

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Septiembre 30 de 2015

Crecimiento de los Estados Unidos: ¿Qué nos dice la Ecuación Macro-Fundamental?

El *Bureau of Economic Analysis* (BEA) recientemente revisó al alza el crecimiento del PIB de los Estados Unidos hacia el 3.9% anualizado durante el segundo trimestre de 2015 (vs. 3.7% anteriormente). Esas cifras revelaron favorables dinámicas, particularmente en: i) el consumo (3.6% anualizado), en línea con el mayor ingreso disponible de los hogares, gracias a los menores precios del petróleo; ii) la inversión privada (4.1%), aun con los lastres del Capex minero-energético; y iii) el gasto público (2.6%), apuntalando una trayectoria descendente del déficit fiscal hacia un 3% del PIB en 2015-2016 (ver *Informe Semanal* No. 1285 de septiembre de 2015).

Después de todos los ires-y-venires sobre el posible rebote del PIB-real de los Estados Unidos hacia el 3% en 2014 (lo que nunca ocurrió) o su caída hacia el 2% en 2015 (escenario cada vez menos probable), vale la pena reflexionar sobre lo que nos dice la ecuación macro fundamental: $\text{Ingreso (Y)} = \text{Consumo (C)} + \text{Inversión (I)} + \text{Gasto Público (G)} + [\text{Exportaciones (X)} - \text{Importaciones (M)}]$.

Antes de entrar en sus detalles, recordemos que: i) el mercado laboral ha mostrado particular buen comportamiento, haciendo que la tasa de desempleo descendiera del 9.9% en 2009 hacia sus niveles actuales de cuasi-pleno empleo (NAIRU) del 5.1%; ii) el gran detonante macro-económico global ha tenido que ver con la reducción del 55% en los precios del petróleo; y iii) las inyecciones de liquidez habían desatado una guerra de monedas que parece estar terminando con un fortalecimiento del 10% real del dólar frente a las “monedas duras” (euro, yuan, yen) durante 2014-2015. Ahora veamos las implicaciones de este entorno global sobre los diferentes componentes de la ecuación macro fundamental (antes explicada).

Consumo de los Hogares (C). En este frente hubo, inicialmente, preocupación por su falta de reacción, dado que era evidente que su “ingreso disponible” se había elevado gracias a los menores precios del petróleo durante 2014-inicios de 2015. En efecto, su gasto tan solo se expandió a tasas del 0.2% (mensual) durante agosto de 2014-marzo de 2015, lo cual es consistente con incrementos en su tasa de ahorro del 4.5% al 5.4% durante el mismo período (ver gráfico 1). Sin embargo, ello ha tendido a revertirse en los últimos trimestres, pues el gasto de los hogares se aceleró hacia el 0.6%, consistente con descensos en su tasa de ahorro hacia el 4.6% al cierre de junio de 2015. De hecho, el promedio del consumo ha estado bordeando tasas del 3% anual y los buenos datos de confianza del consumidor permiten pronosticar que esta buena dinámica continuará en lo que resta de 2015 y a lo largo de 2016.

Inversión (I). La inversión (no residencial) se ha venido expandiendo a ritmos anuales promedio del 5% durante 2010-2015, contrarrestando los descensos del -3.5% en la inversión pública. Sin embargo, dicha inversión privada

Continúa

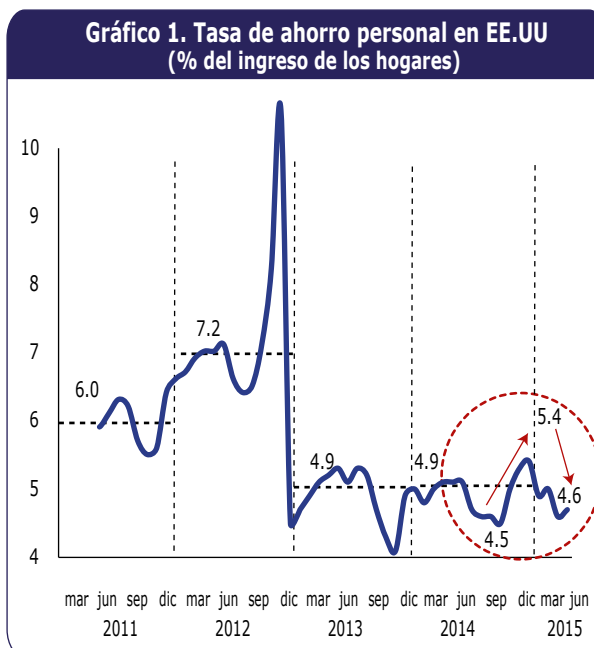
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

se contrajo a tasas anualizadas del -3% durante el primer trimestre de 2015, seguramente por la contracción del sector petrolero. En cambio, la inversión empresarial no-petrolera se incrementó a tasas anualizadas del +1% durante ese primer trimestre. Posteriormente, la inversión ha continuado creciendo a ritmos del 4%, aun con las contracciones en la inversión minero-energética. Todo ello permite concluir que en 2015 la inversión estará débil (+0.2%), pero mostrará rebotes en 2016 (+4.3%), apalancados en el buen comportamiento crediticio. En el frente financiero cabe resaltar las emisiones de bonos corporativos (+8% desde la base récord de 2014) y la buena dinámica del crédito comercial (+12%), ver *The Economist*, junio 19 de 2015.

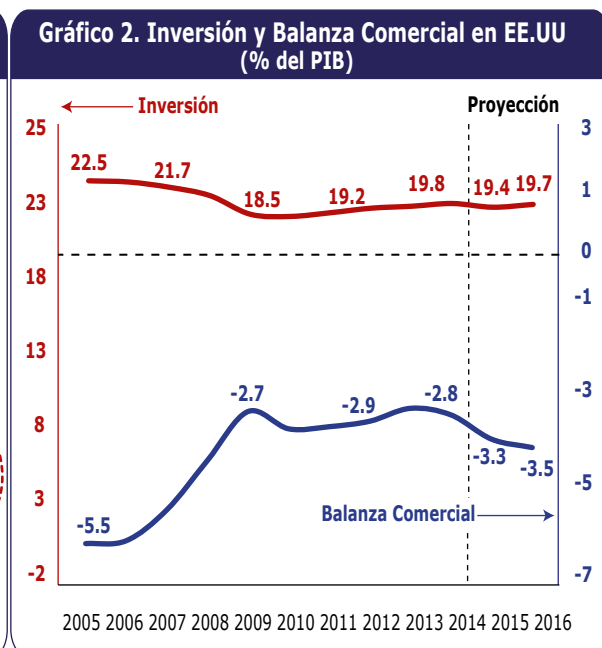
Balanza comercial (X-M). Finalmente, en el frente externo-empresarial, la balanza comercial ha mostrado deterioros hacia el -3% del PIB en junio de 2015 (vs. el -2.8% del cierre de 2014), ver gráfico 2. Esto último producto del mencionado fortalecimiento del dólar durante dicho periodo (ver *Comentario Económico del Día* enero 21 de 2015). Prospectivamente, se esperan algunos deterioros hacia el -3.3%-3.5% del PIB en 2015-2016 pues el crecimiento de las importaciones (+6% esperado) continuaría sobrepasando el de las exportaciones (+4%).

Todo lo anterior da pie para esperar aceptables expansiones del PIB-real de los Estados Unidos a ritmos del 2.5% anual durante 2015-2016, aclarando este “dilema” entre el crecimiento sub-par (que efectivamente no llega al potencial del 3%), pero sin caer en la postración del 2% anual. Ello sería consistente con reducciones adicionales en su tasa de desempleo, llegando a valores del 5% al cierre de 2015 e incluso al 4.7% al cierre de 2016 (inferior al NAIRU).

A la luz de estos vaivenes del PIB-real de los Estados Unidos, el propio Fed ha estado cambiando de parecer y ahora el mercado ve probabilidades hasta del 50% de que se postergue para principios de 2016 la esperada alza de +25pbs en su tasa repo. Aparentemente, consideraciones sobre el impacto de la apreciación del dólar sobre su balanza de pagos y la fragilidad de los países emergentes (afectados por la reversión en los términos de intercambio) han hecho reflexionar a los miembros del Fed sobre el inicio del ajuste de las tasas de interés, en momentos en que no existen presiones inflacionarias inminentes en los Estados Unidos.



Fuente: cálculos Anif con base en BEA.



Fuente: cálculos Anif con base en BEA y J.P. Morgan.