

Observatorio Económico

EEUU

¿Bajo presión?

Los salarios, la inflación y la Reserva Federal

20 de octubre de 2011
Análisis Económico

EEUU

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

- Salarios no predicen inflación de manera fiable, pero pueden confirmar las expectativas
- El FOMC (Comité Federal del Mercado Abierto) controla los salarios para confirmar si se está generando un bucle de retroalimentación.
- El salario medio por hora evolucionará lentamente al alza en 2013

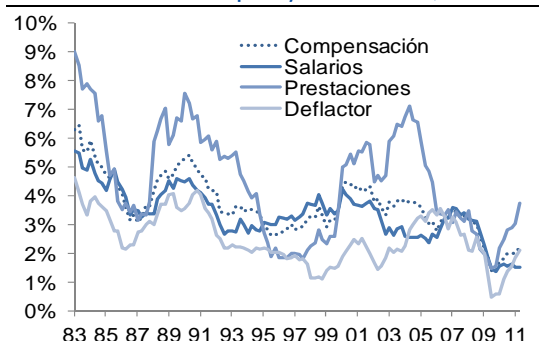
¿Cuándo hay que echar un vistazo a las presiones salariales?

Entre las muchas variables que la Fed observa atentamente para estimar la futura evolución de la inflación, las presiones salariales tienen una historia muy particular en lo que respecta a la elaboración de políticas por parte del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) durante las últimas décadas. En el transcurso de los años setenta, se decía que la economía de EEUU se había sumergido en una espiral de precios-salarios de inflación en aumento, lo que implicó una política errónea y perjudicial por parte de la Fed, que había subestimado el nivel que en aquellos momentos tenía la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU). En este sentido, actualmente la Reserva Federal mantiene una estricta vigilancia de la evolución de los salarios en la economía. Sin embargo, el propósito de dicha vigilancia tiene más matices de los que generalmente percibe el gran público.

El matiz radica en el hecho de que la medida del crecimiento de los salarios no es una buena herramienta de predicción sobre la evolución de la inflación. En contraste, el crecimiento de los salarios constituye un buen sistema de medida para confirmar la solidificación de las expectativas inflacionarias. Una vez que las expectativas de inflación se sitúan en niveles altos, conducen a mayores demandas en términos salariales y empieza a producirse una espiral de precios-salarios - se trata del caso en que los salarios "persiguen" a los precios. El sentido de establecer la causalidad entre dos variables se comprueba mejor a través de un método diseñado por Granger: comprobamos si los desfases de una variable constituyen una herramienta de predicción significativa de la otra variable. Aplicamos los métodos de comprobación de Granger entre componentes del Índice de Costo del Empleo y distintas medidas de la inflación subyacente (IPC subyacente, PCE subyacente, IPC con media recortada y mediana) y el deflactor del PIB. Generalmente, los análisis previos han obviado las nuevas medidas alternativas de la inflación subyacente en las pruebas de causalidad de Granger entre inflación y salarios. Asimismo, examinamos las estadísticas de correlación cruzada entre esos indicadores sobre distintas muestras de períodos temporales, lo cual puso de manifiesto algunas de las intuiciones que apuntaban las pruebas de Granger. Como ha ocurrido en investigaciones previas, los salarios constituyen una herramienta de predicción pobre de la inflación. Sin embargo, la inflación predice adecuadamente la evolución de los salarios y, de esta manera, desarrollamos un modelo mensual con respecto a la medida de los salarios medios por hora en relación al crecimiento de los salarios. En términos generales, el crecimiento de los salarios puede contemplarse como una confirmación de que las expectativas de inflación están aumentando. En un entorno de incertidumbre sobre la tasa natural de desempleo, los salarios también pueden ofrecer una indicación acerca del alcance del desempleo estructural en la economía.

Gráfica 1

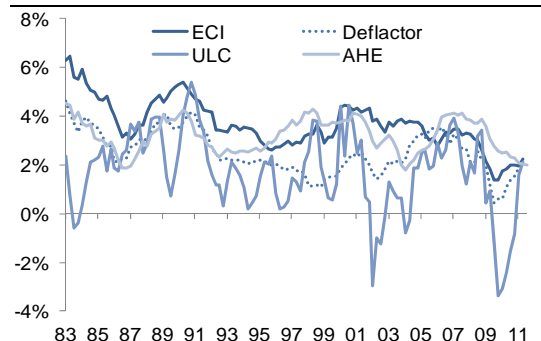
Índice de costo del empleo y deflactor PIB, (% anual)



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 2

Indicador de salario e inflación (% anual)



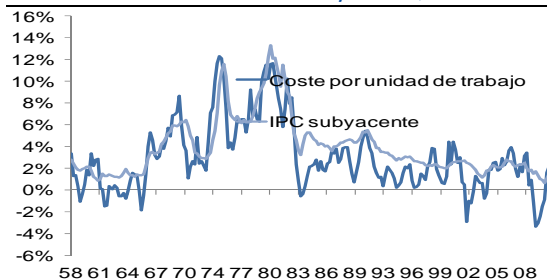
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Nos centramos específicamente en fuentes distintas de salarios y compensación, que incluyen tanto beneficios como salarios. Los salarios medios por hora (AHE) de los trabajadores productivos de base constituye una de las series de datos más extensa en relación con el crecimiento de los salarios y cabe acceder a los mismos con periodicidad mensual. El problema fundamental con los AHE radica en que sólo incluyen un limitado conjunto de trabajadores y no se aplican en el caso de ponderaciones industriales fijas. En este sentido, un cambio de las ocupaciones escasamente remuneradas a ocupaciones de alta remuneración podría ser interpretado como inflación salarial en este indicador. El Índice de Compensación de Empleo trimestral (ECI) utiliza ponderaciones industriales fijas e incluye datos sobre salarios y distintas medidas de beneficios. Habitualmente, entre los beneficios se incluyen elementos tales como los días de vacaciones u otros permisos remunerados, beneficios legalmente requeridos, planes de pensiones y seguros médicos. Finalmente, el costo laboral unitario (ULC) constituye una unidad de medida que se ajuste con relación a la productividad. Como consecuencia de ello, este indicador es más volátil que el ECI, pero continúa mostrando una relación con el IPC subyacente. La mayor parte de las cuantificaciones aquí analizadas son cuantificaciones nominales, por tanto el ULC puede indicarnos si la compensación está desviada debido a los incrementos en la productividad. Por otro lado, durante épocas de grandes márgenes de beneficios, los empleadores están más dispuestos a aceptar aumentos en los costos laborales sin trasladarlos a los consumidores por medio de una subida de precios, lo que se traduce por tanto en salarios reales más elevados.

Nuestras pruebas de causalidad de Granger confirmaron ampliamente el aceptado consenso acerca del hecho de que los salarios no constituyen un factor de gran influencia a la hora de predecir la inflación, incluso cuando se incluyen medidas del IPC con media recortada y mediana (una investigación anterior incluyó un término de corrección de errores en las pruebas que hemos decidido omitir). De manera similar, nuestras correlaciones cruzadas confirman la existencia de una ruptura estructural en la economía ocurrida tras los años 70 que implica la consideración de que la "persecución" entre precios y salarios fue exitosamente contrarrestada por la Fed de Volcker. Sin embargo, los datos sugieren que la inflación puede emplearse para predecir los salarios utilizando tendencias lineales deterministas.

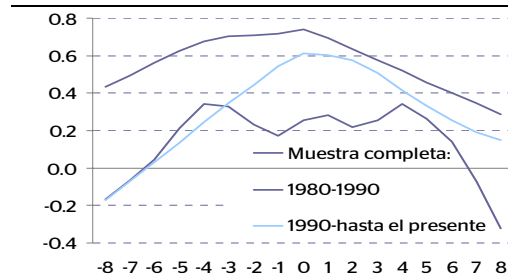
Para poder evaluar las presiones salariales, hemos desarrollado un modelo de predicción utilizando datos históricos mensuales sobre AHE nominal. La cantidad de recursos en exceso no utilizados en la economía es uno de los principales impulsores. En nuestro modelo, utilizamos la tasa de utilización de capacidad para representar la brecha de producción y los cambios en la medida en lo que respecta a la demanda en el mercado laboral. Asimismo, hemos incluido el IPC, incluyendo los costos de los alimentos y la energía, como medida primaria de la inflación de precios para hacer hincapié en el hecho de que las expectativas de inflación tienen un impacto directo sobre las presiones salariales. Si bien hace algunos meses las preocupaciones inflacionarias estaban en alza, los datos más recientes sugieren la posibilidad de que la inflación sea superior a lo esperado. El aumento de los precios de los alimentos y de la energía ha sido impulsado por la inflación durante los meses del verano, pero la Fed ha afirmado que finalmente dichos precios se situarán en su zona de equilibrio. Si bien continúa existiendo incertidumbre en relación al panorama del crecimiento y la inflación, no creemos que los precios se desvíen en gran medida del nivel proyectado por la Fed. Además de los datos de IPC, nuestro modelo también incluye precios relativos de importación, calculados como la proporción entre el defactor implícito de precios de importación y el defactor del PIB, en lo que respecta a tener en cuenta impactos laterales en los suministros en relación con la economía. Finalmente, hemos incluido el indicador de confianza en la industria manufacturera de la OCDE para indicar las expectativas en relación con el entorno de los negocios.

Gráfica 3
Costo laboral unitario e IPC subyacente, % anual



Fuente: Haver Analytics

Gráfica 4
Correlación anual entre el IPC subyacente y el Índice de Salarios ECI anual

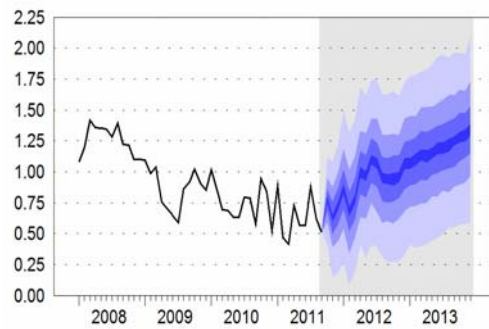


Fuente: BBVA Research; Nota: Eje horizontal señala desfase o adelanto trimestral

Conclusión: Hay que comprobar los salarios nuevamente en 2013

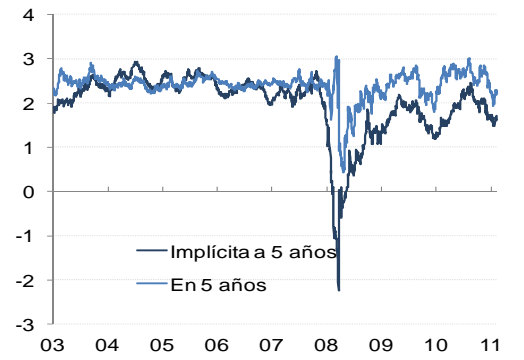
Las presiones salariales representan una confirmación de las expectativas de inflación. La Reserva Federal controlará diversos sistemas de medida salariales (AHE, ULC y ECI) para así comprobar la existencia de un bucle de retroalimentación entre las expectativas y las demandas de una compensación más alta. En términos generales, los salarios constituyen una herramienta de predicción pobre de la inflación. Según lo que indica el AHE, en el presente las presiones salariales son muy bajas, pero esperamos que en el transcurso de los próximos dos años aumenten. Si bien la inflación permanecerá controlada, el crecimiento de los salarios no resultará destacable hasta 2013. Sin embargo, incluso en 2013 esperamos que los salarios experimenten una tasa de crecimiento menor que la que alcanzaron en el período 2006-2007. Con mercados financieros estables, un crecimiento económico medio y un desempleo elevado, su crecimiento se verá limitado, pero las presiones salariales aumentarán dada la estabilización acumulativa y el incremento de los precios.

Gráfica 5
Salario medio mensual por hora % anual



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Expectativas de inflación derivadas de los TIPS, %



Fuente: Reserva Federal

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EE. UU., BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.