

# Observatorio Económico

## EEUU

4 de mayo de 2011  
Análisis Económico

EEUU  
Jeffrey Owen Herzog  
Jeff.Herzog@bbvacompass.com

Hakan Danis  
Hakan.Danis@bbvacompass.com

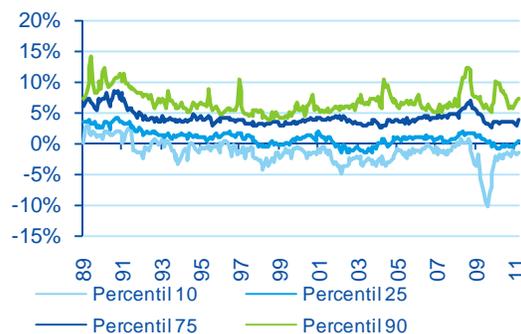
## Descifrando los componentes de inflación

- Las materias primas repercuten de forma limitada en la inflación general
- Se prevé una menor inflación en 2012 que en 2011 debido a una caída en las materias primas
- No prevemos un resultado de estanflación en EEUU

Durante la crisis financiera más reciente, el índice de precios al consumidor (IPC) se enfrentó a presiones deflacionarias derivadas de la caída de los precios de la vivienda y de las materias primas. Dentro del IPC, el componente de alojamiento se calcula sobre los precios de los alquileres y los precios de la vivienda, y ambos cayeron considerablemente durante la crisis. Los precios del petróleo alcanzaron un máximo histórico en 2008 debido al auge de la economía global. Pero el sobresalto financiero en la economía, junto con una grave contracción en el ciclo empresarial provocó un brusco retroceso en estas categorías del IPC. Las caídas del IPC sumadas al crecimiento negativo del PIB suscitaban temores de una deflación continuada. En respuesta a estos temores, la Reserva Federal se embarcó en dos rondas de compras de activos a gran escala en 2009-2010. En la actualidad, con la economía creciendo a un ritmo moderado en 2011, la combinación de un alto nivel de liquidez y el aumento de los precios de los alimentos y de la energía están provocando expectativas de cambio, de deflación a una inflación elevada.

Un modo de enfocar el análisis de este cambio en las perspectivas de inflación es examinar la variación anual de cada uno de los componentes del IPC para determinar después la distribución de los precios a lo largo del tiempo. En otras palabras, alineamos en cada mes la variación anual de cada componente, desde el más pequeño hasta el más grande, y determinamos los percentiles 10, 25, 75 y 90. La gráfica resultante muestra los movimientos de la tendencia central de las variaciones en precios en el IPC. En el momento actual, aunque vemos algunos movimientos alcistas en la tendencia central, no observamos un cambio alcista sostenido que pudiera implicar variaciones más generalizadas de la inflación en todos los componentes.

Gráfica 1  
Variación anual de precios del IPC, distribución por percentil



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2  
Previsiones del punto de inflación, %

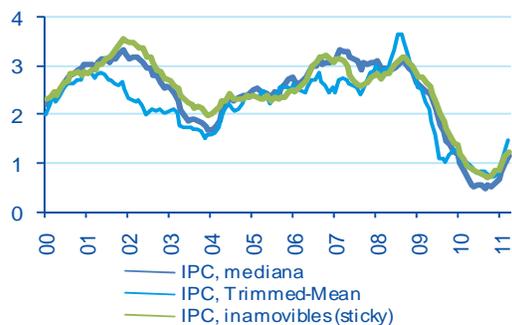


Fuente: Haver Analytics

El movimiento alcista en el índice general de precios mostrado anteriormente es el resultado del aumento de los precios del petróleo y de los alimentos. En los últimos tres meses, el IPC agregado de la energía se incrementó 11.4% en promedio anual, mientras que los alimentos del componente del índice nacional aumentaron 2.9% en promedio anual. Estos dos componentes juntos representan aproximadamente el 16.8% de los gastos de una familia típica. Un desencadenante importante del aumento de los precios de los alimentos está relacionado también con el aumento del petróleo, ya que los fertilizantes y otros productos del petróleo son un factor dentro de la producción y el transporte de alimentos. Por ello, el índice de los alimentos podría seguir aumentando mientras caen los precios del petróleo. En general, esperamos que el aumento de los precios de las materias primas sea temporal. Además, hasta ahora la repercusión del aumento de los precios de la energía en la inflación subyacente o en los precios subyacentes sigue siendo limitada.

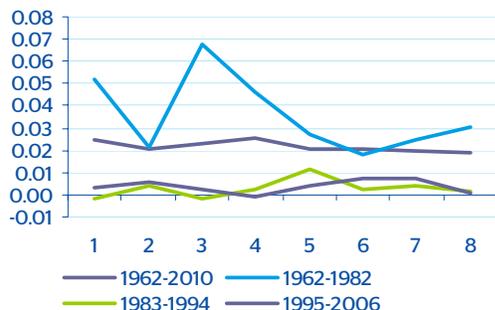
El asunto siguiente es el grado hasta el cuál esta repercusión se mantendrá limitada. Históricamente, en EEUU la repercusión de los precios de las materias primas sobre la inflación subyacente ha sido baja. Si investigamos los datos desde 1980, es evidente que una ruptura estructural de la serie lleva a un periodo de inflación estable. Una forma sencilla de calcular la repercusión de la energía en el aumento de los precios es observar las variaciones de los precios de la energía en el pasado en relación con la variación en la inflación subyacente. Utilizando datos basados en el índice de precios del consumo privado, hemos empleado un modelo de retraso distribuido para examinar el efecto de traspaso de los precios de la energía en la inflación subyacente. Según nuestros resultados, el efecto de traspaso de los últimos años es mínimo y ha caído con respecto a la década de 1970 y 1980. Ésta es una de las causas por las que la inflación subyacente se ha mantenido baja a pesar del aumento de los precios de las materias primas.

Gráfica 3  
**Variación anual de los índices de precios, trimmed-mean, mediana e inamovibles**



Fuente: Haver Analytics

Gráfica 4  
**Estimaciones de retraso distribuido**



Fuente: BBVA Research

La inflación subyacente nos ofrece una perspectiva sobre la inflación basada en las expectativas de inflación y los motores estructurales a largo plazo, más que en la volatilidad a corto plazo de los mercados de materias primas. Como tal, la inflación subyacente puede concebirse de varios modos: los precios inamovibles (*sticky*) o que cambian con muy poca frecuencia, la mediana de la variación en precios y la inflación con las variaciones extremas en precios recortadas (*trimmed*). Todas estas mediciones de la inflación subyacente indican un repunte reciente de la inflación, pero a partir de niveles sumamente bajos. El precio del alojamiento supone el 40% de la medición de la inflación subyacente, lo que sugiere que la tendencia de los precios del alojamiento ejercerá un fuerte efecto en la trayectoria futura de la inflación. Esto se reduce a los alquileres y a la renta equivalente de los propietarios (REP), y ambos se ven afectados por los precios de la vivienda. Debido a los problemas actuales del mercado de la vivienda, la gente está hoy en día algo reacia a comprar viviendas y se inclinan por los alquileres, lo que apoya los incrementos en el componente de los alquileres. La REP, que se calcula parcialmente sobre los precios de los alquileres regionales, también está aumentando en términos anuales, aunque parte de unos niveles bajos. En general, es probable que estas tendencias continúen a lo largo del año. Para tener una idea de la trayectoria futura de los índices del alojamiento, la energía y los alimentos, hacemos una previsión de datos utilizando

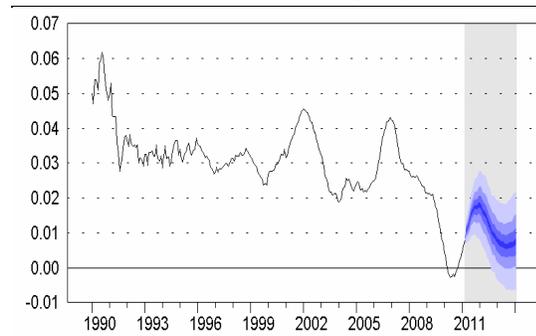
modelos que relacionan cada índice a las mediciones de los precios de las materias primas o de la vivienda. Por ejemplo, relacionamos el índice de los alimentos a los precios de los productos agrícolas, como el maíz y el ganado. Dependiendo de la estabilización de los precios de la vivienda y de la caída de los precios de las materias primas en la segunda mitad de 2011, preveemos que estos tres componentes de la inflación contribuirán con menos fuerza a la inflación subyacente en 2012.

Gráfica 5  
**Previsión del índice general de precios y de la inflación subyacente de referencia**



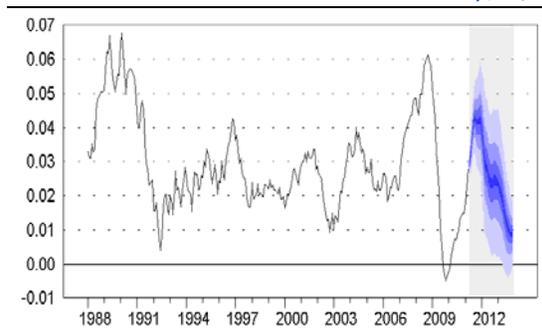
Fuente: BBVA Research

Gráfica 6  
**Previsión incondicional de la REP, en % a/a**



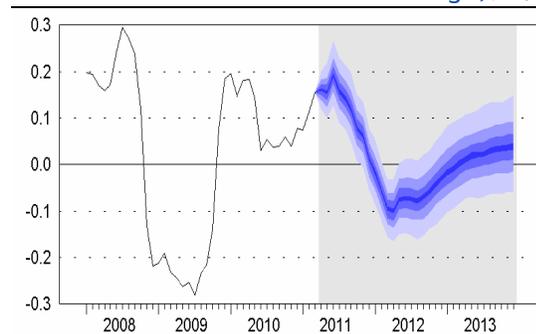
Fuente: BBVA Research

Gráfica 7  
**Previsión condicional del índice de alimentos, % a/a**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8  
**Previsión condicional del índice de la energía, % a/a**



Fuente: BBVA Research

**Conclusión: no hay indicios inminentes de estanflación**

Nuestra previsión actual es una desaceleración de la inflación en la segunda mitad de 2012. Los aumentos repentinos en los precios de las materias primas provocaron una revisión al alza de nuestras previsiones de inflación anteriores, pero seguimos insistiendo en que el aumento de los precios de las materias primas es transitorio. Por consiguiente, anticipamos una inflación más baja en 2012 que en 2011. En nuestra previsión de inflación para 2012 influyen no sólo las caídas en los precios de los alimentos, sino también la persistencia de recursos ociosos en la economía (aunque serán menores que en 2011). También creemos que las expectativas inflacionarias a largo plazo se mantendrán bajas. En la actualidad no vemos un riesgo apreciable de que se produzca un caso de estanflación, que implicaría unas expectativas de inflación desquiciadas y mayores presiones salariales. En concreto, los salarios medios por hora de los empleados de producción y no administrativos en los empleos privados no agrícolas están creciendo actualmente a una tasa anual sumamente baja. Podrían surgir unas presiones salariales más elevadas si se produjera un incremento significativo de las expectativas de inflación o bien del desempleo a largo plazo. Sin embargo, no vemos ningún indicio inminente de estanflación en Estados Unidos.

**AVISO LEGAL**

Este documento ha sido elaborado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas un banco del Grupo BBVA), 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.