



LAS CAUSAS DE LA REPARICIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2020-2023

Josep M. Comajuncosa
Esade-Business School

Resumen

El presente capítulo analiza las causas y los circuitos de transmisión del reciente *shock* inflacionista sufrido especialmente por las economías europeas. De forma acumulativa, nos encontramos con el fuerte repunte del consumo de bienes tras la pandemia de covid-19, los problemas derivados de dicho incremento en las cadenas globales de suministro, el aumento de las materias primas, las políticas monetarias y fiscales y, especialmente, el aumento de precios de energía y alimentos tras la invasión rusa de Ucrania. Así mismo, se discuten las semejanzas y diferencias entre el episodio actual y el acaecido en los años 70 del siglo pasado de la que se desprende que los bancos centrales y los gobiernos deberán encontrar una vía para llevar la inflación a los niveles objetivos sin provocar una recesión económica prolongada, sorteando las dificultades mencionadas. De ello dependerá si se repite o no un escenario de estanflación como el de los años 70.

Abstract

This chapter analyses the causes and transmission circuits of the recent inflationary shock suffered especially by European economies. In all, we see a strong rebound in the consumption of goods following the covid-19 pandemic, problems in global supply chains set off by that resurgence of consumer spending, the rise in raw material and commodity prices, the monetary and fiscal policies applied and, in particular, the increase in energy and food prices following the Russian invasion of Ukraine. Also discussed are the similarities and differences between the current episode and the one in the 1970s, which suggests that central banks and governments must find a way to bring inflation down to target levels without causing prolonged economic recession, while steering clear of the aforementioned difficulties. Whether or not we are in for a 1970s-style stagflation scenario will depend on this.

1. Introducción

Después de la crisis de los precios del petróleo, a partir de los años 80, la inflación se moderó de forma significativa en las economías desarrolladas durante algunas décadas. De tal forma que la inflación, en la mayoría de economías desarrolladas, había dejado de ser un problema. Esta evolución se explica por algunos cambios estructurales: la globalización, el progreso tecnológico, el envejecimiento de la población y una política monetaria más bien enfocada que redujo las expectativas de inflación. De 1990 al 2020, la tasa de inflación en Estados Unidos, con unas pocas y breves excepciones, se movió entre el 1 % y el 3 %. La inflación media de los países de la UE se mantuvo entre el 2 % y el 3 % entre 1995 y 2012, y fue aún más baja entre 2012 y 2022, entre el 0 % y el 2 %.

Pero esta dinámica cambió de forma ostensible a principios del año 2021. La tasa global de inflación, que había estado en el 4 % entre 2009 y 2019 y se había situado en el 3,2 % en 2020, aumentó hasta el 4,4 % en 2021 y hasta el 7,5 % a mediados de 2022.

Entre las causas de este aumento de la inflación caben destacarse: el fuerte aumento de la demanda después de la pandemia, la aparición de problemas en la cadena global de valor que impidieron a la oferta seguir el ritmo de la demanda, el aumento del precio de las materias primas, las políticas fiscales y monetarias muy expansivas utilizadas en los últimos quince años y, más recientemente, el aumento del precio de las materias primas energéticas y alimentarias provocado por la invasión rusa de Ucrania.

2. El retorno de la inflación

En los países de la OCDE, la inflación se encontraba bajo control a principios del 2021, con una tasa anual del 2 %. Pero empezó a aumentar en el segundo trimestre de ese año y se situaba en el 6 % a finales del mismo. Diversas causas presionaron al alza los índices de precios. Se estaban dando, simultáneamente, un aumento de la demanda agregada y una restricción de la oferta. Por un lado, la demanda estaba aumentando con fuerza después de los confinamientos provocados por la pandemia de covid-19. Por otro, los cuellos de botella que presentó la cadena global de suministro supusieron una restricción de la oferta agregada a nivel global. La coincidencia en el tiempo de una perturbación positiva de demanda con una perturbación negativa de oferta presionó los precios al alza con fuerza.

Además, el aumento de la demanda se produjo en un momento en el que la política monetaria de la gran mayoría de países era aún fuertemente expansiva, con los tipos de interés oficiales a niveles muy bajos y la existencia de cuantiosas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales mediante programas de compra de activos. También las políticas fiscales se encontraban, en muchos países, en fase expansiva por las ayudas implementadas durante la pandemia. Este panorama de fondo facilitó el aumento de la demanda e hizo más rápida su traslación a aumentos de precios.

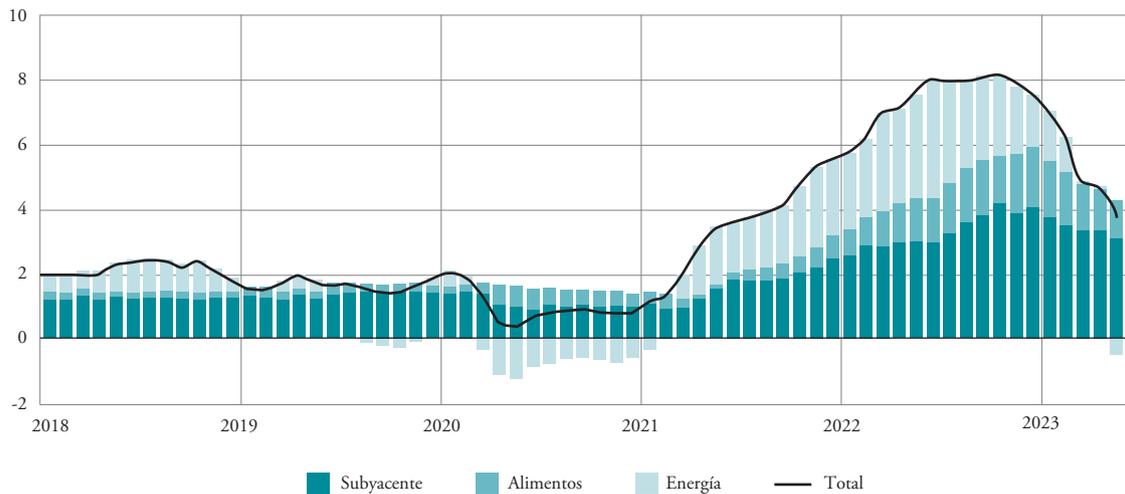
A principios de 2022 la inflación se situó en los niveles más elevados de las últimas décadas. Se encontraba por encima del 5 % en más del 75 % de las economías desarrolladas y el porcentaje era parecido para las economías emergentes, aunque con una menor incidencia en los países asiáticos.

A mediados de 2021 la inflación había empezado a evolucionar al alza, pero los aumentos de precios se concentraban en determinados grupos de productos, como los bienes duraderos, los alimentos y la energía. En un primer momento, estos aumentos se interpretaron como un fenómeno transitorio, provocado por el ajuste de los precios relativos inducido por los cambios en la oferta y la demanda agregadas durante la pandemia. Pero, de forma progresiva, la inflación se extendió hacia otros grupos de bienes. Así, a finales de 2021, el porcentaje de

ítems de la cesta de la compra que experimentaban un aumento de precio superior al 5 % representaba el 40 % en las economías desarrolladas y el 65 % en las economías emergentes. Además, la inflación de los precios de los servicios, que tiende a ser más persistente que la de bienes, superaba ya el nivel previo a la pandemia en la mayor parte de los países.

A partir del año 2022, la invasión rusa de Ucrania y las sanciones impuestas al agresor por los países occidentales generó un importante aumento del precio del petróleo, del gas natural y, posteriormente, de algunas materias primas alimentarias y metálicas. Esto provocó un importante aumento de los precios de la energía y de los alimentos, tanto en las economías desarrolladas como en muchas economías emergentes y de ingresos bajos. A lo largo del año 2022, los aumentos de precios de la energía y los alimentos se trasladaron a buena parte de los productos y servicios de la cesta de consumo, con que las tasas de inflación se situaron en los niveles más elevados de las últimas décadas. En octubre de 2022, la tasa de los países de la OCDE se situó en el 8 %, el nivel más elevado en treinta años. Posteriormente, empezó a descender a medida que remitían los aumentos de precios de las materias primas.

Gráfico 1. Tasa de inflación de los países de la OCDE (2018-2023)



Fuente: OCDE y BCE.

3. Cambios en la demanda agregada global

La recuperación de la actividad económica después de la recesión provocada por la pandemia fue notablemente rápida, especialmente en las economías desarrolladas. En estas, las políticas monetarias y fiscales expansivas mantuvieron el nivel de ingresos de las familias, pese a la caída del PIB. En un principio, este aumento de las rentas se tradujo básicamente en un

aumento del ahorro, pero finalmente permitió una fuerte recuperación del gasto cuando, en 2021, se fueron relajando las restricciones a la actividad económica. Este aumento del gasto se tradujo en presiones inflacionistas sobre determinados productos, especialmente los bienes duraderos, los alimentos y la energía.

La pandemia y los confinamientos indujeron un cambio en la demanda agregada a favor de los bienes y en detrimento de los servicios, especialmente de aquellos que suponían un contacto intensivo. Esta rotación de la demanda se prolongó más allá de los confinamientos, durante todo el año 2020, posiblemente por la incertidumbre acerca de la evolución de la pandemia. Pero los aumentos de precio de las empresas que estaban trabajando a plena capacidad no se vieron compensados por aumentos menores en otras empresas; con lo cual, la inflación fue en aumento pese a que la producción seguía estando por debajo del nivel previo a la pandemia.

Las políticas fiscales jugaron un importante papel para favorecer la pronta recuperación de la demanda, pero también contribuyeron a una primera alza de precios. Los estudios empíricos señalan que el volumen de apoyo gubernamental en las primeras fases de la pandemia muestra una relación mucho más clara con el PIB nominal que con el PIB real. El papel de las medidas fiscales se hace también evidente al observar que es en los países donde mayores fueron estas medidas donde más sorprendió el alza de los precios en 2021. Esta correlación disminuyó en 2022, lo cual muestra el creciente papel explicativo de las perturbaciones negativas de oferta provocadas por los problemas en la cadena global de suministro y posteriormente por la guerra en Ucrania.

4. Los problemas en la cadena global de suministros

En muchos países, en la primera mitad de 2020, la expansión de la pandemia de covid-19 y los consiguientes confinamientos y cierres contrajeron la demanda y provocaron una recesión económica. Muchas empresas respondieron a esto con un importante recorte de la compra de bienes intermedios. Cuando, en 2021, la demanda se recuperó con un ímpetu mayor del esperado, estas empresas no fueron capaces de aumentar su producción al ritmo necesario. Al reabrirse las economías, después de los confinamientos, se observó que la cadena global de suministros había quedado afectada por los cierres y el hecho de que estos se eliminaran solo de forma gradual. También estaba afectada por diversos conflictos geopolíticos y desastres naturales.

Aparecieron cuellos de botella en varios sectores, como los semiconductores, los plásticos, la madera y los metales para uso industrial. Estos desajustes se vieron amplificados por las interrupciones en el transporte de bienes, pues estaba afectada la distribución de los contenedores que se utilizan en el transporte marítimo, quedando muchos de ellos desplazados de sus rutas habituales. Diversas incidencias afectaron a los tiempos de entrega y a los costes del transporte internacional: el cierre temporal del Canal de Suez, la congestión de algunos grandes puertos como los de Los Ángeles y Long Beach o las restricciones en la navegación en algunas zonas de China, especialmente en la bahía de Hong-Kong.

Un número elevado de factores productivos se producen en países emergentes que aún experimentaban problemas y confinamientos cuando las economías avanzadas ya estaban recuperando la actividad habitual. Las nuevas variantes y, especialmente, el menor ritmo en la vacunación de su población, provocaban que algunos países emergentes aún necesitaran confinamientos en un momento en que la demanda de sus productos volvía a ser elevada en los mercados mundiales.

Por todo ello, aumentaron los costes y el tiempo de entrega del comercio internacional y disminuyeron los niveles de existencias de muchas empresas. Además, algunas empresas encontraban dificultades para la obtención de factores productivos clave. Las empresas que se enfrentan a una escasez grave de factores productivos cruciales se ven obligadas a reducir la oferta y se incrementan los precios de venta. Por tanto, estas disrupciones de la cadena global de suministro suponían una perturbación negativa de la oferta agregada, a nivel global, que presionó los precios al alza.

El caso paradigmático fue la escasez de semiconductores para el sector automovilístico. Durante la pandemia, la demanda de semiconductores aumentó debido al auge de la demanda de productos electrónicos, relacionados con el trabajo y el estudio a distancia o con el ocio durante periodos de confinamiento. Aunque los semiconductores representan una parte bastante pequeña del valor final de los productos donde se utilizan, son factores indispensables, sin sustitutos válidos, que en caso de no estar disponibles hacen imposible el acabado del producto en cuestión. Además, resulta difícil y costoso aumentar la capacidad de producción de las empresas de semiconductores, con lo cual estas tienen poca capacidad de respuesta a corto plazo ante aumentos de la demanda.

Pese a que los semiconductores utilizados en la producción de un coche valen unos pocos cientos de euros, sin ellos el coche no puede salir al mercado. Con la pandemia, la producción de coches en Estados Unidos y Europa había caído prácticamente a cero entre abril y junio de 2020. Cuando, al terminar los confinamientos, aumentó con fuerza la demanda de automóviles, las empresas solo pudieron aumentar la producción con lentitud y con aumentos de precio. Los estudios empíricos muestran que en Estados Unidos en el año 2021, los precios de los sectores que utilizaban semiconductores como *inputs* crecieron 4 puntos porcentuales más que los precios de los que no los requerían. Además, se trata de un hecho relevante, pues los sectores que utilizan semiconductores representan un 40 % de la producción industrial en Estados Unidos.

Muchos de los cuellos de botella que aparecieron en la economía global se encontraban cerca del inicio de las cadenas de producción, de tal forma que las restricciones en la oferta tuvieron implicaciones en muchos sectores y países. Los retrasos en las entregas dejaron sin existencias a empresas de un gran número de sectores.

La producción de bienes duraderos es muy dependiente de las cadenas globales de valor. En general, se trata de una circunstancia positiva, pues permite aprovechar ventajas comparativas en la producción de componentes, pero también implica riesgos. Si algún hecho perturba

alguna fase de la producción, el problema se propaga por toda la cadena y deja expuestas a las empresas de todo el mundo que son dependientes de los *inputs* procedentes de la región afectada. Con la pandemia, estos riesgos se materializaron claramente en forma de confinamientos más prolongados en algunas regiones, tasas de vacunación menores en las economías emergentes, mayores costes de transporte y dificultades en puertos clave para el comercio internacional.

Otro factor que se ha señalado para explicar las disrupciones en la cadena de suministro es el principio de producción *just in time*. Este se basa en una buena alineación temporal entre la compra de los factores productivos y la fabricación de los bienes finales, para minimizar con ello los costes financieros y de almacenaje. Pero el método requiere una predicción acertada de la demanda, y es muy sensible a los cambios inesperados de esta demanda.

5. Los precios de la energía

En la primera mitad de 2020, al iniciarse la pandemia, los precios energéticos experimentaron un importante descenso por la caída de la demanda. En la segunda mitad de 2020 empezaron a aumentar de nuevo, debido a la recuperación de la demanda energética al finalizar las medidas de confinamiento. Durante el siguiente año 2021, algunos problemas de oferta siguieron presionando los precios energéticos al alza y la situación se agravó adicionalmente a principios de 2022 con la invasión rusa de Ucrania. En el primer trimestre de 2022, los precios de la energía alcanzaron niveles de récord, con un importante efecto sobre la evolución de la actividad económica global y los niveles de precios.

El precio del petróleo cayó un 75 % entre febrero y abril de 2020 y el del gas lo hizo un 44 %. Pero, a partir de abril de ese año, los precios empezaron a recuperarse con fuerza. El del gas alcanzó su nivel previo a la pandemia ya en septiembre de 2020 y el del petróleo alcanzó el nivel prepandemia en febrero de 2021.

Algunos factores estaban dificultando la recuperación de la oferta. En Europa, en verano del 2021, la poca intensidad del viento llevó a sustituir energía eólica por energía generada con gas. En la primera mitad de ese año 2021, la extracción de gas en Noruega fue menor de lo habitual por la realización de obras de mantenimiento de los gaseoductos. Además, el invierno anterior había sido más frío de lo habitual. Por todo esto, a finales del verano del 2021, las existencias de gas en Europa se encontraban en un nivel históricamente reducido. A partir de ese momento los precios del gas iniciaron una carrera alcista.

El aumento del precio del gas fue especialmente intenso en la segunda mitad de 2021 y se intensificó en la primera mitad de 2022. De julio de 2021 a junio de 2022 los precios del gas en Europa aumentaron un 145 %, mientras que el precio del petróleo aumentó un 46 % en el mismo período, situándose ambos muy por encima del nivel previo a la pandemia. En Europa, el gas alcanzó el precio más elevado de la historia en el segundo trimestre de 2022.

El precio del petróleo también aumentó en la segunda mitad de 2021. Debido a la caída de la demanda observada en 2020, los países de la OPEP+ decidieron una importante reducción de la extracción. En julio de 2021 empezaron a revertir esta decisión, pero algunos países no pudieron seguir el ritmo previsto de aumento de la extracción, lo cual mantuvo la oferta restringida a nivel global. Además, por problemas de financiación, la industria norteamericana del petróleo *shale* reaccionó de forma más lenta que en otras ocasiones al aumento del precio internacional del petróleo, con lo que no pudo jugar el papel de estabilizador del precio que había realizado en las dos décadas previas.

Con el inicio de la invasión rusa de Ucrania y las sanciones establecidas contra Rusia por los gobiernos de los países occidentales, aumentó adicionalmente la volatilidad de los precios del gas y del petróleo. Las existencias reducidas hacían que los precios fueran especialmente sensibles a cambios en las expectativas sobre el comportamiento futuro de la oferta y la demanda de productos energéticos. La capacidad de respuesta de los productores de petróleo y gas también se vio afectada por el menor volumen de las inversiones realizadas después del descenso de precios de 2014. En parte, esta menor inversión fue debida a la incertidumbre acerca del papel exacto que tendrían estas materias primas después del cambio en la demanda que provocaría la transición hacia un modelo energético verde y sostenible.

En Europa, el precio de la electricidad siguió la misma pauta que los precios del gas y del petróleo, cayendo en la primera mitad del año 2020 y aumentando con gran fuerza durante el año 2021. En diciembre de 2021 el precio alcanzó un máximo de 250 € por MWh, cinco veces superior al existente en diciembre del año anterior. Poco después, alcanzó un máximo histórico en marzo de 2022 con un precio medio mensual de 300 € por MWh.

El precio de la electricidad en Europa se determina según el principio de marginalidad, utilizando el precio de la tecnología más cara de todas las empleadas para cubrir la demanda existente. En los últimos años, el precio del gas es el que ha determinado la evolución del precio de la electricidad, especialmente en España, Portugal, Irlanda e Italia.

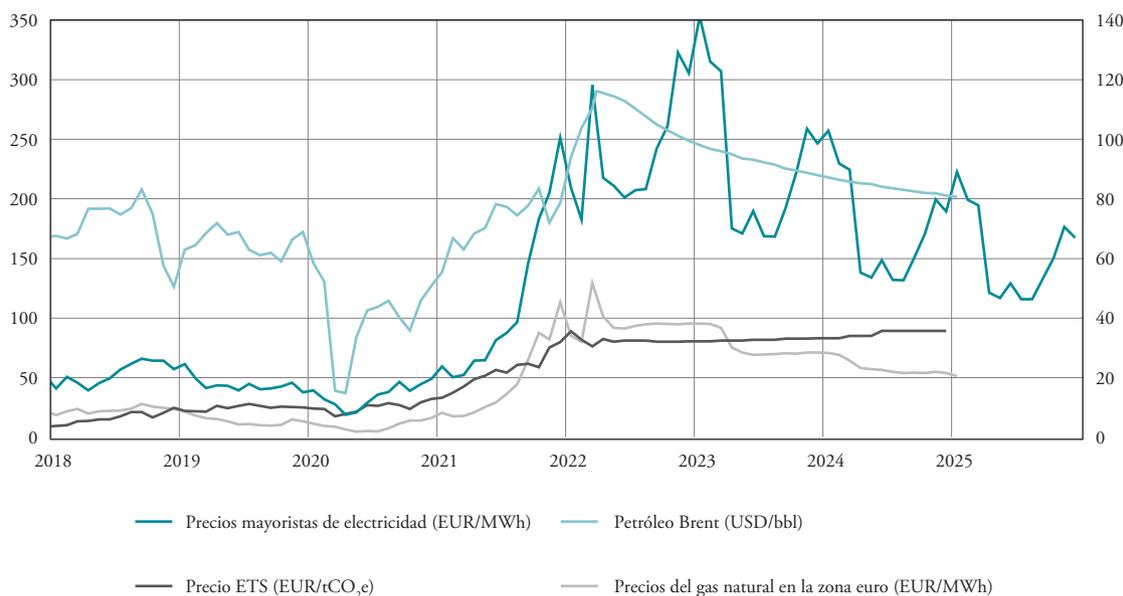
En los momentos en que, gracias a las condiciones climáticas, la oferta de energía renovable es elevada y la demanda es relativamente baja, esta se puede cubrir utilizando tan solo energías de este tipo. Las fuentes de energía renovable, una vez instaladas, tienen un coste marginal bajo. Durante los primeros meses de la pandemia la demanda de electricidad se pudo cubrir utilizando tan solo energías renovables, lo cual rebajó considerablemente el precio de la electricidad. Cuando la demanda se recuperó en 2021, fue necesario empezar a generar electricidad con gas. Como el precio del gas iba en aumento y además se debió pagar el precio para la emisión de carbono establecido por las autoridades europeas, el precio de la electricidad aumentó considerablemente. El gran aumento del precio del gas hizo que, a finales del 2021 y principios de 2022, resultara más conveniente utilizar carbón para producir electricidad, pese a que requiere pagar una cantidad superior por las mayores emisiones.

El peso de la energía en el índice de precios armonizado de la UE ha estado situado, estos últimos tres años, entre el 9,5 % y el 10,9 % del total. Los principales componentes energé-

ticos del índice son los combustibles líquidos (un 46 % del total de energía), la electricidad y el gas (un 28 % y 20 %, respectivamente). En 2020 el componente energético contribuyó negativamente a la evolución de la tasa de inflación en Europa, especialmente por la evolución a la baja del precio de los combustibles. Pero, a partir de febrero de 2021, la inflación empezó a aumentar debido al aumento de los precios del petróleo. El posterior aumento del precio del gas y de la electricidad, por la guerra en Ucrania, llevó al componente energético del IPC armonizado hasta niveles de récord a principios de 2022. En ese momento, el aumento de precios constituyó un verdadero *shock* energético.

Pero también empezaron a aumentar los precios de otras materias primas, especialmente de algunas materias primas alimentarias y metálicas y de los fertilizantes.

Gráfico 2. Precios medios mensuales de la energía: petróleo, gas y electricidad (2018-2023)



Escala izquierda: euros por unidad; escala derecha: dólares por unidad.

Fuente: Eurostat, Refinitiv y BCE.

6. El precio de los alimentos

A nivel global, los precios de los alimentos entraron en una fase expansiva ya en 2020. Pero, en 2022, se dio un aumento adicional de los precios que, conjuntamente con las escaseces en algunos países, llegaron a crear una crisis alimentaria.

El precio de los alimentos subió un 20 % en el año 2021 y el inicio de la guerra en Ucrania elevó este porcentaje hasta el 40 %. Aunque durante la segunda mitad de 2022 los precios descendieron algo, estos seguían estando entre un 20-25 % por encima de los existentes a principios de 2021.

En los países avanzados, la subida del precio de los alimentos presionó al alza las tasas de inflación, reduciendo el poder adquisitivo de las familias. En los países de renta más baja, donde los alimentos suponen más de la mitad del consumo de las familias, el aumento de los precios generó graves dificultades. En algunos países se puso en riesgo la seguridad alimentaria y se extendieron el descontento social y las protestas en países como Bangladés, Irán, Siria, Egipto, Ecuador o Perú. En los países que son importadores netos de alimentos se ha deteriorado el saldo de la balanza de pagos y se han tensionado los presupuestos públicos al ser necesario aumentar las medidas de protección social.

Los precios de las materias primas alimentarias aumentaron por una combinación de varias perturbaciones negativas en la oferta. Durante la pandemia, los confinamientos redujeron la producción agrícola y, a lo largo de 2021, diversos factores climáticos como el aumento de temperaturas, las sequías, las inundaciones o el episodio de la Niña, redujeron considerablemente la producción agrícola en América y Europa. Por ello, a principios de 2022, las reservas globales de trigo y otros cereales se encontraban en niveles muy bajos.

En 2022, el aumento del precio del transporte y de los combustibles se sumó a esta menor producción para seguir presionando los precios al alza. Finalmente, la guerra en Ucrania supuso el bloqueo de las exportaciones de cereales de este país. En el momento de la invasión, Ucrania era el cuarto productor mundial de trigo y maíz y el máximo productor de semillas de girasol. Ucrania y Rusia, conjuntamente, producen un 27 % de la producción mundial de trigo y un 53 % de la de semillas de girasol. Además, Ucrania y Rusia exportan mucho a países con ingresos bajos. Más de 25 países africanos importan un 30 % del trigo que necesitan de Ucrania y Rusia. Y 15 países africanos importan de estos dos países más del 50 % del trigo que consumen.

La guerra también tuvo un importante efecto sobre el precio de los fertilizantes. Como respuesta a las sanciones de los países occidentales, Rusia prohibió las exportaciones de nitrato de amoníaco, un factor indispensable para la producción de fertilizantes, que utiliza gas natural para su producción y del cual Rusia es uno de los máximos exportadores. Cabe recordar que prácticamente la mitad de la población mundial se alimenta gracias a la producción adicional de alimentos que hacen posible los fertilizantes.

Todos estos factores mantuvieron el precio de los alimentos en una trayectoria ascendente entre el mes de abril del 2020 y mayo del 2022. En julio de 2022 se alcanzó un acuerdo entre Ucrania y Rusia, auspiciado por las Naciones Unidas y Turquía, para permitir la salida de barcos de transporte de cereales desde los puertos del Mar Muerto. La reapertura de esta vía ha favorecido, desde entonces, el paulatino descenso de los precios de los cereales.

Es frecuente que, en los mercados internacionales, los precios de la energía y de los alimentos evolucionen en la misma dirección. Los estudios empíricos muestran que este ha sido el caso en el 66 % de las ocasiones desde 1970 y con una frecuencia creciente en el presente siglo. Hay varias razones que explican esta correlación. El petróleo se utiliza como combustible para la maquinaria agrícola y en el transporte de productos y el gas natural es uno de los factores más importantes en la producción de fertilizantes y pesticidas. Los precios evolucionan en función de una misma demanda agregada global. Y finalmente, algunos productos agrícolas se utilizan como biocombustibles.

La correlación entre el precio del petróleo y el de los cereales se ha hecho más elevada desde que la Unión Europea introdujo la obligatoriedad del uso de biocombustibles. Esto es especialmente cierto para el maíz, que ha sido la materia prima más incentivada por las políticas europeas en la producción de biocombustibles. Por un efecto contagio, esta correlación ha aumentado también para otras materias primas, en parte debido a la mayor financialización de los mercados de materias primas. Los precios de los alimentos también se ven afectados por la evolución del tipo de cambio del dólar americano y de los tipos de interés.

Los aumentos de precio de las materias primas alimentarias suelen extenderse en el tiempo. Los estudios empíricos muestran que un *shock* negativo típico en la producción global de cereales aumenta el precio de este cereal un 16 % en el primer trimestre después del *shock* y hasta un 23 % medio año después. El impacto del precio de la energía es algo menor. Un aumento del precio del petróleo de un 10 % hace aumentar un 2 % el precio de los cereales después de tres o cuatro trimestres. Por el contrario, el precio de los fertilizantes tiene un efecto mayor, aunque algo más retrasado en el tiempo. Un aumento del 10 % del precio de los fertilizantes, no tiene un efecto inmediato en el precio de los cereales, pero hace que aumente un 7 % después de un trimestre. Finalmente, un aumento de 1 punto en el tipo de interés oficial en Estados Unidos hace bajar el precio de los cereales un 13 % después de un trimestre.

A lo largo del año 2021, los aumentos de precios de las materias primas alimentarias se fueron trasladando a los precios de los alimentos presentes en la cesta de la compra de los consumidores de todos los países. La transmisión de un aumento del precio internacional de estas materias primas a los precios de los alimentos al por menor es muy variable entre países, pues depende de factores tan dispares como los impuestos, las subvenciones, los costes locales de distribución, el peso relativo de los alimentos en la cesta de la compra o el nivel de integración del país en los mercados globales. La inflación de los productos alimentarios alcanzó el 12,5 % en Estados Unidos y Europa, pero solo fue del 5,3 % en los países del este y el sudeste de Asia.

Por término medio, en los países desarrollados, después de un aumento del precio internacional de una materia prima alimentaria, el precio nacional de los alimentos empieza a aumentar de forma lineal hasta alcanzar un máximo pasados 10 meses, para empezar a disminuir después, aunque se mantiene a un nivel elevado durante un período largo, de varios años. En total, un aumento de un 1 % del precio internacional supone un aumento de un 0,3 % de los precios nacionales de los alimentos al cabo de 10-12 meses. Así pues, se trata de una transmisión, por término medio, del 30 %, pues el coste de las materias primas alimentarias

es solo una parte del coste total de los alimentos. En los países emergentes, el peso del precio de la materia prima en el precio final es más elevado, experimentan una mayor transmisión, como también es el caso para las economías más abiertas al comercio internacional.

Los estudios empíricos muestran que el aumento de los precios internacionales de las materias primas alimentarias, para un país medio, explicaron 5 puntos porcentuales de inflación en el año 2021 y 6 puntos en el 2022. Se espera que en el año 2023 este efecto sea menor, de solo 2 puntos.

Este episodio ha puesto de relieve la necesidad de mantener un buen funcionamiento de los mercados internacionales de alimentos y de que cada país lleve a cabo políticas adecuadas para compensar las variaciones de precio, como pueden ser las ayudas dirigidas específicamente a grupos vulnerables de la población. También es importante poner los incentivos para la creación de *stocks* de reservas de alimentos a nivel global. La apertura al comercio internacional ayuda a diversificar los alimentos disponibles para la población y permite cubrirse ante la volatilidad de la producción interna. Además, las políticas que promueven la autosuficiencia alimentaria resultan contraproducentes desde el punto de vista medioambiental, pues favorecen la excesiva conversión de tierras en cultivos y la sobreexplotación de estas. El comercio internacional es indispensable para los países pequeños, los muy densamente poblados y los más vulnerables al cambio climático.

7. Poder de mercado e inflación

En el mundo académico existe la preocupación de que la economía mundial haya entrado en una época caracterizada por un menor grado de competencia en los mercados. El excesivo poder de mercado de las empresas es una fuente de inflación, pues estas pueden sacar provecho de la existencia de poca competencia en su mercado para mantener un nivel elevado de beneficios, limitándose a trasladar al precio de venta cualquier aumento de los costes. Algunas voces sugieren que esta menor competencia podría ser una de las causas del aumento de la inflación en los últimos años.

La literatura económica ha observado una disminución del grado de competencia en las últimas décadas en la economía de Estados Unidos. Esta menor competencia estaría en la base de algunos problemas que afectan a la economía norteamericana, como el nivel bajo de inversión, la caída de la participación del factor trabajo en la renta nacional, o la reducción del ritmo de creación de empresas, y es un factor importante para entender la evolución de la innovación.

Diversos estudios empíricos confirman el aumento del *mark-up*, la ratio entre precio y coste marginal, en diversos ámbitos de la economía global. A nivel global, el *mark-up* aumentó un 6 % en el período 2000-2015. Se trata de un fenómeno que se concentra sobre todo en las economías avanzadas y en las empresas que ya tenían *mark-ups* elevados y que los han aumentado un adicional 40 % en el período en cuestión.

En las últimas décadas, el *mark-up* de las empresas ha aumentado en la gran mayoría de economías desarrolladas, lo cual implica que se ha dado una consolidación a largo plazo del poder de mercado de las empresas. Sin embargo, desde la pandemia, el aumento de los *mark-up* se ha moderado e incluso ha disminuido en algunos países. El *mark-up* y la tasa de inflación venían mostrando una correlación positiva y al alza, pero esta correlación se ha perdido en los últimos tres años. La capacidad de fijar un *mark-up* elevado señala que las empresas pueden trasladar los aumentos de costes a los clientes mediante precios más elevados, pero también es una señal de que las empresas tienen una mayor capacidad de absorber los aumentos de costes sin incurrir en pérdidas. Este segundo factor ha sido el predominante en los últimos años.

En Estados Unidos, el 20 % de las empresas con un mayor nivel de *mark-up* previo a la pandemia trasladaron el 60 % del aumento de costes a los precios de venta y absorbieron el 40 % restante mediante una disminución de los beneficios. En cambio, el 40 % de las empresas con un menor nivel de *mark-up* pasaron la práctica totalidad del aumento de costes a los precios de venta. Esto hace pensar que el poder de mercado no ha sido una variable determinante para explicar el aumento de la inflación en los últimos tres años.

Pero otros estudios empíricos presentan conclusiones algo dispares. Algunos muestran que, en ciertas economías, el excedente bruto, que incluye los beneficios empresariales, ha sido uno de los factores que mejor explican el aumento de los precios al consumo. Así mismo, las grandes empresas energéticas americanas y británicas obtuvieron beneficios muy cuantiosos en el año, lo cual muestra que sacaron partido de su gran cuota de mercado y de la poca competencia en el mercado.

Se trata, pues, de una cuestión abierta. Y aunque el mayor poder de mercado de algunas empresas no parece ser un factor explicativo importante del aumento de la inflación en el reciente período 2021-2023, sí que podría tener una implicación en el futuro, en la medida que un grado menor de competencia puede amplificar los efectos de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre el nivel de precios de la economía.

8. La crisis de los años 70 y la estanflación

El episodio inflacionario de los últimos tres años presenta bastantes similitudes con el que experimentaron las economías desarrolladas en los años 1970, de tal forma que se han levantado temores a la repetición del problema de la estanflación experimentado entonces, casi una década con tasas de inflación elevadas y estancamiento económico.

La principal semejanza se encuentra en el detonante del problema, un episodio inflacionario desencadenado por el aumento de precio de algunas materias primas que produce una ralentización de la actividad económica y, finalmente, una recesión.

Pero también hay importantes diferencias. En los 70 la crisis se concentró en el mercado del petróleo, mientras que en la actualidad ha afectado a un mayor número de materias pri-

mas. En 1973 los precios del petróleo aumentaron de forma muy repentina e inesperada, se multiplicaron por más de dos en el lapso de cuatro semanas. En 1979 se volvieron a duplicar, aunque de forma más gradual. En cambio, el aumento del precio del petróleo de los últimos años ha sido mucho menor. Aunque el aumento del precio del gas y otras materias primas sí ha sido de mayor magnitud.

Desde una perspectiva a largo plazo, los precios del petróleo no están ahora muy apartados de la tendencia histórica. Por ejemplo, el precio en dólares se encuentra al mismo nivel en que se situaba a mediados del año 2014, y un 20 % por debajo si se mide en términos reales. En cambio, en 1973 los precios sí se fueron a niveles históricamente altos.

En 1973 la producción de petróleo cayó un 5 % y el consumo de petróleo de las economías avanzadas lo hizo un 8 %. En 1979 la caída de la producción fue algo menor. En cambio, la subida del precio de las materias primas de los últimos tres años ha venido acompañada de un cierto aumento de la producción.

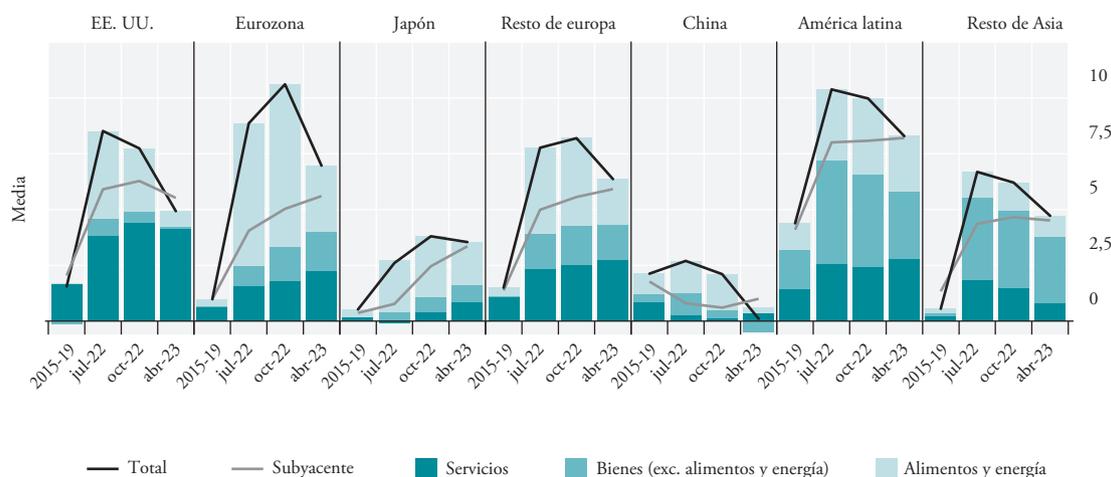
También se debe tener en cuenta que, en la actualidad, unos precios de la energía elevados tienen un impacto menor sobre el funcionamiento de la economía. La cantidad de energía necesaria para producir un determinado volumen de bienes y servicios, la intensidad energética del PIB, ha disminuido un 40 %. Además, el comportamiento de la inflación es más benigno hoy en día. En 1973, el aumento de la inflación se produjo después de algunos años de inflación al alza, lo cual facilitó una rápida pérdida de anclaje de las expectativas de inflación, y contribuyó a una gran transmisión de la subida de los precios del petróleo hacia los precios de muchos otros bienes y servicios. En cambio, ahora las expectativas de inflación se encuentran mucho más controladas, tanto en las economías desarrolladas como en muchas economías emergentes.

El crecimiento global se ha mostrado más resiliente de lo esperado ante la perturbación negativa de oferta causada por el aumento de los precios de la energía y de las materias primas. Pero no se ha alejado del todo el fantasma de la estanflación de los años 70, cuando el aumento de los precios del petróleo y la subida de las tasas de inflación fue acompañado por un largo período de estancamiento económico.

9. Consideraciones finales

En este año 2023 la tasa de inflación se está moderando. Si en el 2022, a nivel global, la inflación fue del 8,7 %, este año probablemente se situará cerca del 7 %. Esta moderación es debida a la progresiva desaparición de las disrupciones de la cadena global de suministro y a la moderación del precio de las materias primas energéticas y alimentarias. Pero la inflación subyacente se muestra más resistente a la baja. Además, en muchas economías avanzadas, el componente servicios es ahora el más inflacionario. Históricamente, en el sector servicios la inflación es más persistente que en el de bienes, pues los costes laborales tienen un mayor peso y está menos expuesto a la competencia internacional.

Gráfico 3. Inflación e inflación subyacente, regiones de la economía global (2015-2023)



Fuente: OCDE, Bloomberg, Datastream, BIS, datos nacionales.

También las políticas monetarias contractivas, implementadas de forma muy sincronizada por los grandes bancos centrales, han resultado de gran ayuda para controlar la inflación. El 95 % de los bancos centrales de la economía mundial subieron sus tipos de interés oficiales entre principios del año 2021 y mediados de este año 2023. Pero, en muchos casos, los tipos nominales se mantienen aún por debajo de la tasa de inflación, con lo cual los tipos de interés reales siguen siendo negativos.

Pese a la evidente moderación del último año, la inflación se mantiene aún elevada. Históricamente, la última fase de la lucha contra la inflación es la más complicada. Para llevar la inflación a los niveles objetivo, será necesario mantener los tipos de interés elevados durante un período de tiempo prolongado, lo cual frenará la actividad económica. También pueden aparecer tensiones en el sector financiero y en el mercado de deuda pública. Y cuanto más se prolonga la inflación, mayores son las presiones para aumentos salariales, aumentos que pueden poner en marcha una espiral precios-salarios. También serán necesarios esfuerzos en el ámbito de la política fiscal, pues es necesario controlar el déficit público por el encarecimiento de la financiación de la deuda.

Los bancos centrales y los gobiernos deberán encontrar una vía para llevar la inflación a los niveles objetivo sin provocar una recesión económica prolongada, sorteando las dificultades mencionadas. De ello dependerá si se repite o no un escenario de estanflación como el experimentado en los años 70.

Referencias bibliográficas

- ADOLFSEN, J. V.; KUIK, F.; LIS, E. M., y SCHULER, T. (2022): «The Impact of the war in Ukraine on euro area energy markets»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 4, 2022.
- BANCO DE ESPAÑA (2021): *Informe Anual*.
- BANCO DE ESPAÑA (2022): *Informe Anual*.
- BIS (2022): *Annual Economic Report*.
- BIS (2023): *Annual Economic Report*.
- DE LOECKER, J.; EECKHOUT, J., y UNGER, G. (2020): «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications»; en *Quarterly Journal of Economics*, 135(2).
- DÍEZ, F. J.; FAN, J., y VILLEGAS-SÁNCHEZ, C. (2021): «Global Declining Competition»; en *Journal of International Economics*, 132.
- FAO (2021): *The State of Food Security and Nutrition in the World*.
- FURERI, D.; LOUNGANI, P.; SIMON, J. y WATCHER, S. M. (2016): «Global Food Prices and Domestic Inflation: Some Cross-Country Evidence»; en *Oxford Economic Papers*, 68(3).
- IMF (2021): «Recovery During a Pandemic»; en *World Economic Outlook*, October 2021.
- IMF (2022): «War Sets Back the Global Recovery»; en *World Economic Outlook*, April 2022.
- IMF (2022b): «Countering the Cost-of-Living Crisis»; en *World Economic Outlook*, October 2022.
- IMF (2023): «A Rocky Recovery»; en *World Economic Outlook*, April 2023.
- KOESTER, G. *et al.* (2022): «Inflation developments in the euro area and the United States»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 8.
- KUIK, F.; ADOLFSEN, J. F.; LIS, E. M., y MEYLER, A. (2022): «Energy price developments in and out of the Covid-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 4.
- LEBASTARD, L. y SERAFINI, R. (2023): «Global value chains and the pandemic: the impact of supply bottlenecks»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 2.
- REES, D. y RUNGCHAROENKITKUL, P. (2021): «Bottlenecks: causes and macroeconomic implications»; en *BIS Bulletin*, n. 48.
- SANTACREU, A. M. y LABELLE, J. (2022): «Global supply chain disruptions and Inflation during the covid-19 pandemic»; en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2nd quarter.