

## Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?

El año 2015 ha empezado con unas perspectivas económicas que no acaban de ser satisfactorias en la mayor parte de las economías avanzadas: si bien se espera un crecimiento del PIB superior al del año anterior, la inflación todavía no da signos de retomar una senda ascendente. Factores volátiles, como el desplome del precio del petróleo, explican gran parte de la reciente caída de la inflación. Pero incluso antes del *shock* del petróleo, el crecimiento de los precios no parecía acompañar la recuperación económica. ¿Qué factores explican este crecimiento sin inflación?

El marco teórico habitualmente utilizado para analizar la dinámica de la inflación a corto plazo se basa en la curva de Phillips, que relaciona la inflación de una economía con su brecha de producción u *output gap* (diferencia entre la producción observada y la potencial). Esta relación implica que la tasa de inflación será estable cuando el PIB observado sea igual al potencial, mientras que desviaciones de la producción respecto al potencial tienden a generar presiones inflacionarias o deflacionarias (producción por encima o por debajo del potencial, respectivamente). Su versión original, propuesta por el economista británico William H. Phillips en 1958, relaciona de forma similar el crecimiento de los salarios con la tasa de desempleo: cuanto mayor es la infrautilización de recursos en el mercado laboral (desempleo por encima de la tasa de desempleo estructural), menores serán los incrementos salariales acordados entre los trabajadores y las empresas.

Según la curva de Phillips, por lo tanto, la baja inflación durante la actual fase de recuperación se explicaría por un *output gap* que es todavía muy elevado en la mayoría de las economías avanzadas. Es decir, la profundidad de la recesión habría generado un *output gap* mucho más elevado que en otras recesiones. Así, por ejemplo, en el caso de la economía española, a pesar de encadenar seis trimestres consecutivos de crecimiento del PIB, el nivel de infrautilización de recursos productivos es aún muy alto respecto al nivel precrisis, tal y como refleja el elevado paro, lo que estaría impidiendo presiones sobre los precios y salarios. Desafortunadamente, la predicción de la evolución de los precios a partir de la curva de Phillips depende, de forma crucial, de la estimación del *output* potencial, que no es directamente observable y cuya medición está sujeta a importantes limitaciones.<sup>1</sup> Además, la incertidumbre alrededor de su estimación es todavía más elevada después de una recesión, ya que es difícil distinguir entre la incidencia de los factores cíclicos, como la infrautilización de los recursos productivos existentes, y la de los factores estructurales, como una reducción permanente de la capacidad productiva de la economía.

Además del *output gap*, cabe mencionar otros factores adicionales que también han incidido sobre la falta de dinamismo de los precios en la recuperación. Un primer factor es la rigidez a la baja de los salarios nominales. Esta rigidez impidió un ajuste pronunciado de los salarios durante la recesión y, en consecuencia, explicaría los menores incrementos en los primeros trimestres de la recuperación, dado que, en cierto modo, se estarían compensando unas reducciones salariales que no se materializaron. El análisis de Daly y Hobijn (2015)<sup>2</sup> aporta evidencia empírica a favor de esta hipótesis para la economía estadounidense. Concretamente, estos autores explican la evolución de los salarios de los distintos sectores económicos en la recuperación en función de las rigideces salariales durante la recesión. Los sectores en los que los salarios se contrajeron menos con relación al aumento del desempleo en ese sector durante la recesión son aquellos en los que el crecimiento de los salarios está siendo más contenido durante la recuperación. Este sería el caso, por ejemplo, de la construcción. En cambio, en aquellos sectores con una fijación de salarios más flexible, donde estos se ajustaron rápidamente ante la caída de la producción, es donde se observan mayores incrementos en la actualidad. Este es el caso del sector financiero, de los seguros y el inmobiliario.

Con todo, es importante señalar que la falta de sensibilidad de la inflación al ciclo económico no es un fenómeno nuevo. De hecho, la inflación se ha mantenido notablemente estable desde la década de los ochenta en la mayoría de las economías avanzadas, dando lugar a un aplanamiento de la curva de Phillips (véase el gráfico). Ello implica que la inflación responde en menor medida a los cambios en el *output gap*, es decir, parece que el proceso de formación de los precios es menos sensible a la infrautilización de los recursos productivos en el mercado laboral y en el mercado de productos. Los economistas atribuyen este aplanamiento a dos transformaciones fundamentales que han tenido lugar en estas últimas décadas. Por un lado, el anclaje de las expectativas de inflación y, por otro, el impacto de la globalización sobre los precios.

Empezando por el primero, las políticas antiinflacionarias adoptadas por la mayoría de los bancos centrales y la mayor confianza en su compromiso de mantener la inflación baja y estable han contribuido a mantener las expectativas de inflación ancladas. Ello

1. Véase el Dossier «PIB potencial, un concepto clave pero difuso» del *Informe Mensual* de mayo de 2013.

2. Daly, M. y Hobijn, B. (2015), «Why Is Wage Growth So Slow?», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2015-01, 5 de enero.

supone que las empresas y trabajadores no responden a sorpresas positivas o negativas de inflación, de manera que los salarios y los precios no cambian con tanta frecuencia. Por lo tanto, unas expectativas de inflación firmemente ancladas se traducen en menores fluctuaciones de precios de carácter cíclico. En este respecto, Coibion y Gorodnichenko (2014)<sup>3</sup> construyen una curva de Phillips para EE. UU. que relaciona la brecha de producción con las expectativas de inflación de los hogares, medida por la Encuesta de los Consumidores de Michigan. Esta formulación permite explicar la falta de presiones deflacionarias desde 2009, puesto que las expectativas de inflación de los hogares experimentaron un notable aumento desde el 2,5% en 2009 hasta el 4% en 2014, mientras que otras medidas de expectativas de inflación, como las basadas en los mercados financieros o en las encuestas a profesionales de la predicción, se quedaron estancadas alrededor del 2% en ese mismo periodo. Los autores muestran que el principal factor que explica la divergencia en las expectativas es el precio del petróleo, al cual parecen responder de forma mucho más acusada los hogares. Es decir, el aumento de los precios del petróleo desde 2009 explicaría en gran medida el comportamiento de la inflación tras la Gran Recesión en EE. UU. Si el incremento que se produjo en las expectativas de inflación explica la falta de desinflación en la recesión, el descenso que se ha producido recientemente podría ser un factor determinante de la falta de inflación en la recuperación.

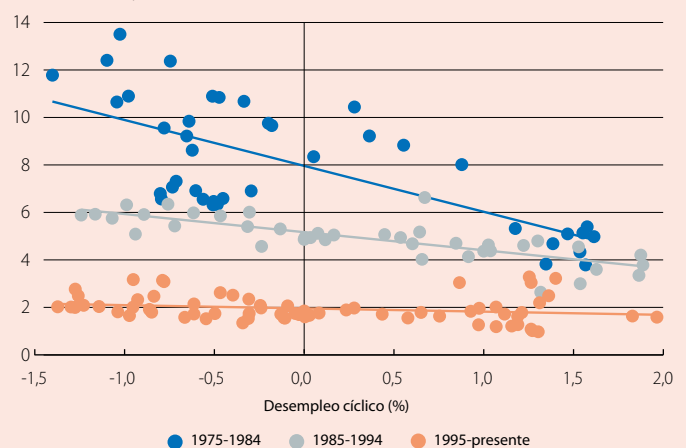
Por otro lado, la globalización es el segundo factor que explicaría por qué la inflación es ahora menos dependiente de la situación cíclica doméstica. La reducción de las barreras al comercio y de los costes de transporte ha provocado que los bienes producidos en un país sean más sustituibles por los producidos en otro, de manera que el precio doméstico de estos bienes no puede diferir demasiado del precio de bienes similares producidos en el exterior. En consecuencia, su precio no depende solamente del *output gap* local, sino también del nivel de utilización de los recursos a nivel global. Este efecto se puede analizar mediante una curva de Phillips que incluye el índice de precios de las importaciones como una variable explicativa adicional. Estimaciones del FMI<sup>4</sup> no encuentran una tendencia clara del precio de las importaciones sobre los precios domésticos, aunque para algunos países sí se observa un aumento con el tiempo de la importancia de la inflación importada. Alternativamente, se pueden incorporar medidas de *output gap* global en la estimación de la curva de Phillips. Estimaciones del BIS<sup>5</sup> muestran que el papel del *output gap* global es cada vez más importante para explicar las dinámicas de inflación.

En definitiva, la baja inflación en la recuperación es un fenómeno que, en primera instancia, parece sorprendente, sobre todo tras las ingentes inyecciones de liquidez de los bancos centrales. Sin embargo, lo es menos cuando se analizan tanto los factores específicos de esta crisis como los factores estructurales de fondo que explican las dinámicas de los precios a nivel global. Por lo tanto, a corto plazo, es de esperar que la inflación permanezca en niveles bajos, también debido al *shock* del petróleo. A medio plazo, sin embargo, a medida que la recuperación económica gane tracción y los *output gaps* se vayan cerrando, la inflación volverá a tasas más cercanas al objetivo de los bancos centrales.

Judit Montoriol-Garriga  
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

### Curva de Phillips para las economías avanzadas

Inflación subyacente (%)



**Nota:** Cada círculo representa la media de la inflación y el desempleo cíclico en un trimestre para las economías avanzadas.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

3. Coibion O. y Gorodnichenko, Y. 2014. «Is the Phillips Curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation». American Economic Journal: Macroeconomics forthcoming.

4. International Monetary Fund (2013), «The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?», capítulo 3 del *World Economic Outlook*, abril.

5. *84th Bank for International Settlements Annual Report*, 2013/2014.