

**ANÁLISIS MACROECONÓMICO**

# La inflación en el punto de mira de Powell

Boyd Nash-Stacey

29 de marzo de 2018

- **Los factores que preceden a la crisis, como la globalización, la innovación, la demografía y la productividad, explican en su mayor parte los persistentes datos de inflación por debajo del objetivo.**
- **Aunque existe una relación más tenue entre la holgura del mercado laboral y los salarios, algunos ajustes adicionales podrían ayudar a elevar los precios por encima del objetivo del 2% a medio plazo.**
- **La evidencia empírica confirma la relación positiva entre la política fiscal expansiva y la inflación**
- **El equilibrio entre los vientos en contra estructurales y los impulsos fiscales sugieren un modesto rebasamiento del objetivo del 2% en el corto plazo**

A pesar de algunos detractores de la flexibilización cuantitativa, los temores inflacionarios en los últimos ocho años han tenido predominantemente un sesgo a la baja. La Fed restó importancia al hecho de no llegar al objetivo durante años dada su empecinada creencia en la relación entre las presiones salariales y la holgura del mercado laboral, lo que lleva a una brecha no trivial entre las orientaciones en materia de política monetaria (*forward guidance*) del comité y las expectativas del mercado. Para explicar el bajo entorno inflacionario se ha culpado desde a los precios de los contratos de telefonía móvil hasta a los medicamentos recetados y a la Reserva Federal. Por ejemplo, Yellen, en su conferencia de prensa a mitad de año 2017, enfatizó que las lecturas de inflación inesperadamente bajas guardaban relación con una "gran caída en los precios de los planes de servicios de telefonía móvil y con la bajada de los precios de algunos medicamentos con receta". Otros han argumentado que el hecho de que no se hayan elevado los tipos de referencia antes ha presionado a la baja las expectativas de inflación y ello, a su vez, ha frenado la inflación real. Neel Kashkari incluso llegó a cuestionar las políticas de la Fed y su falta de éxito en conseguir alcanzar el objetivo de inflación del comité diciendo que:

*Si no me equivoco, las acciones de la Fed son un factor importante que conduce a una inflación sorprendentemente baja y a expectativas de inflación decrecientes ... Si de mí dependiera, yo no subiría los tipos nuevamente hasta que alcancemos una inflación subyacente del índice PCE del 2 por ciento sobre una base de 12 meses.*

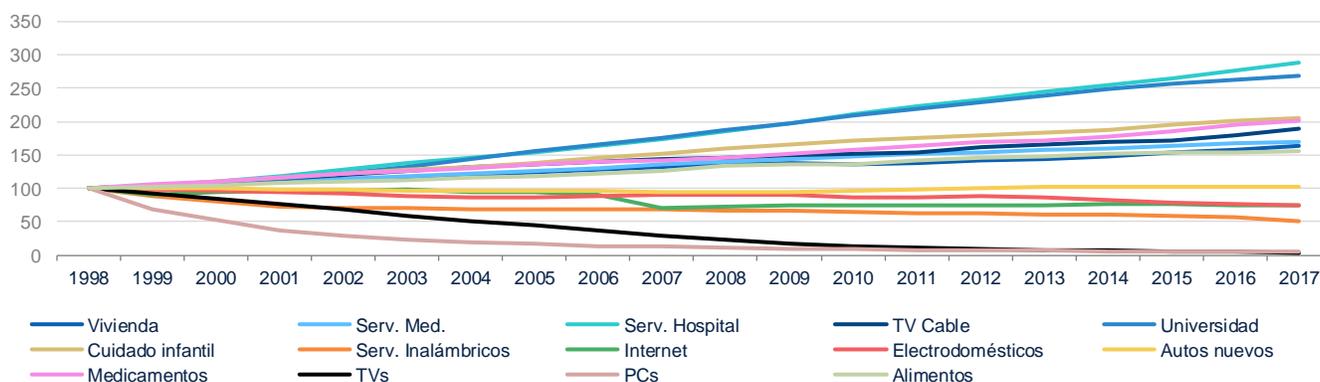
Sin embargo, las expectativas se han ajustado rápidamente al alza, lo que ha llevado a plantear dudas sobre el riesgo potencial de las inminentes presiones inflacionarias. Si bien la política fiscal expansiva o la política monetaria de aquiescencia plantean un riesgo sustancial para la estabilidad inflacionaria a largo plazo, los cambios estructurales y una relación debilitada entre los salarios y la tasa de desempleo, entre otros factores, probablemente contengan las presiones sobre los precios, lo que apunta a que la inflación tan solo crecerá de forma moderada en promedio a medio plazo.

## Factores estructurales e incapacidad de alcanzar el objetivo del 2%

Si bien, a toro pasado, es posible explicar por qué la inflación se ha mantenido baja, los cambios recientes en la política fiscal, un crecimiento interno y mundial más fuerte y la política comercial sugieren que los riesgos para la inflación podrían estar inclinándose al alza. En términos de explicaciones más fundamentales, también existen evidencias de que las innovaciones

tecnológicas, las presiones bajistas sobre los productos comerciables derivadas de la globalización, un modelo minorista en línea de menor coste y las ganancias de productividad en algunas industrias clave han dificultado alcanzar el objetivo del 2%. Por ejemplo, los precios al consumo de televisores y ordenadores, dos categorías obvias que se han visto afectadas por todas estas tendencias, son ahora un 96% y un 95% más bajos que en 1998. Los servicios orientados a la tecnología, como el teléfono inalámbrico e Internet, también han bajado desde hace 20 años, pero no al ritmo de los productos, sino aproximadamente la mitad y las tres cuartas partes, respectivamente. Por el contrario, los servicios generales, los servicios médicos, la educación y los servicios de televisión por cable y satélite, los precios de guardería y las viviendas son, de media, el doble que hace 20 años. Aunque ha habido una amenaza a la globalización y el comercio derivada los actuales movimientos populistas en América del Norte y Europa, hasta ahora, existen pocas evidencias de que se esté produciendo un cambio sustancial en las políticas comerciales, lo que sugiere que la bifurcación de bienes comerciables y servicios continuará. Esta brecha también podría aumentar si algunos sectores experimentan una disminución significativa de la competencia como resultado de una regulación ineficaz o excesiva.

**Gráfica 1.** Precios de consumo, 1998 = 100



Fuente: BBVA Research y BLS

La investigación también sugiere que el envejecimiento de la población puede contrarrestar las presiones inflacionarias cíclicas relacionadas con unos mercados laborales ajustados, *igualceteris paribus*. De hecho, en los EE.UU., la proporción de la fuerza de trabajo mayor de 55 años casi se ha duplicado desde 1996 y se prevé que siga aumentando a lo largo de la próxima década. La investigación sugiere que los conjuntos de habilidades obsoletos y la gestión menos innovadora reducen la creación de ideas (patentes). Además, una gran parte de los empleos en los que la productividad disminuye con la edad (aproximadamente un 50% de los empleos actuales en Europa), reduce la productividad laboral, la acumulación de factores y la PTF.<sup>1</sup>

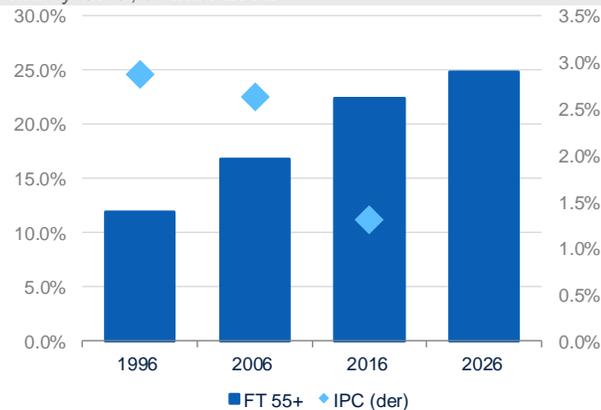
De hecho, nuestros resultados, basados en una regresión de panel para el Reino Unido, Canadá y los EE.UU. muestran que un aumento del uno por ciento en la relación de dependencia produce una disminución del 1,8 por ciento en la productividad laboral; en el caso de EE.UU., esa relación es aún más fuerte, ya que un aumento del uno por ciento en la relación de dependencia produce una disminución del 2,8% en la productividad. Las estimaciones actuales indican que la relación de dependencia en los EE.UU. aumentará un 8% en 2018-2024, lo que implica una reducción del 14,4% en la productividad durante ese período. En consecuencia, es probable que los salarios se enfrenten a fuertes vientos en contra debido a la menor capacidad productiva de

1: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Impact-of-Workforce-Aging-on-European-Productivity-44450>

la fuerza de trabajo, a menos que el progreso tecnológico aumente significativamente. La inversión de capital también podría sufrir, a medida que disminuyan las tasas de ahorro, lo que reducirá aún más la relación capital-trabajo y la productividad agregada.<sup>2</sup>

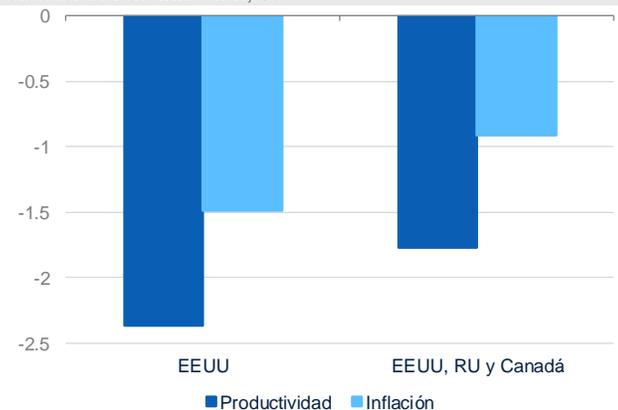
Con respecto a la demanda, existen amplias evidencias de una relación negativa (desinflacionaria) entre el envejecimiento y la inflación. La investigación basada en las ocho regiones de EE.UU. designadas por la Oficina estadounidense de análisis estadístico (BEA) reveló que "las poblaciones jóvenes y de mayor edad tienen impactos opuestos sobre la inflación: las primeras ejercen presión inflacionaria mientras que las últimas ejercen presión deflacionaria". Un análisis relacionado de países de la OCDE sugirió que tanto jóvenes como adultos influyen positivamente en la inflación debido a su impacto en el lado de la demanda, que tiende a ser mayor que en las personas en edad de trabajar, dado que el ahorro tiende a ser reducido en este grupo. Sin embargo, otros factores relacionados con las cargas públicas asociadas con el envejecimiento de la población y la productividad produjeron una menor influencia inflacionaria que las cohortes más jóvenes. De hecho, utilizando la misma metodología para la regresión del panel mencionada anteriormente, encontramos que la inflación también se ve negativamente afectada por una creciente relación de dependencia. En el caso de EE.UU., un aumento del uno por ciento en la relación de dependencia produce una reducción del 1,5% en la inflación.<sup>3</sup>

**Gráfica 2.** Porcentaje de fuerza de trabajo de 55 años o más y CPU, % interanual



Fuente: BBVA Research y BLS

**Gráfica 3.** Relación de dependencia y productividad y elasticidad de inflación, %



Fuente: BBVA Research

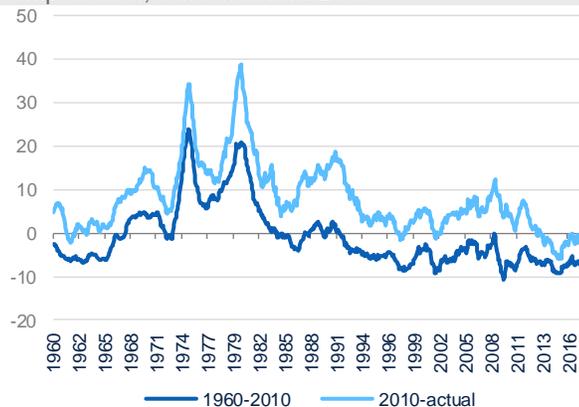
Además, al observar las contribuciones de los componentes principales al índice de gasto de consumo personal, parece haber otros factores estructurales que influyen en la inflación tendencial. Un análisis de factores de 18 componentes independientes de los gastos personales del consumidor, realizado antes y después de 2010, muestra que los componentes que explican la mayoría de la tendencia común en la inflación se han desacelerado, especialmente en servicios como sanidad, recreación, transporte y finanzas, y se han contraído en productos de la energía y la ropa. De hecho, si las cargas de los factores de la estimación después de 2010 se aplican a los datos históricos, los resultados sugieren que la inflación actual está ligeramente por encima o en línea con la tendencia, lo que implica que la subida de cualquier aumento inflacionario será modesta en comparación con los aumentos anteriores. Además, la eliminación del componente volátil de la energía de la estimación produce un resultado similar con la inflación actual en su tendencia común en línea o ligeramente por debajo del objetivo del 2% de la Fed. Parece, en base a los

2: [https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2016/08/160804\\_US\\_ProductivityGrowth.pdf](https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2016/08/160804_US_ProductivityGrowth.pdf)  
 3: <https://www.soa.org/research-reports/2016/2016-investigating-population-aging-deflating/>

resultados, que la mayoría de los factores que podrían contribuir a una subida de la inflación se determinan de forma exógena. Las dos áreas que continúan siendo fuentes potenciales de una mayor inflación son la salud y la educación; sin embargo, ambos sectores afrontan presiones regulatorias y relacionadas con las políticas dirigidas a contener la subida de los costes.

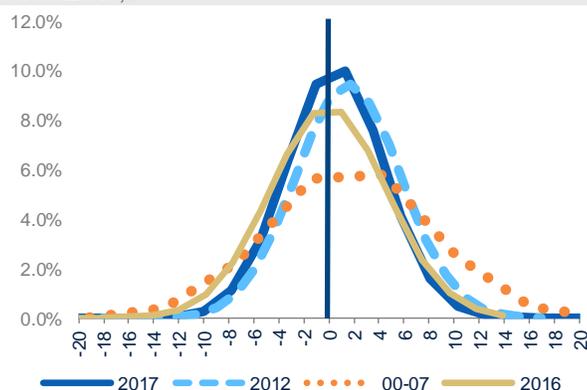
El cambio en la tendencia inflacionaria también ha llevado a una disminución en la distribución de los precios. La mediana de la tasa de inflación interanual para más de 85 componentes ha pasado del 2,8% entre 1985 y 2000, al 0,7% en 2017, lo que subyace a la tendencia bajista general existente en la mayoría de las categorías de inflación. Además, la volatilidad ha disminuido, según lo refleja una caída en la desviación estándar del 5,3% al 3,9% en 2017. La menor variación subyace a la convergencia hacia un nivel de precios más bajo y más estable. Elevar la inflación notablemente por encima del nivel actual de 2%, como algunos responsables de política monetaria han sugerido, podría resultar extremadamente difícil y arriesgado, suponiendo que hacerlo requeriría desanclar las expectativas actuales y, muy probablemente, medidas de apoyo fiscal.

**Gráfica 4.** Estimación de la tendencia del PCE de 18 componentes, valores normalizados



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 5.** Inflación del IPC y distribución del precio normalizado, %



Fuente: BBVA Research

## El límite inferior cero, la curva de Phillips y la inflación

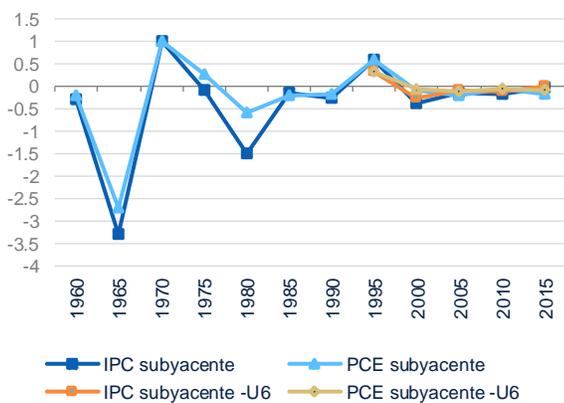
Dicho esto, las actuales condiciones inflacionarias estables y bajas no deberían darse por sentadas, por cuanto la política monetaria se ha mantenido acomodaticia durante casi una década. Además, los mercados laborales siguen ajustándose. lo que aumenta el potencial de que se produzca un abrupto ajuste de los salarios. Sin embargo, la relación entre los salarios y la rigidez del mercado laboral (conocida como la curva de Phillips) también parece haberse debilitado con el tiempo.

Sobre la base de los resultados de las regresiones móviles de 5 años entre la tasa de desempleo y los salarios, encontramos que esta relación ha estado disminuyendo significativamente desde 2005 y fue efectivamente cero en 2010-2015. Aunque la relación se fortaleció después de 2015, hasta un punto en que una reducción del 1% en la tasa de desempleo aumenta los salarios en un cuarto de punto porcentual, el impacto que tiene un mercado laboral restrictivo sobre los salarios es aproximadamente un 60% más bajo que antes de 2000. Este resultado también se observa al analizar la relación de la curva de Phillips en los ciclos de expansión, ya que una variación de un uno por ciento en la tasa de desempleo produjo solo un aumento del 0,02% en la tasa de crecimiento interanual de los salarios nominales durante el ciclo de expansión actual, en comparación con los ciclos pasados, en los que el impacto promedio fue de alrededor del 0,6%. Aún más importante, los vínculos entre las variaciones de la tasa de

desempleo y la inflación subyacente también se han vuelto más tenues; desde el año 2000, una disminución del uno por ciento en la tasa de desempleo solo produce una respuesta del 0,1% en la inflación.

La actual curva de Phillips "plana" sugiere una compensación prometedor entre el empleo y la inflación. Es decir, la autoridad monetaria podría reducir significativamente la tasa de desempleo con una tasa de inflación ligeramente más alta. No obstante, un problema para la baja tasa de inflación es que la combinación de una tasa de inflación baja y un tipo de interés bajo limitaría el arsenal del banco central cuando se produzcan *shocks* económicos adversos en la economía y aumente el riesgo de sobrecalentamiento. Durante las recesiones económicas, el banco central necesita reducir el tipo de interés para inyectar liquidez en la economía y fomentar la inversión. Dado que el tipo de interés tiene que ser no negativo, los tipos de interés bajos como los que experimentamos en los últimos años no permitirían al banco central impulsar la economía mediante esta vía y restringiría considerablemente su capacidad durante las crisis económicas. Dado que la actual etapa de expansión económica ha durado nueve años, los banqueros centrales son conscientes de que podrían tener que subir el tipo de interés sin contar con una tasa de inflación por encima del objetivo. Además, el banco central también está interesado en que los mercados de dinero y crédito recuperen unas condiciones más normales en las que el coste del dinero venga determinado sin intervención alguna. La normalización de los tipos de interés y del balance del banco central deben implementarse a un ritmo gradual para que la economía pueda absorber las subidas de tipos sin hacer descarrilar la expansión.

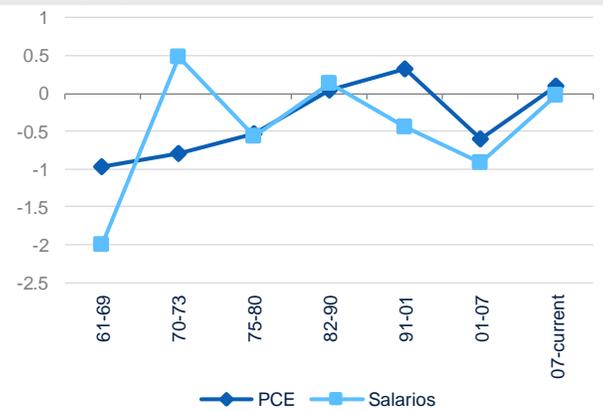
**Gráfica 6.** Curva de Phillips móvil de 5 años\*



Fuente: BBVA Research

\* Basado en regresiones lineales con restricción de tiempo

**Gráfica 7.** Relación entre la curva de Phillips y los ciclos económicos\*



Fuente: BBVA Research

\* Basado en regresiones lineales restringidas por ciclo

## Política fiscal: justo lo que los detractores de la inflación pidieron

El reciente aumento de las expectativas de inflación en el mercado financiero puso en el candelero al denominado "neo Fisherismo". La idea de que el banco central puede guiar las expectativas de inflación del público elevando firmemente el tipo de referencia se deriva de la ecuación de Fisher, que dice que el tipo de interés nominal es la suma del tipo de interés real y la tasa de inflación. Dado que el tipo de interés viene determinado por factores reales (no monetarios) en la economía, el público esperará que la tasa de inflación aumente si el banco central normaliza el tipo de interés de una manera agresiva. Los datos recientes sobre los rendimientos de los bonos parecen sugerir que los participantes en el mercado eliminarán gradualmente el otrora popular escenario a largo plazo de bajo crecimiento y baja inflación, mientras que la creciente volatilidad del mercado ilustra ideas

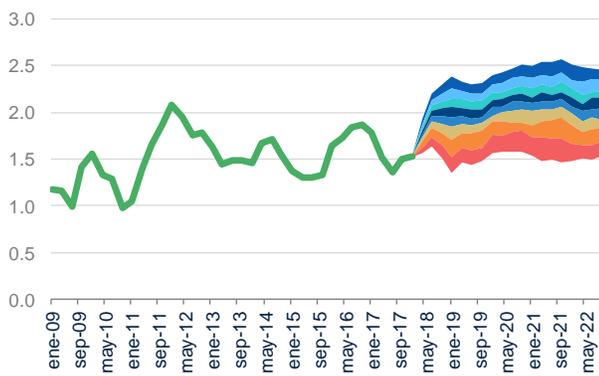
divergentes sobre el futuro de la economía. Por lo tanto, los nuevos datos de inflación desempeñarán un papel fundamental en la configuración de las expectativas de inflación.

El problema de las expectativas de inflación se complica aún más por el aumento del gasto público. Por un lado, el gasto de más de 400.000 millones de dólares en 5 años estimulará la economía e impulsará la inflación. El acuerdo presupuestario podría no ser lo suficientemente grande en sí mismo como para generar tasas de inflación incontrolables; sin embargo, sus efectos podrían verse amplificados por la reforma tributaria promulgada en el 4T17 y por la evolución del ciclo económico actual.

Al objeto de medir el efecto del reciente acuerdo presupuestario sobre la economía, modelamos los impactos derivados del gasto público en el modelo DSGE desarrollado por Smets y Wouters (2007). El efecto del aumento del gasto público sobre la tasa de inflación será del 0,05%, el 0,09% y el 0,04% en los primeros tres años, por lo que no debería constituir una fuente notable de crecimiento de la inflación. Sin embargo, vale la pena señalar que el modelo DSGE asume una regla tipo Taylor para la política monetaria. Si la Fed suaviza su postura sobre las subidas de los tipos de interés, esperaríamos unas estimaciones de inflación más elevadas.<sup>4</sup>

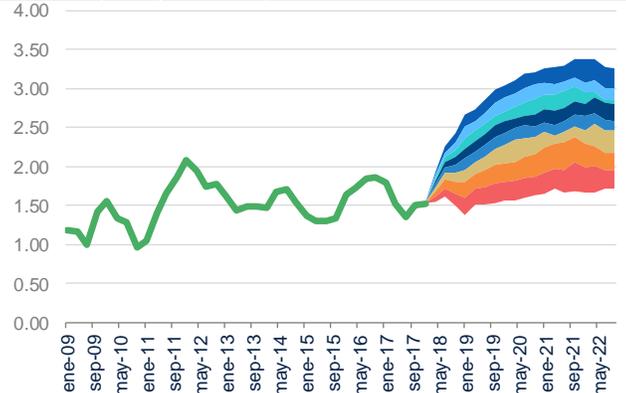
Un análisis de series temporales ofrece conclusiones similares, donde vemos que el impacto fiscal produce subidas moderadamente persistentes en la inflación a medio plazo. De hecho, el modelo, que incluye los gastos básicos de consumo personal (PCE), los tipos de interés, la brecha de la tasa de desempleo y los déficit presupuestarios federales de EE.UU. como porcentaje del PBI, proyecta una tasa de inflación promedio del 2,1% y el 2,4% en 2019 y 2020, respectivamente; antes del acuerdo presupuestario y la reforma fiscal, las proyecciones promedio fueron del 1,9% y el 2,0%. En el extremo superior de la distribución (percentil 90), la inflación subyacente promedio en 2019 y 2020 es del 2,8% y el 3,1%. Con los vientos de cola adicionales generados por la política fiscal, también parece que el escenario a la baja sigue siendo remoto, ya que el extremo inferior de la distribución promedio entorno al 1,7% de la inflación básica del PCE.

**Gráfica 7.** Simulación del PCE subyacente antes del acuerdo presupuestario y fiscal, % interanual



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 8.** Simulación del PCE subyacente antes del acuerdo presupuestario y fiscal, % interanual



Fuente: BBVA Research

En cuanto a nuestro escenario base, anticipamos que las fuerzas compensatorias relacionadas con los obstáculos estructurales compensarán algunas de las presiones inflacionarias derivadas de la política fiscal expansiva. Dicho esto, tanto las estimaciones

4: [http://dept.ku.edu/~empirics/Emp-Coffee/smets-wouters\\_aer07.pdf](http://dept.ku.edu/~empirics/Emp-Coffee/smets-wouters_aer07.pdf)

de series temporales como los resultados del modelo DSGE confirman el sesgo alcista de la perspectiva. Además, la brecha de producción pequeña o positiva y las condiciones ajustadas del mercado laboral sugieren que cualquier estímulo del lado de la demanda será de índole inflacionaria. Por ello, nuestro escenario base asume un crecimiento del PCE subyacente del 1,9% y el 2,3% en 2018 y 2019, respectivamente. A partir de entonces, la inflación tenderá hacia un objetivo a largo plazo de alrededor del 2,0%.

## Es probable que se supere el objetivo del 2%, aunque el escenario adverso sigue siendo remoto

Como resultado del aumento de la inflación y las perspectivas de crecimiento a corto plazo ligeramente más altas, esperamos un total de cuatro subidas de 25 puntos básicos en el año. Sin embargo, este choque temporal sobre la inflación no debería alterar sustancialmente la senda de la política monetaria. De hecho, incluso con las perspectivas de inflación ligeramente más altas, los precios se mantienen dentro del objetivo simétrico de la Reserva Federal (1,5% -2,5%), lo que sugiere que la Fed no tendrá que ser demasiado agresiva. Además, aunque esperamos que el tipo de interés natural aumente, esto debería ocurrir a un ritmo lento, lo que otorgaría a la Reserva Federal un amplio margen para normalizar la política sin necesidad de volverse restrictiva. Además, el ligero rebasamiento de la inflación será una buena noticia para los miembros del FOMC que defienden fijar objetivos de inflación o PIB nominal, ya que este escenario acercará las condiciones a los objetivos y umbrales asociados con esas políticas. Aunque se espera que el crecimiento permanezca por encima del potencial en el corto plazo, no anticipamos que las políticas actuales modifiquen los tipos de interés nominales neutrales, lo que sugiere que la Fed establecerá un objetivo cercano al 3%. Con esto en mente, nuestro escenario base asume solo dos subidas más de 25 p.b. de los tipos en 2019.

Con poca capacidad adicional para flexibilizar la política monetaria o articular medidas de expansión fiscal en la próxima crisis, y dada la pequeña brecha de producción existente, la holgura limitada en el mercado laboral y el aumento de la deuda y los déficits, existe la posibilidad de que surjan escenarios más adversos, incluidos los de estanflación y deuda-deflación. Aunque la probabilidad sigue siendo baja, los pronósticos actuales apuntan a que los déficits presupuestarios alcanzarán máximos históricos en un ciclo expansivo en época de paz. Como resultado, se espera que el total de la relación deuda / PIB no financiero nacional (público, corporativo no financiero y PIB) aumente al 250% para 2020. El apalancamiento sustancial y la capacidad limitada para dar una respuesta fiscal o monetaria podrían crear las condiciones que allanen el camino para un escenario de estancamiento.

De manera similar, las estrechas brechas de producción y las actuales condiciones favorables de la demanda sugieren que el aumento de los gastos federales podría haber tenido un impacto mayor en la inflación que en el crecimiento. Habida cuenta del débil crecimiento de la productividad, de la disminución de la participación en la fuerza de trabajo y de los menores rendimientos del capital, existe la posibilidad de que se produzca un escenario de estanflación similar al de los años ochenta. La probabilidad de que se materialice este escenario es remota, dados los vientos estructurales adversos para la inflación. Dicho esto, los factores que contribuyeron a este entorno — los lapsos en la efectividad monetaria y los *shocks* en el lado de la oferta, entre otros, contribuyeron a este entorno — podrían reaparecer si los responsables de política monetaria actuales cayeran víctimas de sus propios objetivos de crecimiento optimistas. Evitar las presiones de los ciclos políticos que sobrestiman erróneamente el corto plazo por encima del largo plazo será la única forma de impedir que vayamos hacia un escenario extremadamente costoso.

### Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.