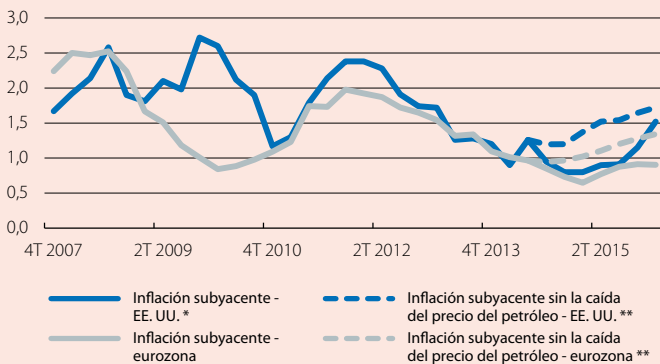


## En busca de la inflación perdida

En 2016, EE. UU. habrá encadenado seis años de crecimiento económico positivo y la eurozona, algo más rezagada en su recuperación, anotará ya su tercer año de ascensos desde la gran crisis económico-financiera global. Sin embargo, pese a que ambas economías se encuentran en una fase avanzada del ciclo y pese a años de política monetaria ultraexpansiva, sus respectivas tasas de inflación todavía marcan registros anémicos.<sup>1</sup> En concreto, en marzo la inflación estadounidense se situó en el 0,9% y la de la eurozona, en el -0,1%. ¿A qué se debe esta falta de vitalidad inflacionista?

### Inflación subyacente eliminando los efectos depresivos de la caída del precio del petróleo

Variación interanual (%)



**Notas:** \* Inflación subyacente sin alquileres para EE. UU. \*\* Se asume que la inflación subyacente avanza igual que el componente energético a partir de julio de 2014. En el modelo estimado usamos datos para la eurozona (UE-15) y Estados Unidos del 1T 2002 al 1T 2016.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

La fuerte caída del precio del petróleo (un 76% entre mediados de 2014 y principios de 2016) y de la cotización de otras materias primas explica buena parte del escaso vigor de la inflación. Por este motivo, es aconsejable analizar la inflación subyacente, libre de la volatilidad del componente energético y de los alimentos. Así, en EE. UU., la inflación subyacente<sup>2</sup> se situó en un considerable 1,5% en marzo, pero se mantuvo por debajo del 1% en promedio durante 2014 y 2015, un nivel significativamente inferior al objetivo de la Reserva Federal estadounidense, del 2%. En la misma línea, en la eurozona la tasa de inflación subyacente también se ha situado en cotas por debajo del 1%, en promedio, desde principios de 2013.

Sin embargo, antes de adentrarnos en el estudio de la falta de vigor inflacionista, es relevante matizar otra particularidad sobre los precios: la caída del precio del crudo también ha tenido efectos depresivos en las tasas subyacentes. En particular, ha rebajado los costes de producción y de transporte, presionando a la baja el precio de otros productos (efecto indirecto). Asimismo, también podría haber rebajado las expectativas de inflación de los agentes, lo que a su vez se suele traducir en menores presiones inflacionistas (efecto de segunda ronda).<sup>3</sup> A modo ilustrativo, un cambio en las expectativas de inflación influye en la negociación de los salarios entre empresarios y trabajadores, de tal manera que caídas en las expectativas de inflación promueven menores incrementos salariales y, en consecuencia, menores presiones al alza sobre la inflación. Según nuestras estimaciones, estos efectos no están siendo despreciables. Por ejemplo, sin los efectos indirectos y de segunda ronda, la inflación subyacente estadounidense y la de la eurozona se habrían situado 4 y 3 décimas, respectivamente, por encima de los registros alcanzados en 2014 y 2015 (véase el primer gráfico).<sup>4</sup>

Llegados a este punto, tal vez lo que más sorprenda no sean tanto las moderadas tasas de inflación como la lentitud con la que se está llegando a las cotas del 2%. La curva de Phillips es el marco teórico habitual para analizar la dinámica de la inflación y pone el énfasis en la relación negativa que se observa entre la inflación y la brecha de producción, u *output gap* (PIB registrado menos PIB potencial),<sup>5</sup> a lo largo del ciclo económico: *output gaps* negativos tienden a presionar la inflación a la baja, mientras que *output gaps* positivos la presionan al alza. Pues bien, el *output gap* del conjunto de las economías avanzadas se emplazó en territorio negativo en 2009 después de años de *gaps* positivos y, aunque la brecha se ha ido cerrando desde entonces de forma más o menos constante, todavía se sitúa en cotas negativas. Concretamente, la eurozona está más lejos de cerrar su brecha de producción que EE. UU. Sin duda, esta lenta recuperación de la actividad económica, especialmente en la eurozona, explica buena parte de la atonía inflacionista. En otras palabras, las economías avanzadas no han llegado a su pleno potencial productivo, por lo que no debe extrañarnos que no muestren presiones inflacionistas todavía (véase el segundo gráfico).

1. En este mismo Dossier, véase el artículo «Breve historia de la inflación como fenómeno monetario» que analiza el crecimiento de la oferta monetaria como factor clave en la determinación de la inflación en el largo plazo.

2. Para EE. UU. usamos la inflación subyacente y sin alquileres imputados, pues su cálculo es más parecido al de la inflación subyacente de la eurozona.

3. Véase el Focus «Baja inflación: ¿petróleo y nada más?» del IM03/2016.

4. Probablemente, el efecto indirecto ha sido el más importante, ya que, como se comenta más adelante, las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables durante los últimos años.

5. Un *output gap* negativo implica que existe un exceso de capacidad productiva en la economía no utilizado (véase el artículo «PIB potencial, un concepto clave pero difuso» del Dossier del IM05/2013).

Con todo, en este punto es importante mencionar la dificultad en la medición del PIB potencial, y, por ende, del *output gap*. De hecho, el margen de error en la estimación de esta variable teórica ha aumentado de manera considerable en los últimos años, dado que, a raíz de la fuerte y prolongada crisis, parte de la capacidad productiva ha quedado obsoleta después de años de inactividad. Así, indicadores más directamente medibles de la capacidad productiva, como los referentes al mercado laboral, muestran que la brecha de producción posiblemente es menor que la que muestra el *output gap*, lo cual debería haber comportado mayores presiones inflacionistas.

Por otro lado, según numerosos estudios, la sensibilidad de la inflación a movimientos de la brecha de producción ha ido disminuyendo durante los últimos años: para un mismo *output gap* se observa una menor tasa de inflación. Esta menor sensibilidad, conocida como «aplanamiento de la curva de Phillips», fue uno de los argumentos presentados en numerosos estudios para explicar por qué no hubo desinflación durante la crisis financiera de 2008 cuando los *output gaps* en los avanzados cayeron bruscamente hasta cotas muy negativas (la «desinflación perdida»).

Además de los problemas de medida de la brecha de producción, el fuerte aumento de las relaciones comerciales y financieras entre países, la globalización, se esgrime como una de las causas del aplanamiento de la curva de Phillips. Dicho fenómeno ha favorecido que las economías avanzadas importen cada vez más bienes y servicios procedentes de países con costes de producción más bajos, lo que presiona a la baja el precio final para el consumidor local. O, recuperando el marco conceptual propuesto por la curva de Phillips, la inflación de un país cada vez está más determinada por la brecha de producción a nivel global, en vez de la del propio país. Sin embargo, esta explicación, aunque muy intuitiva, no ha sido validada empíricamente con rotundidad: hay estudios que la corroboran, entre los que destaca el de Borio y Filardo (2007), y otros que no encuentran un impacto claro, como los del FMI o White (2008).<sup>6</sup>

Finalmente, un segundo factor que parece que está favoreciendo el aplanamiento de la curva de Phillips es la mayor estabilidad de las expectativas de inflación. Concretamente, la capacidad que han demostrado los bancos centrales de mantener la inflación baja y estable ha conllevado que las expectativas de inflación sean también más estables. Como se ha comentado anteriormente, el anclaje de las expectativas de inflación acaba favoreciendo, precisamente, que la inflación también sea más estable. En particular, las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores estadounidenses se han mantenido constantes durante los últimos seis años, en torno al 2,8%, a pesar de que la economía ha pasado de una profunda recesión a una notable recuperación.<sup>7</sup>

En definitiva, distintos elementos han contribuido a la falta de dinamismo de la inflación. Entre ellos, destacan el fuerte descenso del precio del petróleo, una recuperación económica más lenta de lo habitual, una menor sensibilidad de la inflación a la actividad económica y unas expectativas de inflación más ancladas gracias al aumento de la credibilidad de los bancos centrales. Sin embargo, a lo largo de 2017, esperamos un notable repunte de las tasas de inflación, tanto en EE. UU. como en la eurozona, por la recuperación del precio del crudo y la continuidad en el cierre de los *output gaps*.

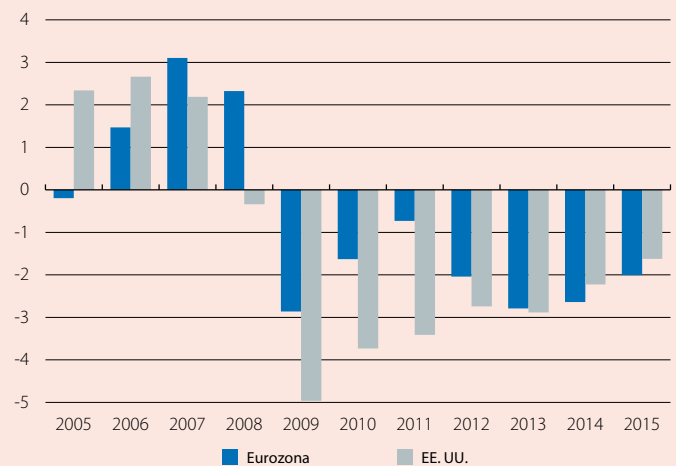
Clàudia Canals y Nadim Elayan Balagué  
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

6. Véase, Borio, C. y Filardo, A. (2007) «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation»; White, W. (2008), «Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation», BIS Working Paper No. 250; y FMI, «World Economic Outlook October 2013» «The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping?», chapter 3.

7. Véase el artículo «Sobre el uso y el abuso de las expectativas de inflación de los mercados financieros» en este mismo Dossier para un estudio más amplio de las medidas de expectativas de inflación de mercado. Véase también el artículo «Medir las expectativas de inflación: la importancia de los detalles» en el Dossier del IM02/2015.

## Output gap

Desviación respecto al PIB potencial (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2016).