Amenaza de fricción

«Los registros de crecimiento del PIB en EE.UU. durante 2018 son claramente superiores a los experimentados entre 2009 y 2017.»

Los últimos datos de actividad correspondientes a la economía estadounidense ponen de manifiesto que el ritmo de expansión del PIB durante el tercer trimestre del 2018 (3T18) –4,2% en tasa trimestral anualizada, inusualmente elevado debido a una aportación extraordinaria del sector exterior, en particular en las exportaciones de materias primas agrícolas–, ha seguido siendo muy elevado. En efecto, el indicador sintético o *tracker* de crecimiento del PIB que calculamos en Afi apunta a una expansión de la actividad a un ritmo cercano al 4,0% en tasa trimestral anualizada para este período. La estimación o *nowcast* de crecimiento de la Fed de Nueva York arroja un 2,3%, mientras que el indicador *GDP Now* de la Fed de Atlanta se sitúa en un 4,1%.

Los registros de crecimiento del PIB en EE.UU. durante 2018 son claramente superiores a los experimentados entre 2009 y 2017 (en media un 2,2% anual), pudiendo explicarse en gran medida por la introducción de los estímulos fiscales aprobados por la administración Trump a finales del año pasado. La mayoría de estimaciones apuntan a que el efecto conjunto de los recortes de impuestos a hogares y familias y el aumento del gasto público explicarían la intensa aceleración del crecimiento en 2018. Un tercer factor que, en un segundo plano, estaría contribuyendo a la mayor expansión de la actividad (sobre todo en relación al consumo privado) sería el efecto riqueza que imprimen las sustanciales revalorizaciones de activos financieros (en mayor medida) e inmobiliarios. En estas condiciones, un crecimiento de la economía de los EE.UU. a ritmos cercanos, o incluso superiores, al 3% en 2018 y 2019 es un escenario con probabilidad elevada.

No podemos descartar, además, que buena parte de los estímulos se mantengan por más tiempo del inicialmente pensado. Aunque el aumento de gasto extraordinario expira en 2019, es probable que las rebajas de impuestos, en línea con la tradición en aquel país, se hagan permanentes, con independencia de qué partido controle la Cámara de Representantes tras las elecciones de medio mandato que se celebrarán a principios de noviembre, aunque más probablemente si los republicanos mantienen su mayoría en dicho órgano.

Este elevado crecimiento coincide con un grado de utilización de la capacidad instalada, sobre todo en lo relativo al factor trabajo, muy elevado. Hasta ahora el mercado laboral estadounidense ha respondido al *shock* de demanda con el suficiente aumento de la oferta de trabajo para que las presiones salariales no sean demasiado significativas (en 2018 el ritmo de cre-

José manuel amor es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi.
Twitter: @JMAafi

cimiento de los salarios en el sector privado se sitúa en el entorno del 2,8%). En cualquier caso, la tasa de paro se encuentra ya en niveles del 3,7%, por debajo de cualquier estimación de la NAIRU (tasa de paro no aceleradora de la inflación, por sus siglas en inglés *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*). Si, como parece, en lo que resta de 2018 y 2019 el crecimiento del PIB ronda el 3%, la creación de empleo seguirá en el entorno de los 200 mil empleos al mes. En estas condiciones, o se produce un aumento de la oferta en el mercado laboral de similar magnitud –ya sea en el número de personas vía un alza de la tasa participación, o bien en el número de horas trabajadas a través de mayor empleo a tiempo completo– o la productividad tenderá a crecer por encima de la media de los últimos años, presionando al alza en mayor medida el crecimiento de los salarios; o una mezcla de ambos efectos.

En tanto en cuanto el principal componente y determinante de la inflación subyacente son las presiones salariales, el riesgo para ésta última variable en el horizonte de los próximos 12-18 meses se sitúa con claridad al alza. Las actuales proyecciones de la Reserva Federal no descuentan una aceleración de la inflación subyacente (medida a través del deflactor del consumo privado o *core PCE*) más allá del 2,1% en el horizonte 2018-2020. En paralelo, la mediana esperada por el FOMC de la Fed (Comité Federal de Mercado Abierto, en inglés *Federal Open Market Committee*) para los *Fed Funds* se sitúa ligeramente por encima del 3,25% en 2019, frente al 2,125% actual y al 2,875% descontado por el mercado.

Por tanto, una sorpresa al alza en la inflación en próximos meses y/o un cambio al alza de previsiones para esta variable por parte de la Fed corre el riesgo de provocar una corrección relativamente intensa de expectativas de subida de tipos de interés de corto plazo, y su transmisión a los tramos largos de la curva de tipos. Sin una revisión adicional de las tasas esperadas de crecimiento de beneficios, que en nuestra opinión cotizan ya una expansión robusta, los actuales precios de bolsa y crédito corporativo (junto con los de activos de países emergentes más endeudados en dólares) corren el riesgo de entrar en fricción con los tipos de interés ::