

ANÁLISIS CALIFICADO / FÉLIX BONI*

El accidentado cambio en la política monetaria de EU

La inestabilidad experimentada por los mercados financieros internacionales durante las últimas semanas refleja las dificultades de la Reserva Federal de Estados Unidos en su aparente deseo de terminar con su programa de relajamiento cuantitativo (QE, por sus siglas en inglés), consistente en la compra de bonos del Tesoro e hipotecarios. Por un lado, un importante grupo dentro de la Fed tiene una cada vez mayor preocupación sobre el peligro potencial que representa el QE; por otro lado, el endeble desempeño de la economía estadounidense hace difícil justificar cualquier limitación en el relajamiento monetario.

La preocupación de algunos funcionarios de la Fed por la desfavorable relación costo-beneficio de la política monetaria actual se centra en: 1) una potencial inflación por la "impresión" de dinero; 2) las burbujas que el QE podría producir al impulsar los precios de los activos, como los mercados accionarios, y 3) los problemas de ajuste al terminar el QE, que serán más fuertes entre mayor sea su duración y la expansión del balance del banco central.

La inestabilidad que afectó a los mercados en semanas recientes evidenció los peligros de las burbujas y la dificultad de reducir la compra de los bonos. Para calmar los mercados, la Fed enfatizó lo lejos que está de cualquier cambio importante en su política. Los mercados accionarios reaccionaron, de forma general, recuperado lo que perdieron como consecuencia a los primeros anuncios de modificaciones al programa de QE. En contraste, la recuperación del mercado de bonos del Tesoro ha sido moderada. Aunque el rendimiento del bono de 10 años se ubica entre aproximadamente 2.50 y 2.60 por ciento en comparación con el mínimo reciente de 1.65 por ciento a mediados

de mayo, aún se ubica por debajo del máximo de 2.7 por ciento, visto en la primera semana de julio.

Una salida por parte de la Fed de su posición en bonos del Tesoro (en contraste con una postura intermedia de reducir sus compras, o de dejar de acumular mayores posiciones) incrementaría las tasas de interés a niveles muy por arriba de los máximos alcanzados un par de semanas atrás, frenaría el crecimiento económico con menores niveles de recaudación impositiva, y aumentaría el tamaño del déficit público con mayores gastos, incluyendo intereses. Adicionalmente, el Tesoro dejaría de recibir los intereses que el banco central regresa por los bonos en su poder.

Ante esto, no sorprende que los mercados reaccionaran drásticamente a los comentarios de Ben Bernanke respecto a un cambio de política, aunque fuese a futuro y moderado. Aumenta la preocupación el hecho de que la economía estadounidense todavía se ve muy débil e incapaz de absorber choques adicionales.

De otro lado, aunque las cifras de empleo han sido positivas en meses recientes, la re-

cuperación en cuanto a los ingresos por salarios y beneficios ha sido mínima. Desde septiembre del año pasado estos beneficios han avanzado a una importante tasa anualizada de aproximadamente 3.5 por ciento. Sin embargo, desde los niveles máximos alcanzados antes de la recesión de 2008, están sólo medio punto porcentual arriba. En contraste, el ingreso disponible personal (DPI, por sus siglas en inglés) está aproximadamente 2.3 por ciento arriba de su máximo previo a la recesión, y aun cuando los beneficios laborales finalmente experimentan un crecimiento sólido, el DPI ahora se encuentra debilitado, creciendo apenas 1.34 por ciento desde septiembre, en términos anualizados.

Este debilitamiento se explica en parte por la política fiscal, la cual ha incrementado los impuestos y reducido los gastos. Estimamos que el DPI, eliminando el efecto de la política fiscal, ha crecido a una tasa anual de aproximadamente 4.6 por ciento desde septiembre. Es posible que la Fed haya concluido que el efecto del cambio en la política fiscal restrictiva sobre el DPI será transitorio y que durará el fuerte crecimiento subyacente de esta métrica, reflejado en el crecimiento de 4.6 por ciento.

Para justificar un posible cambio en su política de QE, la Fed también ha hecho referencia al fuerte crecimiento en el sector vivienda. Este sector ha tenido un desempeño dramático en los últimos trimestres. Durante los 12 meses terminados en marzo (el último reporte del PIB), su avance fue de 13 por ciento. Sin embargo, el sector en sí mismo representa un porcentaje pequeño de la economía en su conjunto, aunque con efec-

tos importantes en otros rubros de gasto.

En cuanto al PIB en su conjunto, las buenas noticias relativas a los ingresos personales y la vivienda no han sido suficientes. Durante los últimos 12 meses terminando en marzo el PIB avanzó apenas 2 por ciento. Además, en los últimos dos trimestres reportados el crecimiento anualizado fue de apenas 1.40 por ciento. La debilidad en la inversión por parte de las empresas y del gasto del sector público (con tasas negativas), especialmente en defensa nacional, han sido factores muy importantes en este debilitamiento. Por su parte, el sector externo también experimenta tasas negativas de crecimiento. Si estos factores no cambian es difícil ver cómo el ingreso personal pueda seguir su fuerte tendencia reciente. De hecho, los reportes para abril y mayo para el gasto personal mostraban señales de debilitamiento.

En cuanto a la inflación al consumidor, ésta ha sido especialmente débil en meses recientes, quizás reflejando el pobre crecimiento del PIB. La inflación medida por el índice de gastos al consumo ha avanzado a tasas anualizadas de apenas 1 por ciento durante los últimos cuatro meses a mayo.

La información indica que un cambio en la política monetaria luce cada vez más improbable, aunque los peligros potenciales siguen aumentando; suponiendo que algún día la economía estadounidense vuelva a tasas fuertes de crecimiento. ☒

*Chief Credit Officer de HR Ratings, calificadora de valores. Comentarios: felix.boni@hrratings.com