

# Observatorio Económico

Estados Unidos

20 de marzo de 2014

Análisis Económico

Shushanik Papanyan  
shushanik.papanyan@bbvacompass.com

Kim Fraser  
kim.fraser@bbvacompass.com

## ¿La baja inflación debería inquietar? Una explicación exhaustiva de la actual ausencia de presiones inflacionarias

### Resumen ejecutivo

#### La baja inflación no impide el crecimiento económico

- En EEUU, la inflación no está siempre asociada a un crecimiento lento: desde 1980, el crecimiento del PIB fue de 2.0% o mayor el 80% de las ocasiones en que la inflación subyacente descendió por debajo de 2.0%, y todas estas ocasiones se produjeron a partir de 2003.
- Nuestro índice de vulnerabilidad a la deflación ha caído significativamente en el 1T14, lo cual sugiere que el riesgo de deflación en EEUU es muy bajo.

#### Las tendencias de desinflación son solamente temporales a corto plazo

- A pesar del hecho de que los diversos indicadores de precios destacan la inflación por debajo de la tendencia, la actual lenta tasa de inflación es bastante transitoria.
- La persistente baja inflación refleja un exceso de capacidad del mercado de trabajo y las presiones a la baja sobre los productos importados.
- Las previsiones del IPC a corto plazo apuntan a presiones inflacionarias moderadas en 2014, procedentes de la atención médica, el alojamiento y la energía, mientras que se espera que los precios de la alimentación se mantendrán moderados.

#### Los cambios estructurales a largo plazo contendrán la inflación en nuevos mínimos históricos

- La estabilización de la tasa de inflación en nuevos mínimos históricos se debe a cambios estructurales económicos a largo plazo, como menores costos de producción y relación trabajo-capital, impulsados por la globalización y la infiltración de la tecnología.
- Los servicios básicos han sido, y seguirán siendo, los principales aportadores a la tasa de la inflación subyacente.
- La aportación de bienes duraderos a la inflación subyacente viene siendo continuamente negativa desde finales de 1995. Considerando el rápido crecimiento de la tecnología informática, es poco probable que la tendencia deflacionaria de los bienes duraderos se invierta y se estabilice en el futuro.

#### Aguas desconocidas para la política monetaria

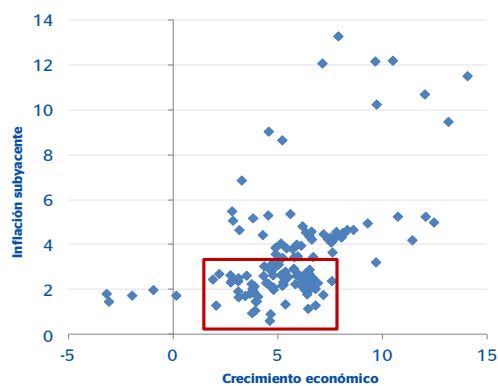
- Al FOMC sigue inquietándole el hecho de que las previsiones de inflación a corto y mediano plazo no sean tan contenidas como las de largo plazo. Sin embargo, nuestro análisis demuestra que las expectativas del IP del consumo privado y del IPC se mantendrán estables.
- Si la tasa de inflación, el crecimiento del PIB o de la tasa de desempleo se desvíasen significativamente de las proyecciones del FOMC podrían conllevar un cambio en la trayectoria de la reducción de estímulos y consolidación de la política monetaria.
- Un escenario hipotético muestra que un crecimiento lento y un entorno desinflacionario podrían conllevar resultados menos deseables para la Fed, empujándola a los territorios desconocidos de la tasa de interés cero.

## Inflación y crecimiento económico

Históricamente, crecimiento económico y política monetaria altamente flexible han supuesto una presión al alza sobre la tasa de inflación. Sustentada por previsiones de crecimiento más sólido en 2014 y por la continuidad de los estímulos monetarios, nuestra apuesta era por una tendencia al alza de la inflación hacia su mediana a largo plazo. Sin embargo, actualmente la inflación se encuentra próxima al extremo inferior del espectro, y los precios se mantuvieron bastante por debajo del porcentaje objetivo de la Fed durante el año pasado. Con todo, la deflación no es una amenaza inmediata para la economía estadounidense.

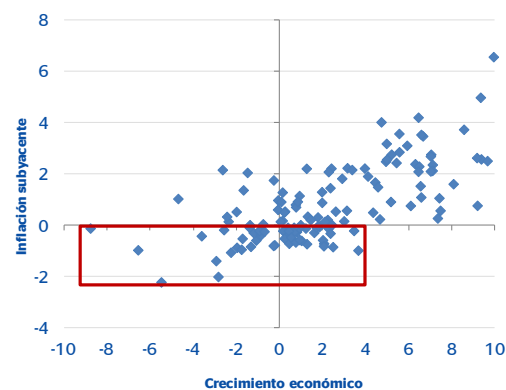
Históricamente, la inflación y el crecimiento económico mantuvieron una relación volátil a pesar del hecho de que, lógicamente, ambos debían evolucionar de la mano. Lo típico es que un entorno económico sólido favorezca presiones alcistas sobre los precios, en situación en que la oferta se esfuerza por mantenerse al ritmo de la creciente demanda. Por el contrario, un crecimiento económico lento modera la demanda y reduce la voluntad de consumir, lo que supone, en general, una presión a la baja sobre los precios. Aunque estas tendencias correlacionadas conllevan una relación positiva entre un crecimiento muy fuerte y una inflación alta, en EEUU hemos descubierto que la baja inflación no siempre va asociada a un crecimiento lento. De hecho, cuando la inflación subyacente cayó por debajo de 2.0% en el curso de las cuatro décadas pasadas, la economía de EEUU estuvo en recesión solamente cuatro trimestres. En todas las demás instancias durante ese período, el PIB se situó en el 2.0% o más (Gráfica 1). A diferencia de Japón, donde el crecimiento lento y la baja inflación son más habituales, EEUU no ha experimentado una inflación subyacente negativa en la historia reciente (Gráfica 2).

Gráfica 1  
**EEUU: Crecimiento económico e IPC subyacente**  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 2  
**Japón: Crecimiento económico e IPC subyacente**  
(variación % a/a)

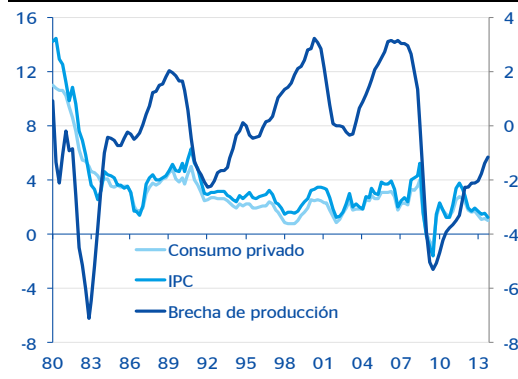


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

No obstante, la discrepancia entre la fortaleza del crecimiento económico y una tasa de inflación moderada ha conllevado falta de claridad y de entendimiento sobre por qué los precios están tan bajos. Con un 2.5%, todo apunta a que la evolución del PIB real de 2014 alcanzará un ritmo alentador para la recuperación, una mejora con respecto al 1.9% de 2013. Al mismo tiempo, el diferencial de producción en EEUU se contrae gradualmente a medida que la economía vuelve hacia la plena capacidad (Gráfica 3). A pesar de estas previsiones de aumento de la inflación, los precios se mantienen extremadamente moderados.

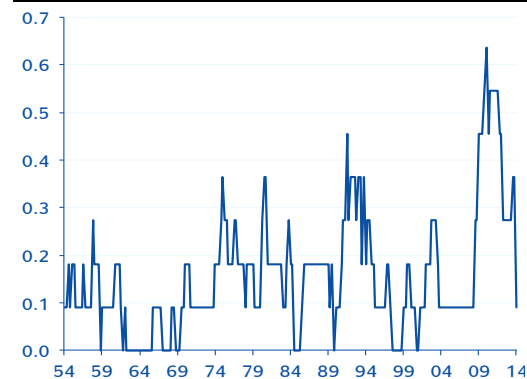
Aunque la inflación se mantiene más baja de lo previsto, nuestro análisis sugiere que el riesgo de deflación en EEUU es muy bajo. Para captar mejor este riesgo, hemos creado un índice de vulnerabilidad a la deflación basado en un concepto reciente del FMI que analiza los actuales niveles de inflación, las tendencias cíclicas de la economía, los indicadores monetarios y la inflación importada a través de tipos de cambio efectivos (Gráfica 4). Nuestro índice de vulnerabilidad a la deflación ha caído significativamente en el primer trimestre de 2014, lo cual sugiere que la actualmente desacelerada tasa de inflación se considera bastante transitoria.

Gráfica 3  
**Brecha de producción e inflación subyacente**  
(%, variación % a/a)



Fuente: BBVA Research, BLS y BEA

Gráfica 4  
**Índice de vulnerabilidad a la deflación**  
(%)



Fuente: BBVA Research

Aunque las condiciones del mercado laboral parecen marchar bien, la baja inflación se ha convertido en una creciente inquietud para los responsables de la Reserva Federal encargados de velar por la continuidad de la solidez de la recuperación económica. La Fed ha resumido sus puntos de vista sobre la inflación en las reuniones y en los discursos recientes del FOMC, donde ha suscrito la idea de que las tendencias más recientes se deben a algunos factores transitorios. Algunos miembros del FOMC han observado que las recientes caídas de la inflación podrían indicar que la recuperación económica no es tan fuerte como deseáramos, en especial dado que en los últimos años ha sido eclipsada con oleadas de estímulos monetarios. Con todo, las proyecciones económicas del FOMC apuntan a que la inflación se situará en un nivel de aproximadamente 2%, o ligeramente por debajo, hacia 2016, una previsión un tanto menos optimista que la nuestra.

Teniendo esto en cuenta, los interrogantes más candentes se dirigen hacia los factores subyacentes de las actuales tendencias de la inflación (o, más bien, desinflación), y a los motivos por los que deben ser objeto de una estrecha vigilancia. Cuando analizamos la recuperación en curso en EEUU, vemos que los riesgos de desinflación parecen ser más pronunciados. Dado que el diferencial de producción solamente se ha recuperado parcialmente de la crisis, el escaso crecimiento de los precios puede ser indicio de una economía vulnerable y de un avance más lento hacia el pleno potencial. Por otra parte, la desinflación también expone a las economías a trastornos negativos, susceptibles de empujar a economías vulnerables a una espiral deflacionaria. Otro problema es que la deflación, e incluso la inflación baja, incrementa el valor de la deuda circulante, lo cual puede considerarse un riesgo para EEUU ya que la deuda pública como porcentaje del PIB ha crecido significativamente desde la crisis. El mantenimiento de tasas de interés bajas es la manera que tiene la Fed de controlar este riesgo, y espera alentar una inflación más alta mediante estímulos a la demanda de empresas y particulares.

De hecho, los riesgos de ambos extremos del espectro de la inflación pueden ser igualmente preocupantes. Así, es importante controlar las previsiones de deflación orientando la política monetaria hacia un crecimiento de precios moderado y estable. Entretanto, el hecho de que las políticas altamente flexibles de la Reserva Federal no parezcan estar consiguiendo las consecuencias deseables del crecimiento de los precios es parte del problema.

Considerando la actual situación económica de EEUU, es necesario realizar un profundo análisis de la ausencia de presiones inflacionarias para evaluar si estas tendencias son puramente transitorias o no. Aunque los indicadores de inflación más reciente no han reflejado un repunte de los precios, a corto plazo la inquietud por una deflación importante está contenida. Las condiciones de la demanda son estables, aunque lentas en el contexto global, y las presiones de costos están limitadas debido al excedente de recursos en el mercado laboral. Si observamos más a fondo las actuales tendencias de la inflación, nuestras previsiones son que los precios deberían comenzar a repuntar a medida que desaparezan las presiones a la baja, y en última instancia se estabilizará en nuevos mínimos históricos. Quitando los habituales factores que contribuyen a la volatilidad, como los precios de las materias primas y los alimentos, nuestro análisis se orienta más hacia una variación permanente en las tendencias de inflación a largo plazo, relacionada particularmente con los sectores productores de bienes cuyos avances tecnológicos han mejorado la productividad y la eficiencia en cuanto a costos.

### Recuadro 1. IPC e IPCP. ¿En qué se diferencian ambos indicadores?

Los índices de precios son elementos muy utilizados en la investigación económica, ya que miden los costos de insumos y de producción que afectan tanto a productores como a consumidores. Por lo que respecta a la actividad económica, los precios al consumidor suelen ser seguidos más estrechamente, aunque se ha avanzado bastante en mejorar también los parámetros de medición de los precios al productor (véase [Inflation Flash](#)). El índice de precios al consumidor (IPC) y el índice de precios del consumo privado (IPCP) son los dos principales medidores de la inflación del consumo, y difieren apenas en metodología y tendencia. El IPC es calculado por la Oficina de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics, BLS) de EEUU sobre la base de una muestra de informes del comercio minorista y mediciones de las variaciones medias de precios pagados por los consumidores urbanos por una canasta de bienes y servicios. Para compilar este índice se emplean diversas muestras, como por ejemplo la Encuesta de gastos del consumidor (Consumer Expenditure Survey) a más de 30 mil familias, una encuesta en puntos de venta de unas 16,800 familias, y una selección de unidades familiares elegibles para el componente de alojamiento, basada en los datos del Censo de Población de 1990. El IPCP, el índice de precios del consumo privado, es un componente del IPC publicado por la Oficina de Análisis Económicos (Bureau of Economic Analysis, BEA) de EEUU, y está estrechamente relacionado con el deflactor del PIB. La BEA señala cuatro diferencias específicas entre ambos índices: fórmula, ponderación, ámbito y otros (por ejemplo, ajustes de estacionalización y diferencias residuales). En última instancia, las tendencias entre ambos índices son prácticamente idénticas, con la diferencia de que, en promedio, el IPC tiende a indicar aproximadamente medio punto porcentual por encima del IPCP.

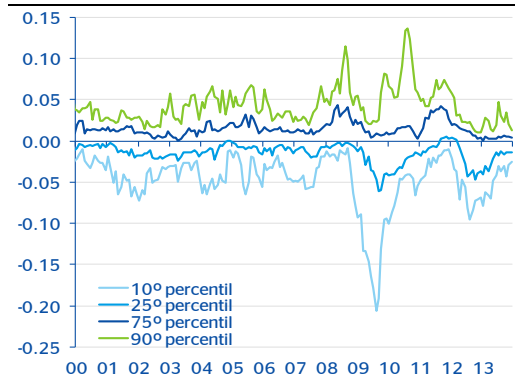
El IPC es seguido con mayor atención por los mercados financieros, en tanto que el IPCP es el indicador de inflación preferido de la Reserva Federal. Aunque no queda claro exactamente cuál de los índices presenta un panorama más exacto de la inflación real de los precios al consumidor, es evidente que el IPC disfruta de un seguimiento mayoritario. En gran medida, esto se debe a que el IPC se emplea para realizar ajustes en los flujos de caja de, por ejemplo, la seguridad social, Medicare y variaciones del costo de la vida, factores, que entre otros, más repercuten en los inversores. Además, el cálculo del IPC es coherente con el de otras economías desarrolladas, por lo cual tiende a ser un mejor calibrador de las tendencias mundiales de la inflación. Por otra parte, todos los meses el IPC se publica antes del IPCP, por lo que sirve como reflejo adelantado de las tendencias inflacionarias a corto plazo. La Fed seguía más estrechamente al IPC antes de 2000, aunque después optó por el IPCP porque es más exhaustivo y tiene ponderaciones flexibles que varían en función de la inclinación de los consumidores por unos u otros bienes y servicios.

Recientemente, el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Chicago, Charles Evans, se refirió a esta diferencia entre los índices de precios al hacer hincapié en que la Fed atendía más al IPCP que al IPC. En particular, destacó el riesgo de confundir entre ambos indicadores de la inflación, ya que el IPC se situaría más próximo a 2.5% que al objetivo de 2.0% del IPCP. En consecuencia, reiteró la necesidad de la Fed de comunicar adecuadamente su estrategia de política monetaria para evitar confusiones o trastornos en los mercados.

## Las tendencias de desinflación son solamente temporales a corto plazo

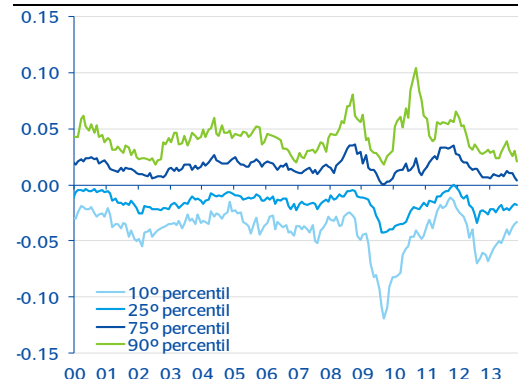
Si observamos al IPC y al IPCP, vemos que la inflación anual se mantiene próxima a los niveles más bajos del período de recuperación. Considerando la vulnerabilidad de la recuperación en curso, la fragilidad de la confianza de empresas y particulares podría ser un importante factor que mantiene a raya a los precios. Sin embargo, el análisis más profundo de los detalles revela un cuadro más complicado que el de una simple confianza económica frágil. Los diversos indicadores de precios señalan un nivel de inflación inferior a la tendencia durante el año pasado, y esta inflación persistentemente baja reflejaría la elevada capacidad ociosa del mercado de trabajo y las presiones a la baja sobre los precios de los bienes importados. De hecho, el índice de precios de las exportaciones se viene manteniendo plano en los últimos años, e incluso se ha situado en niveles de crecimiento a/a negativos, frenado por los bienes de capital y los vehículos durante los nueve últimos meses. A la hora de evaluar la distribución de precios del IPC general y del IPCP, vemos una tendencia central convergente que apunta hacia una inflación baja, aunque estable, más generalizada entre los diferentes componentes y sectores (Gráficas 5 y 6).

Gráfica 5  
Distrib. de precios relativa a/a del IPC en 12 meses  
(var. % a/a menos var. % a/a de un año antes)



Fuente: BBVA Research & BLS

Gráfica 6  
Distrib. de precios relativa a/a del IPCP en 12 meses  
(var. % a/a menos var. % a/a de un año antes)

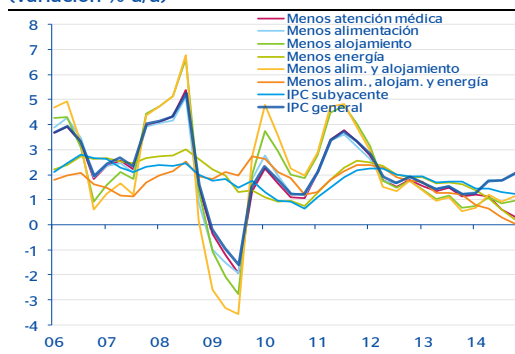


Fuente: BBVA Research y BLS

Nuestras previsiones del IPC a corto plazo implican que en 2014 las principales presiones inflacionarias aumentarán en los sectores de atención médica, alojamiento y energía (Gráfica 7). Al mismo tiempo, se espera que los precios de los alimentos se mantengan moderados.

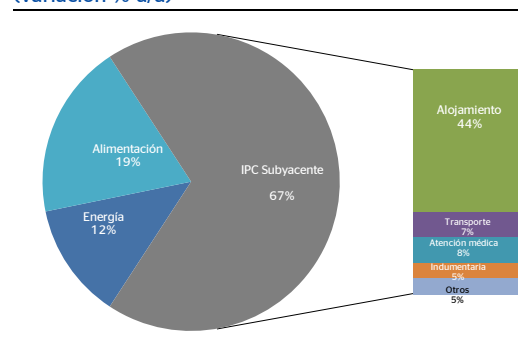
Por lo que respecta a la inflación general, los precios de la energía mantienen su habitual patrón de volatilidad, aunque se han mantenido anómalamente bajos debido a las presiones bajistas de las materias primas energéticas. Por el contrario, los precios de los servicios energéticos han trepado hasta porcentajes inéditos desde el principio de la recesión, alcanzando 4.85% a/a en febrero de 2014, en gran medida como consecuencia del incremento de la demanda de electricidad. También es interesante destacar que, a diferencia de otros componentes del IPC, el índice de servicios energéticos se calcula utilizando un estimador de Laspeyres<sup>1</sup> que tiende a sobrestimar la inflación, por lo que las presiones observadas aquí pueden no reflejar fielmente las tendencias de precios reales del índice. Los precios de los alimentos son otro importante componente no subyacente de la inflación, y conforma en torno al 19% del IPC (Gráfica 8). Se ha venido desacelerando continuamente incluso durante la época en que se esperaba un repunte como consecuencia de la sequía que hace algunos años afectó al Medio Oeste.

Gráfica 7  
Importancia relativa de los componentes del IPC  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research & BLS

Gráfica 8  
Previsiones a corto plazo de los componentes del IPC  
(variación % a/a)



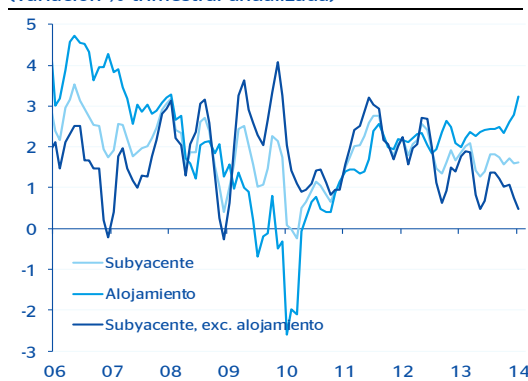
Fuente: BBVA Research y BLS

Por lo que respecta a la inflación subyacente, los precios de la atención sanitaria y del alojamiento continúan siendo sus principales impulsores. A nivel a/a, los costos de los servicios médicos han caído hasta situarse cerca de mínimos históricos, aunque mucho de esto puede atribuirse a los recientes cambios en el sistema de atención sanitario estadounidense, al final de las patentes de algunos medicamentos importantes y a avances tecnológicos en el sector, así como a ajustes de la política fiscal debidos a los recortes. Los precios del alojamiento, en especial a la renta equivalente de los propietarios, constituyen una cuota mucho mayor del IPC y han venido acelerándose continuamente desde el final de la recesión, pasando de cifras negativas en 2010 hasta subir por encima del 2.5% a/a en febrero de 2014 (Gráfica 9). Sin embargo, cada vez es más claro que casi

hemos llegado a la cima de esta tendencia y que, en el transcurso de los próximos años veremos una estabilización significativa en el crecimiento de los precios de la vivienda. Con todo, esto plantea el interrogante de por qué la inflación está tan baja cuando uno de sus principales componentes se sitúa por encima de tasas de crecimiento históricas.

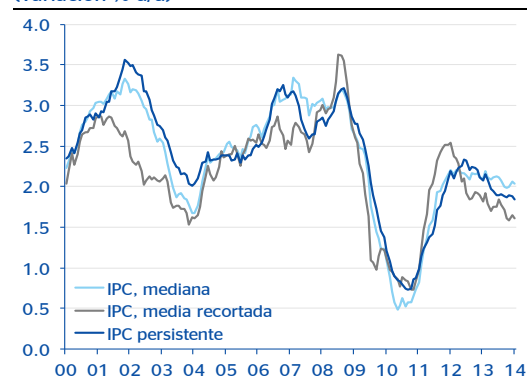
Una manera de intensificar esta perspectiva de la inflación subyacente es eliminar las variaciones mensuales más volátiles entre los diversos componentes, lo cual se conoce como índice de media recortada<sup>2</sup>. También existen métodos para ajustar las ponderaciones del IPC y obtener una medición más exacta de las tendencias de la inflación subyacente (el IPC de mediana ponderada).<sup>3</sup> Además, los índices de precios flexibles y persistentes separan los componentes del IPC, en los que las variaciones de precios ocurren o no con relativa frecuencia. De conformidad con las tendencias generales antes mencionadas, estas mediciones alternativas del IPC continúan reflejando una desaceleración del crecimiento de los precios (Gráfica 10), lo cual confirma nuestra evaluación de un cambio más permanente en las tendencias de la inflación a largo plazo.

Gráfica 9  
**Inflación subyacente y del alojamiento**  
(variación % trimestral anualizada)



Fuente: BBVA Research & BLS

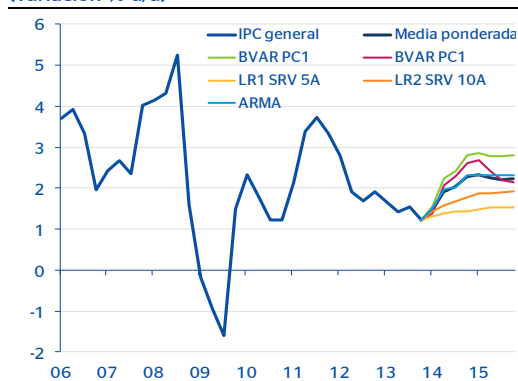
Gráfica 10  
**Mediciones alternativas de la inflación del IPC**  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research y FRB

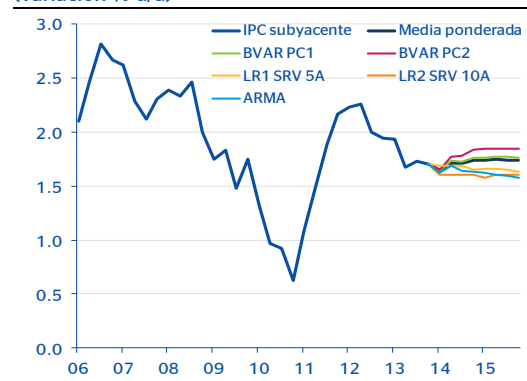
Los Gráficas 11 a 14 muestran varias metodologías de predicción de los indicadores de inflación IPC e IPCP, así como las medias ponderadas de las previsiones a mediano plazo. Los modelos empleados reflejan estudios para la obtención de previsiones exactas y fiables de la inflación estadounidense mediante la selección de distintas variables, como encuestas, diferencial de producción y variables financieras.<sup>4</sup> Nuestras previsiones de tasas de inflación del IPC general y del IPCP se estabilizan en torno a 2.4% y 1.8%, respectivamente. Las previsiones a largo plazo de ambos índices se ajustan a nuestras proyecciones de referencia, por cuanto se prevé que el período desinflacionario se invierta tras el 1T14, y que los indicadores de inflación crecerán gradualmente hacia sus medias a largo plazo.

Gráfica 11  
**Previsiones del IPC general**  
(variación % a/a)



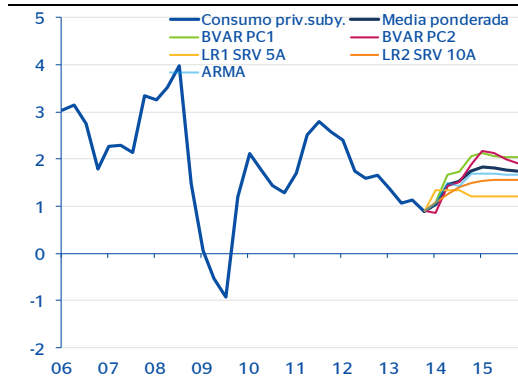
Fuente: BBVA Research & BLS

Gráfica 12  
**Previsiones del IPC subyacente**  
(variación % a/a)



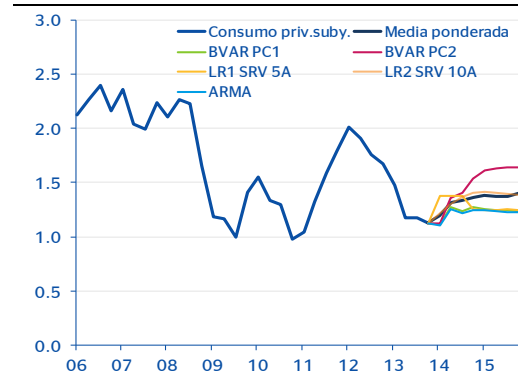
Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 13  
Previsiones del CP general  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 14  
Previsiones del CP subyacente  
(variación % a/a)

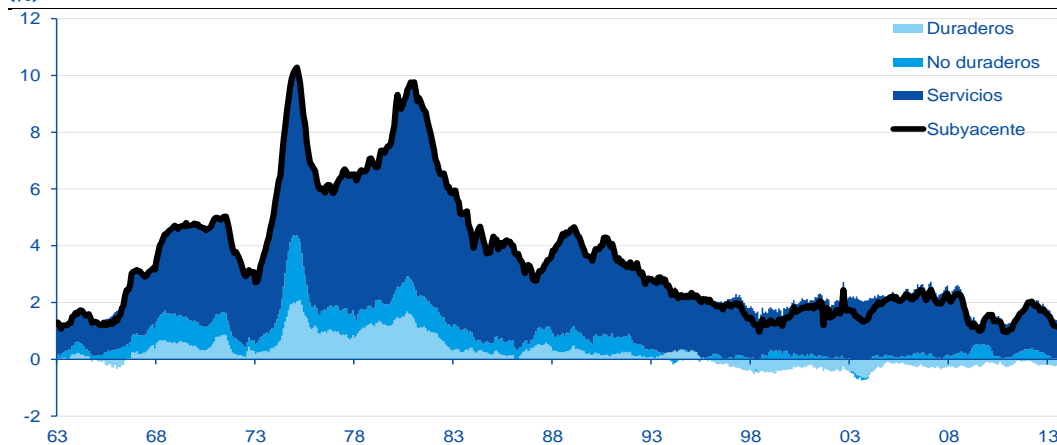


Fuente: BBVA Research y BEA

## Los cambios estructurales a largo plazo contendrán la inflación en nuevos mínimos históricos

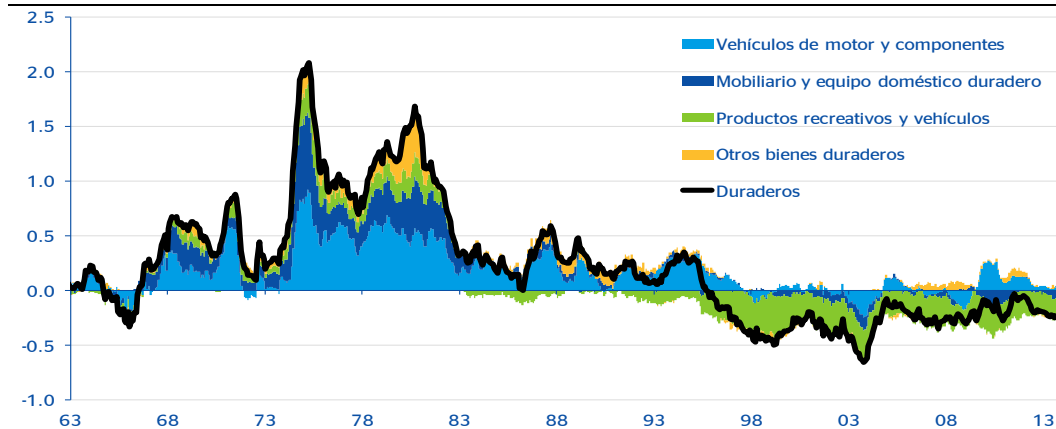
La moderada tasa de inflación estadounidense que vemos hoy no es un fenómeno nuevo. Las tasas anuales de la inflación general y subyacente del consumo privado desde 1995 hasta hoy han registrado una media de 1.9% y 1.7%, respectivamente. El desglose de la tasa de inflación subyacente en sus componentes confirma que la estabilización de la inflación en nuevos mínimos históricos se debe a cambios económicos estructurales a largo plazo, como menores costos de producción y relación trabajo-capital, impulsados por la infiltración de la tecnología. Mientras que los servicios básicos son los principales contribuyentes a la tasa de inflación subyacente, las presiones desinflacionarias son consecuencia de la aportación negativa de los alimentos básicos, empujados a la baja por sustanciales variaciones de precios idiosincráticas relativas de unos pocos componentes relacionados con la tecnología informática.

Gráfica 15  
Aportaciones de la inflación del consumo privado  
(%)



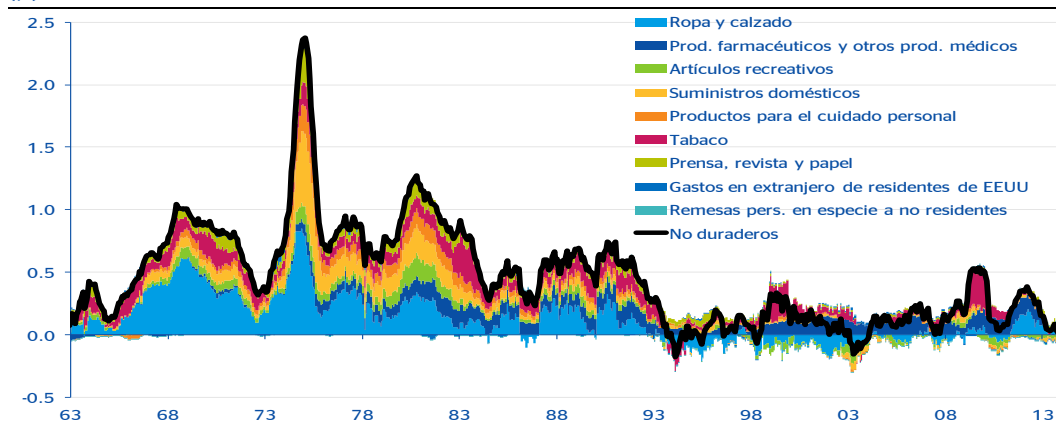
Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 16  
Aportaciones de los bienes duraderos a la inflación del consumo privado (%)



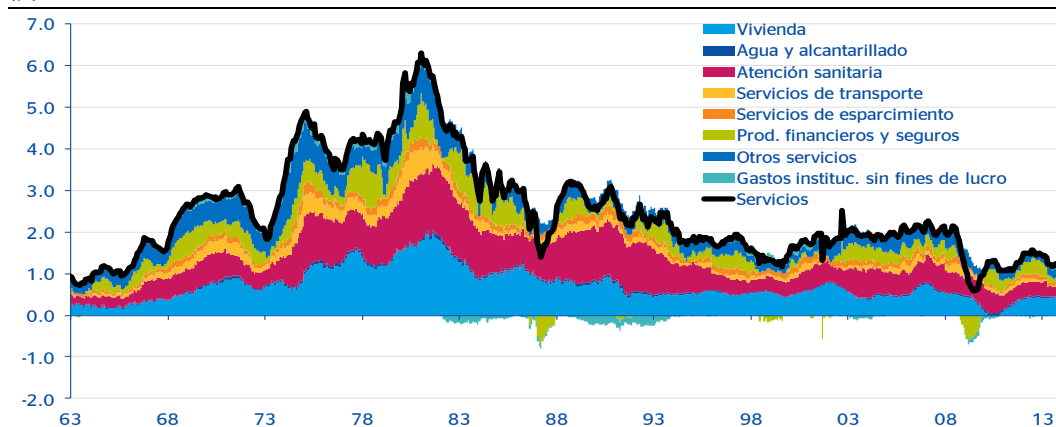
Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 17  
Aportaciones de los bienes no duraderos a la inflación del consumo privado (%)



Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 18  
Aportaciones de los servicios a la inflación del consumo privado (%)



Fuente: BBVA Research & BEA

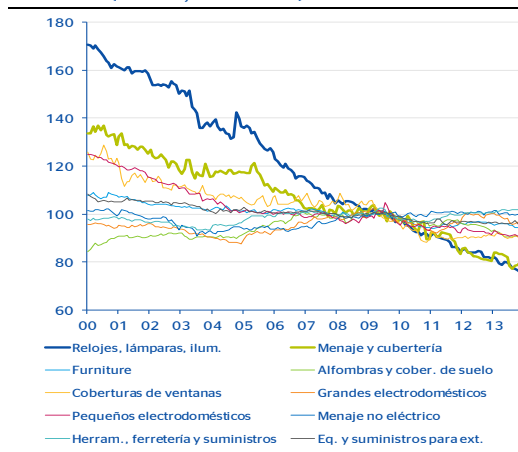


Las Gráficas 15 a 18 ilustran los componentes de la inflación subyacente total —servicios bienes duraderos y no duraderos— calculados como aportación porcentual de cada uno a la tasa de inflación total. La metodología empleada revela variaciones amplias de la tasa de inflación del consumo privado y los movimientos de precios relativos de los componentes, que reflejan el cambio de ponderación y porcentaje de incremento de precios de cada componente en relación con el total subyacente de bienes y servicios.<sup>5</sup>

El sector de servicios básicos se ha mantenido como principal aportador a la inflación subyacente, moderándose desde finales de la década de 1990. Los principales aportadores a la inflación de los servicios básicos, la vivienda/alquiler y la atención sanitaria, han descendido de manera uniforme proporcionalmente a los cambios en la aportación general de los servicios. En general, el progreso tecnológico seguirá empujando a la baja a los precios del sector, aunque no siempre pueden conocerse sus efectos exactos. Por ejemplo, se ha observado que los avances tecnológicos —como la adopción de Internet de banda ancha— han creado grandes valores de superávit de consumo no contabilizados equivalentes a un descenso anual de 1.9% en los precios de acceso a Internet.<sup>6</sup>

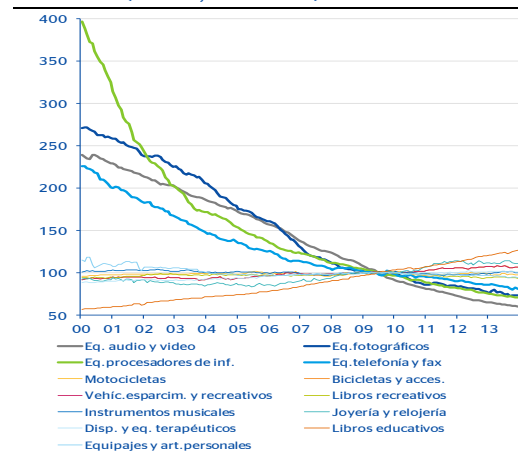
La aportación de los bienes duraderos a la tasa de inflación subyacente ha sido continuamente negativa desde finales de 1995. Como media, el 88% de la aportación negativa se ha debido a la subcategoría de bienes y vehículos recreativos, en tanto que el 12% restante debe atribuirse a mobiliario y equipamiento doméstico duradero (Gráficas 19 y 20). Un análisis más a fondo de estos dos subgrupos revela que las aportaciones negativas pueden atribuirse a una fuerte deflación de los equipos de audio y vídeo, equipos fotográficos, equipos procesadores de información, telefonía y faxes, y relojes, lámparas y equipos de iluminación. En los últimos 10 años, la tasa de deflación anual de estos cinco componentes registró descensos de -6.8%, -6.5%, -5.9%, -4.4% y -4.6%, respectivamente.

Gráfica 19  
Bienes duraderos: índices de precios de bienes de mobiliario (desest., 2009=100)



Fuente: BBVA Research & BEA

Gráfica 20  
Bienes duraderos: índices de precios de bienes recreativos (desest., 2009=100)



Fuente: BBVA Research y BEA

Evidentemente, la innovación y el crecimiento continuos del sector informático conllevó la bajada de precios y, simultáneamente, una mejora de la calidad de los productos de tecnología de punta. La mayoría de las ventajas del cambio tecnológico se trasladaron al consumidor, mientras que las empresas pudieron recaudar solamente una pequeña parte de la rentabilidad de la innovación.<sup>7</sup> Es difícil pasar por alto estos hechos. Por ejemplo, el precio de un teléfono móvil cayó 95% de 4 mil dólares que costaba en 1982. De manera similar se ha registrado un descenso medio de 70% en los precios de las cámaras digitales, mientras que sus píxeles aumentaron de 580 mil a 3.8 millones.

Por el contrario, los bienes no duraderos básicos han tenido una aportación negativa a la inflación del consumo privado, aunque el retroceso se ha multiplicado por cinco desde finales de la década de 1990. El descenso de la aportación a la inflación de los bienes no duraderos básicos es consecuencia de enormes cambios en la subcategoría de ropa y calzado. El índice de precios de este sector se ha mantenido relativamente estable, con una ligera presión alcista en las dos últimas décadas. Sin embargo, debido a la globalización y al creciente número de tratados de libre comercio de EEUU, la aportación del sector a la tasa de inflación ha caído significativamente con el correr del

tiempo. El sector de la vestimenta y el calzado suponía el 48% de la tasa de inflación de productos no duraderos entre 1964 y 1974, pero gradualmente descendió a 19% entre 1984 y 1994, y 5% en 2004-2014. Esto está en línea con el descenso de 83% en la producción industrial de indumentaria entre 1995 y 2014, en parte como consecuencia al traslado de la producción al extranjero. De manera similar a la inflación de productos duraderos, la de bienes no duraderos se enfrenta a presiones deflacionarias de los artículos recreativos (juegos, juguetes y aficiones), en el que la tasa media de deflación en los 10 últimos años se situó en -4.2%.

En última instancia, los cambios estructurales a largo plazo mantendrán a la inflación contenida en nuevos mínimos históricos. En esta nueva era centrada en el rápido crecimiento de la informática, signada por simultáneas disminuciones de precios y mejoras de la calidad de los bienes de tecnología de punta, la tendencia deflacionaria de los bienes duraderos tiene pocos visos de revertirse, aunque posiblemente se establezca a largo plazo.<sup>8</sup> Del mismo modo, la globalización y el libre comercio han posibilitado mejores tasas de inflación de los bienes no duraderos. Los servicios básicos seguirán siendo los principales aportadores a la inflación subyacente, mientras que la infiltración de la tecnología mantendrá las presiones a la baja en los precios de los sectores de servicios.

## Aguas desconocidas para la política monetaria

A la hora de establecer el derrotero actual y futuro de la política monetaria y de la tasa de interés de los fondos federales (TFF), la Reserva Federal ha señalado los niveles de evolución deseables hacia el pleno empleo y la inflación estable con un objetivo de inflación de 2.0% del IPCP. La baja tasa de inflación, específicamente la bajada del IPCP por debajo de la banda de comodidad de la Fed de 0.5% (tasa de inflación mínima de 1.5%), ha sido parte esencial de las recientes deliberaciones del FOMC. En consecuencia, la decisión de diciembre de 2013 de reducir el ritmo mensual de compras de activos a gran escala se basó, en gran medida, en la mejora de las perspectivas del mercado de trabajo y en la aproximación de la tasa de desempleo al umbral de 6.5%, que el FOMC había mantenido como límite hasta la reciente decisión de abandonarlo ([véase Fed Watch](#)). Con todo, la decisión de comenzar la retirada de estímulos vino acompañada de una declaración adicional acerca de la futura trayectoria de los fondos federales a la inflación:

*“El Comité sigue previendo, sobre la base de su evaluación de estos factores, que posiblemente sea adecuado mantener en su banda actual la tasa de los fondos federales durante un período considerable después del final del programa de compra de activos, en especial si la inflación proyectada sigue por debajo del objetivo a largo plazo del Comité, 2%, y siempre y cuando las previsiones de inflación a largo plazo sigan moderadas.”*

De cara al futuro, creemos que la Reserva Federal continuará debatiendo modificaciones alternativas con el objetivo de reducir la brecha entre el plazo de consolidación de la política monetaria y los umbrales de las tasas de desempleo e inflación. Mientras que las previsiones de inflación a largo plazo se mantienen moderadas gracias al éxito del FOMC en comunicar el desacoplamiento entre la actual tasa de inflación y las expectativas inflacionarias a largo plazo, al FOMC sigue inquietándole el hecho de que las previsiones de inflación a corto y mediano plazo pueden no ser tan firmes como las de largo. Los integrantes del Comité siguen expresando su preocupación por las bajas tasas de inflación, manifestando que “una inflación que pertinazmente se mantiene por debajo de los objetivos del Comité podría suponer riesgos para la marcha de la economía”, y comprometiéndose a vigilar atentamente la evolución de la inflación. Recordando la experiencia de Japón, esta inquietud refleja el riesgo de que una baja inflación pueda impulsar a la baja las previsiones de inflación, lo cual a su vez conlleve una profecía deflacionaria autocumplida difícil de revertir una vez concretada.

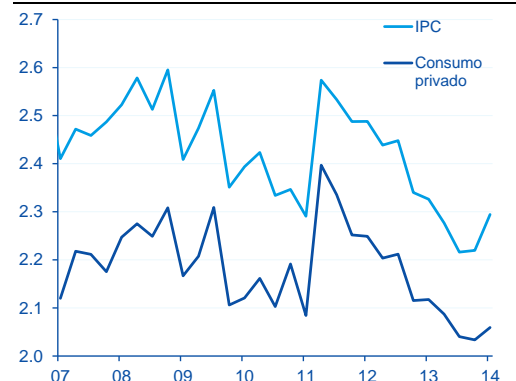
Si las tasas de inflación, de crecimiento del PIB y de desempleo se desvíasen significativamente de las proyecciones del FOMC, ello podría conllevar un cambio en la trayectoria de la reducción de compras de activos y de la consolidación de la política monetaria. Teniendo esto en cuenta, evaluamos tres escenarios de la trayectoria de la Fed hacia una estabilización política a largo plazo dependiente de diferentes escenarios económicos de crecimiento, desempleo e inflación. Estos escenarios conllevan diferencias significativas en los plazos de normalización previstos por la Fed y, en última instancia, en la curva de rendimiento.

Gráfica 21  
Previsiones de inflación (%)



Fuente: BBVA Research & FRB

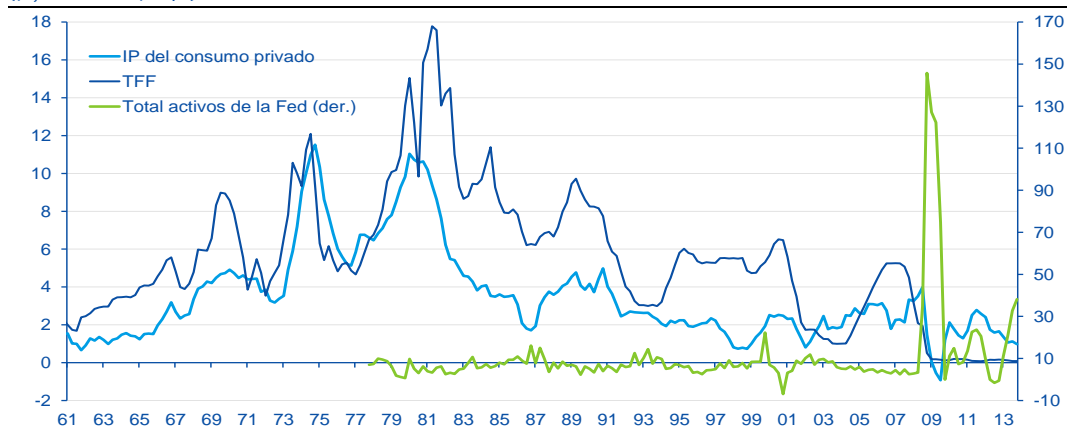
Gráfica 22  
Previsión media de la inflación para la próxima década (variación % a/a)



Fuente: BBVA Research y SPF del Banco de la Fed de Filadelfia

No obstante, una interrogante totalmente diferente a responder es si la Fed diferirá la consolidación de la política monetaria y continuará las compras de activos a gran escala basándose exclusivamente en su preocupación por la desinflación. La Gráfica 23 muestra que el aumento del balance de la Fed como consecuencia de los programas de estímulos parece no haber tenido repercusiones en los niveles de precios, y reaviva los debates de 2008-2009 acerca de las limitaciones de las tasas de interés próximas a cero. Un reciente estudio del Banco de la Reserva Federal de St. Louis ha llegado a la conclusión de que un trastorno positivo (por ejemplo, el tecnológico) tendrá “efectos no convencionales” en cuanto a tasas de interés próximas a cero, punto en el que “existe una tensión entre los efectos sobre la oferta y los efectos sobre la demanda de las tasas reales de interés”. El estudio demuestra que un impacto positivo de la tecnología sobre el modelo nekeynesiano “puede generar menor consumo, empleo y producción –lo que llamamos dinámica no convencional– bajo la influencia de las tasas de interés próximas a cero”, reaccionando así con más reducciones de precios y nuevas bajadas en la demanda de mano de obra.<sup>9</sup>

Gráfica 23  
Tasa de interés de los fondos federales, balance e inflación del consumo privado (% variación % a/a)

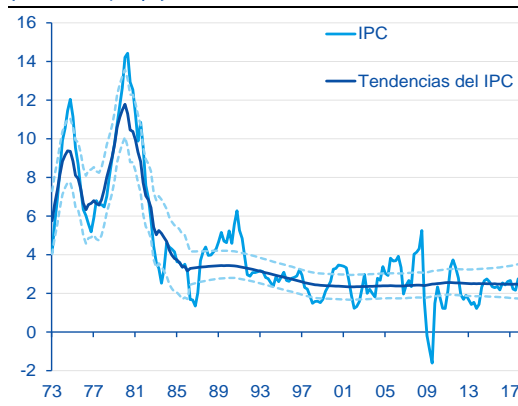


Fuente: BBVA Research, FRB y BEA

Un argumento igualmente importante contra la demora de la normalización de la política monetaria debido a las presiones desinflacionarias es la existencia de los diferentes canales de transmisión de la política establecidos para la QE3, previstos para crear riqueza y revitalizar el mercado de la vivienda. Mientras que los precios de los activos aumentan, las mediciones de la tasa de inflación no toman en cuenta la variación de los precios de los activos. El estudio del NBER demuestra que no incluir los precios de los activos –vivienda y renta fija y variable– de las estadísticas generales de precios introduce un sesgo bajista en el IPC de aproximadamente ¼ de punto porcentual anual. La

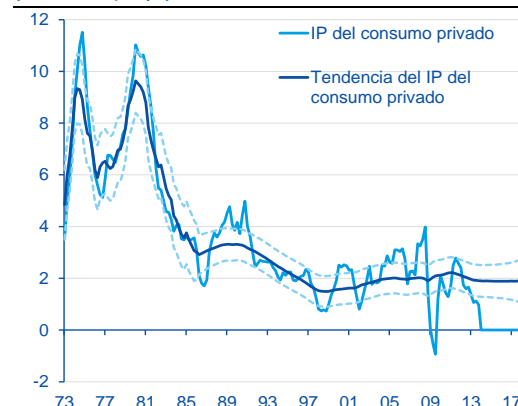
conclusión más importante del estudio es que el mayor potencial error de medición procede de la omisión de incluir los precios de la vivienda.<sup>10</sup>

Gráfica 24  
Curva de Phillips de tendencia de inflación del IPC  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research & BLS

Gráfica 25  
Curva de Phillips de tendencia de inflación del IPCP  
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research y BEA

A pesar del riesgo de desinflación a corto plazo, el FOMC prevé que la tasa de inflación volverá al objetivo de 2.0% hacia finales de 2015. Nuestro análisis demuestra que las previsiones de inflación del IPCP y del IPC, que toman en cuenta tendencias pasadas y futuras, se mantendrán bien firmes en torno a medias históricas. Las tendencias de inflación del IPC y del IPCP se sitúan en 2.5% y 1.9%, respectivamente, y permanecen estables. También el modelo de factor latente que se ha empleado confirma la pendiente de la curva de Phillips, medida empleando las previsiones de la inflación del IPCP, apenas ha variado, con un coeficiente de diferencial de producción de 0.30 antes de la recesión, y de 0.25 abarcando el período de tiempo de la previsión (Gráficas 24 y 25).<sup>11</sup> Además, la literatura académica señala que la medición de las previsiones de inflación, extraídas del modelo a medida que la tendencia de la inflación se aproxima a la media de la tendencia del ciclo, presenta un panorama más exacto de la inflación subyacente en comparación con los indicadores de inflación subyacente recortada o de la BLS y la BEA.<sup>12</sup>

**Recuadro 2. Tres caminos de la política de la Reserva Federal**

Tres caminos de la política de la Reserva Federal

	Salida tardía	Escenario de	Salida anticipada
Crecimiento del PIB real	Bajo	Moderado	Alto
Desempleo	Lento ↓	Moderado ↓	Rápido ↓
Inflación del 2T (a/a)	Por debajo del 0,5%	Sin cambios	Por encima del 3%
Final de QE3	2T15	4T14	2T14
1 <sup>ra</sup> TFF ↑	Ninguno	3T15	4T14
Normalización del balance	Futuro crecimiento/normalización diferida	Mantenimiento hasta vencimiento	Reversión vencimiento/venta anticipada de valores del Tesoro

Hacia el 4T17			
TFF ↑ (pb)	0	225	575
10A ↑ (pb)	-48	118	405

Fuente: BBVA Research

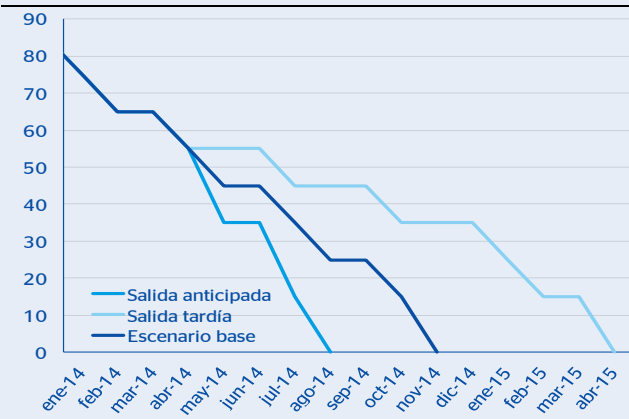
El escenario base del BBVA Research refleja nuestras previsiones de continuidad del crecimiento económico moderado, unido a expectativas inflacionarias bien controladas próximas al objetivo de 2.0% de la Fed. De acuerdo con nuestro escenario, la economía alcanzará su nivel de producción potencial en el 2T16. Este escenario base implica la liquidación del programa de compras de activos a gran escala (LSAP) en "fases moderadas", hasta que la tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3) llegue a su fin el 4T14. El primer aumento de la tasa de los fondos federales se prevé para el 3T15, mientras que se espera que la Reserva Federal comience a reducir existencias de bonos del Tesoro y MBS de largo plazo hasta el vencimiento.

El escenario de "Salida Tardía" parte del supuesto de una tasa de crecimiento del PIB positiva, aunque baja,

así como descensos a corto plazo de la tasa de inflación, lo cual enfatizará la presión deflacionaria continuada sobre la economía. En estas circunstancias, el escenario de 'Salida Tardía' proyecta la prolongación de las compras del LSAP por parte de la Reserva Federal, y que no haya ningún cambio de la tasa de referencia en el horizonte. El balance de la Fed seguirá creciendo, postergando todavía más el proceso de normalización de la política monetaria.

Por el contrario, el escenario de 'Salida Anticipada' prevé un mayor crecimiento del PIB real comparado con el escenario base y, en consecuencia, una caída más rápida de la tasa de desempleo y de las presiones inflacionarias sobre la economía. Ello empujaría a la Reserva Federal a acabar antes con la QE3, y a abandonar más temprano la tasa de interés próxima a cero.

Gráfica 26  
**Reducción del LSAP**  
(Miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 27  
**Previsión del tipo de los fondos federales**  
(%)

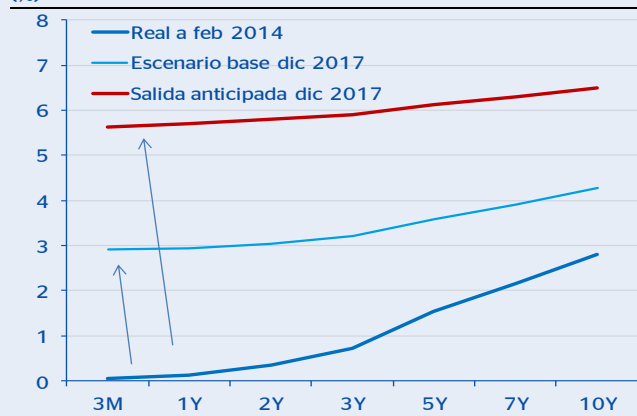


Fuente: BBVA Research

Mientras que las tasas de interés a corto plazo se ajustan a la trayectoria de la tasa de referencia, la trayectoria de la tasa a largo plazo es un reflejo compuesto de la trayectoria prevista de las tasas a corto plazo, las perspectivas de inflación, las expectativas de crecimiento económico y la prima de riesgo. Para plasmar el efecto de cada uno de los tres escenarios esbozados las tasas a largo plazo y sobre la

dinámica de la curva de rentabilidad, hemos empleado un modelo de factor latente. El modelo incorpora las variables macroeconómicas de la actividad económica real medida mediante el PIB real, la inflación del IPC y la tasa de referencia de los fondos federales para incorporar las vinculaciones bidireccionales entre la rentabilidades y los factores macroeconómicos.<sup>13</sup>

Gráfica 28  
Variación de las curvas de rendimiento entre 2014 y 2017 (%)

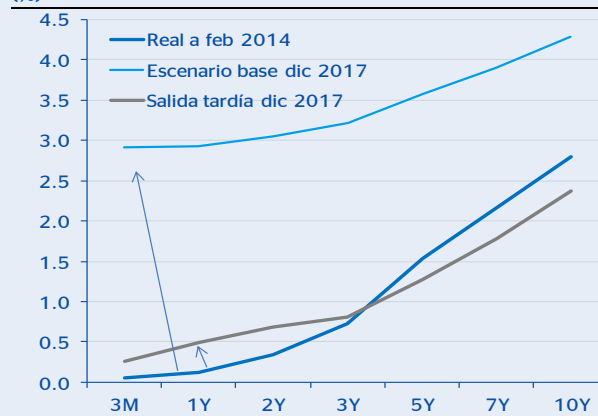


Fuente: BBVA Research y Banco de la Reserva Federal

Las gráficas precedentes comparan las variaciones en las curvas de rentabilidad de cupón cero de los valores del Tesoro en los tres escenarios que nos ocupan. El mayor crecimiento y recuperación de la tasa de interés, conjuntamente con un ajuste de la política de la Reserva Federal antes de lo previsto, conlleva una subida adicional y aplanamiento de la curva de rentabilidad en el escenario de 'salida anticipada', en comparación con el escenario base. Por el otro lado, un crecimiento débil, desinflación y la prolongación de una política monetaria flexible mantendrán la curva de rentabilidad del escenario de 'salida tardía' por debajo de las previsiones base, lo cual conlleva una variación sin cambios en la pendiente de la curva de rentabilidad.

En conclusión, aunque las probabilidades de los escenarios de 'salida anticipada' y de 'salida tardía' son bajas e implican entornos indeseables en materia de desinflación, creemos que el primero conlleva resultados más favorables para la Fed en comparación con el de 'salida tardía'. El aumento de la tasa de

Gráfica 29  
Variación de las curvas de rendimiento entre 2014 y 2017 (%)



Fuente: BBVA Research y Banco de la Reserva Federal

inflación en el caso de 'salida anticipada' sería un escenario de riesgo bien previsto por la Fed, que dispondría de un manual de medidas preparado en virtud del cual el FOMC asumiría más fácilmente un ritmo más acelerado de final de los estímulos y un ajuste de la política monetaria antes de lo previsto. Contrariamente a la creencia de que un ajuste precoz podría suprimir el crecimiento económico, un aumento antes de lo previsto de la tasa de interés próxima a cero podría llegar con repuntes adicionales de una normalización más rápida de la política monetaria, en última instancia favoreciendo un entorno económico más sano. Por el contrario, el escenario de 'salida tardía' conlleva un nuevo aumento del balance de la Fed y un retraso indefinido de la normalización de la política económica, obligando a la Reserva Federal a navegar más adentro en las aguas desconocidas de herramientas no convencionales y de los efectos de la tasa próxima a cero.

## Resumen: la economía de EEUU no está en riesgo de deflación

La inflación se convirtió en tema candente durante todo el año pasado, en particular a medida que ha ido ganando relativa importancia en la estrategia de salida de la política monetaria actual de la Fed. Entretanto, la baja inflación por sí misma no debería desviar al FOMC de su actual calendario de abandono gradual de los estímulos y aumento de la tasa de interés de los fondos federales, especialmente considerando que nuestros análisis confirman que las previsiones de inflación se mantienen estables. También es importante destacar que una inflación moderada no es, en ningún caso, una tendencia anómala en EEUU, y que muy raras veces ha estado asociada con períodos recesivos.

Aunque actualmente la inflación se mantiene controlada, creemos que los precios repuntarán moderadamente durante el año entrante, a medida que vayan desapareciendo los factores de transición. Las presiones alcistas de la atención sanitaria, el alojamiento y la energía elevarán los precios a corto plazo. Incluso así, creemos que la inflación no volverá a la tasa media que hemos visto en las tres últimas décadas. De hecho, nuestras proyecciones apuntan a que la inflación se estabilizará en nuevos mínimos históricos como resultado de cambios estructurales económicos a largo plazo, como menores costos de producción y relación trabajo-capital, impulsados por la globalización y la infiltración de la tecnología. De cara al futuro, la cuestión es si los mercados financieros y responsables políticos están preparados para otra ronda de baja inflación, susceptible de conllevar tasas de interés y márgenes de beneficios menores de los esperados.

## Referencias

- Ang, Andrew; Bekaert, Geert y Wei, Min. 2005. "Do Macro Variables, Asset Markets or Surveys Forecast Inflation Better?", documento de trabajo 11538 del NBER.
- Bauer, Andrew; Haltom Nicholas y Peterman, William. 2004. "Decomposing Inflation." *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Atlanta, primer trimestre.
- Bryan, Michael F.; Cecchetti, Stephen G. y O'Sullivan, Róisín. 2002. "Asset Prices in the Measurement of Inflation". Documento de trabajo n° 8700 del NBER.
- Bullard, James, 2011. "Measuring Inflation: The Core is Rotten." *Review*, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, julio/agosto, 93(4), páginas 223-33.
- Cao, Yifan, y Shapiro Adam H. 2013. "Why Do Measures of Inflation Disagree?" *Economic Letter*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco 2013-37, 9 de diciembre.
- Cogley, Timothy. 2002. "A Simple Adaptive Measure of Core Inflation." *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(1), páginas 94-113.
- Doménech, Rafael y Víctor Gómez. 2006. "Estimating Potential Output, Core Inflation, and the NAIRU as Latent Variables." *Journal of Business and Economic Statistics*, 24(3), páginas 354-65.
- Diebold, Francis X., Glenn D. Rudebusch y Borağan S. Aruoba. 2006. "The Macroeconomy and the Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach", *Journal of Econometrics*, 131(1-2), páginas 309-38.
- Diebold, Francis X. y Glenn D. Rudebusch. 2013. *Yield Curve Modeling and Forecasting: The Dynamic Nelson-Siegel Approach*, Princeton University Press: Princeton y Oxford.
- Decressin, Jörg, y Laxton, Douglas. 2009. "Gauging Risks for Deflation". Nota de posición SPN/09/01 del personal del FMI, 28 de enero.
- Gavin, William T.; Keen, Benjamin D.; Richter, Alexander W. y Throckmorton, Nathaniel A. 2014. "Global Dynamics at the Zero Lower Bound". Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Documento de trabajo 2013-007D.
- Gordon, Robert J. 2003. "Hi-tech Innovation and Productivity Growth: Does Supply Create Its Own Demand?". Documento de trabajo n° 9437 del NBER
- Gowrisankaran, Gautam, y Rysman, Marc. 2012. "Dynamics of Consumer Demand for New Durable Goods", *Journal of Political Economy*, 120, páginas 1173-219.
- Greenlees, John S. y McClelland, Robert B. 2008. "Addressing misconceptions about the Consumer Price Index". *Monthly Labor Review*, agosto, páginas 3-19.
- Greenstein, Shane y McDevitt, Ryan C. 2009. "The Broadband Bonus: Accounting for Broadband Internet's Impact on U.S. GDP" Documento de trabajo n° 14758 del NBER
- Kumar, Manmohan; Baig, S. Taimur; Decressin, Jörg; Faulkner-MacDonagh, Chris y Feyziogülu, Tarhan. 2003. "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options". Documento puntual del FMI 221, 30 de junio.
- McCully, Clinton P., Moyer, Brian C. y Stewart, Kenneth J. 2007. "Comparing the Consumer Price Index and the Personal Consumption Expenditures Price Index". *Encuesta de actuales negocios*, noviembre, páginas 26-33.
- Meyer, Brent H. y Pasaogullari, Mehmet. 2010. "Simple Ways to Forecast Inflation: What Works Best?". *Economic Commentary*, Banco de la Reserva Federal de Cleveland, 6 de diciembre, 2010-17.
- Meyer, Brent H., Venkatu, Guhan y Zaman, Saeed. 2013. "Forecasting Inflation? Target the Middle" *Economic Commentary*, Banco de la Reserva Federal de Cleveland, 11 de abril de 2013.
- Nason, James M. y Smith Gregor W.. 2014. "Measuring the Slowly Evolving Trend in US Inflation with Professional Forecasts". Documento de trabajo 7/2014 de CAMA, enero.
- Nordhaus, William D. 2004. "Schumpeterian Profits in the American Economy: Theory and Measurement". Documento de trabajo n° 10433 del NBER.
- Stock, James H. y Watson, Mark W. 1999. "Forecasting Inflation". Documento de trabajo n° 7023 del NBER.



- 
- <sup>1</sup> El índice de Laspeyres no toma en cuenta que el consumidor normalmente comprará menos de un producto o servicio a medida que los precios aumente, reduciendo el volumen total de las ventas. De esta manera, este estimador tiende a exagerar la inflación.
- <sup>2</sup> Consulte más información acerca del IPC de media recortada del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, véanse Meyer, Brent H., Venkatu, Guhan, y Zaman, Saeed (2013)
- <sup>3</sup> Consulte más información acerca del IPC de media ponderada del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, véanse Meyer, Brent H., Venkatu, Guhan, y Zaman, Saeed (2013)
- <sup>4</sup> Ang Bekaert, y Wei (2005), Meyer y Pasaogullari (2010), Stock y Watson (1999)
- <sup>5</sup> Bauer, Haltom y Peterman (2004)
- <sup>6</sup> Greenstein y McDevitt (2009)
- <sup>7</sup> Nordhaus (2004)
- <sup>8</sup> Gowrisankaran y Rysman (2012), Gordon (2003)
- <sup>9</sup> Gavin, Keen, Richter y Throckmorton (2014)
- <sup>10</sup> Bryan, Cecchetti y O'Sullivan (2002)
- <sup>11</sup> Doménech y Gómez (2006)
- <sup>12</sup> Nason y Smith (2014), Cogley (2002)
- <sup>13</sup> Diebold, Rudebusch y Aruoba (2006), Diebold y Rudebusch (2013)

**AVISO LEGAL**

Este documento ha sido elaborado por el departamento BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria por su propia cuenta y se facilita exclusivamente a efectos informativos. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos 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.