

INFORME PRIMER SEMESTRE

EEUU

La caída de la Reserva Federal

ENERO - MARZO 2016

Autor: Clynton R. López F.

Asistente de investigación: Sofía Flores Rizzo

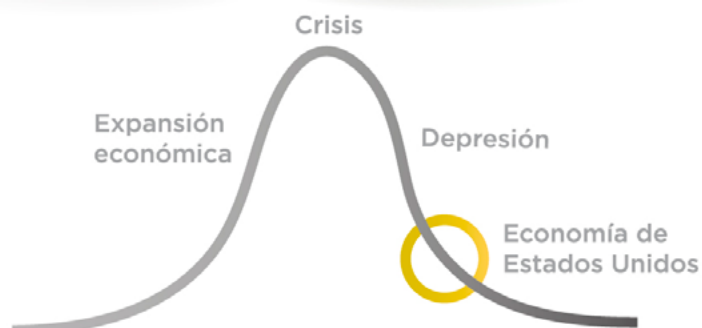
trends.ufm.edu

2016 EEUU T1

INDICADORES CICLO ECONÓMICO ESTADOS UNIDOS

INDICADOR	COMENTARIOS	INDICADOR	COMENTARIOS
Posición liquidez sistema financiero	No hay degradación de liquidez.	Demanda consumo cíclico	La tasa de crecimiento de venta de automoviles positivas, pero lejana a la de una posición expansiva del ciclo.
Posición liquidez familias	Disminución general de endeudamiento.	Empleo	Se crea empleo sostenidamente, pero la tasa de desempleo aumentó en 0.1% debido a incremento de la fuerza laboral.
Volumen crédito	Fase final de depresión o fase prolongada de estancamiento al final del ciclo. No crece el crédito.	Beneficios empresariales	Crecientes en algunas industrias y decrecientes en otras. Economía aparentemente en reestructuración.
Coefficiente reservas	Tras los aumentos sostenidos desde 2008, en 2016 empieza a dejar de crecer.	Precios	En 2016, finalmente la inflación muestra valores positivos aún fuera del objetivo de inflación.
Cantidad dinero	Aumenta por QE.	Curva de tipos	Tipos de interés positivos y curva con pendiente positiva.
Actividad económica	Lejos potencial, crecimiento más bajo que el esperado, pero crecimiento positivo.		

Situación general: Probablemente etapa final del ciclo, pero no se ven elementos que señalen una pronta expansión de la economía.



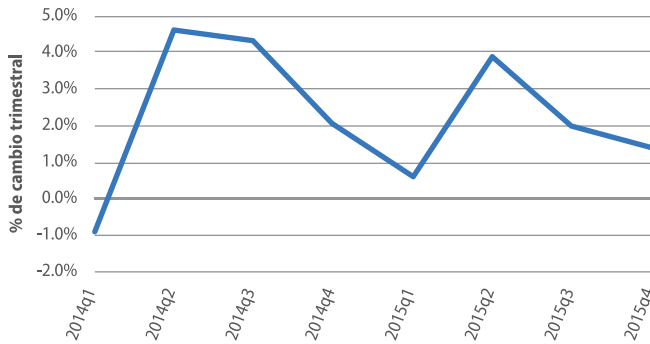
Producto interno bruto

El producto interno bruto de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2015 no cumplió con las expectativas generadas a inicios de año. El crecimiento en el cuarto trimestre de 2015 se situó en el 1.4%.

- El crecimiento del tercer trimestre de 2015 fue de 2.0%.
- El crecimiento del cuarto trimestre de 2015 fue de 1.4% (cifra preliminar).

Gráfica 1

Cambios en PIB trimestral



Fuente: Bureau of Economic Analysis, recopilados por Bloomberg.

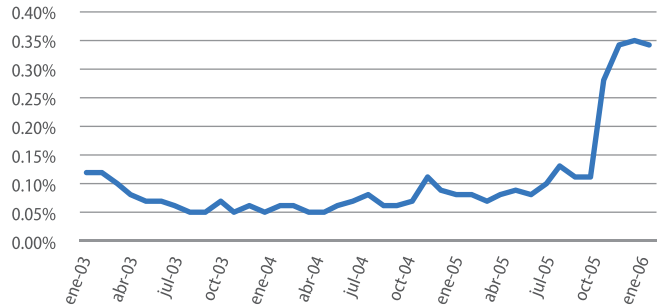
- El crecimiento anual del producto interno bruto en el año 2015 fue de 2.4%.
- UFM Market Trends estimó en el Informe de julio – diciembre de 2015 un crecimiento cercano al 2% en el año 2015.
- El crecimiento de 1.4% en el cuarto trimestre de 2015 se debió, principalmente, a un incremento en el rubro del consumo personal, inversión fija en residencias y gasto federal.
- Los elementos que marcaron una tendencia negativa en el cuarto trimestre de 2015 fueron: inversiones permanentes no residenciales, exportaciones, gasto local y estatal.

Tasa de interés de los fondos federales

La tasa de interés de los fondos federales de corto plazo fue incrementada por la Reserva Federal en 0.25% en el cuarto trimestre de 2015. Este incremento creó la expectativa del fin de una época de mercados financieros muy líquidos.

Gráfica 2

Tasa de interés de fondos federales (1 mes plazo)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Reserva Federal en el reporte H.15.

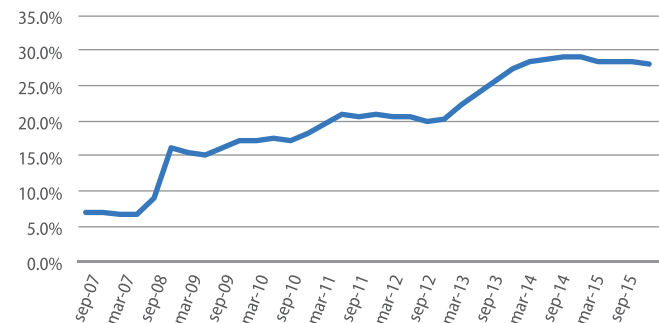
- El incremento del costo de los fondos federales de corto plazo se tradujo en el mercado en un incremento relativo del costo de la liquidez del 155% interanual.
- El mecanismo preferido por la Reserva Federal para estimular o desacelerar la economía es el costo de los fondos federales a corto plazo. ¿Generó un efecto negativo en el desempeño de la economía en el último trimestre de 2015? En términos generales, parece que no fue así.
- Después de siete años (2008-2015) de una política de fondos federales cercanos a un costo de cero, la economía de Estados Unidos no tiene un crecimiento aproximado al que se dio en los momentos previos a la crisis.

La Reserva Federal

La Reserva Federal realizó un esfuerzo continuo desde el año 2008 hasta el final del año 2015 con una tasa de interés de los fondos federales cercanos a 0%. Después de siete años, la economía de Estados Unidos no termina de recuperarse. ¿Es efectiva la política monetaria para sacar a un país del estancamiento económico?

Gráfica 3

Activos totales reserva federal / Activos totales instituciones bajo FDIC

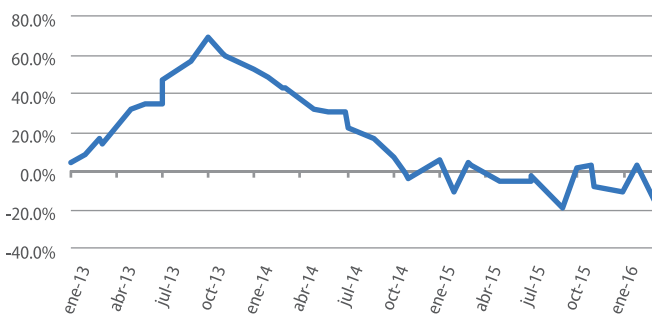


Fuente: Elaboración propia a partir de datos publicados por la Reserva Federal y los publicados por el Federal Deposit Insurance Corporation.

- Desde el año 2007, el peso relativo de la Reserva Federal en el sistema bancario de Estados Unidos creció de un 7% a un 28%. Este dato corresponde únicamente a las instituciones depositarias aseguradas por el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Esto significa que el peso de la Reserva Federal en el sistema financiero total es menor al 28%.
- La moneda en circulación aumentó desde 2008 a una tasa compuesta del 7% anual.
- En contraste con el crecimiento de la moneda en circulación (impresión de dinero), los depósitos de las instituciones financieras en la Reserva Federal crecieron a una tasa compuesta anual del 4%. Esto significa que una proporción significativa del estímulo monetario terminó en las propias bóvedas de la Reserva Federal.
- El valor del multiplicador de la masa monetaria, M1, se redujo, a partir de 2008, a un valor menor que 1.

Gráfica 4¹

Tasa de crecimiento interanual de los depósitos de las instituciones financieras en la Reserva Federal



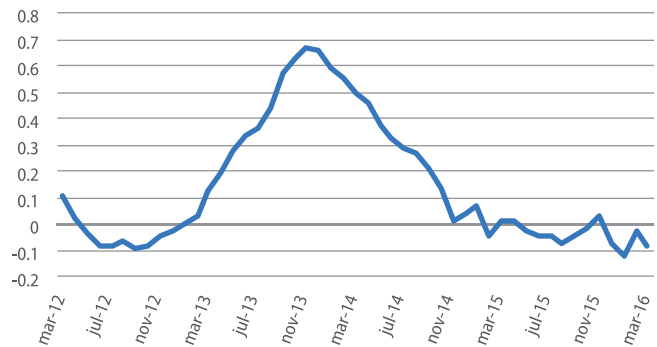
Fuente: Elaboración propia con datos de la Reserva Federal de San Luis.

- A partir de octubre de 2014, la tasa de crecimiento de los depósitos de las instituciones financieras en la Reserva Federal comenzó a mostrar tasas negativas.
- Se aprecian tasas de crecimiento negativas y volátiles cercanas a cero que no terminan con el aumento del volumen global de depósitos de instituciones financieras en la Reserva Federal.

¹ El comportamiento de los depósitos de las instituciones financieras es similar al exceso de reservas de las mismas.

Gráfica 4.1

Tasa de crecimiento interanual del exceso de reservas de las instituciones financieras en la Reserva Federal

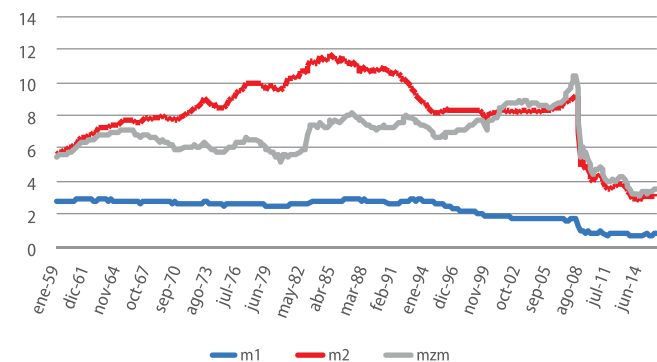


Fuente: Elaboración propia con datos de la Reserva Federal de San Luis.

- La gráfica 4.1 muestra que los depósitos de las instituciones financieras en la Reserva Federal se comportan de forma simétrica a los excesos de reserva de las mismas instituciones.

Gráfica 5

Multiplicadores de la base monetaria



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Reserva Federal de San Luis.

- Los multiplicadores bancarios M2 y M-MZM² se encuentran en valores cercanos al 50% de los valores precrisis.
- La banca, a pesar de la política de liquidez de la Reserva Federal, no logró dinamizar el crédito ni la inversión en *money market funds* a valores previos a la crisis.
- El multiplicador bancario m1 muestra, desde diciembre de 2008, valores menores a 1. Esta tendencia puede interpretarse como una reducción de la importancia de la banca tradicional y como una falta de dinamización del crédito.

² *Money Zero Maturity*: se traduce en español como "dinero a vencimiento inmediato que incluye M2 menos los depósitos a plazo más los fondos de mercado monetario (*money market funds*)". En una economía con mercados financieros desarrollados, este concepto explica mejor los movimientos de la inflación que otras medidas de agregados monetarios.

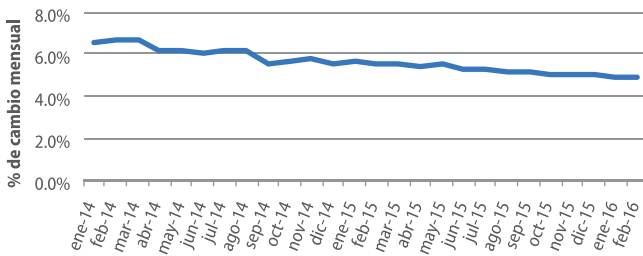
Desempleo

La tasa de desempleo en el primer trimestre de 2016 se muestra con un potencial estancamiento.

- En enero y febrero de 2016, el reporte de la tasa de desempleo se situó en 4.9%.
- En marzo de 2016, la tasa de desempleo se sitúa, de nuevo, en 5%.

Gráfica 6

Tasa de desempleo ajustada estacionalmente

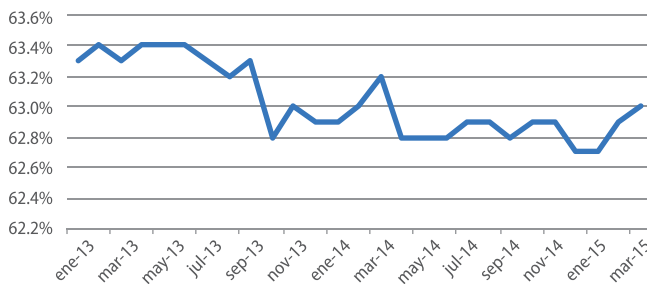


Fuente: Bureau of Labor Statistics, recopilados por Bloomberg.

- Los sectores reportados que crearon empleo en el último mes fueron los de comercio al detalle, construcción y servicios de salud. Los sectores que perdieron empleos fueron manufactura y minería.

Gráfica 7

Participación de la fuerza laboral de la población actual (>16 años)



Fuente: elaboración propia a partir de datos bls.gov.

- La tasa de participación de la fuerza laboral (mayores de 16 años) aumentó desde un 62.7% en diciembre de 2015 hasta un 63% en marzo de 2016. Se encuentra en niveles inferiores a los momentos precrisis.
- Los datos de desempleo y participación laboral en el primer trimestre de 2016 no muestran cambios significativos ni concluyentes. Los cambios porcentuales pueden deberse a errores estadísticos.

Inflación y agregados monetarios

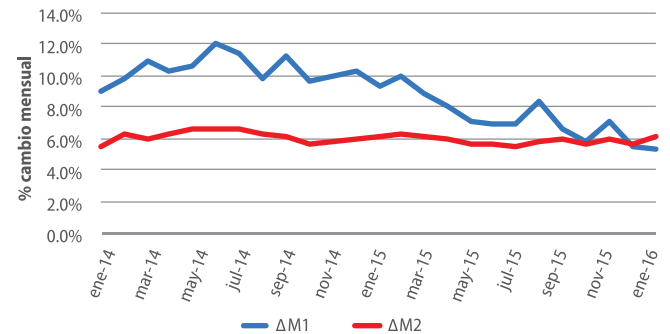
1. Agregados monetarios (M1 y M2)

Los agregados monetarios M1 y M2 continúan con su tendencia alcista en el primer trimestre de 2016.

- M1 mantiene una tasa de crecimiento positiva pero una tendencia de reducción de la misma. Esta gráfica confirma la información de la sección 2 de este informe. Hasta el mes de febrero de 2016 la tasa de crecimiento interanual fue de 4%.
- M2 mantiene la tasa de crecimiento positiva interanual estable, cercana al 6%.

Gráfica 8

Crecimiento interanual de M1 y M2



Fuente: Reserva Federal de San Luis, recopilados por Bloomberg.

- Los agregados monetarios siguen creciendo a tasas positivas durante los primeros meses del 2016. Para alcanzar los niveles de crédito previos a la crisis, los agregados monetarios deberían crecer al doble de la tasa actual (4% m1 y 5.7% M2).

2. Inflación

El índice de precios al consumidor en el primer trimestre de 2016 muestra una tendencia al alza, y la inflación se encuentra de nuevo en valores positivos.

- Tomando como base el índice de precios al consumidor de 1999, la inflación hasta febrero de 2016 se encuentra en valores del 0.7% (interanual).

Gráfica 9

Inflación interanual en Estados Unidos (Base 1999)



Fuente: Bureau of Labor Statistics, recopilados por Bloomberg.

- A pesar de que la inflación se encontraba en valores negativos cuando la Reserva Federal aumentó la tasa de interés, la inflación hasta febrero de 2016 se encuentra en valores positivos. Después de 7 años de política monetaria expansiva, la inflación comienza a responder como se esperaba.
- El valor de crecimiento real de la economía americana del 1.4% en el último trimestre de 2015 (2.4% de forma anual durante el 2015) y las tasas de crecimiento interanual de M2 y MZM de por lo menos 6% nos indican que la teoría cuantitativa del dinero no tiene poder explicativo en los últimos años.

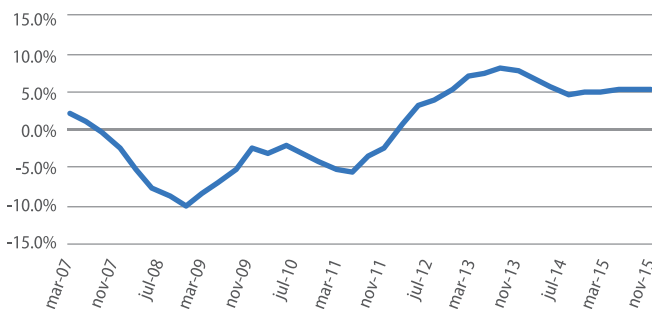
3. Índice de precios de las casas

Después de la leve caída en la tasa de crecimiento del índice de precios de la vivienda durante todo el 2014, el 2015 muestra una estabilización de esta tasa, con valores cercanos al 5%.

- El crecimiento del crédito para las casas en el sector bancario comercial quedó en los mismos niveles hasta marzo de 2016. Su comportamiento de enero a marzo de 2016 quedó en un promedio del 0.48%. Marzo muestra un crecimiento de 0.58%, pero febrero mostró un decrecimiento de 2.97%, y enero un crecimiento de 3.83%.
- En las denominadas instituciones financieras (*shadow banking*³) se reporta una caída del 5.9% hasta enero de 2016 (según el reporte G.20 de la Reserva Federal de Nueva York).

Gráfica 10

Cambio interanual trimestral del índice de precio de vivienda



Fuente: Federal Housing Finance Agency, recopilados por Bloomberg.

³ En este informe se entiende como *shadow banking* aquellas instituciones financieras que son sucursales de *bank holdings* o de otras empresas que se dedican a dar créditos pero no son parte de los bancos comerciales. La distinción puede hacerse a raíz de los reportes G.20 y H.8 de la Reserva Federal. El reporte G.20 incluye instituciones financieras, mientras que el H.8 incluye Bancos Comerciales.

- El crédito a la vivienda no termina de dinamizarse.
- El crédito de la banca tradicional a la vivienda crece en valores cercanos a 0.
- El crédito de la banca no tradicional a la vivienda decrece a tasas cercanas al 6%.
- La tasa de crecimiento del índice del precio de las casas se ha estabilizado en un crecimiento cercano al 5%. El aumento de la tasa de interés de los fondos federales y el comportamiento del crédito a vivienda no auguran un futuro brillante para el sector inmobiliario.

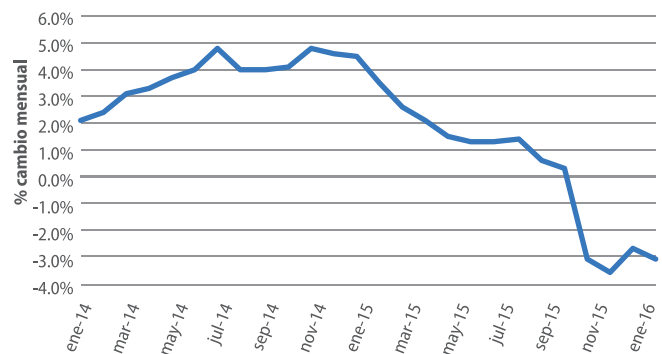
4. Índice de precios de producción

Desde noviembre de 2015 el índice de precios de producción de Estados Unidos se encuentra en franca caída.

- Hasta febrero de 2016 muestran un valor de -3.06% interanual.

Gráfica 11

Cambio interanual índice de precios de producción



Fuente: Reserva Federal de San Luis, recopilados por Bloomberg.

- El índice general de precios al consumidor comienza a mostrar valores positivos, pero el índice de precios de producción sigue en valores negativos.
- Esto indica que, aunque los efectos monetarios comienzan a llegar al consumidor final, la producción sigue sin estimularse. La manufactura y la minería fueron de los sectores que perdieron empleos en el primer trimestre de 2016.

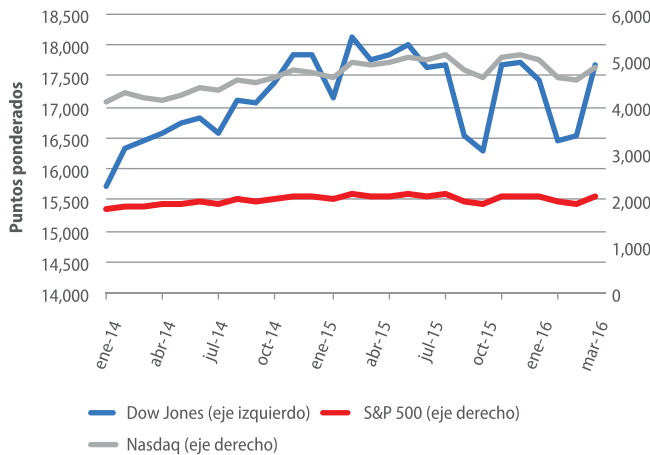
Índices bursátiles

El índice bursátil S&P 500 continúa con una tendencia de crecimiento sostenida. La volatilidad iniciada en agosto de 2015 continúa sobre todo para el índice Dow Jones y el índice Nasdaq. Ninguno de los dos últimos índices muestra valores históricos, aunque se encuentra muy cerca de dichos valores. El índice Dow Jones puede leerse en el eje izquierdo, Nasdaq y S&P 500 en el eje derecho de la gráfica.

- Es posible que el aumento en la tasa de interés de los fondos federales, comparados sobre todo con los tipos de interés negativos en la mayoría de los mercados europeos, reconfigurará los valores de los índices.

Gráfica 12

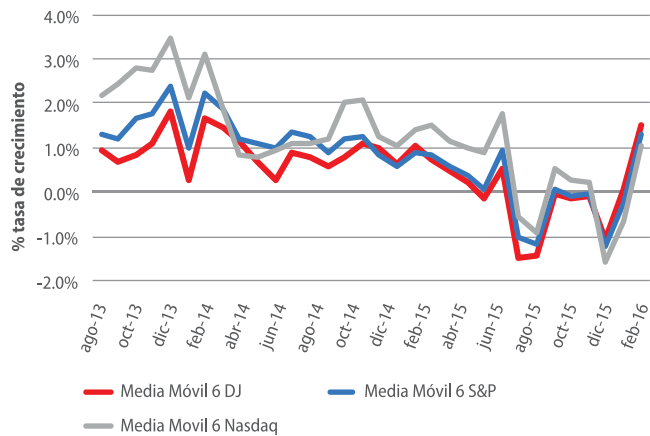
Índices bursátiles



Fuente: Índice Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq recopilados por Bloomberg.

Gráfica 13

Crecimiento de índices bursátiles



Fuente: Elaboración propia a partir de los índices Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq.

- A pesar de la volatilidad mostrada por los índices Dow Jones y Nasdaq, las tasas de crecimiento promedio (media móvil 6 períodos) de los índices continúan en valores cercanos a cero. Es decir, las caídas han quedado compensadas con subidas en tiempos relativamente cortos.
- El aumento de la tasa de interés probablemente ha reconfigurado marginalmente la composición de los índices bursátiles.

Crédito

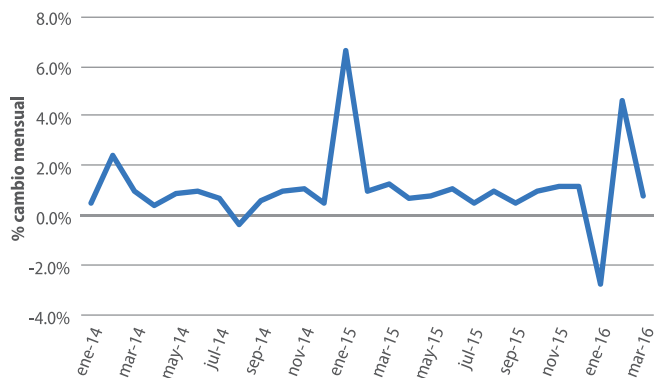
1. Evolución cuantitativa

Los valores de crecimiento de los créditos en la banca comercial, a pesar de ser positivos en la mayoría de sus líneas, tienen tasas de crecimiento menores del 1%, aunque se ha añadido una ligera volatilidad en los primeros tres meses de 2016. Posteriormente, se realiza una comparación entre los valores del *shadow banking* y la banca comercial.

- En la banca comercial tradicional la evolución del crédito fue:
 - Créditos comerciales e industriales: crecimiento mensual interanual cercano al 0.8% hasta marzo de 2016. En enero tuvo valores negativos (-2.8%) y en febrero valores positivos (4.8%).
 - Créditos al consumo: el crecimiento mensual interanual hasta marzo de 2016 se situó en 0.75%. Este rubro de crédito no ha tenido variaciones negativas, y sus variaciones positivas son de valores menores de 1% desde enero de 2015. En enero de 2015 su variación fue de 18%, lo que probablemente obedece a un cambio de medición o a un error estadístico.
 - Crédito hipotecario y relacionado: como se mencionó en la sección sobre el índice de precio de las casas, el crédito para vivienda no muestra valores crecientes. La banca comercial muestra tasas de crecimiento de 0.58% hasta marzo de 2016, y el *shadow banking* una contracción de 5.9%.

Gráfica 14

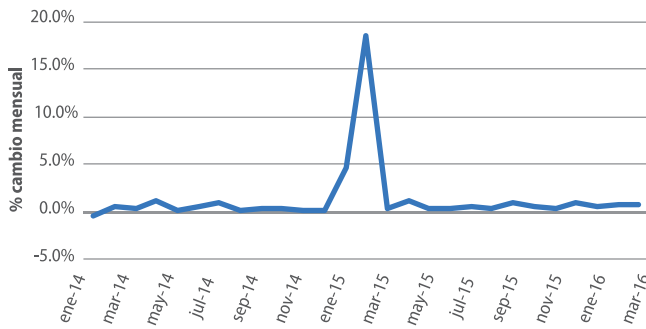
Tasa de crecimiento créditos comerciales e industriales (Reporte H.8)



Fuente: Elaboración propia a partir del reporte H.8 de la Reserva Federal de Nueva York.

Gráfica 15

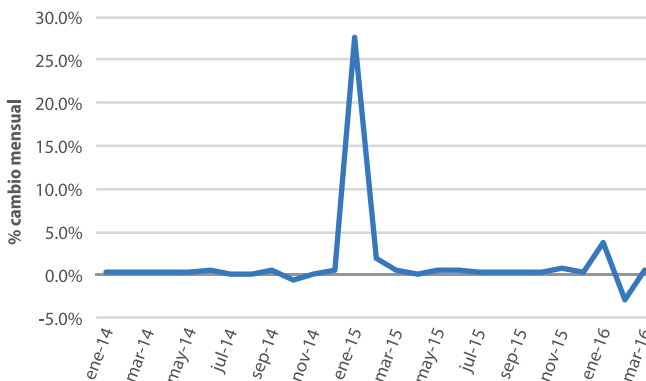
Tasa de crecimiento créditos al consumo (Reporte H.8)



Fuente: Elaboración propia a partir del reporte H.8 de la Reserva Federal de Nueva York.

Gráfica 16

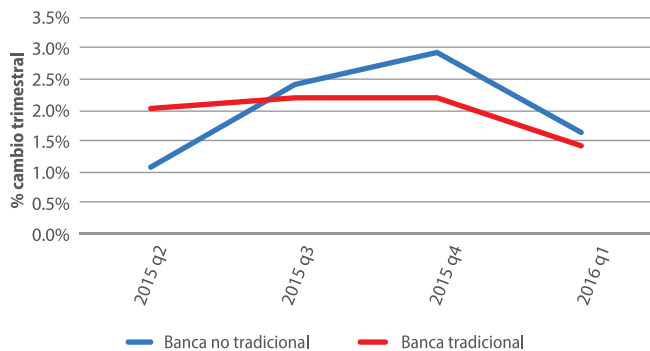
Tasa de crecimiento créditos hipotecarios y relacionados



Fuente: Elaboración propia a partir del reporte H.8 de la Reserva Federal de Nueva York.

Gráfica 17

Crédito de automóviles: banca tradicional y no tradicional

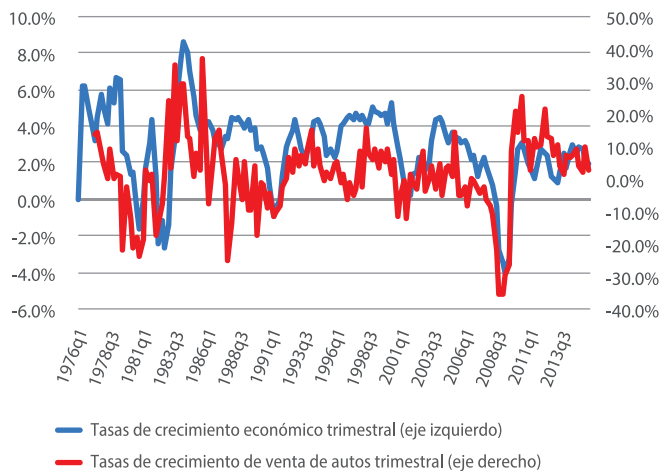


Fuente: Elaboración propia a partir de los reportes H.8 y G.20 de la Reserva Federal de Nueva York.

- Después de los anuncios del año 2015 sobre el récord de créditos para compra de automóviles, las tasas de crecimiento de dichos créditos se redujeron a valores cercanos al 2%.
- El valor de créditos del *shadow banking* en créditos de automóviles es de 1,43 veces el de la banca comercial.

Gráfica 18

Tasa de crecimiento económico y crecimiento de venta de automóviles



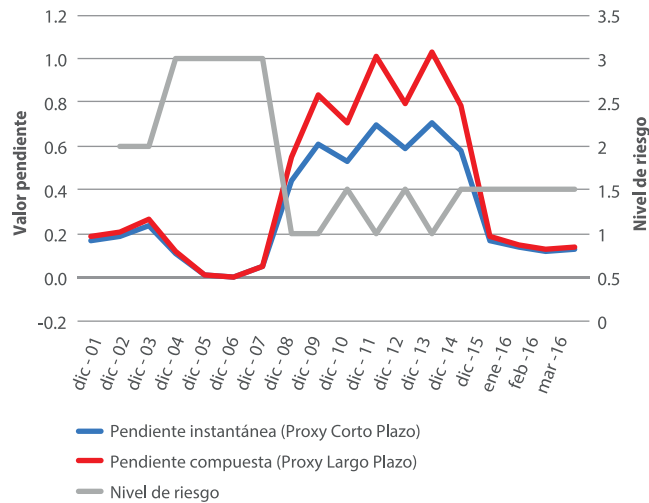
Fuente: Elaboración propia a partir de datos publicados por el Bureau of Economic Analysis (BEA).

- La venta de automóviles es una variable pro-cíclica. En la gráfica 18 se puede observar el crecimiento trimestral de venta de automóviles y el crecimiento económico trimestral. Ambas variables siguen, en cuanto a tendencia, una relación directa, y el movimiento de una explica aproximadamente el 50% del movimiento de la otra (R^2 50.43%).
- Esta información permite, en conjunto con el resto de indicadores, tener una idea de en qué momento del ciclo económico se encuentra Estados Unidos.
- Ninguna variable indica que Estados Unidos se encuentra en una fase expansiva del ciclo.

2. Evolución cualitativa del crédito

Gráfica 19

Comparación pendientes e indicador de riesgo



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Departamento del Tesoro.

- El nivel de riesgo de la degradación de la liquidez se sitúa, para el mes de marzo de 2016, en 1.5.
- Esto implica que, desde diciembre de 2015, cuando la Reserva Federal incrementó los tipos de interés, no hay cambios en las condiciones de liquidez de los mercados financieros.
- El indicador se encuentra en niveles de riesgo moderado, por lo que no se ve cercana una crisis derivada de una degradación masiva de liquidez.
- Se confirma que el incremento relativo de riesgo de degradación masiva de liquidez en diciembre de 2015 fue un movimiento anticipatorio del incremento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal.

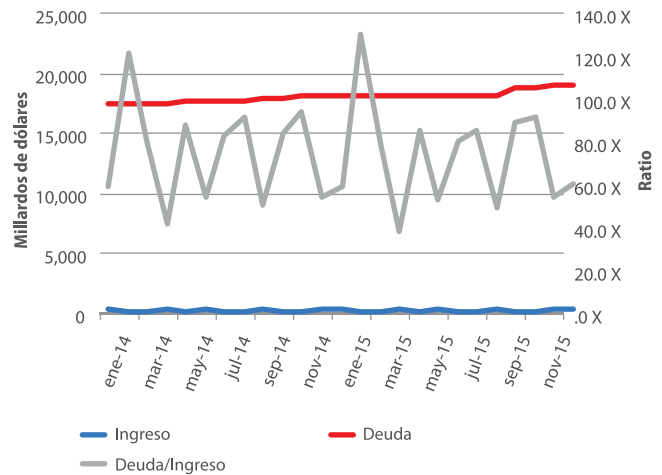
Fiscalidad

La situación fiscal de Estados Unidos permanece sin cambios significativos desde 2014. Las variaciones en los temas fiscales se deben a movimientos estacionales sobre los ingresos fiscales, con lo que la deuda se mantiene estable:

- La relación deuda/ingresos suavizada de los movimientos estacionales tiende a mantenerse alrededor de una razón de 70X.
- La deuda derivada de la contención en las deudas municipales se mantiene estable en los últimos trimestres.
- Entre los elementos que decrecieron para situar el PIB en 1.4% en el cuarto trimestre de 2015 está el gasto de los gobiernos estatales y de las municipalidades. Esto permite mantener controlada la deuda de Estados Unidos. El gasto federal, aunque marginalmente, siguió en aumento.

Gráfica 20

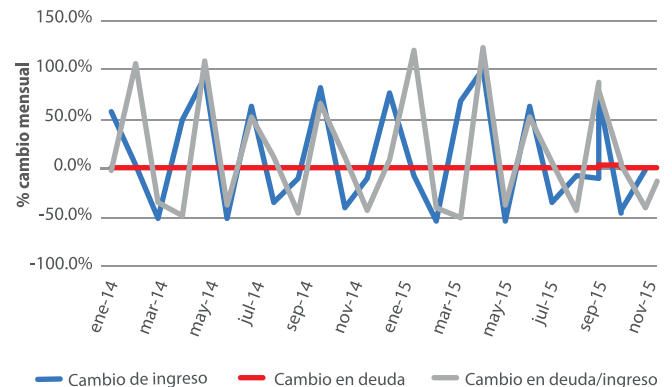
Situación fiscal



Fuente: Datos de la Reserva Federal de San Luis recopilados por Bloomberg.

Gráfica 21

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



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos tomados de Bloomberg.

- Los niveles de deuda 60X en relación a los ingresos fiscales no dan indicios de un cambio en la situación fiscal de Estados Unidos. Suavizados por el efecto estacional, continúan en valores cercanos a 70X.
- Los cambios de indicadores de la deuda se deben a factores estacionales en relación al ingreso.
- La tasa de crecimiento de la relación deuda/ingresos se encuentra cercana a 0%, como se puede ver en la gráfica 21.

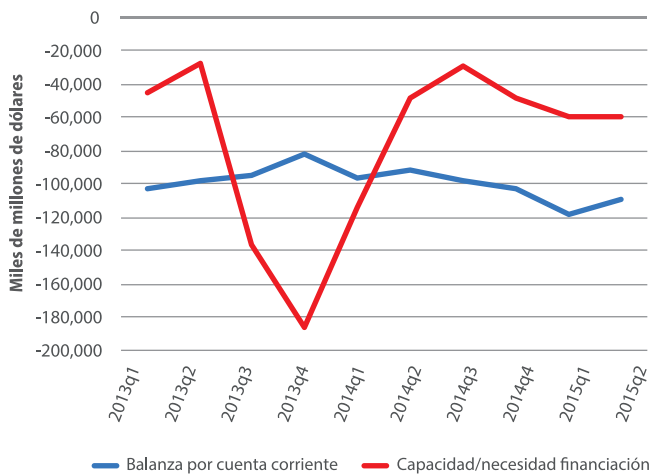
Balanza de pagos

El cambio en los tipos de interés produjo un cambio en las balanzas de pagos de Estados Unidos.

- La cuenta corriente en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2015 redujo su déficit en 3.55%.
- La cuenta financiera redujo su déficit en el cuarto trimestre de 2015 en 50.64%.

Gráfica 22

Balanza por cuenta corriente y financiera



Fuente: Bloomberg.

- El dólar no se revalorizó como se esperaba, frente al euro y al yuan. Esto se verá en la siguiente sección de este informe.
- El cambio en cuenta corriente se debe a una reducción en las importaciones. Esto está relacionado, probablemente, con el modesto incremento de créditos al consumo.
- El movimiento más relevante es el de la reducción de la cuenta financiera en un 50.64% de su déficit.
- Esta última reducción no viene dada por una reducción en los créditos obtenidos en el extranjero por parte de agentes económicos americanos, sino que se debe a una reducción en la adquisición de activos financieros en el extranjero. Es muy posible que exista una sustitución de activos europeos por activos americanos, derivada del incremento en el costo de los fondos federales en Estados Unidos y de las tasas de interés negativas en Europa.

1. Tipo de cambio

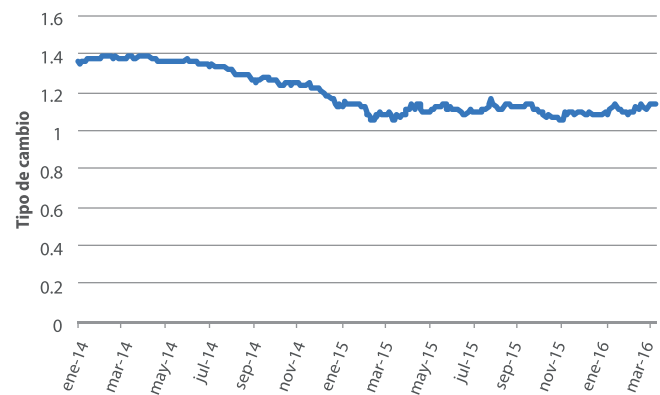
En el primer trimestre de 2016, el dólar no continuó con el fortalecimiento que tuvo en el último trimestre de 2015. El euro, a pesar de las tasas negativas de interés en sus mercados, ganó terreno frente al dólar marginalmente. El yuan chino perdió valor marginalmente en el primer trimestre de 2016. Ninguno de los dos tipos de cambio sufrió cambios económicamente relevantes. Probablemente, las modifica-

ciones del tipo de cambio que se dieron de forma anticipatoria se están ajustando a la realidad del incremento, con la expectativa de que la Reserva Federal no los vuelva a incrementar.

- El tipo de cambio dólares por euros se incrementó con poca volatilidad a un valor de 1.13 hasta marzo de 2016.
- El tipo de cambio del yuan permanece estable alrededor del 6.55 por dólar con una tendencia a la baja en el 2016.

Gráfica 23

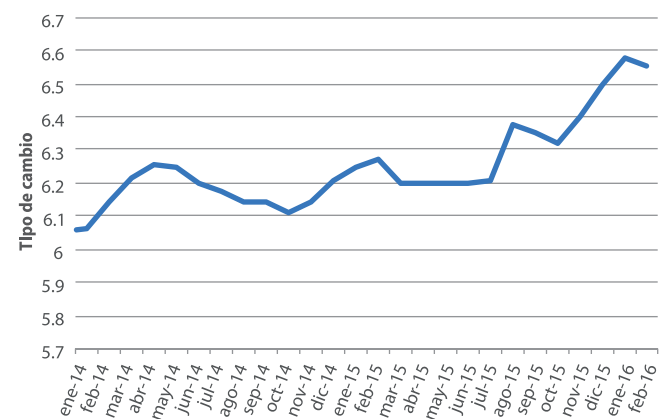
Tipo de cambio (dólar a euros)



Fuente: Datos recopilados por Bloomberg.

Gráfica 24

Tipo de cambio USD-CNY



Fuente: Datos recopilados por Bloomberg.

- Probablemente, la expectativa de los efectos del incremento en los tipos de fondos federales fue mucho mayor que el efecto real que generó. De esta forma se puede explicar que los tipos de cambio con las dos zonas más importantes en comercio exterior con Estados Unidos no sufrieron mayores modificaciones desde el anuncio del incremento.
- Es probable que el reducido efecto del tipo de interés de los fondos federales en el euro y el yuan muestren que la Reserva Federal ya no tiene el poder que tuvo en décadas pasadas sobre la economía de Estados Unidos y el mundo.

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.