



# Informe sobre los últimos datos de empleo e inflación en EE. UU.

Abril 2024

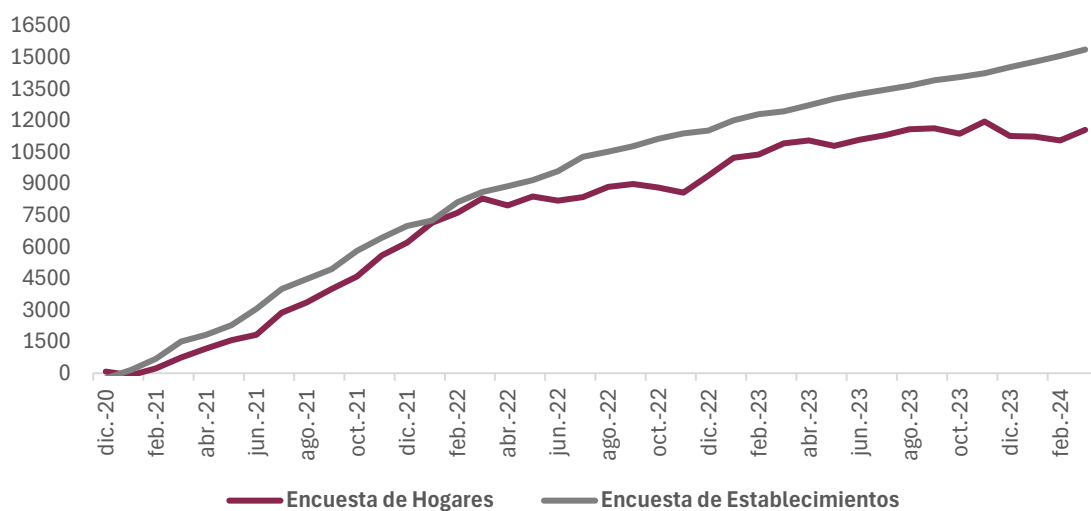
*Este documento es sólo apto para clientes profesionales/institucionales.*

La combinación del informe de desempleo del 5 de abril y el decepcionante informe del IPC del 10 de abril han producido un ajuste drástico en las expectativas de bajadas de tipos de interés por parte de la Fed para el 2024. En este informe vamos a analizar aspectos relativamente poco conocidos o generalmente ignorados de las cifras macroeconómicas americanas con el fin de arrojar un poco de luz sobre la verdadera fase en la que se encuentra el ciclo de política monetaria americana. Intentaremos explicar como el personal de la Fed utiliza los datos que luego se presentan a los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto o FOMC, por sus siglas en inglés, para su evaluación. Tras los últimos números publicados el marco inflación/empleo/crecimiento es difícil definir el nivel actual de tipos de interés como restrictivo. Es evidente que el bajísimo nivel de desempleo en EE. UU (3,8%) representa un desafío de considerable magnitud para cualquier banco central.

Con la inflación todavía bastante por encima del objetivo del 2% y la extrema volatilidad en las expectativas de inflación, hay un intenso debate entre los economistas americanos sobre cuál es el nivel de equilibrio de tipos reales, que es en el fondo la última variable sobre la que un banco central quiere actuar y la que quiere fijar a medio plazo con un alto nivel de seguridad. Otra cuestión es que la Fed espere que la situación cambie en la segunda mitad del año.

## **Desempleo. Sólido, pero no tanto**

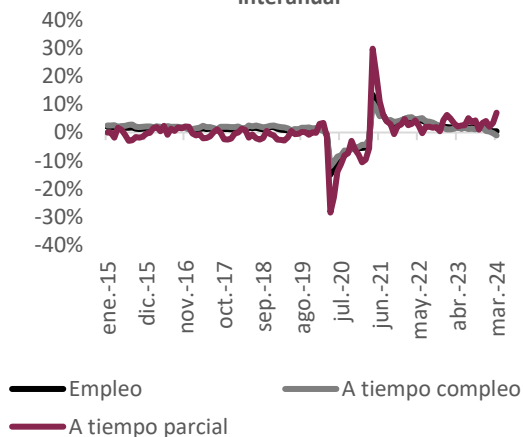
**Gráfico 1: Crecimiento del empleo en EE.UU. Encuesta de Establecimientos frente a Hogares (Miles de trabajadores)**



Fuente: Bureau of Labor Statistics. Datos a 31/03/2024.

Empezando por el empleo, los datos son sólidos, pero han empezado a aparecer algunas debilidades, aunque, para observarlas hay que profundizar en los informes. El documento mensual de empleo producido por la Oficina de Estadísticas Laborales consta de dos partes: la encuesta de establecimientos que contiene, entre otras cosas, las nóminas o nuevos datos de empleo del que informan las empresas, los datos de salario por horas y las horas trabajadas; y la encuesta de hogares, que es la que ofrece la tasa de desempleo en sus múltiples formas, la población activa y la tasa de actividad. Pues bien, la encuesta de hogares ha resultado consistentemente más débil que la encuesta de empresas desde hace al menos seis meses, tal y como se puede ver en el gráfico 1, lo que explica la gradual subida de la tasa de desempleo desde el 3,4% que se registró en enero del 2023. ¿Dónde están los casi 4 millones de trabajadores extra que reflejan los datos de la encuesta de empresas? Pues la respuesta, aunque todavía no definitiva, está probablemente en el cambio del patrón de empleo después de la pandemia. La caída de la tasa de actividad y la proliferación del teletrabajo han multiplicado el trabajo a tiempo parcial y el pluriempleo. Esto significa que la creación de empleo puede diferir bastante del aumento actual de la población empleada. Añádase a esto que el porcentaje de participación en la encuesta de establecimientos se ha reducido bastante desde enero de 2020, y que el número de empresas que participan cada mes está siendo muy volátil, lo cual afecta a la calidad de la muestra. Esto explica en gran medida las enormes revisiones a las nóminas mensuales que se han visto en el último año. El dato relevante es que el empleo registrado se ha reducido en 400.000 personas desde octubre y el empleo a jornada completa ha caído en más de 1.700.000 personas. La conclusión es clara, la creación de empleo se debe casi exclusivamente al trabajo a tiempo parcial, como se recoge en el gráfico 2 y 3.

**Gráfico 2: Empleo por tipo. Crecimiento interanual**



**Gráfico 3: Empleo a tiempo completo frente a empleo a tiempo parcial. % del empleo total**



Fuente: Bureau of Labor Statistics. Datos a 31/03/2024.

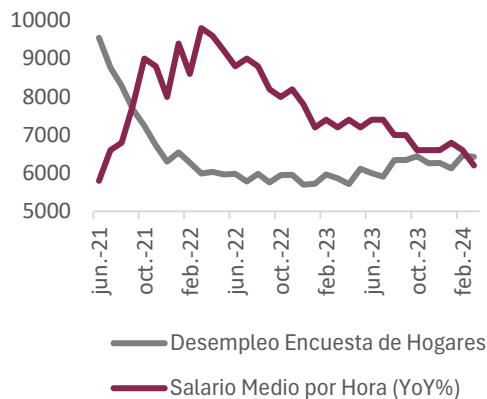
Esto es consistente con el número de subsidios por desempleo mensuales, que se sitúan en niveles de antes de la pandemia y un aumento ligero del tiempo que la gente se pasa en el paro. Ambos indicadores son robustos, pero no indican un mercado de trabajo fuera de control. Hay que añadir que los empleos públicos representan más de un 20% del empleo total creado en el primer trimestre de 2024. Tanto el nivel de empleo público como la caída del empleo a jornada completa y la ratio tiempo completo vs a tiempo parcial, son indicadores que normalmente se asocian a una caída cercana, si no inminente, del nivel de empleo. Resumiendo, esperamos que la tasa de desempleo aumente suavemente en la segunda mitad del año.

### ***Objetivos de inflación, déficit público y condiciones financieras: ¿es la política monetaria americana suficientemente restrictiva?***

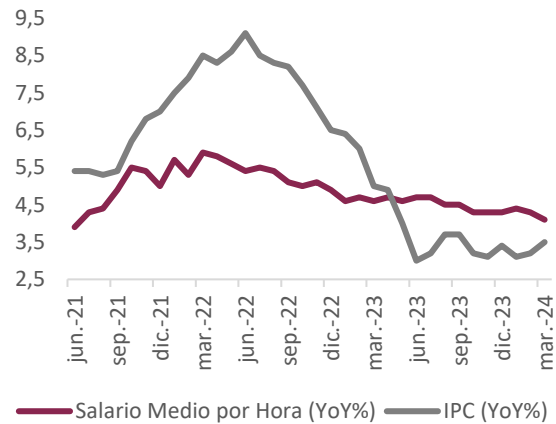
El banco central tiene que lidiar con un crecimiento todavía robusto, que probablemente termine el 2024 en la parte alta del rango 2,5-2,8%, sobre todo después de ver el muy sólido desempeño de la economía en el último trimestre del 2023. Los salarios se mantienen creciendo a una tasa relativamente elevada, tal y como se observa en el gráfico 4 y 5, tanto en términos históricos como cuando se contempla la serie deflactada. El otro pilar del crecimiento es el gasto público. De hecho, los elevados déficits públicos son la mayor preocupación de la mayoría de los economistas americanos. La Oficina del Presupuesto del Congreso o CBO por sus siglas en inglés, calcula déficits por encima del 5% del PIB en los próximos 10 años, con la ratio deuda pública/PIB alcanzando el 116% en 2034. El gasto designado, principalmente seguridad social, programas sanitarios y programas sociales, se expandió dramáticamente durante la pandemia, como se puede observar en el gráfico 6 y el CBO no espera que vuelva a su media histórica, manteniéndose por encima del 14% del PIB en los próximos 10 años. Los programas de energía verde, infraestructura física y tecnología también están teniendo un considerable impacto en la inversión total y en los déficits acumulados.



**Gráfico 4: Desempleo Encuesta de Hogares vs. Salario medio por hora (RHS)**

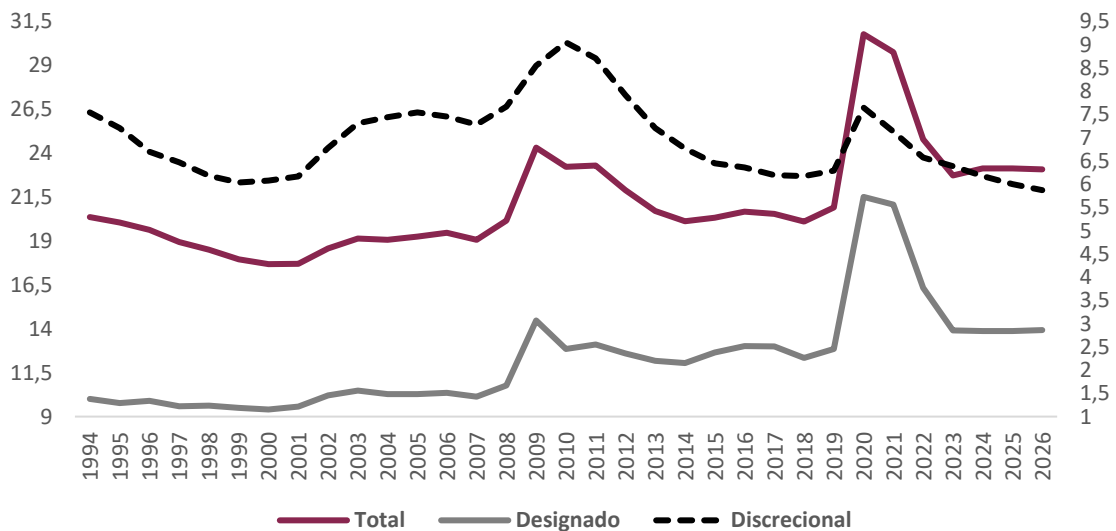


**Gráfico 5: Salario por hora frente a inflación**



Fuente: Bloomberg. Datos a 31/03/2024.

**Gráfico 6: Gasto presupuestario real y previsto % del PIB**



Fuente: CBO. Datos a 31/03/2024.

Para complicar aún más el trabajo del banco central, las condiciones financieras han mejorado dramáticamente desde mediados de diciembre, aun contando con las subidas de tipos de interés de las últimas semanas. Los diferenciales de crédito se han apretado mucho, la volatilidad está a niveles muy bajos en prácticamente todos los activos financieros y los mercados de acciones han ofrecido rendimientos muy fuertes, lo cual aumenta el efecto riqueza.

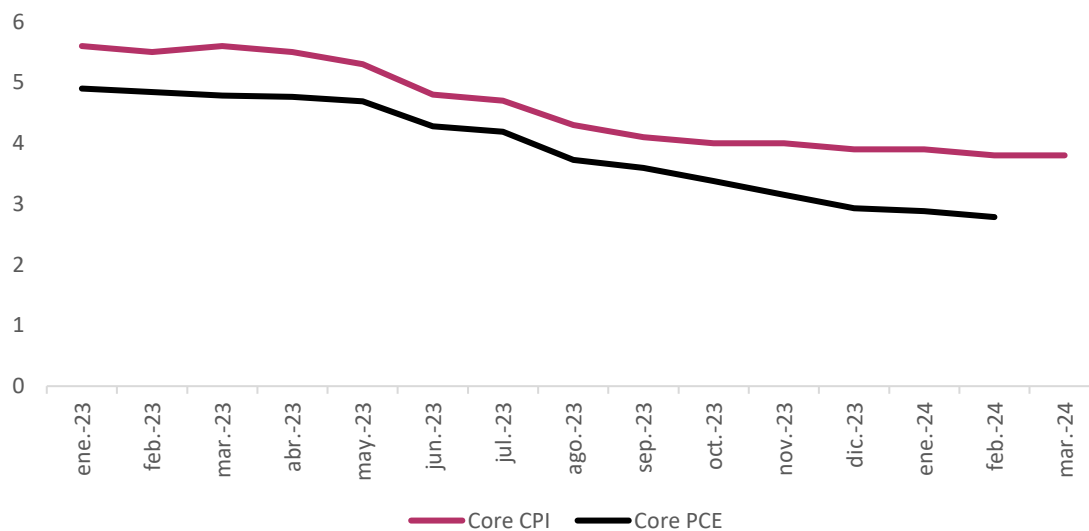
No es de extrañar por tanto que el tono de las minutas del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) haya cambiado considerablemente de enero a marzo. En enero los miembros del comité parecían relativamente cómodos con

el proceso desinflacionario, esperaban una reducción paulatina de los precios de la vivienda (el componente del coste de la vivienda o shelter del IPC) y un gradual enfriamiento del mercado laboral. En general, se estimaba que la política monetaria era suficientemente restrictiva. En el FOMC de marzo, el tono era ya más sombrío, y las declaraciones de los miembros del comité después del shock de la inflación de marzo, donde se ve claramente que la inflación de servicios permanece inaceptablemente alta, indican ya que la narrativa "tipos altos por más tiempo" es un hecho que se recoge dentro del comité.

### ¿Cuál es la situación de la inflación después de tres meses consecutivos con los precios subiendo al 0,4%?

En primer lugar, está la inflación de vivienda, que se mide con dos componentes, uno de forma directa a través de "alquileres primarios" y otro de forma indirecta mediante "renta equivalente del propietario", que representa el 42% del índice subyacente ("core"). La Fed y muchos economistas esperaban que volviera a la media histórica a lo largo del año, pero este subíndice se está estabilizando a niveles moderadamente altos. Pero la sorpresa desagradable de los últimos tres meses ha sido la reaceleración de la inflación de servicios. El subíndice de servicios interanual está al nivel más alto desde julio del 2023 y, más preocupante, el "índice de servicios supercore" (servicios ex vivienda) ha subido

Gráfico 7: Evolución de los Índices de precios en EE.UU.



hasta el 4,8% interanual, un 1,4% por encima del nivel de cierre de 2023. Está claro que, con los salarios reales manteniendo un nivel de demanda que presiona al alza muchas categorías de servicios, y el coste de la vivienda todavía subiendo al 0,4% mensual, es difícil ver un escenario en el que el IPC sea inferior al 3% a finales de año. Aunque en Anta Asset Management esperamos una caída de la demanda agregada y del empleo en el segundo semestre, nuestra previsión es un 3,25% de inflación para 2024.

Fuente: Bureau of Labor Statistics. Datos a 31/03/2024.

Hay que recordar de todas formas que, aunque la Fed no pueda ignorar un IPC de esta magnitud, el índice que el banco central usa como objetivo para determinar su política monetaria no es el IPC, si no el Core PCE, deflactor del consumo personal subyacente. Este índice es mucho más amplio que la cesta del IPC: incluye componentes industriales y el peso que tiene el coste de la vivienda en su cesta es mucho menor. El Core PCE ha registrado un comportamiento más moderado que el IPC en los últimos meses, como se observa en el gráfico 7, pero esperamos que la presión de los servicios se refleje también en este índice, lo cual, unido a efectos de base desfavorables, hace complicado que este índice cierre el 2024 por debajo del rango 2,8-3,3%. Unas cifras demasiado lejanas del objetivo del 2% como para que la Fed se pueda permitir el lujo de bajar los tipos de interés tan agresivamente como el mercado anticipaba hace un mes.

La política monetaria moderna está basada en un objetivo de inflación, generalmente ajustado por una versión de la regla de Taylor. Explicado de forma simple y sin entrar a valorar las distintas versiones que la comunidad académica ha ido produciendo a lo largo de los años, la regla de Taylor define un marco de política monetaria en la que el banco central fija los tipos de interés nominales en base a un objetivo de inflación (generalmente del 2%) y una tasa de interés real natural (denominada  $R^*$ ) que mantendría el crecimiento de la renta nacional en un nivel de equilibrio, sin generar presiones inflacionarias. El crecimiento por encima o por debajo del nivel de equilibrio ("output o resource gap", brecha o diferencia de recursos y/o de producción agregada) se puede delimitar de varias formas, usando estimaciones del PIB potencial o del pleno empleo. La política monetaria se define como neutral cuando la tasa de interés a corto plazo (Fed Funds) es igual al tipo nominal de equilibrio, y restrictiva o acomodativa cuando se sitúa respectivamente por encima o por debajo.

En las minutas del FOMC de enero, la Fed parecía razonablemente convencida de que su política monetaria era suficientemente restrictiva. Sin embargo, los datos de inflación y empleo publicados desde entonces lo han puesto claramente en duda. Nuestro modelo indica que la tasa nominal debería estar entre el 4,7% y el 5,1%, demasiado cerca del nivel actual como para que cualquier banco central pueda relajarse. Además, hay un intenso debate en la comunidad académica sobre el marco de inflación objetivo y en particular la tasa de equilibrio a largo plazo. Para muchos economistas, la tasa a largo plazo publicada en los Resúmenes de Proyecciones Económicas o SEP por sus siglas en inglés es demasiado baja para un contexto macroeconómico como el actual. Un cuadro con déficits fiscales estructurales y balances enormes en los bancos centrales por fuerza tiene que afectar a la prima de riesgo a largo plazo y por tanto a la tasa natural. En cualquier caso, lo más probable, a no ser que cambien mucho las cosas para una Fed cada vez más dependiente de los datos, no parece prudente esperar bajadas de tipos de interés este año de más de 50 puntos básicos, y no se puede descartar una única bajada de 25 puntos básicos, probablemente en septiembre.

El problema para un banco central como la Fed con un mandato dual, estabilidad de precios y máximo empleo, es que los déficits no son gratis. Según el CBO<sup>1</sup>, el coste de la deuda pública americana llegará al 3,3% del PIB en el 2026 y a cerca del 4% del PIB en 2030-2033, desde el 1,23% en 2015. Si no se produce un recorte considerable en el gasto, cosa que ninguno de los dos candidatos a las elecciones de noviembre está contemplando en absoluto, los tipos de interés de los Treasuries van a representar un serio problema para el crecimiento en la próxima década. Probablemente por eso la Fed anuncio en marzo que pronto reduciría a la mitad el ritmo de contracción de su balance. Con curvas más empinadas y tipos de interés a largo más volátiles, no nos extrañaría ver a la Fed normalizar operaciones de “gestión de curva” en los

Gráfico 8: Presupuesto de EE.UU. Coste neto de los intereses/PIB %; real y previsto



próximos años. En el futuro más inmediato recomendamos monitorear las reservas bancarias y el mercado de repos para identificar signos de una posible crisis de liquidez como la de septiembre del 2019.

Fuente: CBO. Datos a 31/03/2024.

Como demostró la reciente crisis de los bancos regionales, “higher for longer rates” aumenta el evidente riesgo que suponen los préstamos inmobiliarios comerciales y el enorme stock de crédito apalancado y deuda privada en fondos, obligaciones garantizadas por préstamos o CLOs por sus siglas en inglés y residualmente en el sistema bancario.

## CONCLUSIONES


- El crecimiento de la economía americana permanece elevado gracias a la resiliencia del consumo privado y al gasto público.



- La inflación ha sorprendido al alza en el primer trimestre y las expectativas de mercado de reducción de tipos de interés se han reducido drásticamente. Los servicios son los principales responsables de la reacceleración de la inflación. Los salarios reales siguen creciendo a un ritmo relativamente alto.
- Nuestro escenario para este 2024 es una bajada de tipos de interés de 50 puntos básicos, aunque podría ser sólo de 25 puntos básicos.
- El mercado laboral empieza a mostrar algunos signos de debilidad. Esperamos que la tasa de desempleo aumente en la segunda mitad del año, pero, de momento, el nivel de empleo no permite a la Fed ser más agresiva en su normalización de la política monetaria.
- El debate sobre la tasa de equilibrio a largo plazo, y cuál es el nivel de tipos nominales adecuados al contexto actual va a continuar. Es de esperar que la prima por duración aumente en los próximos años.

**Pedro Pérez Riu,**

**Jefe de Renta fija y Análisis Macro**



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIC: [www.anta-am.com](http://www.anta-am.com)

Anta Asset Management SGIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.

Anta  
Asset  
Management

