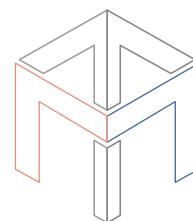


newsletter

ESTADOS UNIDOS

Número 1 • Enero-Marzo 2015

Por: Clynton R. López F.



INTRODUCCIÓN

Se ha venido especulando, especialmente desde los últimos dos trimestres del año pasado, sobre que los Estados Unidos pudiera estar en una auténtica recuperación económica. Esta especulación pareciera haber concluido y haber sido ahora sustituida por otra, derivada de los débiles números de crecimiento económico, mostrado en el primer cuarto del 2015: 0.2% son los datos dados a conocer sobre el desempeño de la economía americana. La especulación que ahora se inicia es sobre si esto constituye un marcado efecto estacional debido al invierno, dado que en relación con el último trimestre del año anterior por la época navideña siempre es menor; o sobre si las huelgas en los puertos del oeste de Estados Unidos han podido tener este efecto. Es importante ver el resto de los números de la economía americana, para formarse una idea de si solo se trata de una especulación o si ciertamente tiene algo que ver con la realidad.

Desde el 2009, el desempleo está marcado por una tendencia continua a reducirse, pero sin experimentar cambios agudos en los últimos trimestres. Durante el trimestre anterior la tasa fue de 5.8% y en este momento es de 5.5%. Hay que notar que esta reducción continua en la tasa de desempleo no se ha visto reflejada en un incremento en el consumo, y por lo tanto tampoco en el IPC ni en la dinamización del crédito al consumo. El crédito al consumo tuvo en Estados Unidos una re-iniciación en los últimos meses del año anterior, apuntalado, entre otros factores, por créditos para la compra de automóviles; pero luego, en el primer trimestre del 2015, muestra valores de crecimiento muy similares a los de los períodos anteriores. A pesar del buen desempeño de estos dos indicadores (reducción del desempleo y reinicio del crédito de automóviles), el IPC muestra un crecimiento débil de apenas 0.49%¹, comparado con el crecimiento de M1 y M2 de 2%. El indicador con ciertos elementos de esperanza es el índice de precios de producción, que muestra un crecimiento superior al IPC. El IPP creció en este trimestre 0.93%, pero más importante aún es que viene creciendo en los últimos dos años a 4.59% y 3.25%. Falta confirmar si existe una inversión creciente; no con valores

¹ Probablemente impacte también en un IPC de esta magnitud la baja de los precios del petróleo dado que es de suma importancia en la economía de Estados Unidos.

de deuda bancaria, sino con capitalización en estadios de producción menos orientados al consumo y por lo tanto una capitalización neta de la economía. El otro posible sector receptor de los valores crecientes de M1 y M2 es el sector bursátil. Tanto el Dow Jones como el S&P 500 muestran valores históricos crecientes desde el 2009. Un elemento que deberá investigarse, entre los tópicos de actualidad del Observatorio, son las ganancias empresariales en este y los subsiguientes trimestres, para ir indagando sobre si será otra burbuja o si existen elementos reales de recuperación y crecimiento sostenibles en la economía americana.

El último índice que hay que analizar con valores positivos consecutivos desde 2011 y con valores similares a los previos a la crisis es el índice de precios de las casas. Este índice nos muestra un crecimiento continuo, pero sin el correspondiente aumento en el crédito para bienes raíces e hipotecas en el sector bancario. Este indicador, leyéndolo de forma integral, confirma la posibilidad de que la economía americana esté en un proceso de capitalización, entendido en sentido amplio: es decir, reducción de deuda y aumento de capital en sus actividades.

Ninguno de los tres rubros de crédito bancario analizados —créditos comerciales e industriales, consumo, e hipotecas y bienes raíces— muestra valores de crecimiento especialmente altos; con excepción del consumo, que no contabilizaba para el tercer trimestre de valores para créditos de automóviles, como ejemplo. Después del crecimiento del cuarto trimestre (47%), ha vuelto a valores de crecimiento similares a los de los trimestres anteriores.

Las buenas noticias se comprueban con mayor fuerza cuando se analiza la tendencia de la deuda/ingresos fiscales que se ha venido reduciendo en los últimos años. Esto responde a una tasa de crecimiento más rápida en los ingresos fiscales que la tasa de crecimiento de la deuda.

De igual forma se ha comportado la balanza financiera de Estados Unidos, que muestra una tendencia a la reducción total de préstamos internacionales al país desde el 2011.

Aún es pronto para decir si los datos trimestrales de crecimiento son estacionales o si representan de verdad una caída real en el crecimiento de este país. Leyendo los datos contextualmente, parecieran ser un poco contrarios a la idiosincrasia tradicional de los americanos, y es que están reduciéndose los niveles de apalancamiento mostrado en varias situaciones: crecimiento del crédito menor que los crecimientos de M1 y M2; de la misma forma, crecimiento de índices bursátiles y crecimiento de índices de precios al productor, pero sin crecimiento sostenible y considerable en créditos bancarios. Además, los valores negativos de la balanza financiera vienen en descenso (a pesar de ser negativos) desde 2011, como señal inequívoca del paulatino (quizá no rápido) des-apalancamiento del país.

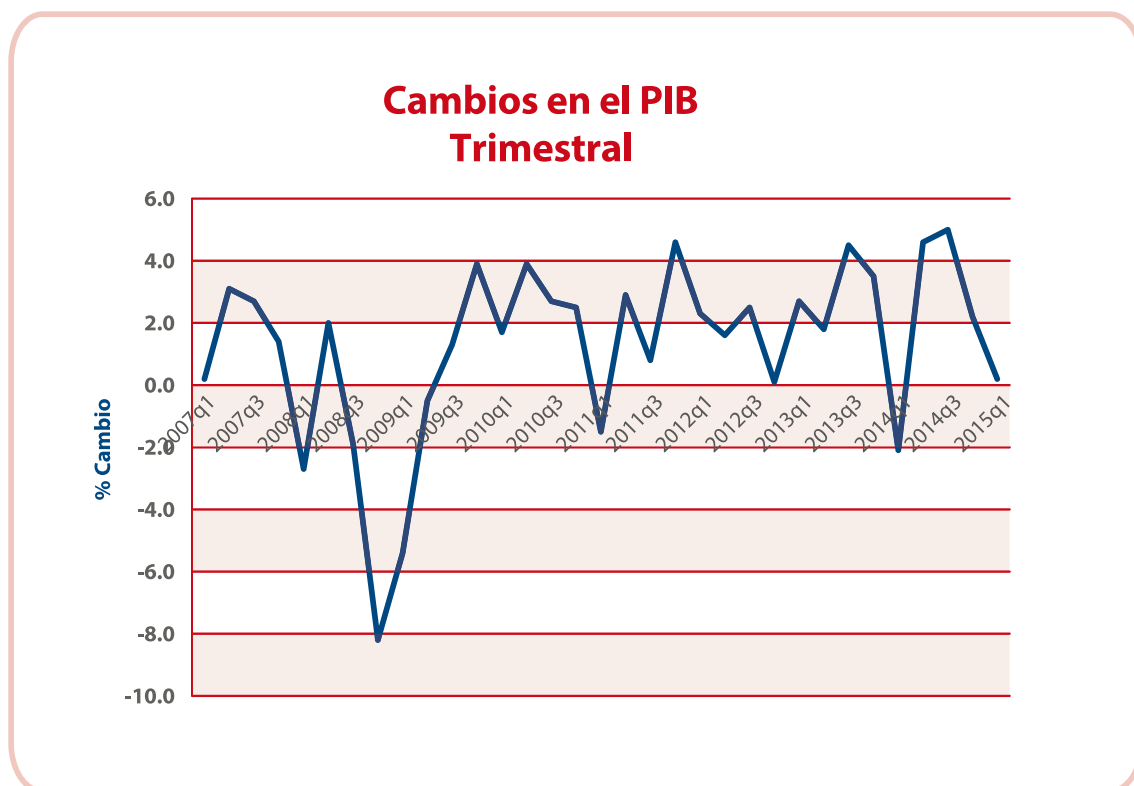
Los tipos de cambio con el euro parecieran demostrarnos que la más importante preocupación, en términos de comercio, es con China y la manipulación de su moneda.

¿Estará Estados Unidos reconstruyendo su futuro a partir de un des-apalancamiento generalizado y continuo? En el informe de Estados Unidos visto como país, con una mayor profundización en los datos, se pueden ver más y más fiables elementos para desarrollar estas y otras hipótesis sobre el desempeño futuro de una economía que aún sigue siendo la más importante del mundo.

SITUACIÓN GENERAL

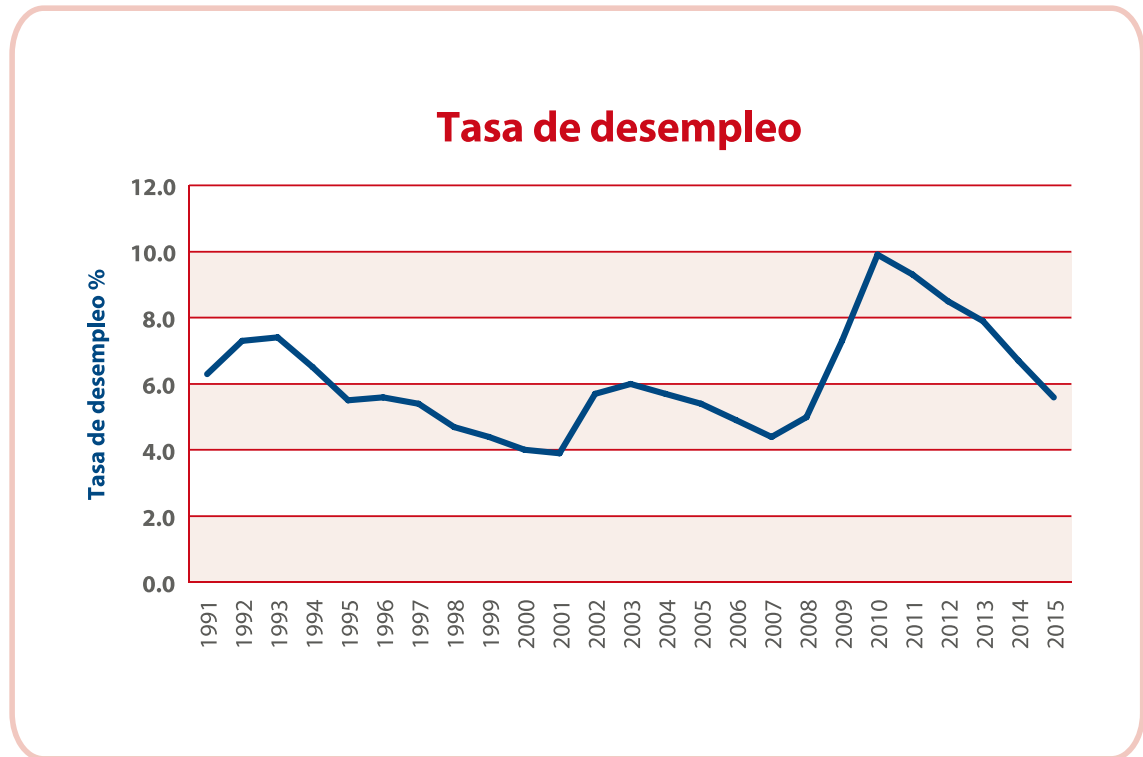
1. Producto Interno Bruto

- Importante contraste entre el desempeño de la economía americana en el último trimestre del año anterior (2.2%) y el primer trimestre de 2015 (0.2%), en ambos casos con datos anualizados.
- La tasa anual de crecimiento de Estados Unidos en 2014 fue de 2.4%².
- En el primer trimestre de 2015 se encuentra más cerca de los niveles de crecimiento de 2008 (- 0.3%) que de los últimos dos años de supuesta recuperación.



² Todos los datos anualizados cuando son por trimestre y con base en dólares de 2009.
Todos los datos se han tomado de: www.bea.gov/national/index.htm#gdp.

2. Desempleo

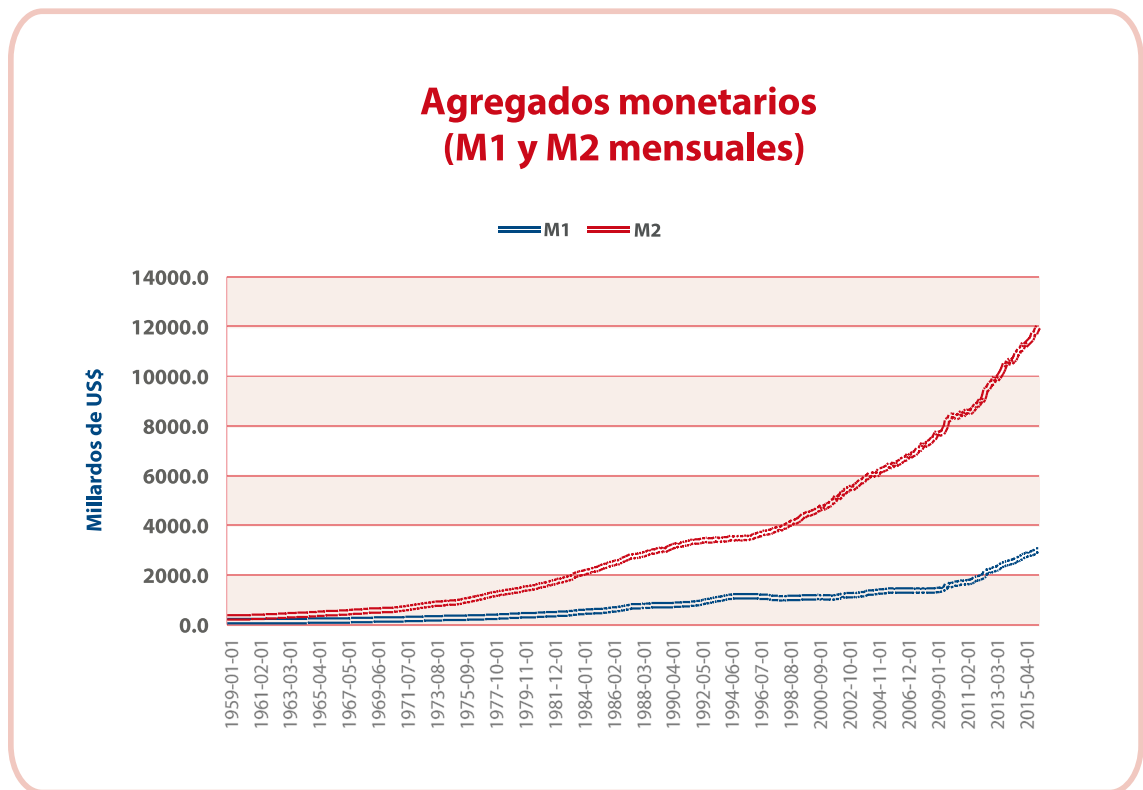


- La tasa de desempleo mantiene una tendencia a la baja, aunque aún con niveles superiores a los de 2006. Actualmente, en marzo del 2015, 5.5%, comparado con el 4.4% en el 2006.
- En el último trimestre de 2014 era de 5.8% y en el primer trimestre de 2015 del 5.5%.
- Comparando el primer trimestre del año 2014 con el primer trimestre de 2015, se muestra una mejora de 6.6% a 5.5%. Un 1.1% absoluto y una mejora relativa de 16.66%³.

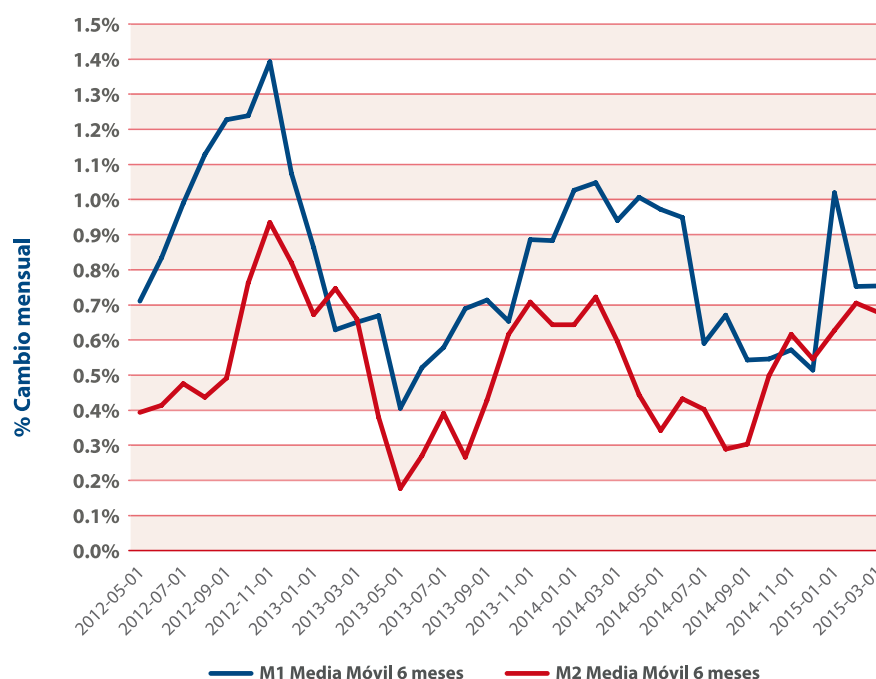
³ Todos los datos trimestrales anualizados. Población de 16 años o más.
Fuente: www.data.bls.gov/timeseries/LNS14000000.

3. Inflación y Agregados Monetarios

3.1 Agregados Monetarios (M1 y M2)



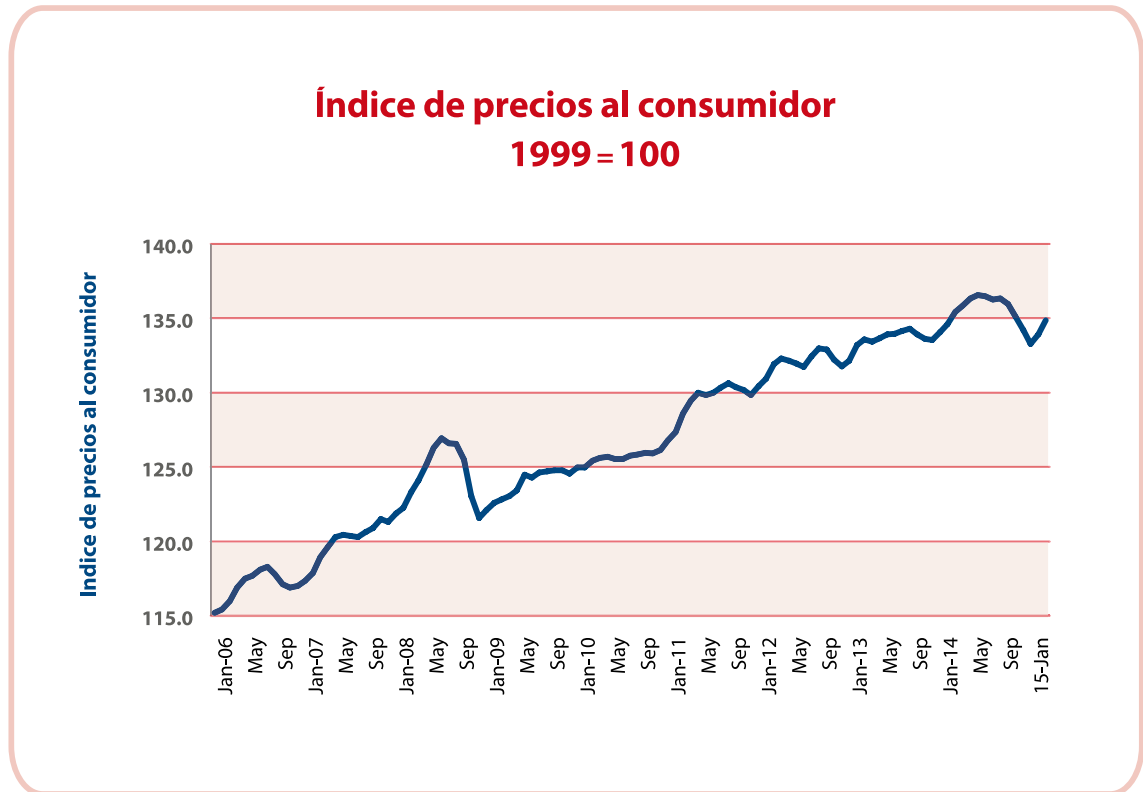
Tasa de crecimiento mensual M1 y M2



- Los agregados monetarios en Estados Unidos muestran una tendencia sostenida de crecimiento.
- En los últimos dos años M1 ha crecido a un nivel de 8% (anual).
- En los últimos dos años M2 ha crecido a un nivel de 6% (anual).
- En el primer trimestre de 2015 han crecido ambos (M1 y M2) a un nivel de 2%: comparado con el primer trimestre del año anterior, no muestra cambios: también fue de 2%.
- Un dato importante es que los valores de M2 crecieran más lentamente que M1⁴. Puede ser esto un probable indicador de la poca dinamización del crédito. ¿Qué sectores están creciendo en crédito? ¿Qué sectores no están creciendo en crédito? (Ver la gráfica de Cambio Mensual de M1 y M2).

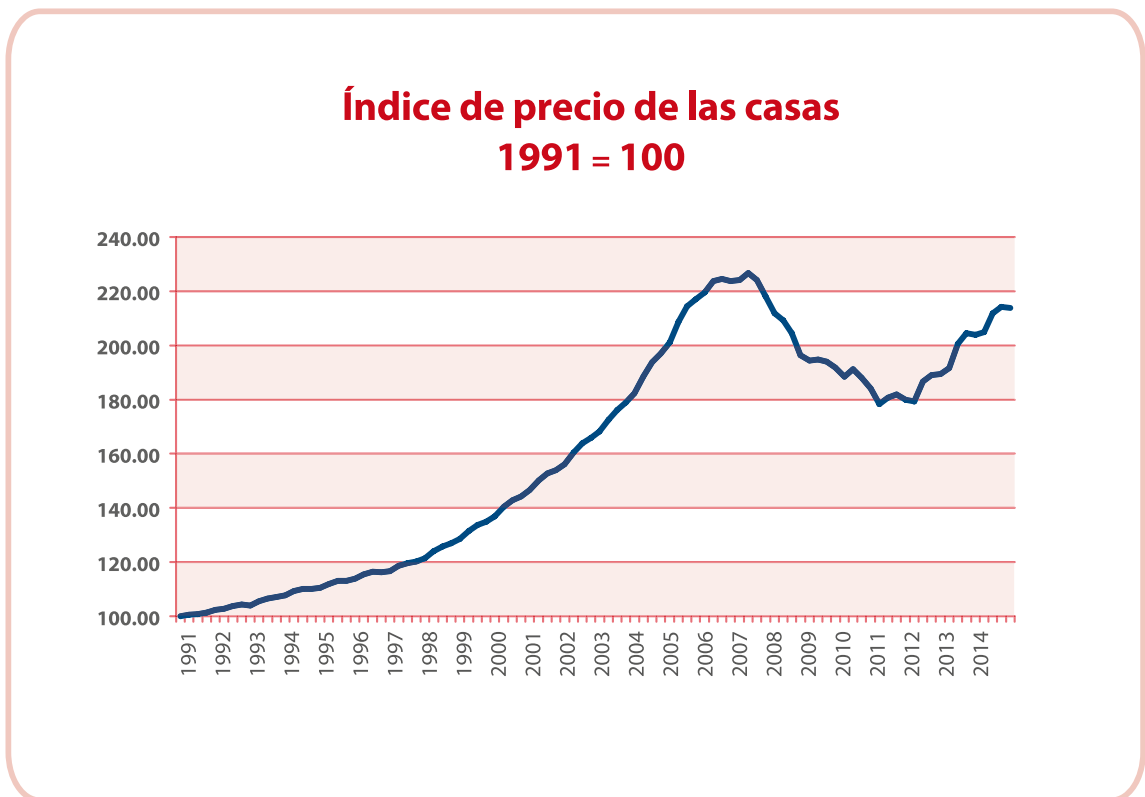
⁴ Todos los datos han sido tomados de: www.research.stlouisfed.org/fred2/series/M1/.

3.2 Inflación



- Tomando como base un índice de precios al consumidor de 1999, la inflación anual de Estados Unidos (de diciembre a diciembre) de 2014 fue de 0.49%.
- El primer trimestre de 2014 mostró un crecimiento del índice de 1.40%. Esto indica que después del primer trimestre del año 2014 hubo una desaceleración en el crecimiento de los precios del consumidor de Estados Unidos.
- Casualmente, en el primer trimestre de 2015 el crecimiento del IPC fue de 0.49%.
- ¿Indica el crecimiento de M2 y M1 superior al crecimiento de los precios al consumidor un periodo de mayor inversión? ¿O indicará un periodo de preferencia por la liquidez de los agentes económicos de Estados Unidos?

3.3 Índice de precios de las casas

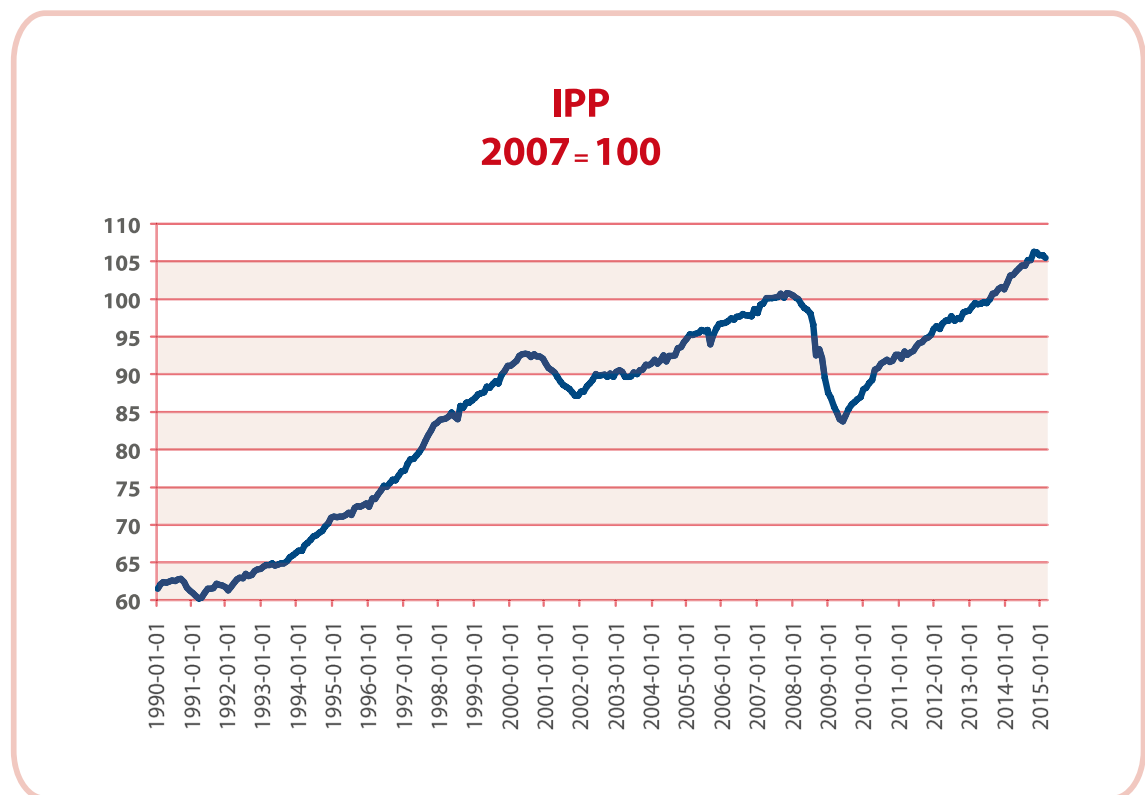


- En Estados Unidos el índice de precios de las casas es un indicador muy importante en su propia historia. Además, dado que la última gran crisis financiera provenía de una burbuja inmobiliaria, es importante darle seguimiento⁵.
- La tendencia desde 2012, después de la caída que detonó la crisis en el 2007, ha sido al alza.
- En 2007 la caída anual del índice de precios de las casas fue de 2.48%, pero en 2008 alcanzó una caída de 9.95%.
- En 2012 comienza a recuperarse el índice con un dato anual de 5.25%, en 2013 creció a un 7.64% y en 2014 a un 4.29%, aún en valores positivos, pero más lentamente que desde 2012.

⁵ Tomado de: Federal Housing Finance Agency,
www.fhfa.gov/DataTools/Downloads/Pages/House-Price-Index-Datasets.aspx#qpo.

- La evolución del crédito para hipotecas, y relacionadas con bienes raíces, será la contrapartida que ayude a explicar este proceso en el incremento del índice de precios de las casas desde 2012. ¿Será posible que los americanos estén en un nuevo proceso de compra de casas con menos deuda? ¿O seguirán obteniendo *equity* de sus casas?

3.4 Índice de precios de producción⁶

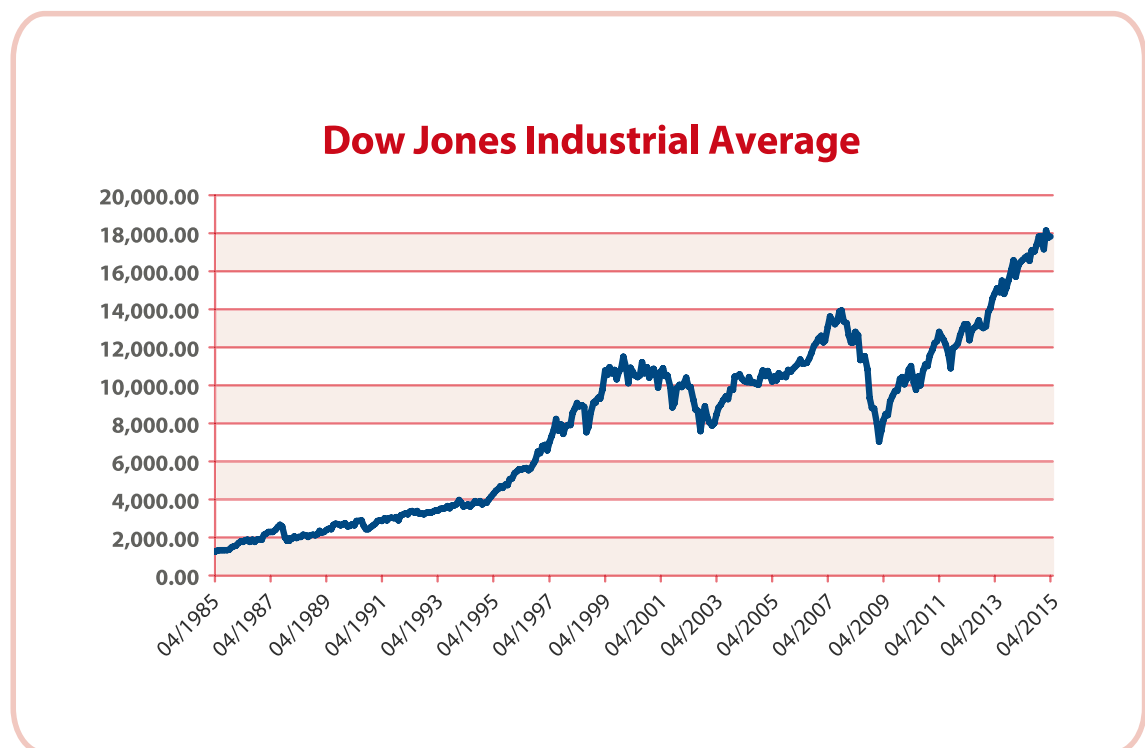


- El índice de precios de producción se muestra históricamente mucho más sensible a fluctuaciones económicas que el índice de precios al consumidor. Esto es consistente con la teoría que indica que habitualmente el consumo es en general mucho más inelástico que la inversión.

⁶ Tomado de: www.research.stlouisfed.org/fred2/series/INDPRO/. Datos anualizados de la fuente.

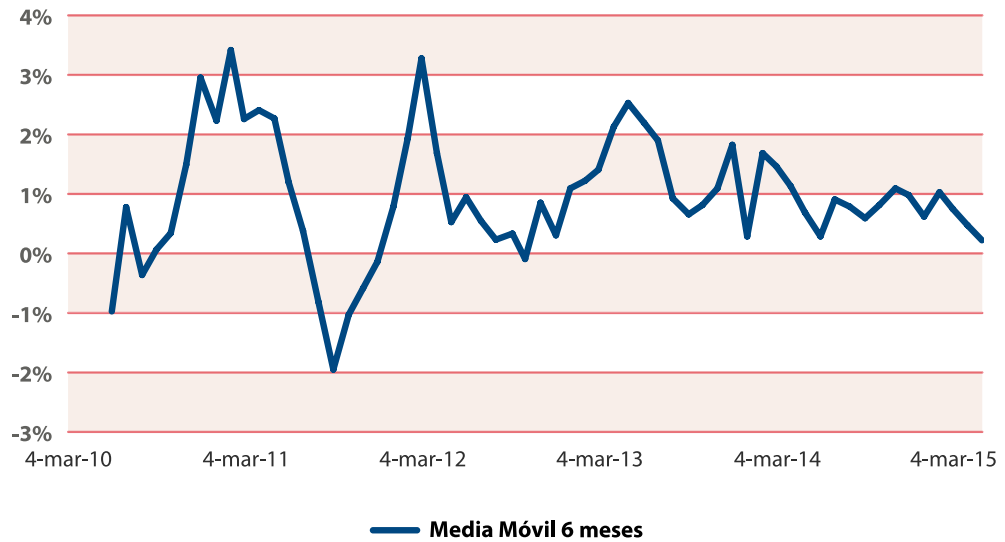
- El índice de precios de producción tuvo una caída de 11.15% en 2008. Desde 2009 ha mostrado valores de crecimiento positivo.
- Es importante notar que en 2014 el crecimiento del índice fue 4.59% y en 2013 de 3.25%.
- Vemos que en los primeros cuatro meses de 2015 el índice creció 0.93% y en el mismo período de 2014 creció 1%.
- Como se puede observar, el crecimiento de los índices de precios de producción es mucho mayor que el del índice de precios del consumidor. ¿Indica este crecimiento superior de los precios de producción a los precios del índice del consumidor un crecimiento futuro sostenible derivado de mayor ahorro y capitalización? ¿O se trata del inicio de otra burbuja especulativa?

4. Índices Bursátiles⁷

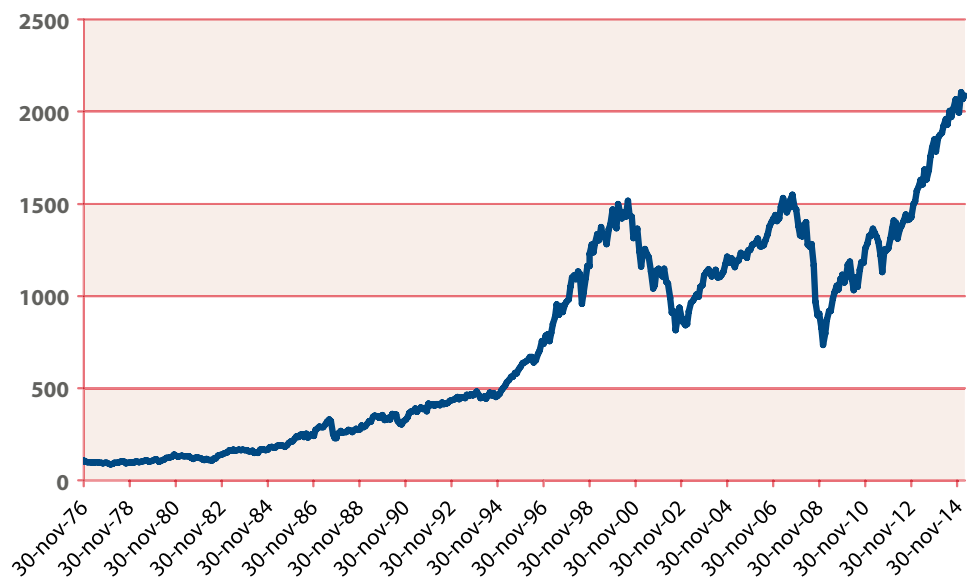


⁷ Información tomada de www.yahoo.finance.com.

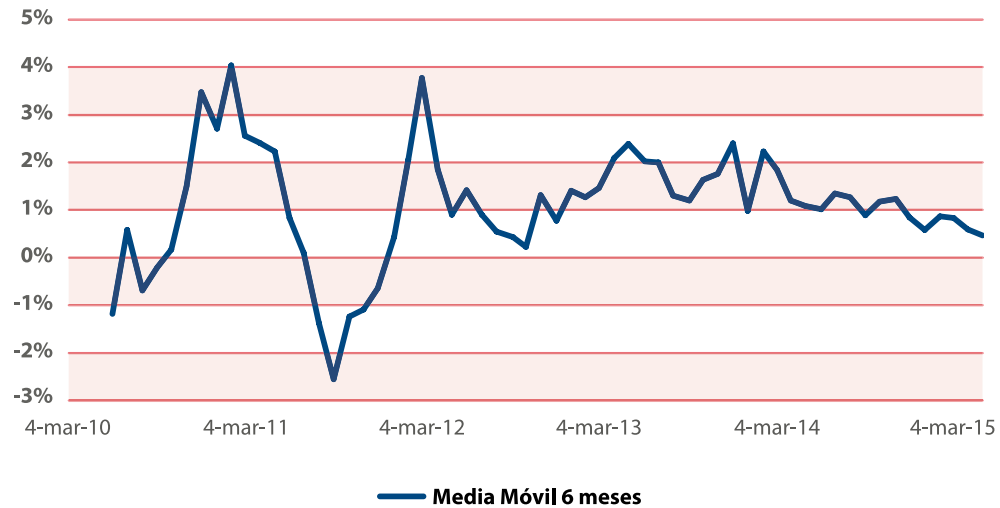
Crecimiento Dow Jones mensual



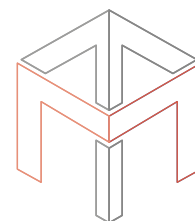
S&P 500 (precio de cierre)



Tasa crecimiento mensual S&P 500



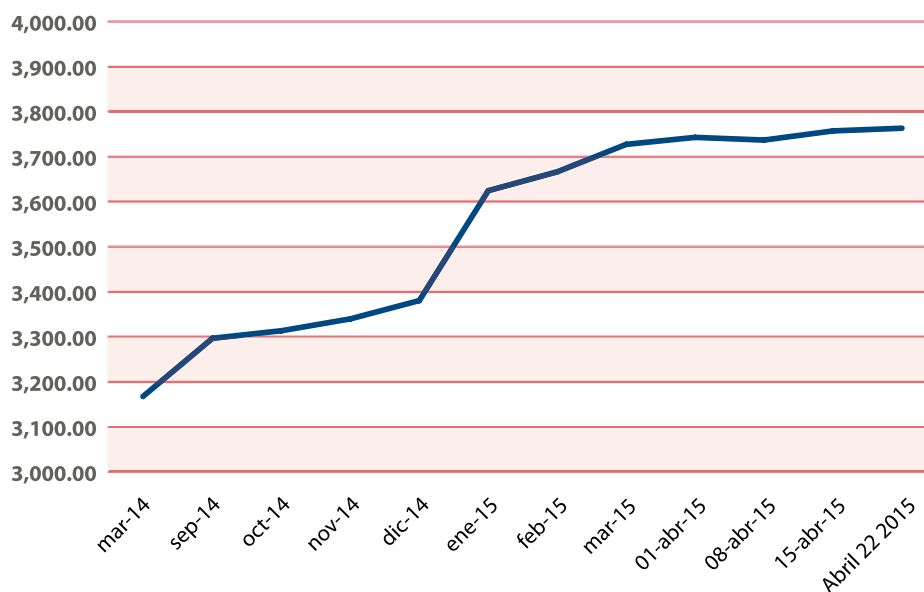
- Tanto el índice Dow Jones como el S&P 500 muestran un crecimiento casi sostenido desde 2009, después de la peor caída en años de sus valores históricos.
- Actualmente (como muestran las dos gráficas) los valores de los índices bursátiles se encuentran en valores máximos históricos.
- ¿Indica esto hacia dónde está llegando el incremento de la masa monetaria o estará el agente típico americano invirtiendo en la bolsa antes que consumir o que ahorrar en los bancos?
- Si se observan con cuidado las gráficas de crecimiento mensual desde 2010 de ambos índices, podrá observarse que el crecimiento en los últimos dos años se ha moderado en ambos. ¿Será esto un indicador de la reactivación del crédito bancario y otros destinos? ¿O será un indicador de un reconocimiento del mercado de sobrevaloración bursátil?



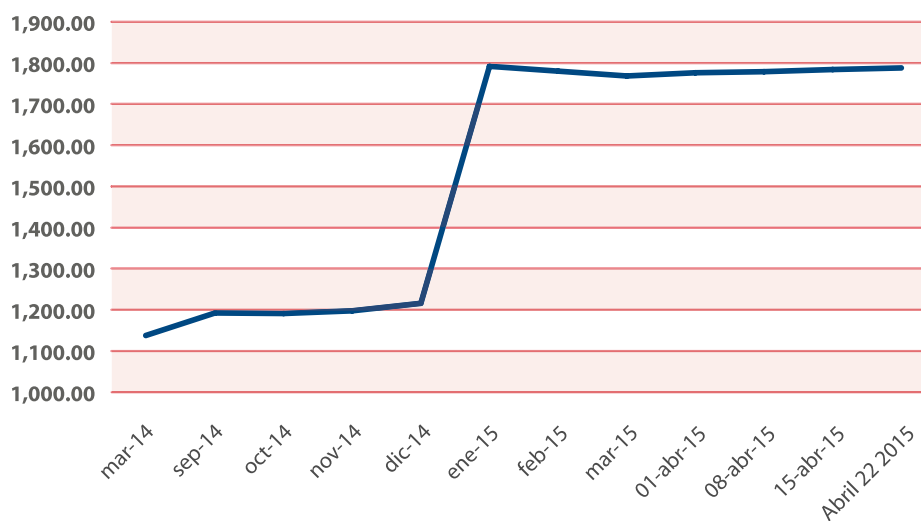
5. Crédito

5.1 Evolución Cuantitativa

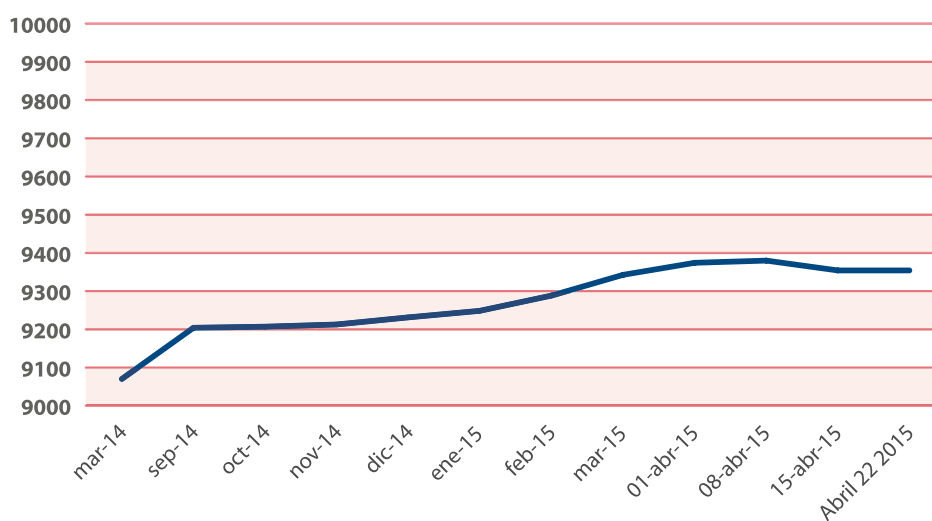
Crédito comercial e industrial



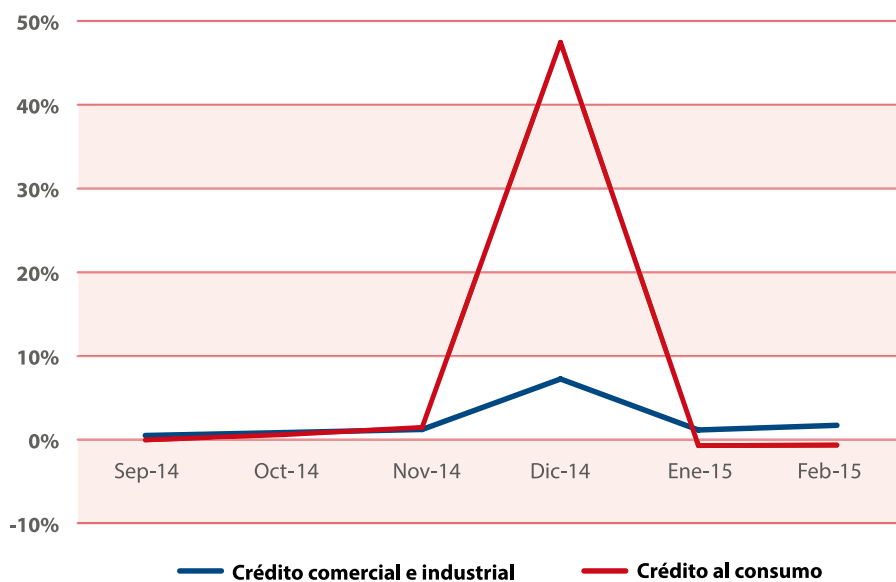
Créditos de consumo



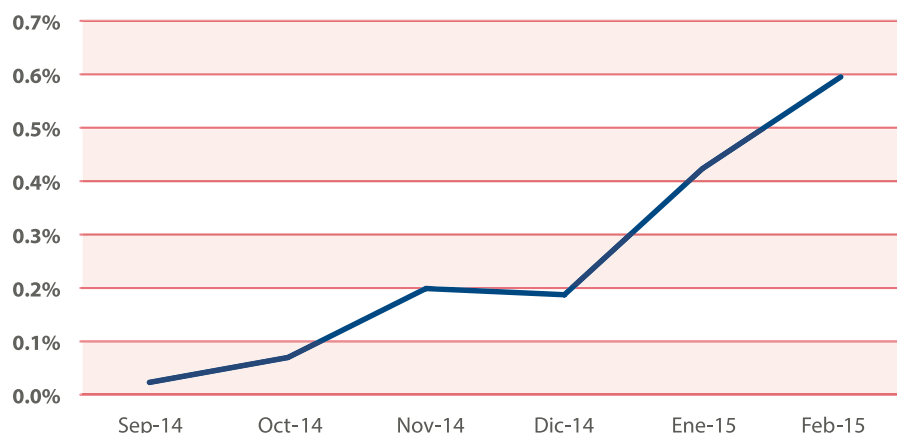
Créditos hipotecarios y relacionados



Tasa de crecimiento por tipo de crédito



Tasa de crecimiento de créditos hipotecarios y relacionados

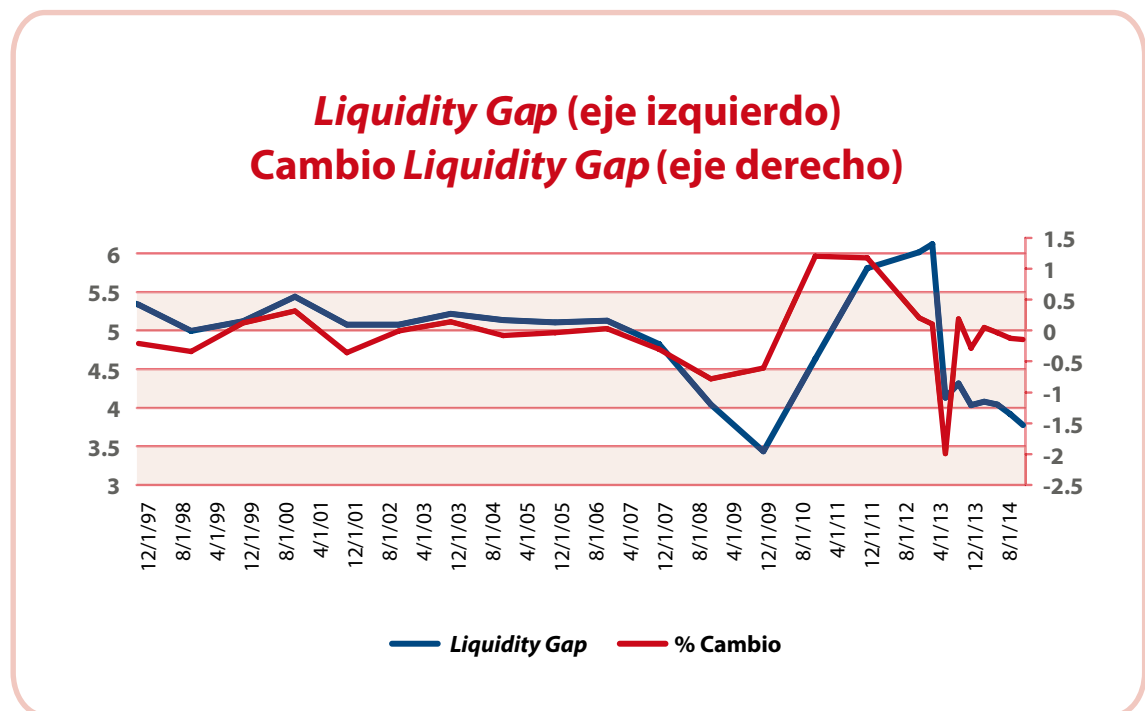


- En la gráfica podemos ver la composición de los créditos del sector bancario en Estados Unidos (no incluye *shadow banking*); esta composición consiste en un 25% de créditos comerciales e industriales, 12% de crédito al consumo y 63% de actividades de bienes raíces y actividades relacionadas.
- El crecimiento anual de las tres categorías agrupadas (agrupación propia⁸) la categoría que mayor crecimiento muestra es: los créditos de consumo con un crecimiento de 56%, aunque sigue representando el menor porcentaje de composición de créditos del sector bancario. Importa notar que, a partir del tercer trimestre del año anterior, el crédito para vehículos empezó a mostrar valores positivos. Con anterioridad, los reportes no mostraban datos especialmente importantes. Este crecimiento del crédito al consumo es contraindicativo del bajo nivel de crecimiento inflacionario en el último año y el primer trimestre de 2015. ¿Podría ser un indicador del crecimiento de valores históricos de los índices bursátiles?

⁸ Para esta serie de datos el crecimiento anual se toma de marzo a marzo. En todas las demás series es el año completo 2014. Información tomada de: www.federalreserve.gov/releases/z1/current/accessible/default.htm.

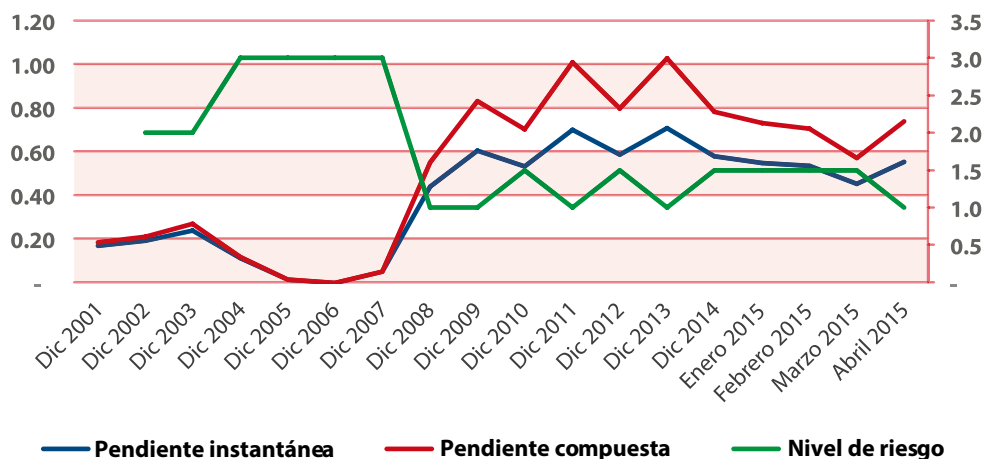
- Los créditos industriales y comerciales muestran un crecimiento de 17% anual. Esto es consistente, al menos en principio, del mayor crecimiento del IPP (índice de precios de producción) que del IPC (índices de precios del consumidor).
- Los créditos relacionados con las hipotecas y bienes raíces solo crecieron 3% anual, aunque siguen representando el mayor porcentaje de la cartera de los bancos (en esta agrupación) de 67%.
- Según la segunda gráfica, queda muy claro que la dinamización del último trimestre se produjo sobre todo de diciembre a enero, y que luego el crecimiento del crédito se ha estancado. Esto nos lleva a la inevitable pregunta: ¿Hacia dónde está fluyendo el dinero en la economía americana? ¿Está en las empresas en efectivo? Este tema será tratado posteriormente por el observatorio en otro tópico de actualidad.

5.2 Crédito de la Evolución Cualitativa⁹



⁹ Todos los datos tomados de: www.federalreserve.gov/releases/z1/current/accessible/default.htm;
y de: www.fdic.gov.

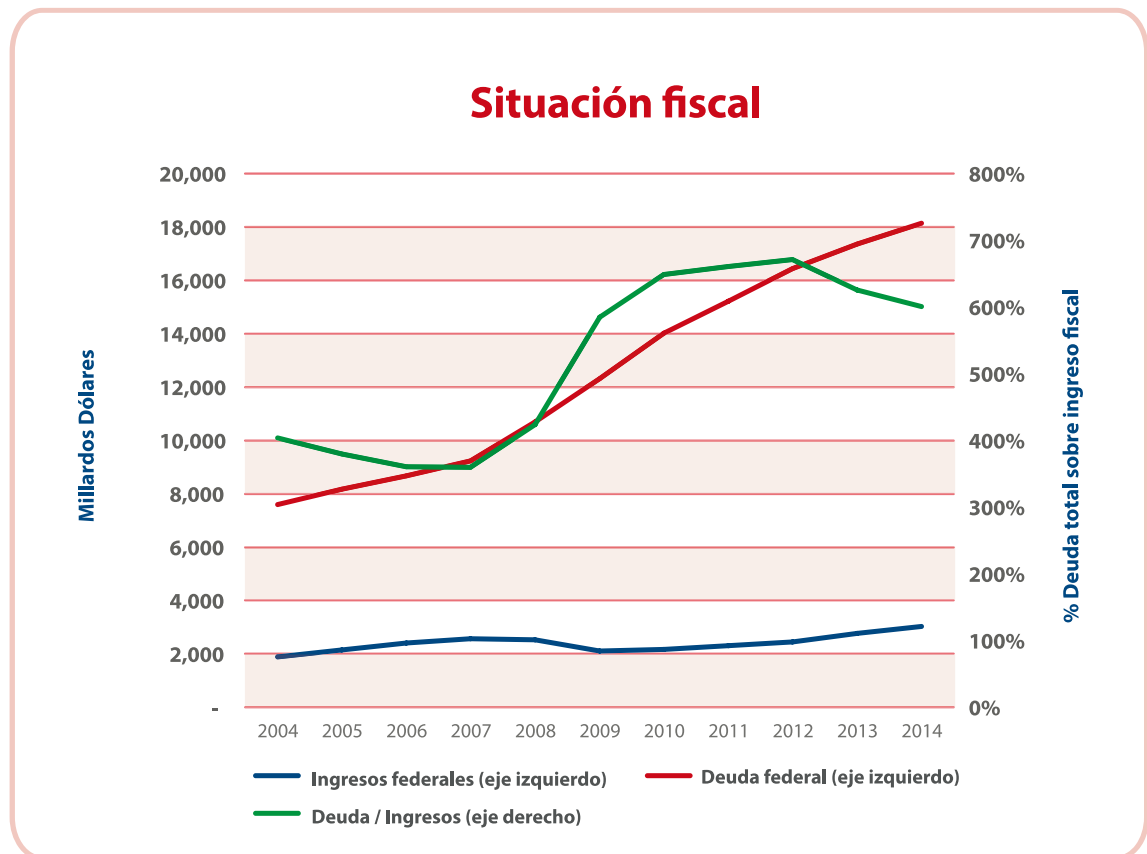
Comparación pendientes e indicador de riesgo



- Para complementar el análisis cuantitativo de la evolución de los créditos en Estados Unidos, se hará un primer acercamiento a un análisis cualitativo de los créditos en el mismo país.
- Para dar seguimiento a la calidad de los créditos, se han diseñado dos grandes indicadores denominados *liquidity gap* e indicador de la curva de tipos de interés. Las descripciones de ambos pueden ser encontradas en las notas técnicas de *UFM Market Trends*.
- La primera gráfica, denominada *liquidity gap* y % del *liquidity gap*, nos indica el descalce de plazos entre activos y pasivos. Cuanto más aumenta dicho indicador, mayor es el descalce de plazos entre activos y pasivos. Cuando dicho indicador tiende a bajar, el descalce se está corrigiendo.
- Después de la crisis de 2008, el indicador tiene una tendencia al decrecimiento; es decir, una mejora continua de la liquidez. Si se observa cuidadosamente, se puede observar que en el momento anterior a la crisis de 2008 existe una degradación de liquidez creciente; y que después del *bailout* de Bush, la liquidez mejora considerablemente.

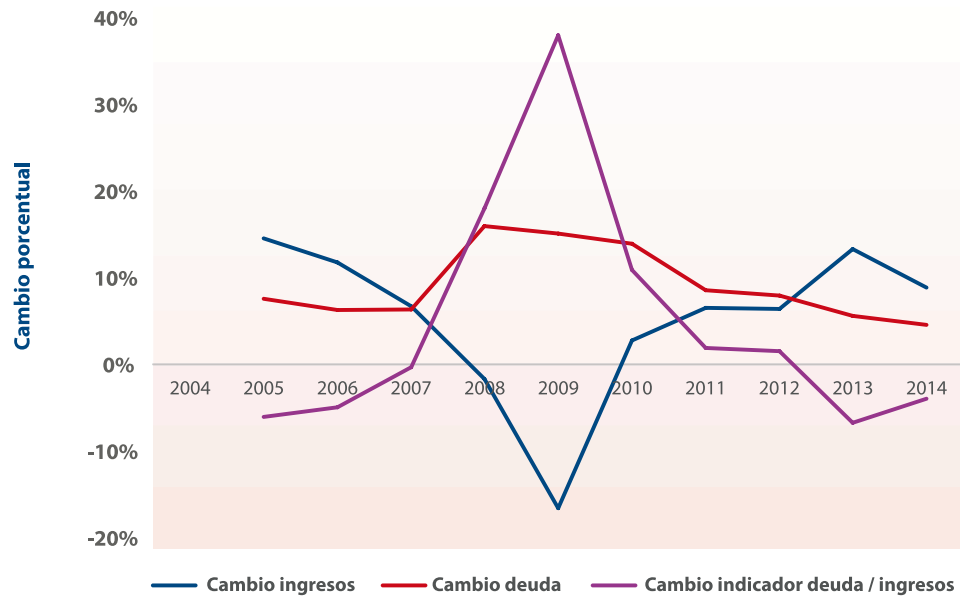
- En la segunda gráfica se muestra el resumen del indicador de la curva de tipos, y las pendientes de corto plazo (instantánea) y de largo plazo (compuesta). La descripción de este indicador se encuentra en las notas técnicas de *UFM Market Trends*. Este trimestre (recordar 1. *low risk*, 2. *medium risk* y 3. *high risk*) el nivel de riesgo es bajo: 1, relativamente menor que el 1.5 del trimestre anterior.
- La tercera gráfica nos indica el cambio del indicador de *liquidity gap*. Como se puede observar, vemos que en el último trimestre el nivel de descalce (al cual se está descalzando) se redujo. Con el indicador de la curva de tipos se muestra que la liquidez del sistema mejoró relativamente en relación con el trimestre anterior.
- ¿Pueden ser todos estos datos en perspectiva un indicador de que la posibilidad de una crisis futura en Estados Unidos venga por el sector bursátil antes que por el sector financiero tradicional?

6. Fiscalidad¹⁰



¹⁰ Información tomada de: www.research.stlouisfed.org/fred2/series/B1190C1A027NBEA.

Tasa de cambio de ingresos federales, deuda, déficit de deuda/ingresos

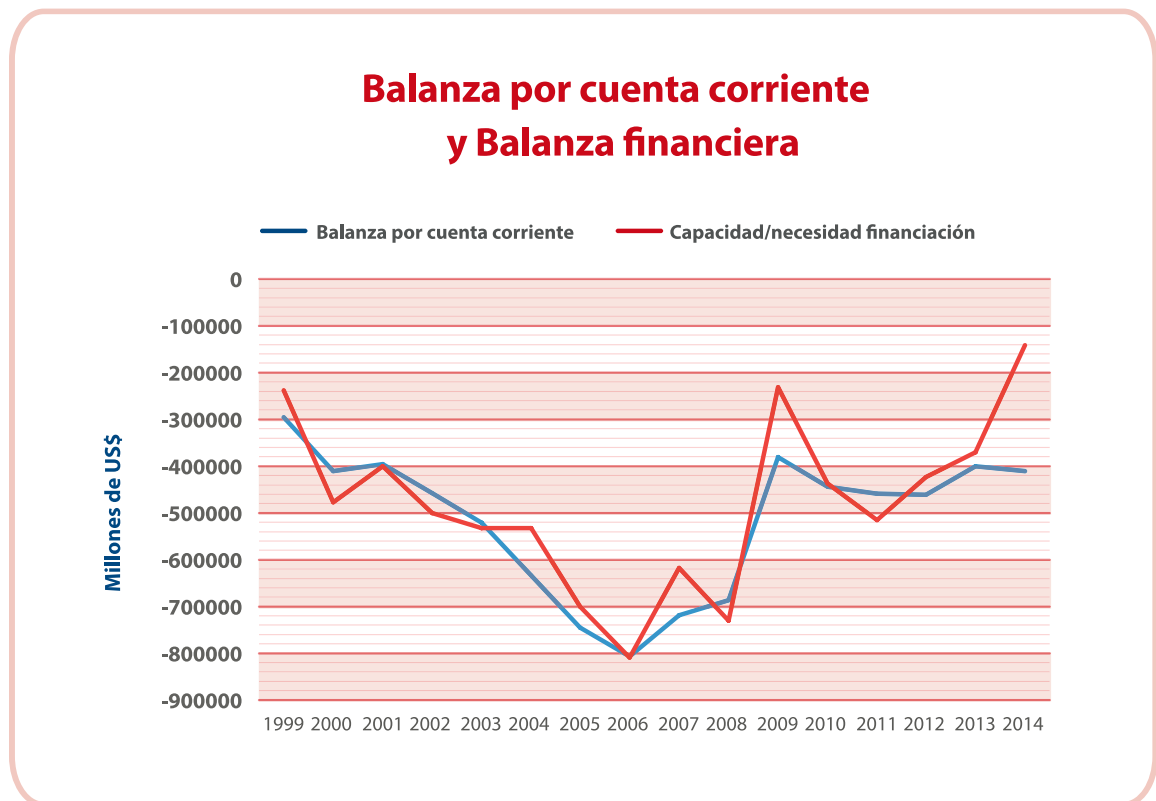


- En la gráfica podemos observar la evolución de la deuda total federal, el déficit federal y el ingreso federal. Es obvia y alarmante, para cualquier tenedor de deuda del gobierno federal, la velocidad de crecimiento y la diferencia en monto entre la deuda en circulación y los ingresos fiscales.
- Los datos son anuales y muestran una desaceleración del nivel del crecimiento de la deuda, y un decrecimiento sustancial del déficit del presupuesto federal.
- El déficit federal a partir de 2009 ha empezado a reducirse de forma continua. Se ha reducido en 16%, 37% y 29% en 2012, 2013 y 2014 respectivamente.
- Sin llegar a reducirse como tal, la velocidad de crecimiento de la deuda ha disminuido. Ha crecido en 9.4%, 7.5%, 4.9% y 3.1% en 2012, 2013, 2014, y en enero de 2015,

respectivamente; aunque ha crecido en menor proporción que en años anteriores, pues en 2009 creció hasta en un 17%.

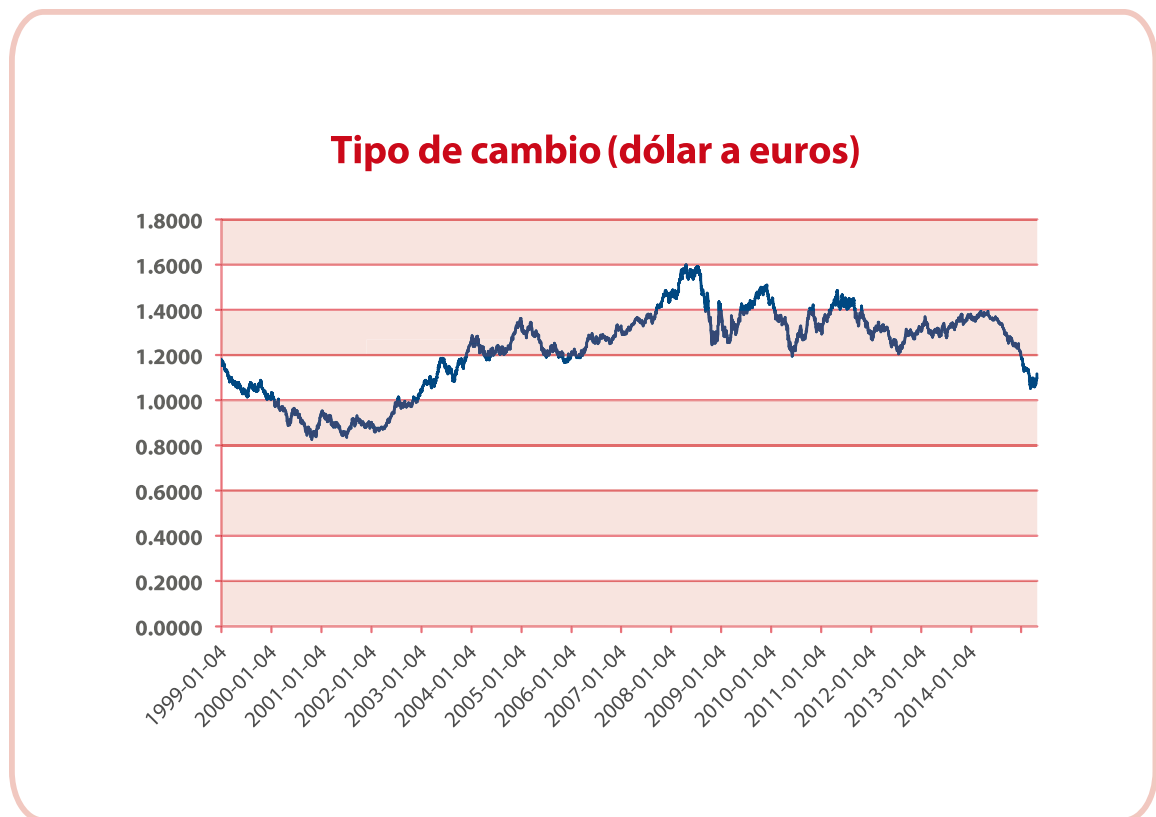
- Probablemente el punto más relevante es que la deuda significa el 600% del ingreso federal total; dicho de otra forma: los ingresos anuales del gobierno federal total son el equivalente al 17% de la deuda total del gobierno federal. En otras palabras: para que el gobierno federal pagara la totalidad de la deuda, tendrían que transcurrir seis años (aproximadamente), asignando todo el ingreso al pago de la deuda. El 2014 significa una mejora respecto al 2013, que viene de significar 625% la deuda en relación con el ingreso.
- Si el déficit no es significativo (en relación con la deuda contraída), ¿es posible que el 80% de la deuda federal sea política monetaria circulante?

7. Balanza de Pagos



- Podemos observar que la balanza en cuenta corriente se comporta de manera inversa que la crisis. Cuando se estaba en el *boom* (crecimiento sostenido), los americanos importaron muchísimo más que lo que exportaron. Esto explica que el déficit se muestra creciente desde 2001 hasta 2006. Luego se ve un descenso continuo, hasta 2009. Desde entonces, con pequeños descensos y subidas, se mantiene alrededor de ese nivel.
- Es importante subrayar que la balanza financiera indica que, a partir de 2011, el país ha venido reduciendo significativamente su tasa de endeudamiento externo, aunque continúa la tendencia a endeudarse externamente.

- Si observamos la siguiente gráfica —relación del dólar y el euro desde 1999— observaremos que no necesariamente estos movimientos en la balanza de cuenta corriente y de capitales se pueden explicar relacionándose con la Unión Europea. En la época de mayor déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio de dólares por euros alcanzó su máximo. Esto sería consistente, pero debería de indicar una reducción paulatina en importaciones, y en esa época (después de 2006, pico en el déficit de cuenta corriente) el tipo de cambio aumentó más y el déficit en cuenta corriente empezó a reducirse. Es decir: ¿Es posible que el dólar americano responda (al menos en esta época) mucho más al yuan chino que al euro europeo? Ver informe de China.



Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.