



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MACROECONOMÍA 05/12/2022

## **¿Se ha superado el pico de inflación? El engañoso efecto base**

PABLO DUARTE

Resumen

La caída de la tasa de inflación en Estados Unidos desató la euforia en los mercados. Pero, ¿realmente está bajando la inflación o sólo estamos viendo un efecto base porque la inflación subió muy rápido el año pasado?

Zusammenfassung

Ein Rückgang der Inflationsrate in den USA löste Euphorie in den Märkten aus. Aber, sinkt die Inflation wirklich oder sehen wir bloß einen Basiseffekt, weil die Inflation letztes Jahr so schnell gestiegen ist?

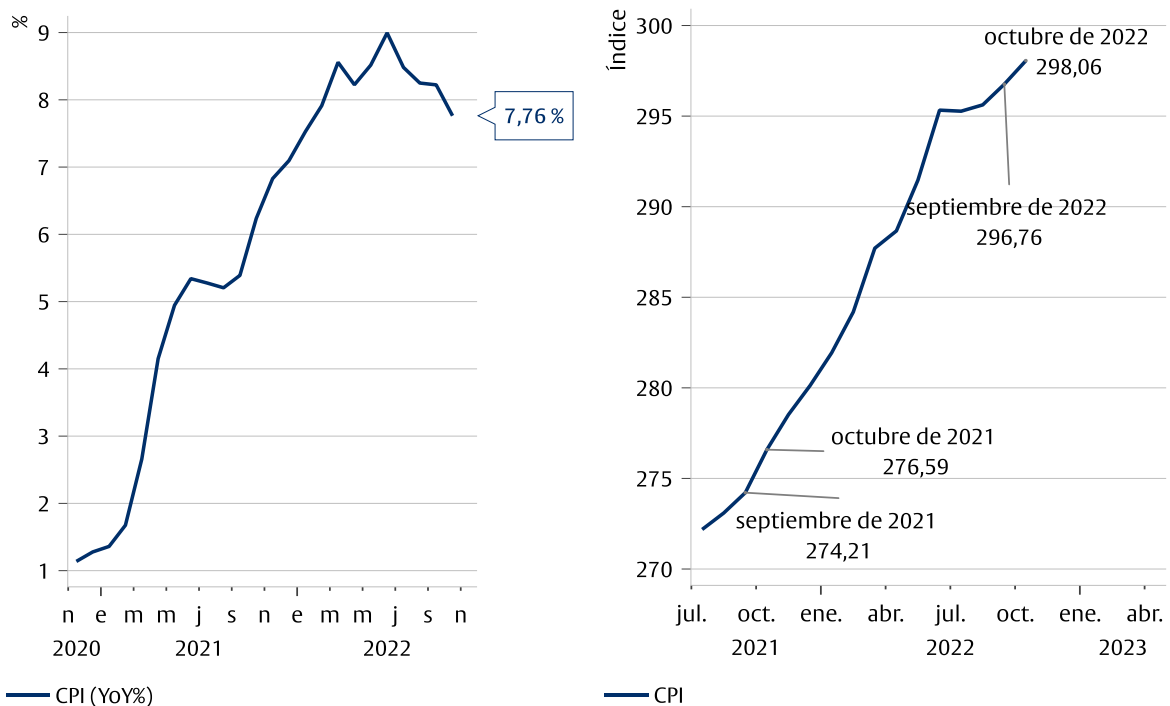


Desde hace al menos un año y medio, la inflación ha aumentado más rápido de lo que los bancos centrales pueden tolerar. Los bancos centrales de los mayores países industrializados han tenido que restringir su política monetaria para contrarrestar las presiones inflacionistas que en un principio consideraron temporales. En las últimas semanas, la caída de la tasa de inflación en EE. UU. desató euforia en los mercados porque generó la expectativa de que la Reserva Federal podría desacelerar su ritmo de endurecimiento monetario. Pero, ¿realmente está bajando la inflación o sólo estamos viendo un efecto base debido a que la inflación subió muy rápido el año pasado?

## Inflación y efecto base

La inflación se define como la variación de un índice de precios al consumo con respecto al mismo mes del año anterior (YoY%). En Estados Unidos, por ejemplo, la inflación de octubre de 2022 fue del 7,8%, la variación porcentual del Índice de Precios al Consumo (CPI) de octubre de 2021 (276,59) a octubre de 2022 (298,06) (Fig. 1).

Figura 1. EE. UU.: Tasa de Inflación y CPI



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Datos al 02.12.2022.

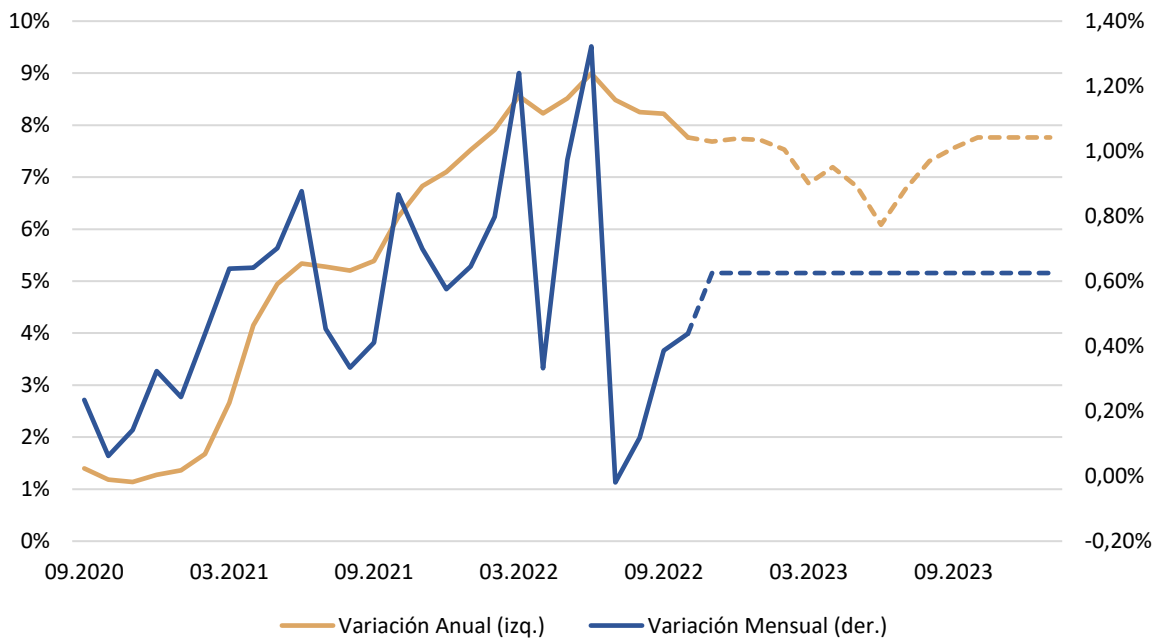
Los cambios en la tasa de inflación reflejan, por ende, no sólo la dinámica de la inflación actual, sino la de los últimos doce meses. La tasa de inflación en Estados Unidos bajó del 8,2% en septiembre al 7,8% en octubre, lo que supone una variación de - 0,4 puntos porcentuales. Esta variación resulta de la diferencia entre dos tasas de variación mensuales: +0,44% entre septiembre y octubre de 2022 y +0,84% entre septiembre y octubre de 2021 ( $0,44\% - 0,84\% = - 0,4\%$ ). Como el CPI subió menos entre septiembre y octubre de 2022 que entre los mismos meses del año anterior, la tasa de inflación bajó. El efecto base hizo que la tasa de inflación disminuyera.



## Efecto base en los EE. UU. Y en la eurozona

Dado que la evolución de la tasa de inflación depende, por definición, de la dinámica del mes anterior, es posible ver una tasa de inflación a la baja, aunque la presión inflacionista se haya mantenido constante de un mes a otro. A modo de ejemplo: la tasa de inflación de octubre de 2022 en Estados Unidos fue del 7,8%. Así, la variación mensual promedio del CPI fue del 0,62%. Suponiendo que el CPI mantenga su ritmo y crezca en un 0,62% cada mes a partir de noviembre de 2022, la tasa de inflación anual seguiría cayendo inicialmente (Fig. 2). Esta caída de la inflación sería el efecto base. A partir de julio de 2023, la tasa de inflación volvería a subir porque esta vez las variaciones mensuales serían superiores a las de los mismos meses del año anterior. La tasa de inflación alcanzaría entonces el valor anual de 7,8% a partir de octubre de 2023.

Figura 2: Tasa de inflación en Estados Unidos. Suponiendo una tasa de inflación mensual del 0,64%.

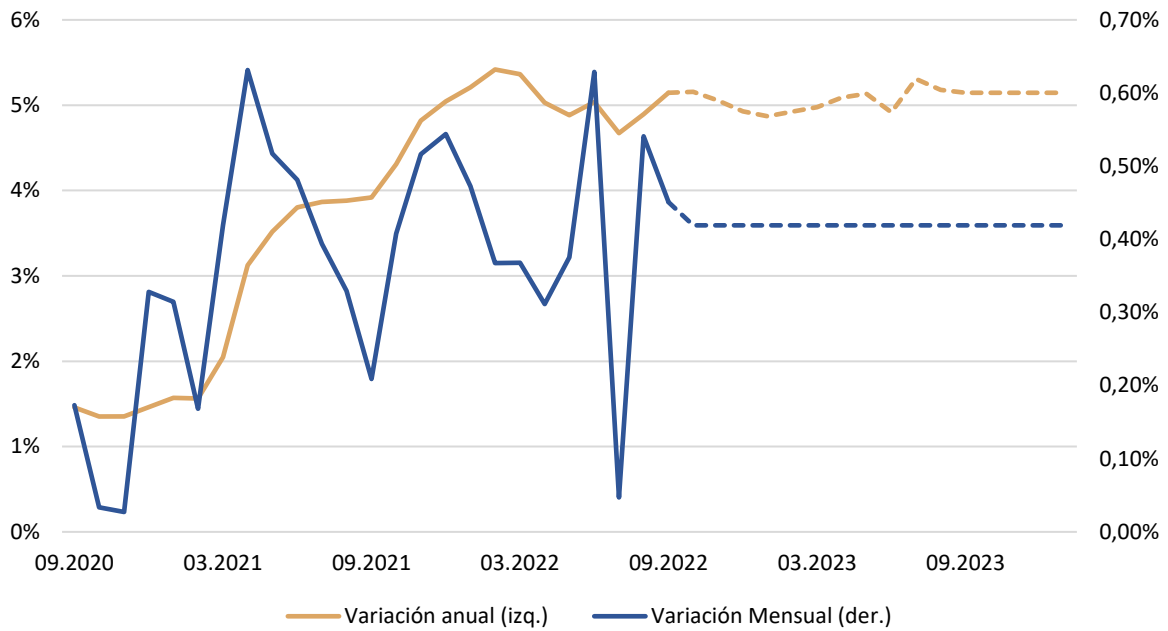


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, U.S. Bureau of Labor Statistics, cálculos propios. Datos al 02.12.2022.

El efecto base de la tasa de inflación subyacente del PCE, el índice preferido por la Fed, es menor. Si el índice cambiara mensualmente como en la media de los últimos 12 meses (0,42%), la tasa de inflación subyacente descendería ligeramente al principio por el efecto base y luego volvería a subir hasta la tasa de inflación del 5,2% (Fig. 3).



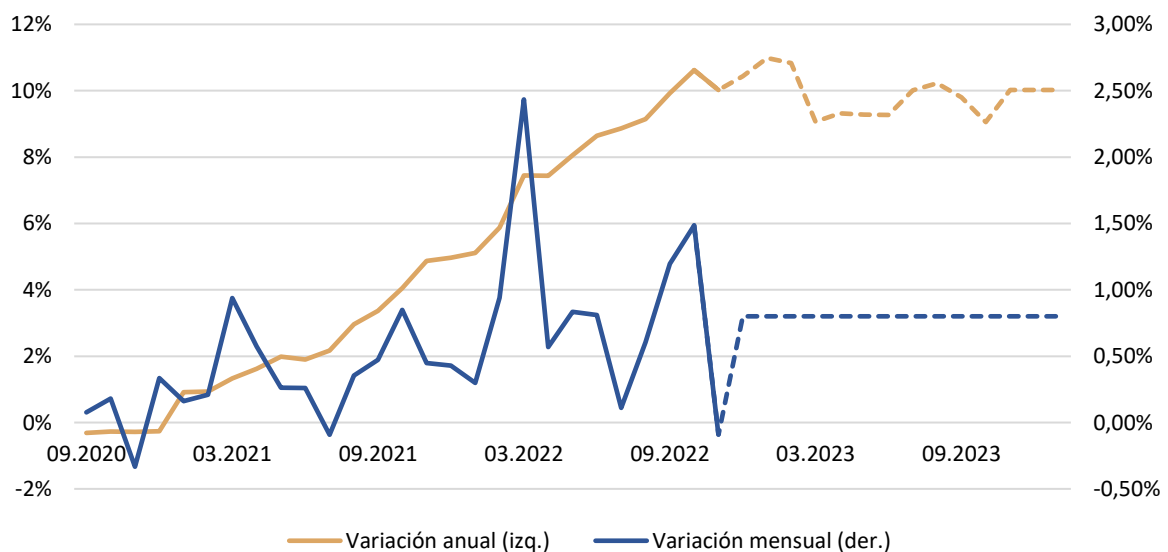
**Figura 3. Tasa de inflación del PCE subyacente EE.UU. Suponiendo una tasa de inflación mensual del 0,42%.**



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, U.S. Bureau of Economic Analysis, cálculos propios. Datos al 02.12.2022.

En la zona del euro, es probable que aún se avecine un repunte de la inflación por el efecto base. Suponiendo que las tasas de variación mensuales del IPCA se mantuvieran en 0,8%, el promedio mensual desde noviembre de 2021, la inflación en la zona del euro seguiría aumentando hasta un 11% en enero de 2023 y luego descendería ligeramente, gracias al efecto base (Fig. 4). Por lo tanto, el pico de la tasa de inflación puede ser un artefacto.

**Figura 4. Índice de precios al consumo armonizado (IPCA) en la zona del euro. Suponiendo una tasa de inflación mensual del 0,8%.**



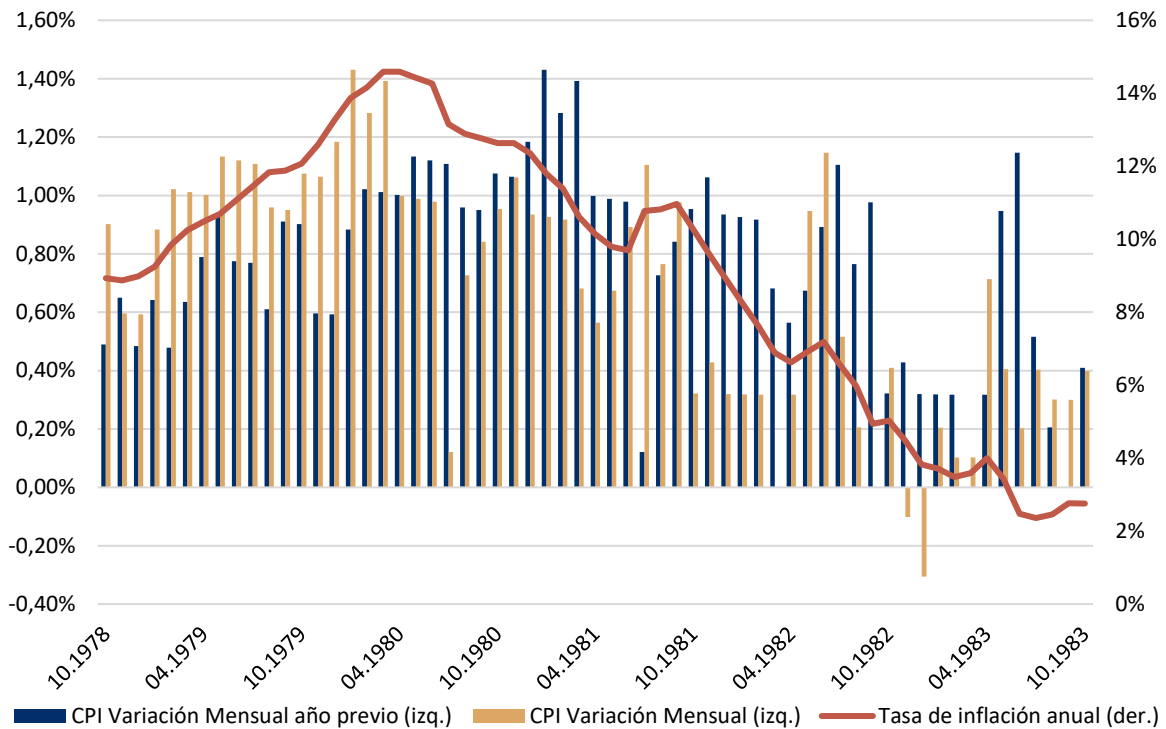
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BCE (Banco Central Europeo), cálculos propios. Datos al 02.12.2022.



## ¿Cuándo se habrá vencido la inflación?

Como se ha mencionado anteriormente, la variación de la tasa de inflación anual puede expresarse como la diferencia entre la variación mensual del índice de precios del año en curso y la variación mensual del mismo mes del año anterior. Para que el descenso de la tasa de inflación no sea un artefacto, las tasas de variación mensuales deben tener una tendencia a la baja. Este fue el caso de Estados Unidos entre 1978 y 1983 (Fig. 5). Si el cambio mensual (barras amarillas en la Fig. 5) fue mayor que en el mismo mes del año anterior (barras azules), hubo un efecto base negativo. En general, si las barras azules son más largas que las amarillas, la tasa de inflación anual disminuye. Las tasas de variación anual del CPI aumentaron hasta que la tendencia se revirtió a partir de marzo de 1980. En parte, esto fue el resultado del efecto base, ya que las variaciones mensuales fueron mayores en 1979 que en 1980. Sin embargo, lo más importante es que las tasas de inflación mensuales tendieron a bajar a medida que disminuían las presiones inflacionistas.

Figura 5. Tasa de inflación y efecto base en EE.UU.: 1978 – 1983

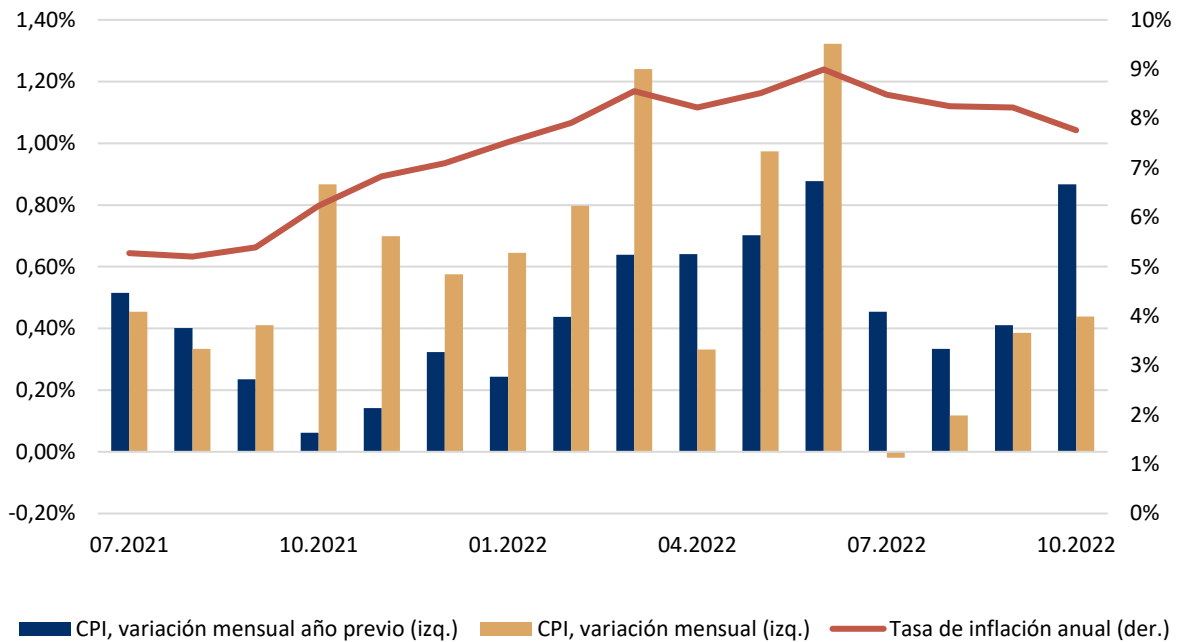


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, U.S. Bureau of Labor Statistics, cálculos propios. Datos al 02.12.2022.

Actualmente, la cuestión es si el pico de la tasa de inflación anual que se ha registrado recientemente se debe principalmente al efecto base. Desde julio de 2022, las variaciones mensuales del CPI han sido notablemente inferiores a las del año anterior, aunque con una tendencia al alza (Fig. 6).



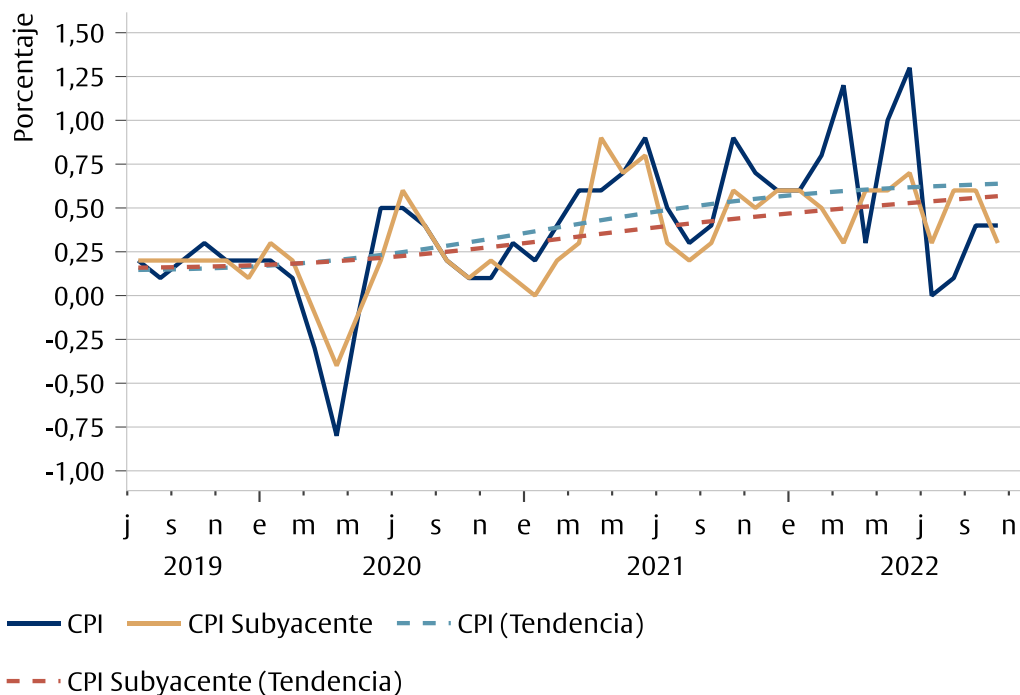
Figura 6. Tasa de inflación y efecto base en EE.UU.: 2021 – 2022



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, U.S. Bureau of Labor Statistics, cálculos propios. Datos al 02.12.2022.

Además, las tasas de variación mensuales tanto del IPC total como del IPC subyacente (excluyendo la energía y los alimentos) en EE. UU. no muestran todavía una tendencia a la baja (Fig. 7). Lo mismo ocurre en la eurozona, donde la tendencia de las tasas de variación mensuales del índice subyacente está sólo ligeramente por debajo de la tendencia en EE. UU., pero la del índice general es considerablemente superior (Fig. 8).

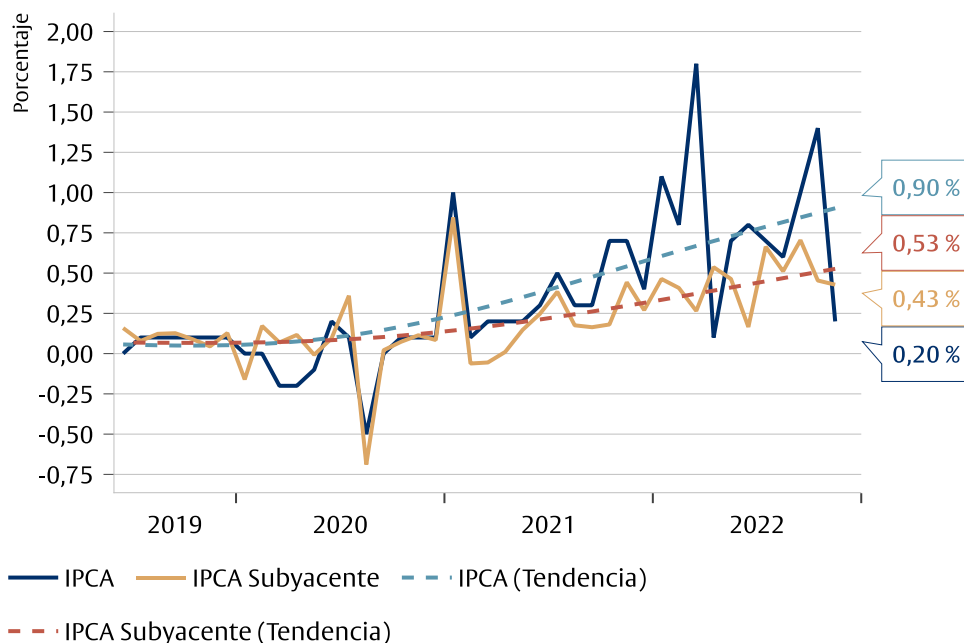
Figura 7. EE.UU.: Tasa de variación mensual del CPI y tendencia



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, U.S. Bureau of Labor Statistics, cálculos propios. Datos al 02.12.2022.



Figura 8. Zona del euro: tasa de variación mensual del IPCA y tendencia



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BCE (Banco Central Europeo), cálculos propios. Datos al 02.12.2022.

## Conclusiones

La tasa de inflación suele definirse como la variación de un índice de precios al consumo en comparación con el mismo mes del año anterior. Por lo tanto, las variaciones de la tasa de inflación incluyen, por definición, tanto la dinámica de la inflación del mes anterior como la del mismo mes del año anterior. Si en un mes el índice de precios al consumo sube menos que en el mismo mes del año anterior, la tasa de inflación baja. Esto permite reducir la tasa de inflación anual, aunque la inflación del mes actual sea la media de los últimos 12 meses. Por lo tanto, es posible que la tasa de inflación alcance un tope y empiece a caer sin que el impulso de la inflación se haya debilitado. En este caso, la tasa de inflación vuelve a subir al cabo de unos meses.

El reciente descenso de la tasa de inflación en EE. UU. muestra una caída notable de las tasas de variación mensuales del CPI en julio. Desde entonces, sin embargo, los cambios mensuales han vuelto a aumentar. Por lo tanto, el efecto base ha desempeñado un papel importante hasta ahora. El factor decisivo para el futuro será si las medidas de política monetaria de la Fed han desacelerado realmente la dinámica de la inflación. Esto todavía no se puede ver en la tendencia de las tasas mensuales. En la Eurozona, la tendencia de las tasas de inflación mensuales sigue siendo ascendente hasta ahora y es probable que aún no se haya alcanzado un pico de inflación. Cuando lo haga, habrá que examinar hasta qué punto se debe al efecto base o a un cambio fundamental en la dinámica de la inflación.



## **AVISO LEGAL**

LA INFORMACIÓN Y LAS OPINIONES EXPRESADAS EN ESTE DOCUMENTO REFLEJAN EL PUNTO DE VISTA DEL AUTOR EN LA FECHA DE PUBLICACIÓN Y ESTÁN SUJETAS A CAMBIOS SIN PREVIO AVISO. LAS DECLARACIONES PROSPECTIVAS REFLEJAN LAS OPINIONES Y EXPECTATIVAS FUTURAS DEL AUTOR. LAS OPINIONES Y EXPECTATIVAS PUEDEN DIFERIR DE LAS EVALUACIONES PRESENTADAS EN OTROS DOCUMENTOS DE FLOSSBACH VON STORCH AG. LAS CONTRIBUCIONES SE FACILITAN ÚNICAMENTE A TÍTULO INFORMATIVO Y SIN NINGUNA OBLIGACIÓN CONTRACTUAL O DE OTRO TIPO. (ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UNA OFERTA DE VENTA, COMPRA O SUSCRIPCIÓN DE VALORES U OTROS INSTRUMENTOS). LA INFORMACIÓN Y LAS VALORACIONES CONTENIDAS EN ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYEN UN CONSEJO DE INVERSIÓN NI NINGUNA OTRA RECOMENDACIÓN. NO SE ACEPTA NINGUNA RESPONSABILIDAD POR LA INTEGRIDAD, LA ACTUALIZACIÓN Y LA EXACTITUD DE LA INFORMACIÓN Y LAS EVALUACIONES PROPORCIONADAS. LOS RESULTADOS HISTÓRICOS NO SON UN INDICADOR FIABLE DE LOS RESULTADOS FUTUROS. TODOS LOS DERECHOS DE AUTOR Y OTROS DERECHOS, TÍTULOS Y RECLAMACIONES (INCLUIDOS LOS DERECHOS DE AUTOR, MARCAS COMERCIALES, PATENTES Y OTROS DERECHOS DE PROPIEDAD INTELECTUAL, ASÍ COMO OTROS DERECHOS) EN, PARA Y DE TODA LA INFORMACIÓN EN ESTA PUBLICACIÓN ESTÁN SUJETOS SIN RESTRICCIÓN A LAS RESPECTIVAS DISPOSICIONES VÁLIDAS Y LOS DERECHOS DE PROPIEDAD DE LOS RESPECTIVOS PROPIETARIOS REGISTRADOS. USTED NO ADQUIERE NINGÚN DERECHO SOBRE EL CONTENIDO. LOS DERECHOS DE AUTOR DE CUALQUIER MATERIAL CREADO POR FLOSSBACH VON STORCH AG ESTÁN RESERVADOS. NO SE PERMITE LA REPRODUCCIÓN O EL USO DE DICHS CONTENIDOS, EN TODO O EN PARTE, SIN EL CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE FLOSSBACH VON STORCH AG.

LA REIMPRESIÓN DE ESTA PUBLICACIÓN, ASÍ COMO SU PUESTA A DISPOSICIÓN DEL PÚBLICO -EN PARTICULAR MEDIANTE SU INCLUSIÓN EN SITIOS WEB DE TERCEROS- Y SU REPRODUCCIÓN EN SOPORTES DE DATOS DE CUALQUIER TIPO REQUIEREN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE FLOSSBACH VON STORCH AG.

2022 FLOSSBACH VON STORCH. TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS.

## **IMPRESIÓN**

*PUBLICADO POR FLOSSBACH VON STORCH AG, INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN, OTTOPLATZ 1, 50679 COLONIA, ALEMANIA, TELÉFONO +49. 221. 33 88-291, RESEARCH@FVSAG.COM; CONSEJO EJECUTIVO DR. BERT FLOSSBACH, KURT VON STORCH, DIRK VON VELSEN; CIF DE 200 075 205; REGISTRO MERCANTIL HRB 30 768 (JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA DE COLONIA); AUTORIDAD DE CONTROL COMPETENTE AUTORIDAD FEDERAL DE SUPERVISIÓN FINANCIERA, MARIE-CURIE-STRASSE 24 - 28, 60439 FRÁNCFORT / GRAURHEINDORFER STR. 108, 53117 BONN, WWW.BAFIN.DE; AUTOR DR. PABLO DUARTE FECHA LÍMITE DE ENTREGA 05 DE DICIEMBRE DE 2022*