

Análisis Regional España / Energía y Materias Primas

Inflación importada y pacto de rentas

Vozpópuli (España)

José E. Boscá¹ / Rafael Doménech / Javier Ferri¹ / Camilo Ulloa

La inflación ha vuelto y lo ha hecho con tasas que no se veían desde hace décadas en la mayoría de las economías avanzadas. La recuperación económica posterior a la crisis de la COVID-19 ha estado caracterizada por fuertes cambios en los precios relativos de bienes frente a servicios, estímulos monetarios y fiscales sin precedentes, disrupciones en las cadenas mundiales de producción, y un aumento del coste de las materias primas, especialmente de productos energéticos, que han cambiado radicalmente las perspectivas de inflación. España no ha permanecido ajena a este episodio inflacionista de naturaleza global. Si nos centramos en los promedios trimestrales del IPC mensual, es necesario irse a 1985 para observar una tasa de crecimiento interanual similar a la del segundo trimestre de 2022 (9,1%). A la espera de conocer el dato de septiembre, las tasas de julio y agosto apuntan que la inflación promedio del tercer trimestre podría superar el 10%. Algo parecido ocurre con la inflación subyacente (que excluye precios de la energía y alimentos sin procesar), cuyo promedio en el segundo trimestre fue del 4,9% y que posiblemente superará el 6% en el tercero.

En claro contraste con la inflación de los precios de consumo, según los datos más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral, la del deflactor del PIB se situó en el segundo trimestre en el 3,6%, la tercera parte de la observada en el IPC. El deflactor del PIB refleja los precios del valor añadido aportado a los bienes y servicios producidos en el interior, es decir, el que corresponde a los salarios, excedente bruto de explotación y rentas mixtas, junto con los impuestos a la producción e importaciones, netos de subvenciones.

La diferencia entre la tasa de inflación del IPC y la del deflactor del PIB puede tener dos causas. La primera es que la cesta de bienes de consumo (que incluye también bienes y servicios importados) no es exactamente igual a la del PIB, que excluye importaciones, pero incorpora inversiones y exportaciones. La segunda es que los precios que más han subido son principalmente los de nuestras importaciones de materias primas y alimentos, particularmente energía, y de bienes intermedios afectados por las disrupciones en las cadenas mundiales de producción y la depreciación del euro. La evidencia disponible para la eurozona, analizada en un estudio reciente del BCE, sugiere que la mayor parte de la inflación del IPC (9,1% en agosto) se debe precisamente a aquellos componentes con un mayor contenido de importaciones, con tasas de inflación de dos dígitos. Por el contrario, la inflación de componentes con un bajo contenido de importaciones, con un peso aproximado del 35% en la cesta del IPC, se sitúa ligeramente por encima del 3%.

El problema del *shock* de precios que afecta sobre todo a materias primas tan importantes como la energía es que impactan directamente sobre el IPC (por ejemplo, en la electricidad y en los combustibles), pero también en la cadena de producción desde el principio (como el caso de todas las explotaciones y manufacturas intensivas en electricidad o servicios de transporte). Esto explica que la inflación subyacente se haya “contagiado” además a través de los efectos de primera ronda.

Sin embargo, por el momento, en la economía española no se observan los temidos efectos de segunda ronda. Para entenderlos bien, merece la pena ilustrarlos mediante un sencillo ejemplo que distingue entre el *shock* de precios a las materias primas y los mecanismos de propagación. Supongamos que para producir un bien de consumo con un coste de los factores de 100 una empresa necesita materias primas importadas por valor de 40, a las que añade empleo por otros 40 y recursos propios por valor de 20. El valor añadido bruto a coste de los factores de este bien de

1: Universidad de Valencia y FEDEA.

consumo representa así un 60 por ciento del coste, que se repartiría en dos terceras partes a salarios (40) y en una tercera parte (20) al excedente bruto de explotación. Si el precio de las materias primas aumenta de 40 a 50, es decir, un 25 por ciento, el efecto de primera ronda traslada íntegramente este aumento al precio final a coste de los factores, dejando inalteradas las rentas del trabajo y de capital. Los impuestos sobre la producción e importaciones ejercen una presión adicional sobre los precios al aplicarse sobre una base mayor. Si este bien fuera representativo del conjunto de la economía, el IPC aumentaría un 10%, mientras el deflactor del PIB se mantendría constante. En términos del IPC, salarios y beneficios pierden poder adquisitivo, pero no en relación al deflactor del PIB.

Esta pérdida de poder adquisitivo por el deterioro de precios relativos (los precios de las importaciones aumentan más que los de los bienes y servicios producidos en el interior) refleja que el país se ha empobrecido frente al resto del mundo. De hecho, es perfectamente posible que, aunque el PIB de España aumente en términos reales un 4,1 por ciento en 2022 según las previsiones de BBVA Research, este incremento de renta, o incluso algo más, se transfiera a otros países a los que compramos importaciones mucho más caras.

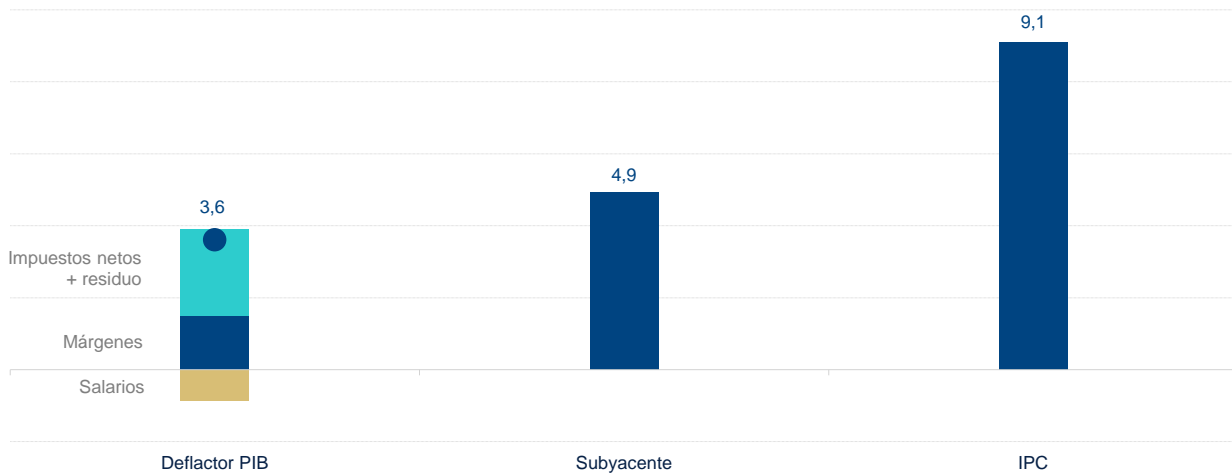
Hasta el segundo trimestre de 2022, el ejemplo anterior ilustra bastante bien las diferencias entre el crecimiento del IPC y del deflactor del PIB. Los efectos de primera ronda están reflejando los cambios en los precios relativos de los bienes y servicios, una vez producido el fuerte aumento de precios de materias primas y otros bienes importados. Estos cambios son necesarios para que los precios den las señales que permitan el ajuste de la demanda: se encarecen más aquellos bienes y servicios (por ejemplo, la electricidad) que tienen un mayor contenido de materias primas o bienes intermedios más caros. Cuando los precios relativos terminen de ajustarse, el problema de la inflación desaparece. Un año más tarde, cuando el efecto base se haya diluido, la contribución de los efectos de primera ronda a la inflación sería nula o incluso podría llegar a ser negativa, si los precios de algunas materias primas disminuyen algo respecto a sus máximos y si dicha reversión se traslada, al menos parcialmente, a los precios de los productos finales. Esto es algo que puede ocurrir con el precio del petróleo si se mantiene a los niveles actuales durante los próximos trimestres y en marzo de 2023 se calcula su tasa de inflación respecto a los máximos alcanzados en 2022. De hecho, las tasas mensuales anualizadas de los indicadores adelantados de inflación subyacente ya se sitúan entre el 2,5 y 3,7%.

Sin embargo, los efectos de segunda ronda se dan cuando, adicionalmente, los salarios y los márgenes empresariales aumentan, tratando de recuperar el poder adquisitivo perdido como consecuencia de los efectos de primera ronda. En el ejemplo anterior, esto ocurriría si los salarios y las rentas del capital aumentasen, por ejemplo, un 10 por ciento, igual que el IPC. La situación se complicaría aún más si estos aumentos trataran de recuperar no sólo el poder adquisitivo que ya se ha producido vía IPC, sino que incorporaran también expectativas de que la inflación va a ser más elevada en el futuro. Se generaría así una espiral de precios, salarios y márgenes, que haría muy difícil absorber el shock inicial de inflación importada, enquistando el problema de inflación. Esta situación es la que el BCE trata de evitar a toda costa con las subidas de tipos de interés y el mensaje de que hará todo lo necesario para anclar expectativas y llevar de nuevo la inflación al 2%. Incluso aunque sus decisiones tengan un coste en términos de menor actividad económica, el BCE trata de evitar una inflación descontrolada, más incertidumbres a las ya existentes y mayores contracciones de la actividad futura. Para que esta estrategia no flaquee, será necesario que siga subiendo tipos hasta que la tendencia a la baja de la inflación esté bien consolidada.

En un estudio reciente de próxima publicación, demostramos que, por el momento, los efectos de segunda ronda en España están contenidos y que los márgenes de precios domésticos y salarios no están detrás del aumento reciente de la inflación. La tasa de crecimiento interanual nominal de la remuneración por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo fue del 1,8% en el segundo trimestre de este año. Teniendo en cuenta que el crecimiento de la productividad por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo fue del 1,5%, la presión inflacionista de los salarios ha sido hasta el momento del 0,3%, también muy lejos del crecimiento del IPC. La diferencia, en el segundo trimestre del año, entre el crecimiento del deflactor del PIB y el de la remuneración de asalariados se debe, fundamentalmente, al incremento de los impuestos sobre la producción. Aunque el margen bruto de explotación y las rentas mixtas

contribuyeron positivamente al crecimiento del deflactor (1,5%), son los únicos componentes de la renta nacional que no han recuperado los niveles del cuarto trimestre de 2019 (un 6,8% por debajo en términos reales).

Gráfico 1. **CRECIMIENTO DEL DEFLACTOR DEL PIB Y DEL IPC E INFLACIÓN SUBYACENTE EN ESPAÑA, SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022. TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES**



Fuente: elaboración propia en base a INE. CNTR a 23/09/2022

Es necesario mantener en los próximos trimestres la dinámica que observamos hasta ahora en el deflactor del PIB, para evitar que la inflación se enquiste y se produzcan futuras pérdidas de competitividad y caídas de actividad. Los márgenes empresariales y los salarios estarían contribuyendo así a la moderación de los precios domésticos. Al fin y al cabo, cuando la inflación es importada, la clave para evitar una espiral de precios es que la sociedad sea capaz de distribuir razonablemente bien el empobrecimiento que supone, y apostar por recuperar cuanto antes la pérdida de poder adquisitivo mediante ganancias de productividad que beneficien a las rentas del trabajo y del capital.

En consecuencia, esta evidencia sirve de apoyo a un pacto de rentas plurianual que mantenga la moderación de los salarios y márgenes empresariales sobre la inflación producida domésticamente, que reduzca incertidumbres sobre la evolución de los costes y precios, y que sirva de referencia tanto al sector privado como al público. Dicho pacto de rentas debe ser suficientemente flexible para que los salarios crezcan a tasas mayores cuanto más lo haga la productividad o la demanda de ciertas ocupaciones, y que los precios proporcionen las señales correctas para ajustar la capacidad de producción allí donde sea necesario, con la consiguiente reasignación de factores productivos.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com