

## Inflación en EE. UU.: de definiciones y de factores

Con tasas de inflación por encima del 8% en los últimos seis meses, la Fed se ha embarcado en un ciclo acelerado de subidas de tipos de interés. Los precios empezaron a subir a principios de 2021 y, aunque durante unos meses la mayoría de los analistas apuntábamos a un rebote transitorio como consecuencia de la reapertura de la economía tras el estallido de la pandemia, lo cierto es que la continuada escalada nos cogió a todos por sorpresa. En este Focus analizamos la evolución de las distintas medidas de inflación y sus perspectivas a corto plazo.

### Medidas de inflación: IPC, PCE e IPP

Cuando hablamos de la inflación, solemos hacer referencia a la evolución de los precios de la cesta de consumo típica de los consumidores (el IPC, por índice de precios de consumo). En EE. UU., la inflación medida con el IPC se situó en agosto en el 8,3%, un registro inferior al máximo alcanzado en junio del 9,1% (en parte, por la fuerte caída del precio de la gasolina), pero todavía muy elevado.

En el caso estadounidense, no obstante, hay otra medida de precios del consumidor que suele mirar con suma atención la Fed y sobre la que realiza previsiones, la inflación de la cesta de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés). Ambas series han seguido una tendencia muy similar desde el año 2000: con avances ligeramente superiores del IPC (unas 3 décimas). Sin embargo, desde el inicio de la pandemia, la divergencia entre ambas se ha hecho evidente, con el IPC situándose unos 2 p. p. por encima en lo que llevamos de 2022 (8,3% del IPC frente al 6,3% del PCE de julio). De este modo, aunque ambas series se sitúan muy por encima del objetivo de inflación del 2% marcado por la Fed, lo cierto es que el PCE refleja un aumento de precios más contenido (véase el primer gráfico). Uno de los motivos de la reciente divergencia es que el índice PCE captura mejor la sustitución que muchas familias están haciendo de ciertos bienes por otros más baratos.<sup>1</sup>

Por otro lado, merece la pena mencionar otras medidas de precios que pueden ser de interés, en especial por su poder de predicción de los precios de los bienes finales que consumimos. En concreto, el índice de precios del productor (IPP), que mide el cambio en los precios percibidos por los productores domésticos de los bienes y servicios que venden, suele ser un buen candidato (véase el primer gráfico). Haciendo uso de un sencillo modelo econométrico que relaciona el IPC con el IPP, y teniendo en cuenta que el índice IPP ha descendido en los últimos

1. Este mejor control del efecto sustitución se debe a que el índice PCE está calculado a partir de un índice Fisher, mientras que el IPC es un Laspeyres.

### EE. UU.: índices de precios

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y del BEA.

meses, la variación interanual de los precios que captura el IPC debería disminuir hasta cotas en torno al 6% a finales de este año.<sup>2,3</sup>

### Factores de tensión y destensión a corto plazo

Distintos elementos marcarán la inflación en los próximos meses: (i) el precio de las materias primas (especialmente, energía y alimentos), (ii) la resolución de los cuellos de botella en las cadenas de suministros globales, (iii) el ciclo de endurecimiento de la política monetaria y (iv) los efectos de segunda ronda.

En cuanto al precio de las materias primas, los precios del gas natural estadounidense se mantendrán altos (respecto a sus cotizaciones prepandemia) afectados por los incrementos ocurridos en las referencias de gas europeas las últimas semanas. No obstante, el elevado nivel de reservas en Europa y las medidas propuestas por la Comisión Europea para disminuir el consumo ayudarán a contener las presiones alcistas en Europa, lo cual debería repercutir de manera positiva en la referencia de gas de EE. UU.<sup>4</sup>

Por su parte, los precios de los alimentos y de los metales industriales han flexionado a la baja desde el 2T, por lo que deberían restar presión tanto en el PCE como en el IPC en los próximos meses, y tanto en EE. UU. como en otras regiones, como la europea (véase la tabla). En el caso de los metales, la ralentización de China y la crisis que está sufriendo

2. Relacionamos las tasas de crecimiento intermensual del IPC con distintos lags de los avances intermensuales del IPP. En nuestras previsiones en CaixaBank Research el descenso de la inflación IPC es algo más gradual de lo que implicaría este simple modelo.

3. Otros indicadores de precios, como los subcomponentes de los índices empresariales ISM, también han descendido los últimos meses.

4. En EE. UU. el precio de referencia del gas natural es el marcado por el Henry Hub, mientras que en Europa una de las referencias es el TTF.

**Materias primas**

	Medida	Precio	Variación en el trimestre, mes o año (%)					
			1T	2T	Julio	Agosto	Septiembre	En el año
<b>Commodities</b>	Index	117,3	25,5	-5,9	4,1	-0,2	-3,6	18,3
<b>Energía</b>	Index	49,5	47,8	6,7	12,2	0,7	-10,2	60,1
Brent	\$/barril	90,4	38,7	6,4	-4,2	-12,3	-6,3	16,2
WTI	\$/barril	83,5	28,8	7,8	-2,5	-6,6	-6,2	18,7
Gas natural (EE. UU., Henry Hub)	\$/Mmbtu	7,7	56,1	-5,8	51,7	11,2	-15,4	110,0
Gas natural (Europa, TTF)	€/MWh	189,8	79,0	14,8	32,1	25,7	-20,9	169,8
<b>Metales industriales</b>	Index	152,6	22,6	-26,6	1,5	-2,9	-0,6	-11,8
Aluminio	\$/Tm	2.202,5	24,3	-29,9	1,8	-5,2	-6,6	-21,5
Cobre	\$/Tm	7.690,0	6,7	-20,4	-4,1	-1,5	-1,4	-20,9
<b>Agricultura</b>	Index	70,4	19,8	-6,0	-2,2	3,3	1,8	15,8
Trigo	\$/bushel	907,0	30,5	-13,6	-7,0	0,2	12,1	17,7

**Nota:** Datos de septiembre hasta el día 21.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BEA.

do su sector inmobiliario han jugado un papel determinante. Mientras que, en el caso de los alimentos, la resolución de algunos de los problemas en los puertos de Europa del Este (afectados por la guerra de Ucrania) y la mejor cosecha en algunos grandes productores como EE. UU. están detrás de la caída reciente en los precios agrícolas.<sup>5</sup>

Respecto a los cuellos de botella, la información más reciente muestra una clara mejora. Así, por ejemplo, el coste de los barcos contenedores lleva bajando desde inicios de 2022, tras los máximos alcanzados en la segunda mitad de 2021 (véase el segundo gráfico). Ello también debería ejercer cierta presión a la baja en las tasas de inflación. El principal riesgo en este ámbito sigue siendo la política de COVID cero de China, puesto que el país es una parte central en numerosas de las cadenas de suministros globales.

En el ámbito de la política monetaria, la postura más agresiva de la Fed (*hawkish*), con subidas en el tipo de interés más rápidas y hasta niveles superiores de los previstos hace unos meses, debería destensar la inflación a través de un freno en la demanda, especialmente en bienes duraderos, que son los que más han adolecido las consecuencias de los cuellos de botella.

Finalmente, aunque las expectativas de inflación a largo plazo siguen ancladas (véase el tercer gráfico), un mercado laboral tensionado, con un crecimiento salarial levemente superior al 5% interanual, subraya los riesgos de efectos de segunda ronda de la economía estadounidense.

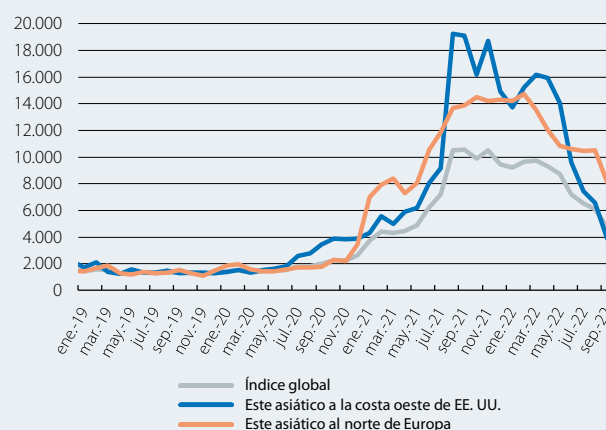
En resumen, hay factores tanto por el lado de la oferta como de la demanda para pensar en un cambio de tendencia de la inflación en los próximos meses, aunque es muy pronto para cantar victoria.

*Clàudia Canals*

5. Véase el Focus «Continúa el baile en el mercado de materias primas» en el IM09/2022.

**Coste de envío de un contenedor**

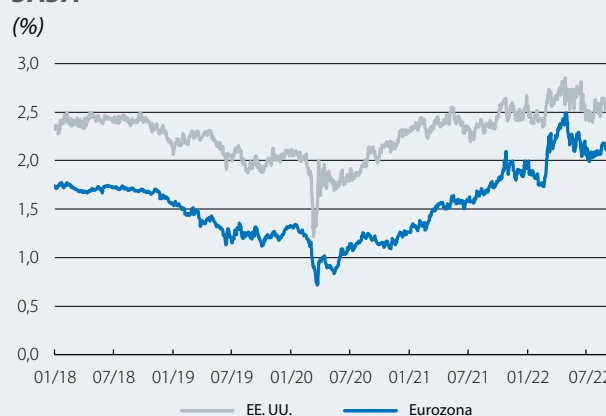
(Dólares por un contenedor de 40 pies)



**Nota:** Datos de septiembre hasta el día 21.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Freightos, via Refinitiv.

**Eurozona y EE. UU.: expectativas de inflación 5A5A \***



**Notas:** \* Expectativas de inflación basadas en instrumentos financieros a 5 años dentro de 5 años. Datos de septiembre hasta el día 21.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.