntado, destaca la dinámica reciente de los precios de los alimentos. Durante el estado de alarma tuvo lugar en España una aceleración en los precios de la mayoría de los alimentos frescos y de algunos procesados. Estos

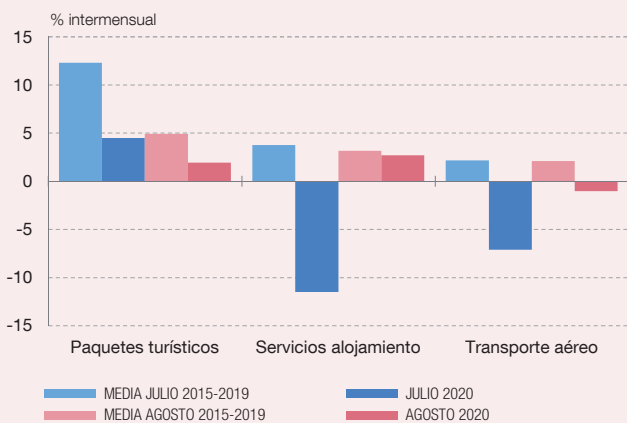
1 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



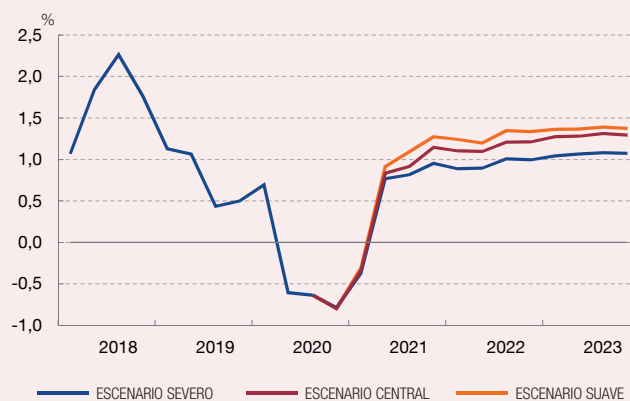
2 INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN (a)



3 EVOLUCIÓN INTERMENSUAL DEL IAPC DE TURISMO



4 IAPC GENERAL. PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA DE DICIEMBRE DE 2020



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

- a Véase Álvarez y Sánchez (2018) para una descripción de los indicadores sintéticos de presiones inflacionistas.
- b Mensual: octubre de 2020; trimestral: tercer trimestre de 2020; diario: 2 de diciembre de 2020.
- c Expectativas de inflación de predictores profesionales, empresas, consumidores y obtenidas a partir de swaps de inflación.
- d Incluye *output gap*, utilización de la capacidad productiva, tasa de paro, variación intertrimestral de la tasa de paro, medida de la brecha de desempleo (*recession gap*) y variación intertrimestral del PIB y del consumo privado.
- e Incluye costes laborales, márgenes empresariales y precios de producción interior.
- f Precios de bienes importados: productos finales, bienes intermedios y materias primas.

incrementos de precios estuvieron asociados, en parte, a aumentos de la demanda de los hogares y, también, a algunos factores de oferta relacionados con la recolección y el transporte de los alimentos perecederos. En todo caso, estas dinámicas han sido relativamente transitorias y, en los últimos meses, los precios de los alimentos han moderado su ritmo de crecimiento interanual, registrando tasas de avance similares a las observadas antes de la pandemia.

En tercer lugar, los precios de los servicios vinculados a la actividad turística. El hecho más significativo en cuanto a la evolución reciente de la inflación ha sido el acusado descenso de la inflación subyacente registrado desde el mes de julio. A este descenso han contribuido principalmente los precios de los servicios, y, dentro de ellos, sin lugar a dudas, el factor más determinante ha sido la intensa desaceleración de los precios de los servicios vinculados a la actividad turística, que ha sufrido un desplome sin precedentes desde el comienzo de la pandemia<sup>3</sup>. En particular, los precios de los paquetes turísticos se incrementaron en julio (temporada alta) casi un tercio de lo habitual respecto al mes de junio (un 4,5 %,

frente a un 12,3% en el promedio de 2015-2019) (véase gráfico 3)<sup>4</sup>. Asimismo, los precios de los servicios de alojamiento registraron un descenso intermensual por primera vez en un mes de julio, cayendo un 11,5 %, frente a un aumento medio del 4 % en los cuatro últimos años.

De cara a los próximos trimestres, en la medida en que se espera que el acusado impacto negativo que la pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han tenido sobre la actividad económica agregada sea relativamente persistente, es previsible que las tasas de inflación se mantengan en niveles muy reducidos y solo exhiban una recuperación muy gradual a medida que se disipe la aportación negativa del componente energético y la inflación subyacente recupere un cierto pulso, en línea con la actividad (véase gráfico 4). Con todo, no pueden descartarse ciertos riesgos a la baja sobre estas previsiones, derivados, entre otros factores, de una recuperación económica más lenta que la prevista tanto en España como a escala global, de un posible desanclaje de las expectativas de inflación o de efectos más persistentes de la crisis sobre algunos servicios, como los vinculados al turismo, a la hostelería y al ocio.

3 La tasa interanual del componente de servicios descendió 1,3 pp entre junio y julio, y la desaceleración de las partidas relacionadas con el turismo contribuyó con 0,9 pp a ese descenso.

4 Aunque estas tasas pudieron verse distorsionadas por el cambio que supuso la disponibilidad de datos en julio, tras la imputación de los precios en los meses anteriores, los acusados descensos interanuales de las partidas relacionadas con el turismo ponen de manifiesto la importante incidencia de la pandemia y de las medidas de contención sobre estas ramas de actividad.