

Observatorio Económico

EEUU

La NAIRU es más alta

2 de agosto de 2011
Análisis Económico

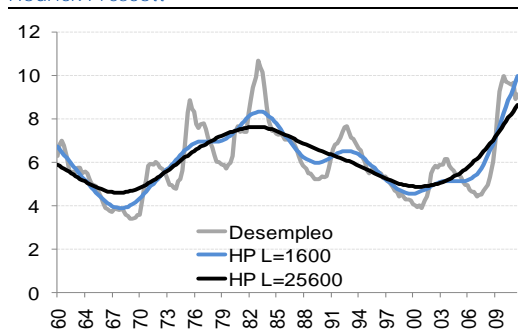
EEUU

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

- La dispersión en las estimaciones de la NAIRU está en un nivel alto, subrayando la incertidumbre
- Los cálculos del FOMC acerca del PIB potencial indican que disminuirá ligeramente durante varios trimestres
- La percepción incorrecta de la NAIRU provocará una respuesta más enérgica a medio plazo en relación con la inflación
- La NAIRU está suficientemente alta como para provocar problemas a largo plazo, si bien tiene un nivel suficientemente controlado como para enfriar el crecimiento de los salarios

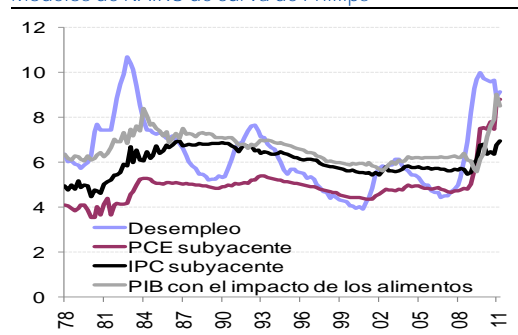
Las últimas proyecciones de la FOMC sitúan la tendencia principal de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) entre 5.2 y 5.6% (con límites superiores e inferiores situados en 5.0 y 6.0%, respectivamente). La NAIRU resulta esencial para la política monetaria, ya que determina en qué momento el nivel de desempleo provoca presiones inflacionarias y, al mismo tiempo, es un componente de cálculo de producción en potencia. Si bien resulta esencial para la política, la NAIRU también está sujeta a la incertidumbre en lo que respecta a su verdadero nivel. Ciertamente, algunos estudios importantes sugieren que hay que contemplar una variación de 2% en las estimaciones de la NAIRU. Siendo incierta de manera intrínseca, existen una serie de diversos métodos para estimar la NAIRU y hay que tener en cuenta que la estimación de la propia NAIRU resulta diferente según el indicador de inflación escogido (PCE, deflactor del PIB, IPC, etc.).

Gráfica 1
Estimaciones de la NAIRU mediante el Filtro de Hodrick-Prescott



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
Modelos de NAIRU de curva de Phillips

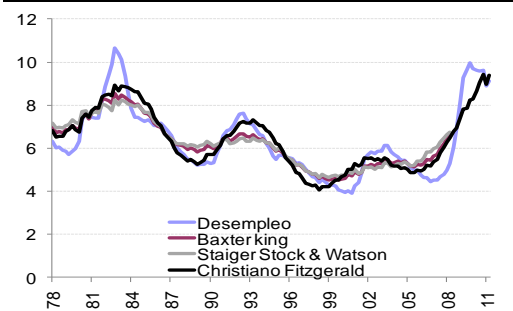


Fuente: BBVA Research

Hemos estimado la NAIRU de varias maneras y hemos determinado que la dispersión en las estimaciones de la NAIRU se sitúa en su nivel más alto desde comienzos de los años ochenta, subrayando el reto político y el grado de incertidumbre en relación con la baja actividad en los mercados laborales. Utilizamos filtros de una sola variable Hodrick-Prescott y paso-banda con dos configuraciones diferentes para cada uno. Mientras que el filtro HP descompone la tendencia desde el ciclo en los datos, el filtro paso-banda suprime los componentes tendenciales de alta y baja frecuencia. Otra versión de esta técnica de filtrado ajusta los datos para impactos de suministros. Asimismo, utilizamos una estimación simple de la NAIRU basada en el equilibrio desempleo-inflación (Curva de Phillips). Para este último, muchas de nuestras especificaciones implican que los datos de los últimos dos años provocan importantes variaciones de la pendiente tradicional de la Curva de Phillips.

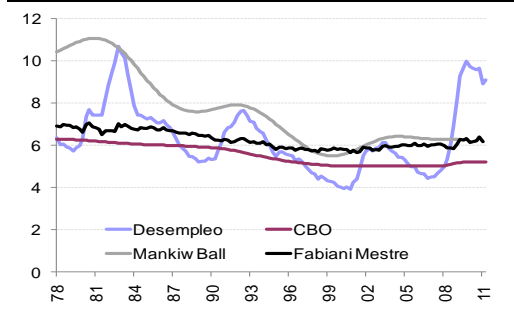
Generalmente, hemos descubierto que las medidas de inflación subyacentes se comportaron mejor que las medidas de la inflación correspondientes al índice general de precios. Finalmente, examinamos una estimación de filtro de Kalman de la NAIRU que utiliza estimaciones de la relación de Okun entre desempleo y producción y, asimismo, el balance entre desempleo e inflación. Para mayor fortaleza, también hemos estimado algunos de los elementos citados anteriormente utilizando la tasa de desempleo correspondiente a hombres casados para evitar desvíos demográficos en relación al tiempo. Relegamos los contundentes datos del Cuadro 1, pero los resultados de las estimaciones pueden observarse en las Gráficas 1 a 4 para la tasa de desempleo y en las Gráficas 5 y 6 en lo que respecta a la tasa de desempleo de hombres casados. Todos los resultados sugieren que la NAIRU ha aumentado, con toda probabilidad por encima del límite superior de las últimas proyecciones de la NAIRU realizadas por la Fed.

Gráfica 3
Estimaciones de la NAIRU mediante el filtro paso-banda



Fuente: BBVA Research

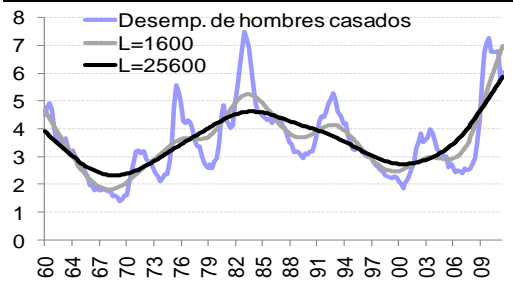
Gráfica 4
Enfoques alternativos de la estimación de la NAIRU



Fuente: BBVA Research

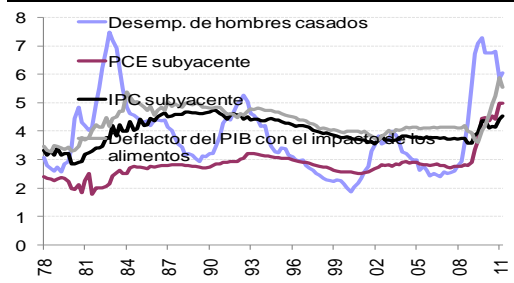
La penalización de la NAIRU incorrectamente percibida no resulta demasiado clara y a menudo depende de las circunstancias imperantes. Según Gordon (1997), si la Fed estabiliza el desempleo en uno por ciento por debajo de la NAIRU, el efecto es aproximadamente de un aumento de 0.3% en la tasa de inflación anual. Otros autores, como Dickens (2010), no aprecian un ligero incremento en la NAIRU como elemento significativo en relación con la política monetaria. Por otro lado, Orphanides y Williams (2002) contemplan un 1% de interpretación errónea de la NAIRU como un elemento a tener en cuenta. Según la respuesta de manual de la política monetaria, si bien el Banco Central sabe que la NAIRU es un indicador “ruidoso”, su respuesta a los cambios producidos en la NAIRU tendrá un carácter mucho más sosegado. Sin embargo, la penalización de la interpretación errónea es asimétrica en el sentido de que la confianza desmedida en la NAIRU conduce a peores resultados de la política que los que cabe obtener siendo realista en lo que respecta a la incertidumbre. Esta es quizá la razón por la que el presidente de la Fed, Ben Bernanke, comentó en cierta ocasión, “...las acciones políticas pueden ser aumentadas o atenuadas en relación a la ‘cota de referencia de la no-incertidumbre,’ dependiendo de las consideraciones acerca de los posibles resultados y los costos asociados con dichos resultados...” (19 de octubre de 2007).

Gráfica 5
Estimaciones de la NAIRU en relación al filtro que tiene en cuenta los hombres casados



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Estimaciones de la NAIRU en relación con la Curva de Phillips que tiene en cuenta los hombres casados



Fuente: BBVA Research

Por ejemplo, durante la década de los setenta, la Reserva Federal consideró que la NAIRU estaba situada en 4% cuando, en realidad, el valor de la NAIRU era del 6%. La interpretación incorrecta hizo que la Reserva Federal no respondiera con el vigor suficiente a las expectativas de inflación. Otro ejemplo canónico se produjo en los años noventa, cuando tanto la NAIRU como la tendencia de la inflación disminuyeron conjuntamente. En un cambio de comportamiento, en su momento la Reserva Federal determinó que la tendencia a la baja de la NAIRU fue el resultado del aumento de la productividad en lugar de la necesidad acuciante de una política restrictiva. Sin embargo, actualmente la Fed se encuentra en una posición única ya que encara una brecha de productividad inusualmente larga, se ha embarcado recientemente en un programa anti-inflacionario de carácter masivo y se enfrenta a una incertidumbre inusualmente alta en relación a las previsiones de desempleo. Al mismo tiempo, el aumento de la NAIRU no es tan acusado como para sugerir una distribución de corte europeo en el mercado laboral y las presiones sobre los salarios son contenidas.

Conclusiones: política en un mundo plagado de incertidumbres

Como sugieren las palabras del presidente, la respuesta de la Fed se aleja acertadamente de la sobre-reacción. Hoy, el principal problema consiste en enmarcar temporalmente el ciclo de manera correcta. Una política restrictiva de manera prematura podría estrangular la recuperación antes de que pudiera conseguir el impulso suficiente para ser autosustentable. Los efectos debilitadores de una segunda recesión y la posterior caída en la trampa de la liquidez pueden resultar peores que una percepción errónea de la NAIRU. Mientras que este puede ser el caso, creemos que una NAIRU más elevada implica retos importantes a medio plazo para la Reserva Federal. La NAIRU sirve como cota de referencia en la determinación de la brecha de producción. Si la NAIRU es más alta, entonces el nivel de la producción potencial es inferior. Esto no solo afecta a la rapidez con la que cabe cerrar la brecha de producción, sino que también influye en las previsiones destinadas a las disposiciones fiscales en los Estados Unidos. Esperamos que durante varios trimestres la estimación de la NAIRU de la Reserva Federal derive hacia valores superiores. Con respecto al instrumento de la política, resulta importante señalar que la política de tasas aún deja la política general en una posición cómoda, con una serie de aumentos de tasa creando una transición suave a posiciones neutrales, como habitualmente prefieren hacer los Bancos Centrales. Después de que la Fed determine el comienzo de su estrategia de salida, esta interpretación errónea de la NAIRU requerirá eventualmente que la Fed estimule subidas más frecuentes de las tasas de interés para mantener su credibilidad en la lucha contra la inflación, mitigando también la liquidez extremadamente alta que existe en el sistema financiero.

Cuadro 1
[Resumen de métodos](#)

Método de estimación de la NAIRU		
Nombre	Tipo	Comentario
HP L=1600	Filtro de Alta frecuencia	Estimaciones de la NAIRU mediante el Filtro de Hodrick-Prescott configurado a 1600
HP L=25600	Filtro de Alta frecuencia	Estimaciones de la NAIRU mediante el Filtro de Hodrick-Prescott configurado a 25600
Staiger, Stock & Watson	Filtro pasobanda	Filtro pasobanda con ventana a 15 años
Baxter King	Filtro pasobanda	Filtro pasobanda con ventana a 8 años
Christiano Fitzgerald	Filtro pasobanda	Filtro pasobanda aleatorio
Mankiw Ball	Filtro de Alta frecuencia	Filtro HP ajustado para impacto de suministros
CBO	Curva de Phillips	Estimación de la NAIRU de la Oficina Presupuestaria del Congreso (EE.UU.).
PCE subyacente	Curva de Phillips	Curva de Phillips basada en la inflación subyacente
IPC subyacente	Curva de Phillips	Curva de Phillips basada en el IPC subyacente
Deflactor del PIB c/impacto de alimentos	Curva de Phillips	Curva de Phillips basada en el deflactor del PIB y el impacto de los alimentos
Fabiani Mestre	Filtro de Kalman	Curva de Phillips y sistema de ecuaciones de la ley de Okun

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por BBVA Research 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 EE. UU., 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 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.