

En la etapa reciente, la trayectoria de los precios de consumo en numerosas áreas geográficas ha venido caracterizada por reducidos ritmos de avance, lo que ha requerido la aplicación de políticas monetarias muy expansivas. Este recuadro analiza, desde una perspectiva descriptiva, la evolución de la inflación a nivel global y de los principales factores determinantes en las economías avanzadas, con el objeto de valorar las perspectivas de esta variable.

Los determinantes de la evolución de los precios de consumo pueden englobarse dentro de dos grandes categorías: externos e internos. Los primeros incluyen el comportamiento de los precios de las materias primas y, en particular, del petróleo, así como los tipos de cambio y los precios de importación que los exportadores de otros países fijan en su moneda nacional. Por su parte, las presiones inflacionistas internas dependen, más allá de elementos estructurales como el grado de competencia en los distintos mercados, del grado de holgura en los mercados de productos y factores, que determinan el comportamiento de los márgenes empresariales y los salarios.

Una proporción elevada de las oscilaciones que han experimentado las tasas de inflación de las distintas economías (tanto avanzadas como emergentes) durante el último año han venido dadas por la senda de los precios de las materias primas, factor que ha tendido a operar en la misma dirección en todas ellas. Otros factores externos y los determinantes internos han afectado de forma menos homogénea a las distintas economías.

Empezando por las economías avanzadas, el alza de los precios energéticos explica el repunte de la tasa de inflación de los precios de consumo observado entre mediados de 2016 y febrero de 2017 (véase gráfico 1). Así, en Estados Unidos y el Reino Unido, la tasa de inflación interanual se ha situado a principios de año por encima del objetivo del 2%<sup>1</sup>, en el área del euro se ha acercado a ese objetivo y en Japón ha abandonado el territorio negativo, aunque aún se encuentra cercana al 0%. No obstante, la evolución más reciente del precio del petróleo ha provocado un cierto retroceso de la tasa de inflación en muchas economías. Por ejemplo, en Estados Unidos la inflación pasó del 2,7% en febrero al 1,9% en mayo<sup>2</sup>, y, en el área del euro, retrocedió del 2% al 1,4% entre esos meses. Solo en el Reino Unido se ha mantenido una tendencia al alza, alcanzando un 2,9% en mayo, como consecuencia, en parte, de la traslación de la depreciación del tipo de cambio de la libra esterlina a los precios de consumo. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se ha mantenido en tasas más reducidas —en el entorno del 2% en Estados Unidos y el Reino Unido, alrededor del 1% en el área del euro y en tasas negativas en Japón—, reflejando las escasas presiones inflacionistas internas.

1 Cabe señalar que, en Estados Unidos, el objetivo de inflación de la Reserva Federal se fija respecto al deflactor del consumo privado, que en el mes de abril se situó todavía en el 1,7%.

2 Aunque parte de este descenso se debe también a un cambio metodológico en el ajuste por calidad de los precios de los servicios de telefonía celular.

En las economías emergentes, la evolución de la inflación ha sido más dispar, influida también por los precios de las materias primas y, de forma más relevante, por el distinto comportamiento de los tipos de cambio (véase gráfico 2). De este modo, en algunas economías que habían sufrido severas depreciaciones cambiarias en años precedentes, con importantes aumentos de la inflación, como Brasil o Rusia, la inflación ha tendido a moderarse, en línea con la apreciación más reciente de sus tipos de cambio. Por el contrario, otras economías que han experimentado depreciaciones cambiarias más recientes, como Turquía o México, han visto elevarse sus tasas de inflación. En China, la tasa de inflación de los precios al consumo se muestra contenida en niveles reducidos (alrededor del 1%), influida por la evolución de los precios de los alimentos, al igual que en otras economías emergentes. En todo caso, los agregados regionales muestran una moderación reciente de las tasas de inflación.

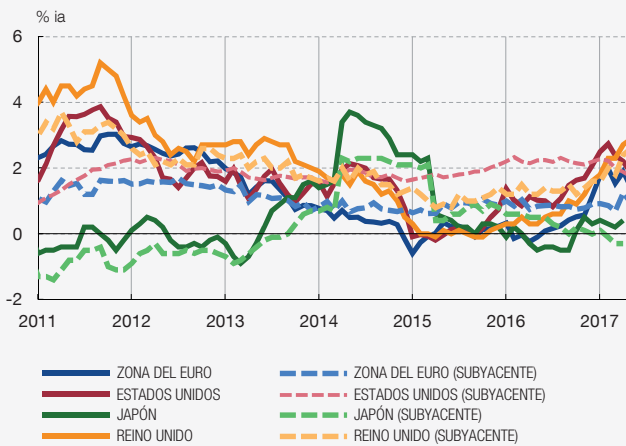
Si se analizan las posibles presiones inflacionistas de origen externo en las economías avanzadas, desde mediados de 2016 se aprecia un incremento de los precios de importación, que supone un cambio de tendencia respecto a su trayectoria en los últimos años (véase gráfico 3). Parte de este repunte está ligado también al aumento del precio de las materias primas y, en algunos casos, como el Reino Unido y Japón, a la depreciación del tipo de cambio. Pero otro factor relevante es el aumento del precio de las manufacturas a nivel global y, particularmente, de los productos fabricados en Asia y, sobre todo, China, que estarían presionando al alza el precio de las importaciones de otros países. El incremento de los precios de producción en China, que en año y medio han pasado de caer un 6% interanual a crecer a tasas cercanas al 7%, puede estar relacionado (además de con el mayor coste de los precios de las materias primas) con el proceso de reducción del exceso de capacidad industrial en algunos sectores previamente sobredimensionados. Por lo que se refiere a los precios de las materias primas, y al petróleo en particular, las perspectivas para los próximos años vienen marcadas, principalmente, por los efectos de los acuerdos de recortes de producción de la OPEP y otros países productores, y por la respuesta de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos, además del menor crecimiento esperado de la demanda, que iría ligado a un aumento de la eficiencia energética y a la sustitución del petróleo por fuentes de energía alternativas. Ambos factores tenderían a compensarse y, actualmente, los futuros descuentan una senda casi plana de precios en los próximos años, en el rango de los 50-56 dólares el barril de Brent.

En cuanto a las presiones inflacionistas de origen interno, los mercados laborales de las principales economías avanzadas han mostrado una notable mejoría en los últimos trimestres y, en algunos casos, se encuentran por debajo de las tasas de paro de equilibrio a largo plazo. Pese a ello, el incremento de los salarios es todavía moderado e inferior al de otros ciclos de recuperación (véase gráfico 4). Incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, donde los salarios habían dado muestras de aceleración a lo largo de 2016, en los últimos meses se han moderado de nuevo. En el área del euro crecen alrededor del 1,5%, por debajo del promedio

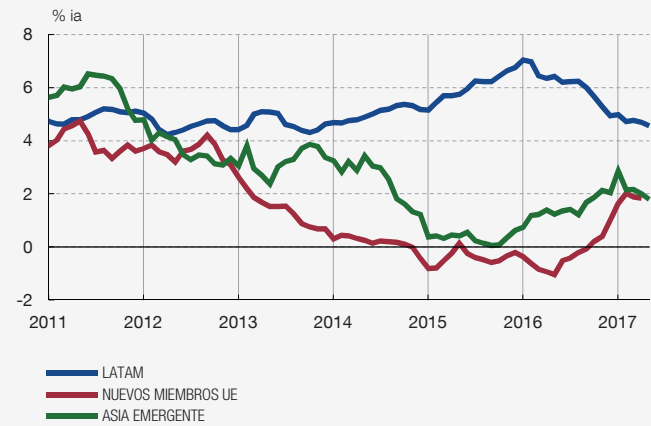
histórico, y en Japón no terminan de repuntar de forma sostenida y su ritmo de avance vuelve a situarse en el entorno del 0%. Para explicar esta moderación del crecimiento salarial se han señalado

varios factores. Uno de ellos es la posibilidad de que el margen de holgura que hay en el mercado laboral, una vez se tienen en cuenta las tasas de participación o los trabajadores con empleos tem-

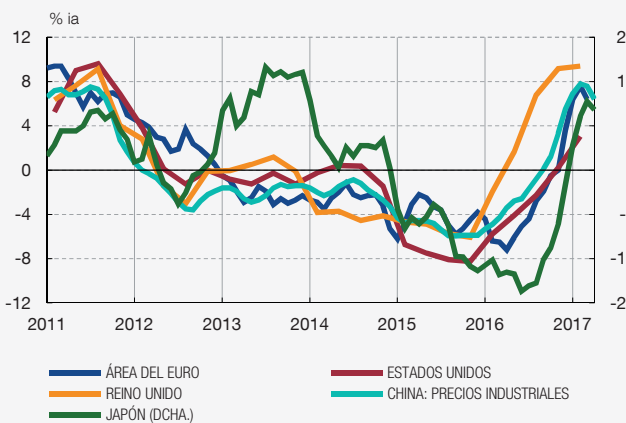
**Gráfico 1**  
ECONOMÍAS AVANZADAS: INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



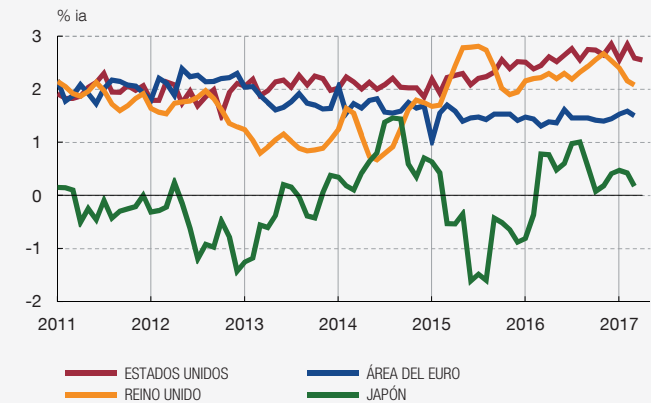
**Gráfico 2**  
ECONOMÍAS EMERGENTES: INFLACIÓN GENERAL



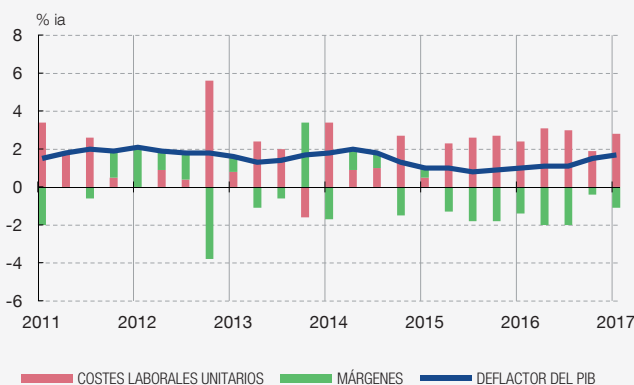
**Gráfico 3**  
PRECIOS DE IMPORTACIÓN (AVANZADOS) Y PRECIOS INDUSTRIALES (CHINA)



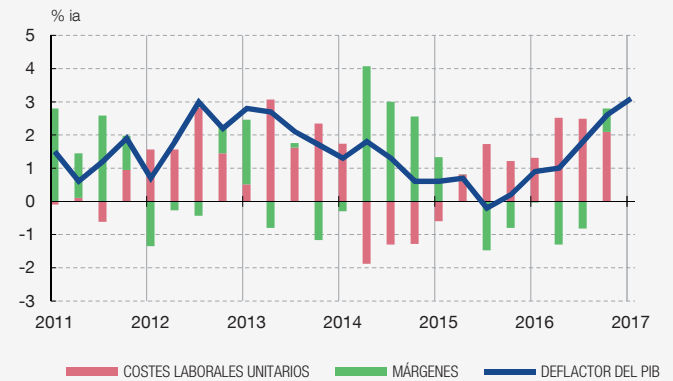
**Gráfico 4**  
ECONOMÍAS AVANZADAS: SALARIOS



**Gráfico 5**  
ESTADOS UNIDOS: DESCOMPOSICIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB



**Gráfico 6**  
REINO UNIDO: DESCOMPOSICIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB



FUENTE: Datastream.

porales o a tiempo parcial por motivos no deseados, sea mayor que el indicado por la tasa de paro<sup>3</sup>; también se han mencionado la polarización de los mercados laborales, que implica un desplazamiento de una parte importante del empleo de salarios medios hacia puestos de trabajo de menor productividad y salario, y el aumento de empleos de menor cualificación, los efectos de las reformas estructurales en algunas economías, las propias bajas tasas de inflación, que pueden afectar al proceso de formación de salarios, y el débil crecimiento de la productividad.

En este sentido, los incrementos en los costes laborales unitarios (resultado de restar al crecimiento de los salarios los avances de la productividad) de los dos últimos años en Estados Unidos y el Reino Unido no se han trasladado a unos mayores precios (medidos por el deflactor del PIB), debido a la compresión de los márgenes empresariales en ese período (véase gráficos 5 y 6). Es difícil que esta evolución de los márgenes empresariales —que habían aumentado tras la crisis financiera— pueda mantenerse en el tiempo, por lo que las mayores presiones de costes podrían trasladarse a los precios en algún momento. De hecho, se observa un cambio en el comportamiento de los márgenes en Estados Unidos y el Reino Unido desde finales de 2016, e incluso un aumento en el caso del Reino Unido, al aprovechar los productores el mayor

margen frente a la competencia exterior que proporciona la depreciación de la libra<sup>4</sup>.

En sentido contrario, las medidas de expectativas de inflación obtenidas de instrumentos financieros han caído ligeramente, tras el repunte que habían experimentado después de las elecciones presidenciales estadounidenses, lo que muestra que los riesgos de un aumento brusco de la inflación derivados de la implementación de las medidas expansivas propuestas por el nuevo Gobierno de Estados Unidos se perciben ahora como menos intensos. Las expectativas en el área del euro y el Reino Unido también parecen recoger esta nueva percepción sobre la política económica en Estados Unidos, y en Japón las expectativas de inflación siguen siendo bajas.

En resumen, la evolución de los determinantes externos e internos de los precios en las principales economías avanzadas muestra que, por el momento, las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, e incluso en algunos países donde el proceso de reflación parece encontrarse más avanzado, como en Estados Unidos, surgen dudas sobre su solidez. En otros casos, como el área del euro o Japón, las perspectivas son de una convergencia aún más lenta hacia el objetivo de sus bancos centrales.

3 Véase el recuadro «Medidas alternativas de desempleo para la economía española», en este mismo informe.

4 Véase el recuadro «Evolución reciente del comercio de bienes y servicios turísticos con el Reino Unido», en este mismo informe.