

La última milla de la inflación en EE. UU.

Entre las claves de nuestro nuevo escenario para las economías internacional y estadounidense, está la previsión de que los bancos centrales empezarán a recortar los tipos de interés a mediados de 2024. Sin embargo, esta relajación de la política monetaria está condicionada a que la inflación siga bajando hacia el 2%, un camino que no está exento de turbulencias, que no necesariamente será rápido y que se ha bautizado como «la última milla». Centrándonos en el caso estadounidense, ¿qué elementos ayudarán a alcanzar el 2%?

La inflación general de EE. UU. se situó en enero en el 3,1% (0,3 p. p. menos que en diciembre y 1,0 p. p. menos que en el promedio de 2023), mientras que la inflación núcleo, que excluye la energía y los alimentos, se mantuvo en el 3,9% (4,8% en 2023). Estas cifras son todavía algo más elevadas de lo que desearía la Reserva Federal, pero hay diversos indicadores y matices que apuntan a que las presiones inflacionistas se están moderando más de lo que este 3,1% indica.

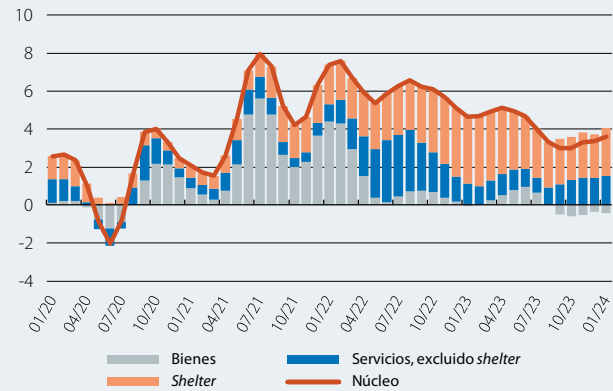
Para observar las presiones inflacionistas más inmediatas, es útil el llamado *momentum* de la inflación,¹ pues nos indica cuál sería la inflación interanual de mantenerse durante 12 meses las presiones inflacionistas de los últimos tres. Así, como se puede ver en el primer gráfico, el *momentum* de la inflación núcleo ha abandonado los niveles superiores al 5% y se situó, en enero, en el 3,6%. A primera vista, esta cifra es todavía elevada y apunta a una persistencia de la inflación indeseablemente alta. Sin embargo, el gráfico nos ayuda a identificar tres fases del proceso inflacionista y, a través de este análisis, podemos augurar unas buenas perspectivas para los siguientes meses.

En una primera fase del ciclo, entre mediados de 2021 y hasta principios de 2022, fueron los bienes los que empujaron la inflación al alza, fruto de los cuellos de botella en las cadenas de distribución globales y del aumento del precio de la energía y otras materias primas. Estas presiones inflacionistas, actualmente, no solo se han disipado, sino que los precios de los bienes están ejerciendo una presión deflacionista. En una segunda fase, en los trimestres centrales de 2022, la inflación estadounidense recibió un nuevo empuje a través de los servicios, reflejo, sobre todo, del dinamismo en el mercado laboral, del ahorro embalsado durante los meses anteriores y de cambios en los patrones de consumo tras la reapertura (véase el segundo gráfico). Desde principios de 2023, sin embargo, este elemento también ha dejado de ser una fuente de presiones inflacionistas preocupantes, con una contribución al *momentum* similar a la que tenía antes de la pandemia.

1. La variación anualizada del IPC desestacionalizado promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.

EE. UU.: momentum de la inflación núcleo y sus contribuyentes

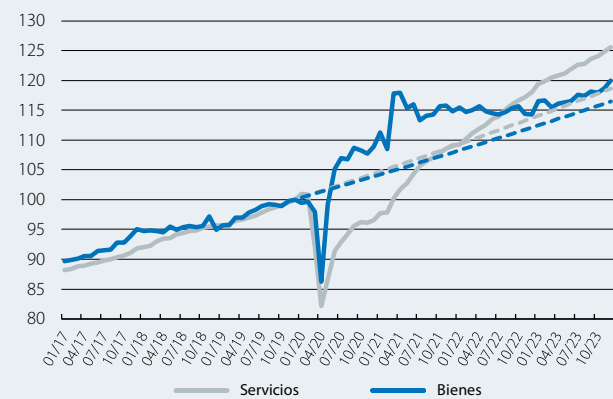
Variación intertrimestral desestacionalizada anualizada (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: consumo de bienes y servicios

Índice (100 = diciembre 2019)



Nota: En líneas discontinuas, mostramos una proyección siguiendo la tendencia observada entre 2017 y 2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Personal Consumption Expenditures del Bureau of Economic Analysis.

Así, nos encontramos desde finales de 2022 en una tercera fase en la que el *shelter* (o vivienda), que pesa el 35% de la cesta de consumo y mide los precios de los alquileres (reales e imputados), está siendo el principal contribuyente a la elevada inflación. Su *momentum* es actualmente del 5,5% y su inflación interanual del 6,1%, unos niveles que están sorprendiendo al alza al conjunto de analistas. Asimismo, su contribución al *momentum* de la inflación núcleo fue a finales de 2023 de 2,5 p. p., mientras que su contribución promedio entre 2012 y 2019 fue de 1,3 p. p., por lo que, de normalizarse estos valores, observaríamos un *momentum* de la inflación núcleo en el 2,4%, mucho más cerca del objetivo de la Fed. Como explicamos en un artículo anterior,² el precio de los alquileres medido a través de indicadores alternativos a los del Bureau of Labor

2. Véase «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

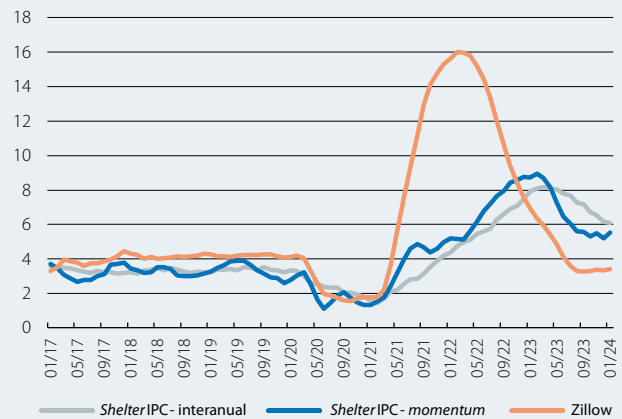
Statistics (como, por ejemplo, el índice de precios de alquileres elaborado por Zillow) está descendiendo con fuerza, lo que tarde o temprano debería traducirse en menores tasas de inflación del *shelter*. De hecho, según el informe del Joint Center for Housing Studies de la Universidad de Harvard, la distensión en el mercado del alquiler es notable y tiene visos de continuar en los siguientes meses. Destacan que el precio de los nuevos alquileres creció en el 4T solamente un 0,2% interanual, lejos del +15,3% registrado a principios de 2022, y que de los 150 mercados de alquiler que monitorizan, solamente 8 registraron en ese trimestre incrementos interanuales superiores al 5% (146 mercados en el 1T 2022, con 25 reportando incrementos superiores al 20%).³ Todo ello permite ser optimista en cuanto a la evolución del *shelter* y, tal y como dijo el presidente de la Fed, Jerome Powell, en enero, no hay duda de que estas dinámicas de distensión en el mercado del alquiler acabarán trasladándose a las medidas de inflación oficiales. La incertidumbre es únicamente el cuándo y el cuánto.⁴

Sin embargo, son diversos los riesgos que rodean esta expectativa de moderación de la inflación. Primero, si bien la contribución de los servicios excluido el *shelter* se ha normalizado con respecto a la tensión que se observó a mitad de 2022 (el segundo elemento que mencionábamos anteriormente), las últimas cifras desde noviembre no permiten a la Fed ser complaciente. En concreto, los servicios, excluido el *shelter*, han pasado de promediar un *momentum* del 3% en el 3T 2023 a situarse en el 5,4% en enero. Y es que el precio de los servicios está más ligado a la evolución de los salarios que determinados bienes, por lo que las expectativas de que el mercado laboral se mantenga robusto en 2024 apremian a no dar por hecho que el camino de la inflación hasta el 2% será lineal y sin obstáculos. Segundo, hay una importante fuente de riesgos en la situación geopolítica y, si bien las implicaciones económicas de los conflictos activos están siendo, por el momento, limitadas (no así las implicaciones humanitarias), tanto los precios del transporte de contenedores como los de otras materias primas (por ejemplo, petróleo, gas u otros materiales industriales) podrían tensionarse ante un recrudecimiento de los conflictos y, en un escenario de riesgo, elevar de nuevo la inflación. Y, en tercer lugar, la robustez de la demanda doméstica estadounidense, no solo por el consumo de las familias sino también por unos déficits fiscales actuales que tienen visos de continuar sea quien sea el ganador de las elecciones presidenciales del 5 de noviembre, aconsejará prudencia a la hora de dar por finalizada la lucha contra la inflación.

3. Véase «America's rental housing 2024», Joint Center for Housing Studies.
 4. *We think that's coming, and we know it's coming. It's just a question of when and, and how big it'll be.* Transcripción de la rueda de prensa de la reunión del FOMC del 30 y 31 de enero de 2024.

EE. UU.: precios del alquiler

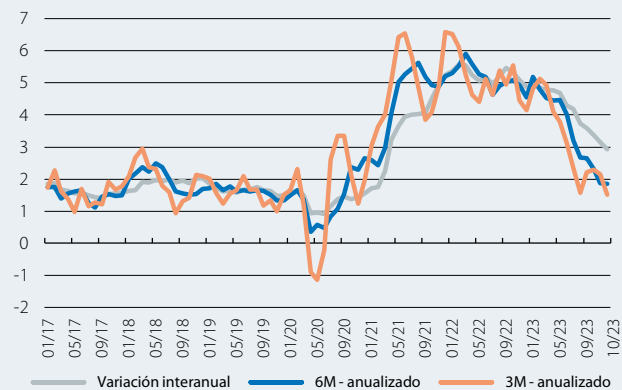
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Zillow.

EE. UU.: inflación del Personal Consumption Expenditures

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

En cualquier caso, si bien existen todas estas incertidumbres, el proceso desinflacionista ha avanzado con fuerza en 2023 y, en principio, debería proseguir en 2024 si no se materializan los riesgos comentados anteriormente. Además, hay que recordar que el objetivo de inflación de la Fed no está referenciado al IPC, sino que la Fed sigue el *Personal Consumption Expenditures* (PCE) y su inflación fue de un 2,4% interanual en enero (0,7 p. p. menos que la del IPC, en buena parte por el menor peso del *shelter* en el PCE, inferior al 15%). Además, en diciembre el *momentum* del PCE ya era inferior al 2%, una métrica que habitualmente la Fed señala como buen indicador de las presiones inflacionistas. Todo ello abre la puerta a empezar a bajar los tipos de interés. La incertidumbre, de forma parecida a lo que mencionábamos sobre el *shelter*, no es tanto en si la Fed los bajará o no, sino en cuándo y en cuánto.

Ricard Murillo Gili