



INFORME TRIMESTRAL  
**EEUU**

Bajo de la superficie, el motor económico de los EEUU está fallando

**ABRIL - JUNIO 2017**

Autor: Olav A. Dirkmaat

Asistente de Investigación: Alejandro Mejía

[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

**T2 2017 US**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# EEUU

## INDICADOR

## INDICADOR

<b>Actividad económica</b>	Disminución en el primer trimestre de 2017, empresas renuentes a invertir en inventarios
<b>Desempleo</b>	El desempleo alcanza un mínimo cíclico
<b>Demanda de bienes de consumo cíclico</b>	Fortaleza en el mercado inmobiliario, pero los precios de la vivienda en niveles récord; Las ventas de automoviles han alcanzado su punto máximo y se enfrenta a una posible caída de ventas.
<b>Inflación</b>	Cerca de la meta de inflación de la Fed (2%), estable; los precios al productor se recuperaron en 2017 después de haber disminuido durante casi dos años
<b>Curva de rendimiento</b>	Aplanamiento preocupante de la curva de rendimientos
<b>Liquidity gap</b>	Reducción del liquidity gap del sector financiero. Clara señal de peligro; Liquidity gap en otros sectores no presentan problemas
<b>Oferta de dinero</b>	Crecimiento sostenible en M2 y MZM; M1 sigue subiendo

<b>Mercado de valores</b>	Mercado de valores fuertemente sobrevaluado (ratio Q + 53% respecto a la media histórica)
<b>Crecimiento del crédito</b>	Disminución significativa en todos los sectores (préstamos comerciales, de consumo e hipotecarios), aunque aún no negativa
<b>Tasas de morosidad</b>	Crece ligeramente para préstamos industriales y comerciales, la morosidad general alcanzando un mínimo cíclico
<b>Diferencial de riesgo bancario</b>	Tendencia creciente en 2016, indicando problemas; vuelve a la normalidad en 2017
<b>Tipo de cambio</b>	Perspectivas positivas para el dólar estadounidense, diferencial de tipos de interés contra otras monedas significativo y creciente
<b>Déficit público</b>	Decrece gradualmente, pero la propuesta fiscal de Trump es una amenaza a la estabilidad fiscal
<b>Perspectiva general</b>	Una recesión es poco probable en un futuro cercano (dentro de los próximos seis meses), pero aumentan las probabilidades a medio plazo. Debilitamiento de los datos subyacentes, aumento de tensión en los mercados crediticios.

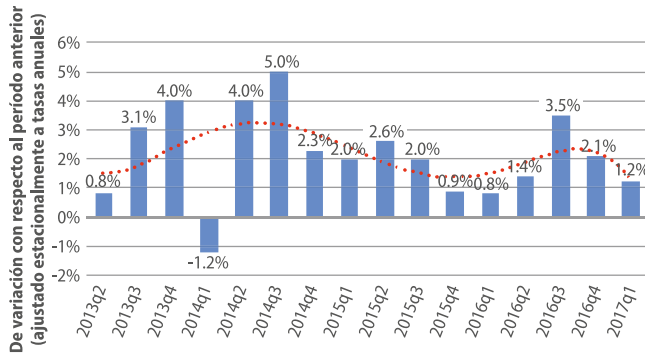


# 1. Actividad económica

## 1.1 Producto Interno Bruto (PIB)

Gráfica 1

### Producto Interno Bruto (PIB)



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

El crecimiento del PIB se ha desacelerado considerablemente en el primer trimestre de 2017. La segunda estimación publicada por la Bureau of Economic Analysis (BEA) muestra que el PIB real de los EE.UU. aumentó a una tasa anualizada del 1.2 por ciento. A pesar de que es significativamente mejor que la primera estimación de BEA, que fue de 0.7 por ciento, el crecimiento se ha moderado en el primer trimestre. En el cuarto trimestre de 2016, el PIB aumentó a un ritmo del 2.1%.

Cabe señalar, sin embargo, que el crecimiento del PIB del primer trimestre ha sido decepcionante en los últimos cuatro años, con la excepción de 2015 cuando el PIB aumentó a una tasa anualizada del 2% en el primer trimestre.

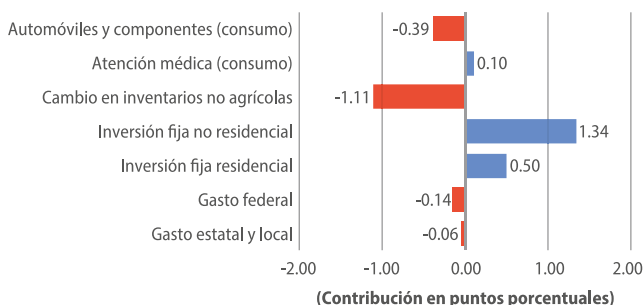
- Variación del PIB real en el primer trimestre de 2017: + 1.2% (4T 2016: + 2.1%)

## 1.2 Desglose del Producto Interno Bruto (PIB)

Predominan algunos componentes del PIB del primer trimestre de 2017:

Gráfica 2

### Contribuciones al PIB real



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Los sectores que mayor peso tienen en el PIB del primer trimestre son:

- El consumo personal de vehículos y componentes ha disminuido
- El gasto en atención médica ha aumentado
- Las empresas están reduciendo las inversiones en los inventarios no agrícolas
- La inversión fija residencial ha aumentado (nueva vivienda y mejoras en las actuales)
- Aumento de la inversión fija no residencial, principalmente en la categoría "otros equipos de procesamiento de información" (excluyendo hardware) y estructuras.

A continuación, analizaremos cada uno de ellos más detalladamente.

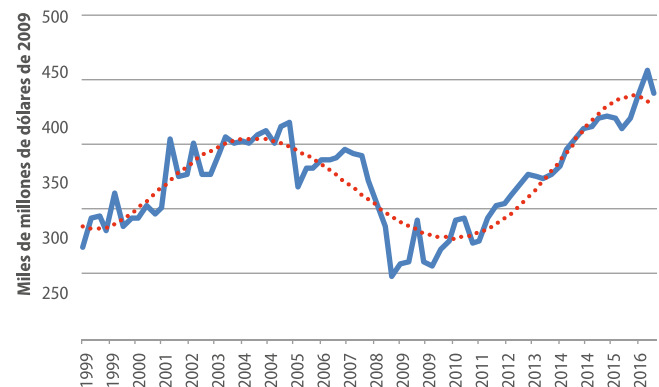
### 1.2.1 Consumo personal - Automóviles y atención médica

Las ventas de vehículos personales parecen haber alcanzado un máximo por varias razones (ver sección 1.7 Demanda de Bienes Cíclicos de Consumo), lo que se refleja en la estimación más reciente del PIB. Al mismo tiempo, el gasto de atención médica aumentó, lo que a menudo no es voluntario y en muchos casos sólo refleja mayores costos de atención de la salud.

- Gastos de consumo personal ajustados estacionalmente para automóviles y componentes. 1T 2017: \$481.800 millones (4T 2016: \$498.900 millones, -3.4%)

Gráfica 3

### Gastos de consumo personal real: automóviles y componentes



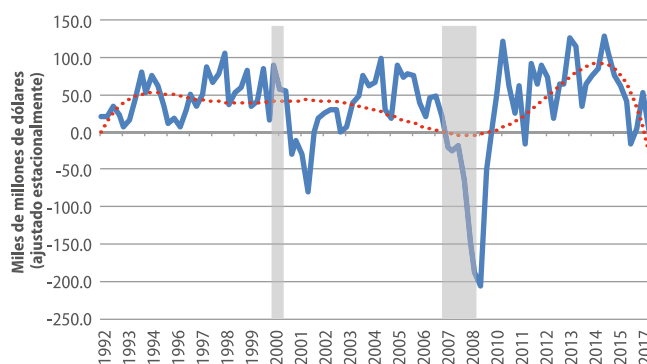
Fuente: Bureau of Economic Analysis, St Louis Fed.

### 1.2.2 Inventarios privados

Las empresas no están incrementando su inversión en inventarios, un signo negativo para la economía norteamericana. Una disminución de la inversión en nuevos inventarios se asocia a menudo a una recesión económica. En el primer trimestre de 2017, las empresas estadounidenses invirtieron sólo 1.700 millones de dólares en inventarios, comparado con los 52.400 millones de dólares del cuarto trimestre de 2016. En los momentos expansivos, las empresas pueden llegar a invertir más de 100.000 millones de dólares por trimestre en inventarios mientras que en las recesiones las empresas no renuevan inventario o directamente los consideran como pérdidas.

Gráfica 4

#### Cambio en inventarios privados



Fuente: Bureau of Economic Analysis, St Louis Fed.

### 1.2.3 Inversión fija residencial

El aumento de la inversión fija residencial puede explicarse principalmente por el aumento de las viviendas unifamiliares y, en menor medida, de las estructuras multifamiliares. Sin embargo, la inversión fija residencial no es un indicador del ciclo económico, a menos que una expansión económica insostenible sea estimulada por una burbuja inmobiliaria, como fue el caso en 2008.

### 1.2.4 Inversión fija no residencial

Las dos categorías más significativas de inversión fija no residencial son: (1) estructuras y (2) equipo. Las estructuras contribuyeron con 0.55 puntos porcentuales al PIB del primer trimestre, que fue en gran parte el resultado de un enorme aumento de la inversión en exploración minera y pozos. Esto puede explicarse por el aumento de los precios del petróleo en 2016 y por un aumento de la producción de shale oil estadounidense (véase nuestro [informe H1 2017 sobre petróleo crudo](#)).

### 1.3 Pronósticos del PIB (GDPNow & FRBNY Nowcast)

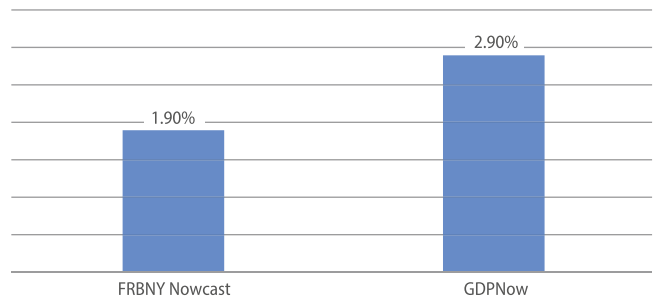
Tanto la Fed de Atlanta (GDPNow) como la de Nueva York (Nowcast) tienen modelos que pronostican el crecimiento del PIB del trimestre siguiente en tiempo real (2T 2017 en este caso), considerando una variedad de datos en el mercado laboral, producción, mercado inmobiliario, etc. Aunque está muy lejos de ser infalible, el análisis de ambas estimaciones puede proporcionar información útil.

Desde 2013, el crecimiento trimestral del PIB real promedió 2.2% a una tasa anualizada. Si comparamos el crecimiento promedio del segundo trimestre desde 2013, también obtendremos un promedio de 2.2%. Desde 2015, el crecimiento promedio disminuyó a 1.8%.

- Pronóstico de GDPNow 2T 2017: + 2.9%
- Pronóstico de FRBNY Nowcast 2T 2017: + 1.9% (3T 2017: + 1.5%)

Gráfica 5

#### Pronósticos del PIB (T2 2017)



Fuente: Federal Reserve Bank of New York & Federal Reserve Bank of Atlanta, datos del 16 de junio de 2017.

### 1.4 Gross Output (GO)

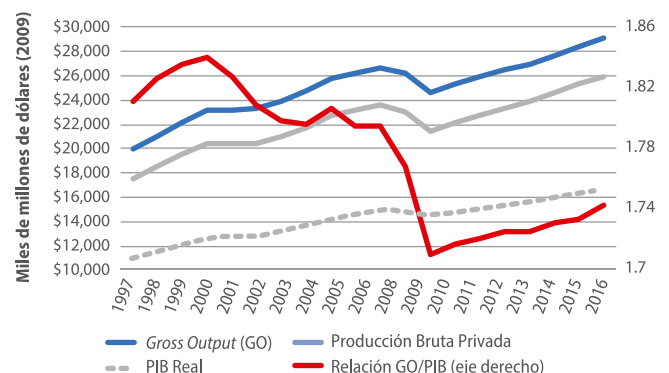
Gross Output (GO) es una medida más amplia de la actividad económica que el PIB, que se centra en el valor añadido. GO mide la producción bruta de todas las industrias. Puede argumentarse que GO es una mejor medida de la actividad económica total<sup>1</sup>, los datos GO se publican con un desfase significativo.

La producción bruta real aumentó un 2.2% en 2016, superando el crecimiento del PIB. Durante una recesión, el ratio GO/PIB tiende a decrecer. Un aumento del ratio GO/PIB podría indicar que la producción supera la demanda final futura y, por tanto, es insostenible.

- Gross Output (GO) de 2015 a 2016: + 2.2% (2014 a 2015: + 2.7%)

Gráfica 6

#### Gross Output (GO)



Fuente: Bureau of Economic Analysis, St Louis Fed.

<sup>1</sup> Véase "La estructura de la producción" de Mark Skousen (1990)

El *Gross Output* por industria revela que la industria de petróleo y gas se ha expandido, como se puede leer en [nuestro último informe sectorial sobre petróleo](#), mientras que la producción manufacturera ha disminuido sustancialmente. Igual que en los datos del PIB, se observa una disminución en el *Gross Output* en la producción de automóviles, así como en el comercio al por menor de automóviles, una clara señal de que la industria automotriz estadounidense está revirtiendo su curso.

El *Gross Output* también está disminuyendo en el sector inmobiliario, salud, finanzas y seguros, servicios de información y servicios profesionales, científicos y técnicos. Esta última categoría es muy ambigua, ya que no tenemos los datos subyacentes (incluye actividades tan dispares como la contabilidad, la consultoría o los servicios publicitarios). Estos hallazgos respaldan algunas de las principales conclusiones de este informe.

### 1.5 Índices de Gestión de Compras (PMI)

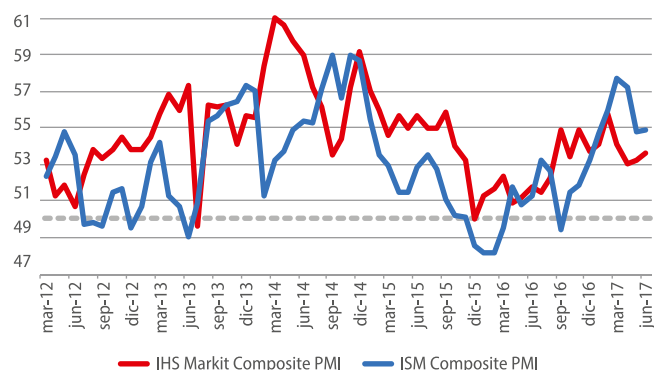
Uno de los indicadores económicos más importantes, el Índice de Gestión de Compras (PMI), revela que la economía está expandiéndose. Después de mostrar signos de contracción durante una gran parte de 2015 y 2016, el PMI ha sido positivo (por encima de 50) desde entonces. Sin embargo, desde febrero de este año, los dos PMI principales revelan que el ritmo de crecimiento económico está disminuyendo nuevamente. Markit PMI cayó de 55.8 a 53.6.

Hay razones para preferir el PMI de Markit sobre el PMI de ISM. El primero se basa en datos concretos, que tienden a reflejar mejor los recientes desarrollos en la industria automotriz, mientras que el PMI de ISM se basa en gran medida en indicadores de confianza.

- IHS Markit Composite Purchasing Managers' Index (junio de 2017): 53.6 (mayo de 2017: 53.2)
- ISM Composite Purchasing Managers' Index (junio de 2017): 54.9 (mayo de 2017: 54.8)

Gráfica 7

### Índices de Gestión de Compras (PMIs)



Fuente: Investing.com

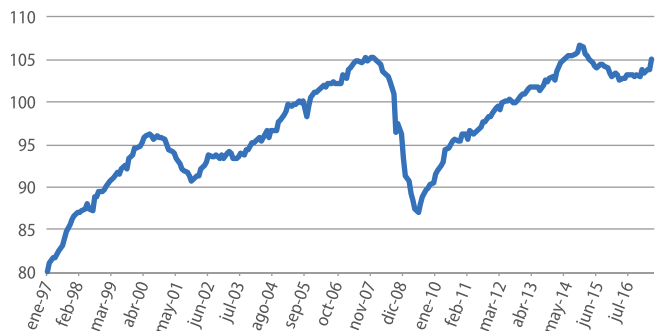
### 1.6 Índice de producción industrial (IPI)

El índice de producción industrial (IPI) mide la producción manufacturera, minera y de electricidad, es un indicador cíclico. El índice mostró una tendencia decreciente importante en 2015, sólo para recuperarse en los últimos meses. Esta recuperación ha sido sorprendente, ya que una tendencia decreciente normalmente señala que la recesión está cerca.

- Índice de producción industrial (IPI) en mayo de 2016: 105 (mayo de 2015: 104.3)

Gráfica 8

### Índice de producción industrial (IPI)



Fuente: St Louis Fed.

### 1.7 Demanda de bienes cíclicos de consumo

Los principales indicadores en la industria inmobiliaria y automotriz muestran signos preocupantes. La demanda de los consumidores en ambas industrias depende en gran medida de la cantidad de crédito y del costo del mismo.

#### 1.7.1 Construcción nueva vivienda y permisos de construcción

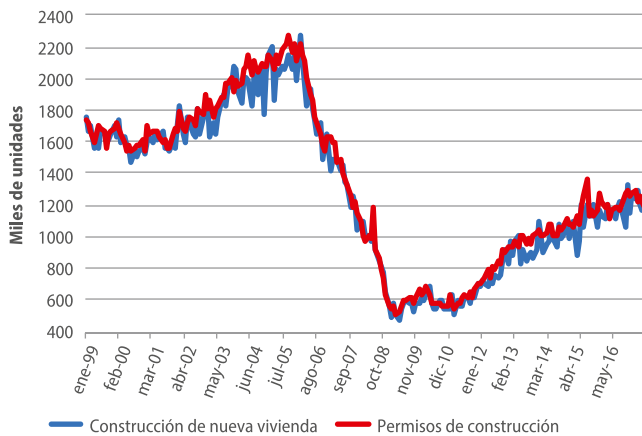
Los datos de construcción de nueva vivienda son fuertes y saludables, aunque podrían haber alcanzado su máximo al final del año pasado. Los indicadores comenzaron a debilitarse en enero. Aunque la Fed está subiendo los tipos de interés a corto plazo, las tasas hipotecarias siguen siendo extremadamente bajas. Las tasas de morosidad en las hipotecas están en descenso, pero siguen siendo históricamente altas en comparación con la época anterior a la crisis (en el primer trimestre de 2017, la morosidad hipotecaria cayó al 4.37%, pero entre 2003 y 2006 la tasa de impagos fue inferior al 2%).

Por lo tanto, el mercado de la vivienda parece gozar de buena salud, aunque es preocupante que los precios de la vivienda estén alcanzando máximos históricos (el precio medio de venta de viviendas nuevas sube un 16.8% interanual y alcanza un récord de 345.800 dólares), casi un 32% por encima del pico de 2007.

- Permisos de construcción (mayo de 2017): 1.17 millones de unidades (enero 2017: 1.3 millones de unidades, -10.1%)
- Construcción de nueva vivienda (abril de 2017): 1.17 millones de unidades (enero 2017: 1.24 millones de unidades, -5.2%)

Gráfica 9

## Construcción nueva vivienda y permisos construcción



Fuente: U.S. Bureau of the Census, Release: New Residential Construction, datos mensuales.

### 1.7.2 Ventas de vehículos e inventario de automóviles

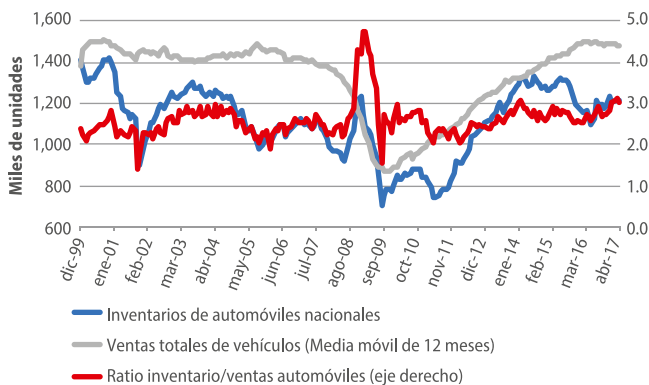
Es probable que los préstamos de automóviles "subprime" causen problemas a las instituciones financieras. Como veremos a continuación (en la sección 4.5.4 Crédito al consumo), los estándares crediticios para automóviles nuevos y usados son cada vez menos estrictos.

La última vez que el ratio inventario/ventas fue tan alto ( $\pm 3.1$ ), fue en 2009, en medio de una recesión. La industria automovilística estadounidense podría enfrentarse a problemas en el futuro.

- Ventas totales de vehículos (abril de 2017): 1.45 millones de unidades (abril de 2016: 1.52 millones de unidades, -4.6%)
- Ventas totales de automóviles (turismos) (mayo de 2017): 496,800 unidades (mayo de 2016: 566.200 unidades, -12.3%)
- Ratio de inventario/ventas de automóviles (abril de 2017): 3.05 x (abril de 2016: 2.69 x, + 13.4%)

Gráfica 10

## Ventas e inventarios de vehículos



Fuente: Bureau of Economic Analysis, Release: Supplemental Estimates, Motor Vehicles, datos mensuales.

## 2. Mercado laboral

### 2.1 Desempleo

A continuación, se presentan tres medidas que reflejan la salud del mercado laboral: tasa de desempleo; tasa de desempleo ajustada por trabajadores a tiempo parcial involuntarios y los trabajadores ligados de manera marginal al mercado laboral; tasa de empleo inverso (100 - tasa de empleo). Todos ellos consideran el número de trabajadores ocupados en relación con la fuerza de trabajo total (de forma estrecha, media y amplia). Se considera toda la población entre 25 y 54 años para tener en cuenta tendencias estructurales como la jubilación anticipada.

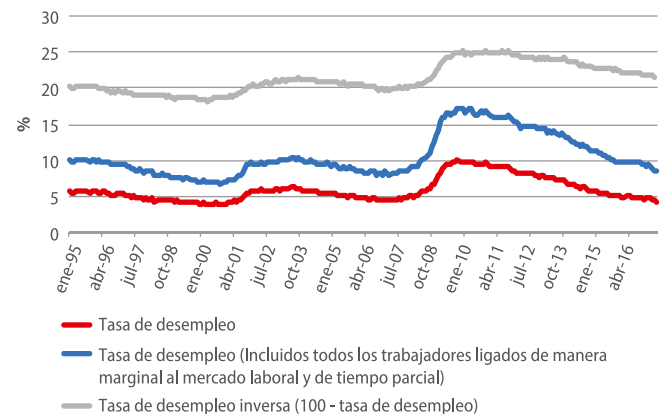
La tasa de desempleo decreció a 4.3% y alcanzó su nivel más bajo desde 2001, lo que impulsó a la Fed a subir las tasas de interés. Sin embargo, las cosas parecen menos atractivas cuando corregimos cuando tenemos en cuenta cambios en la fuerza de trabajo. Si incluimos a los trabajadores ligados de manera marginal al mercado laboral, así como a los trabajadores a tiempo parcial involuntarios, la tasa de desempleo alcanza el 8.4%, que es el nivel más bajo desde 2007. La tasa de empleo alcanzó su nivel más alto desde 2008.

Los datos sugieren que el desempleo ha alcanzado un mínimo cíclico. Tanto en 2001 como en 2007/2008, estábamos cerca de una recesión cuando esto ocurrió.

- Tasa de desempleo (mayo de 2017): 4.3% (mayo de 2016: 4.7%)
- Tasa de desempleo ajustada por trabajadores ligados de manera marginal al mercado laboral y trabajadores con jornada parcial involuntaria (mayo de 2017): 8.4% (mayo de 2016: 9.7%)
- Tasa de empleo (abril de 2017): 78.5% (abril de 2016: 77.8%)

Gráfica 11

## Tasa de desempleo



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics (Release: Employment Situation), Organization for Economic Co-operation and Development (OECD).

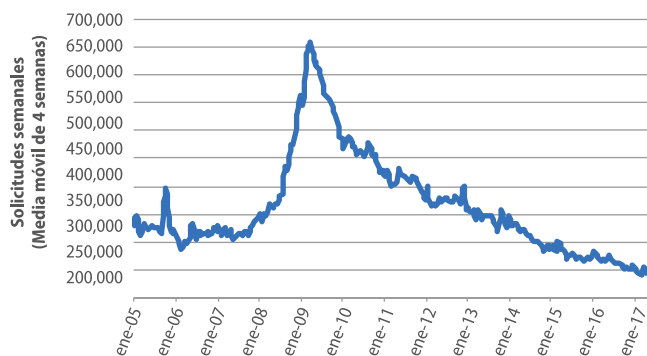
## 2.2 Solicitudes semanales del subsidio de desempleo

El número de solicitudes semanales del subsidio de desempleo es tal vez el mejor indicador del mercado laboral. Muestra cuántas personas están solicitando subsidios de desempleo. Desde su auge en 2009 (más de 650.000 solicitudes semanales), las solicitudes de desempleo disminuyeron gradualmente sin interrupción, llegando a 243.000 solicitudes en junio de 2017. Sin embargo, parece que las solicitudes de desempleo se aproximan a un mínimo cíclico.

- Solicitudes de desempleo (junio de 2017): 243.000 solicitudes (junio de 2016: 269.500 solicitudes)

Gráfica 12

### Solicitudes semanales de subsidio de desempleo



Fuente: U.S. Employment and Training Administration, Release: Unemployment Insurance Weekly Claims Report, seasonally adjusted.

## 3. Inflación y precios

### 3.1 Base y oferta monetaria M1

La base monetaria incluye las reservas bancarias (depósitos en la Fed) que M1 excluye, mientras que M1 incluye todos los depósitos a la vista que excluye la base monetaria. El crecimiento en M1 ha sido de dos dígitos desde la recesión de 2008 y no se está desacelerando. La base monetaria comenzó a reducirse modestamente.

Sin embargo, los bancos no están limitados por la liquidez (la liquidez, en este caso, es igual a las reservas bancarias, lo que equivale a la base monetaria), sino por restricciones de capital.<sup>2</sup> Esta es la razón por la que el famoso multiplicador bancario no se mantuvo. No hubo una expansión de M1 cuando se expandió la base monetaria, como muchos temían. El hecho de que los bancos estén reteniendo beneficios, lo que les permite expandir M1, es una posible explicación de la tendencia en el crecimiento de M1.

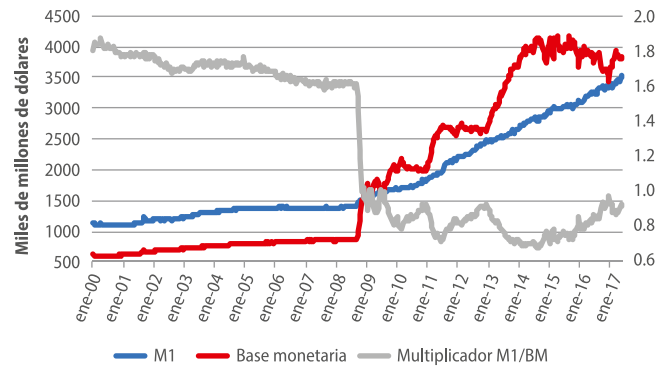
- Base monetaria (junio de 2017): 3.832 millones de dólares (junio de 2016: 3.901 millones de dólares, -1.8%)

<sup>2</sup> Mike Shedlock hizo un sólido argumento sobre por qué los bancos están actualmente limitados por requisitos de capital y no limitados por la liquidez en 2009

- Oferta monetaria M1 (junio de 2017): 3.504 millones de dólares (junio de 2016: 3.230 millones de dólares, + 8.5%)
- M1/multiplicador de la base monetaria (junio de 2017): 0.94x (junio de 2016: 0.83x)

Gráfica 13

### Base Monetaria y M1



Fuente: St Louis Fed.

### 3.2 Oferta de dinero M2 y MZM

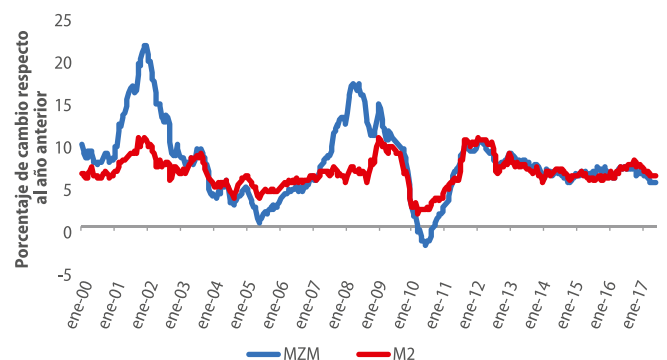
La principal diferencia entre M2 y MZM es que M2 incluye depósitos a plazo que MZM excluye, mientras que MZM incluye los fondos del mercado monetario que M2 excluye. Siempre que hay una huida hacia la liquidez, M2 y MZM comienzan a divergir. Los depósitos a plazo no se renuevan y los activos a corto plazo de "bajo riesgo", en los que se supone que los fondos del mercado monetario invierten, ven aumentar su demanda.

Los aumentos recientes de las tasas de la Fed no han afectado el crecimiento de la oferta monetaria. M2 y MZM crecen proporcionalmente, indicativo de que no existen problemas.

- Crecimiento en M2 (junio de 2017): + 5.9% (junio de 2016: + 6.7%)
- Crecimiento en MZM (junio de 2017): + 5.0% (junio de 2016: + 6.8%)

Gráfica 14

### Crecimiento de la oferta monetaria (M2 y MZM)



Fuente: St Louis Fed.

### 3.3 Política Monetaria

En junio, la Reserva Federal decidió subir las tasas de interés al 1.25%. Esta es la tasa que la Fed paga por las reservas bancarias. Desde que la FED paga intereses sobre las reservas (IOR), la tasa de los fondos federales (la tasa interbancaria) ha quedado desfasada.

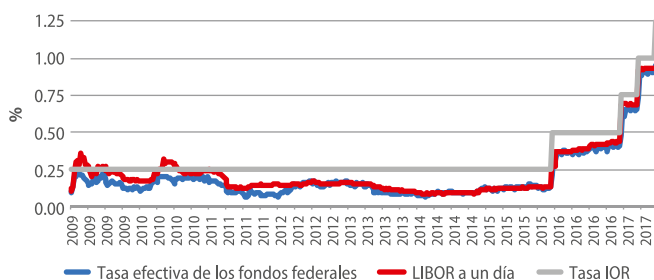
Como resultado, el Federal Open Market Committee (FOMC) ya no tiene las riendas de la política monetaria de Estados Unidos. Ahora es la junta de gobernadores de la Fed quien determina la política monetaria de los Estados Unidos, ya que ella -y no el FOMC- fija la tasa IOR.

La tasa IOR funciona como un límite a los tipos de interés bancarios.<sup>3</sup> Como consecuencia, tanto el LIBOR a un día como la tasa efectiva de los fondos federales están limitados por la tasa IOR.

- Tipo de Interés sobre Reservas (IOR) (junio 2017): 1.25% (junio 2016: 0.50%)
- Tasa efectiva de los fondos federales (junio de 2017): 1.16% (junio de 2016: 0.37%)
- LIBOR a un día (junio de 2017): 1.18% (junio de 2016: 0.39%)

Gráfica 15

#### Intereses sobre las reservas (IOR) y la tasa de fondos de la Fed



Fuente: St Louis Fed.

### 3.4 Precios bursátiles

Después de una modesta corrección en 2015, los precios bursátiles están alcanzando nuevos máximos históricos. Todo apunta a una nueva burbuja puntocom. El NASDAQ subió un 27.9% en los últimos doce meses. El S&P 500 y el Dow Jones

<sup>3</sup> La Fed pensó inicialmente que la tasa IOR funcionaría como un tipo mínimo. Instituciones financieras que tienen saldos en la Fed pero no aplican para recibir intereses sobre las reservas comenzaron a hacer préstamos a un día a bancos que si aplican para recibir intereses sobre las reservas a una tasa ligeramente inferior a la tasa IOR. Los bancos que si reciben intereses sobre las reservas las depositan y reciben la tasa IOR (ganando con el diferencial de tipos). Para una explicación más detallada de por qué la tasa de IOR sirve como límite a la tasa de los fondos federales, véase George Selgin, A Primer Policy Policy, Parte 9: Control Monetario, <https://www.alt-m.org/2017/01/10/monetary-policy-primer-part-9-monetary-control-now/>

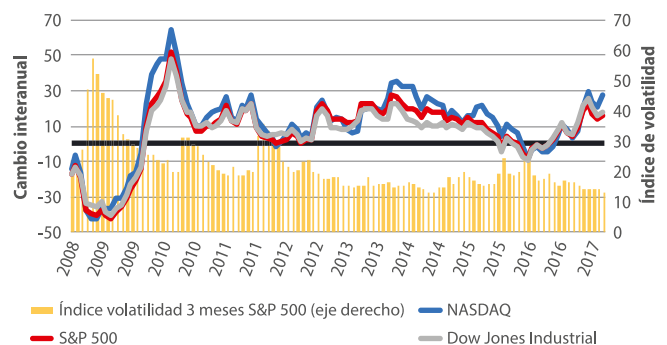
se quedaron rezagados con el NASDAQ y subieron un 16% y un 18.3%, respectivamente en el mismo periodo. El índice de volatilidad (VIX) se encuentra en un mínimo de 10 años, lo cual es motivo de preocupación. Un nivel bajo de VIX significa que el nivel de complacencia de los inversionistas es alto. El mercado bursátil de EE.UU. está valorado a perfección.

El incremento en los precios de las acciones es el resultado de la reducción de impuestos propuesta por Donald Trump, especialmente en lo que respecta a las tasas de impuestos corporativos. Sin embargo, es poco probable que Trump pueda sacar adelante su propuesta fiscal a través del Congreso sin grandes modificaciones a su propuesta inicial. Esto implica una caída en el futuro en el precio de las acciones.

- Variación interanual S&P 500 (mayo de 2017): + 16.0% (mayo de 2016: -2.2%)
- Variación interanual Dow Jones Industrial (mayo de 2017): + 18.3% (mayo de 2016: -2.4%)
- Variación interanual NASDAQ (mayo de 2017): + 27.9% (mayo de 2016: -4.8%)
- Índice de volatilidad VIX (mayo de 2017): 13.03 (mayo de 2016: 17.84)

Gráfica 16

#### Rendimiento de los principales índices bursátiles



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, NASDAQ OMX Group, Chicago Board Options Exchange (CBOE), todos los datos son medias mensuales.

El mercado bursátil estadounidense sigue muy sobrevalorado. Como explica Mark Spitznagel, el *equity Q ratio* es la medida más robusta de la sobrevaluación del mercado bursátil.<sup>4</sup> El *Equity Q ratio* alcanzó un máximo cíclico en abril de 2014 y sigue siendo alto desde entonces.

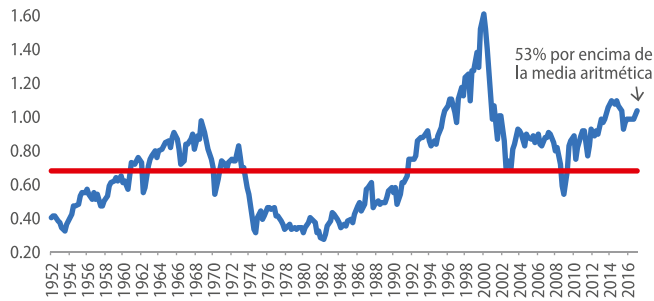
- *Equity Q ratio* (Q1 2017): 1.04x, 53% por encima de la media histórica (Q1 2016: 0.98x, 45% por encima de la media histórica)

<sup>4</sup> Para una explicación más detallada véase: "The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World" por Mark Spitznagel.



Gráfica 17

### Equity Q Ratio



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Release: Z.1 Financial Accounts of the United States, Table B.103, Nonfinancial Corporate Business; Corporate Equities; Liability divided by Nonfinancial Corporate Business; Net Worth.

### 3.5 Índice de precios al consumidor (IPC)

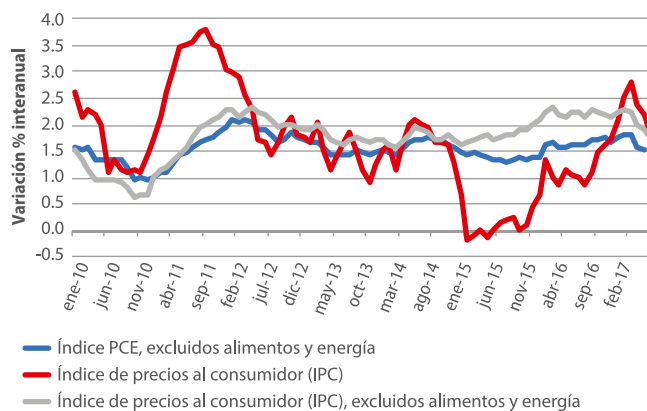
La medida preferida para medir la inflación de la Fed es el índice PCE subyacente (*personal consumption expenditures*) que excluye los precios de los alimentos y la energía. El índice de precios al consumidor (IPC) es un indicador económico más conocido. El IPC subyacente excluye los precios de los alimentos y la energía.

La inflación está cerca de la meta de la Fed ( $\pm 2\%$ ). A comienzos de este año, parecía que la inflación se aceleraba (el IPC alcanzó el 2,8% en febrero, pero la medida preferida de la Fed (PCE subyacente) no superó el 1,8% desde 2012). La inflación se ha frenado desde marzo. En el primer semestre de 2015, el IPC fue negativo. Sin embargo, esto no ocurrió con CPI y PCE. Desde entonces, los tres indicadores se mueven al unísono, excepto para el primer trimestre cuando el aumento de precios de la energía tuvo un efecto de corta duración sobre el IPC.

- Variación interanual del IPC (mayo de 2017): + 1.9% (mayo de 2016: + 1.0%)
- Variación interanual del IPC subyacente (mayo de 2017): + 1.7% (mayo de 2016: + 2.2%)
- Variación interanual del índice PCE subyacente (abril de 2017): + 1.5% (abril de 2016: + 1.6%)

Gráfica 18

### Índice de precios del consumidor



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of Economic Analysis.

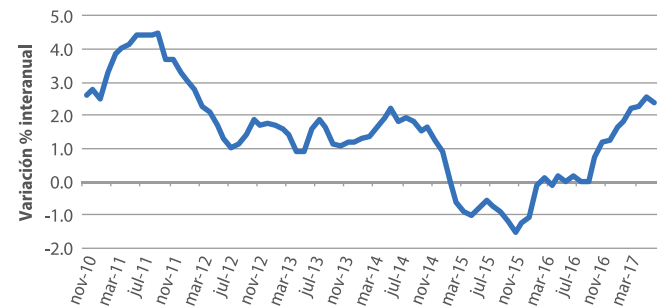
### 3.6 Índice de precios de producción (IPP)

Los precios de producción tienden a disminuir durante una recesión. De 2015 a 2016, sin embargo, los precios de producción cayeron ligeramente sin ninguna desaceleración aparente del crecimiento económico. Los precios de producción comenzaron a recuperarse en 2017.

- Variación interanual del índice de precios de producción (IPP) de la demanda final (mayo de 2017): + 2.4% (mayo de 2016: 0%)

Gráfica 19

### Índice de precios de producción (demanda final)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics.

### 3.7 Inflación esperada

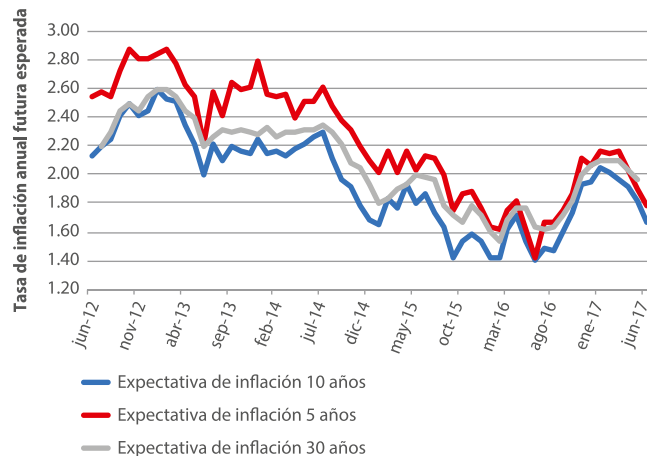
En contraste con otros países, el tesoro de EE.UU. emite valores protegidos contra la inflación (TIPS). El valor nominal y el interés de los TIPS se ajustan por inflación o deflación, medida por el IPC. Los TIPS se emiten en términos de 5, 10 y 30 años. Si tomamos el diferencial entre el rendimiento de los TIPS y el rendimiento de bonos del tesoro estadounidenses, tenemos un indicador de mercado de la inflación futura.

Las expectativas sobre la inflación futura para los próximos 5, 10 y 30 años son ligeramente superiores a la actual tasa de inflación de PCE. La inflación esperada oscila entre el 1.8% (5 años), el 1.7% (10 años), y el 2% (30 años). Las expectativas de inflación se han fortalecido en los últimos doce meses, pero comenzaron a disminuir de nuevo en 2017, lo que demuestra que existe incertidumbre en el mercado sobre el crecimiento económico a corto plazo.

- Tasa de inflación anticipada a 5 años (junio de 2017): + 1.8% (junio de 2016: + 1.50%)

Gráfica 20

## Expectativas de inflación



Fuente: St Louis Fed.

## 4. Crédito y Banca

### 4.1 Tasas de Interés

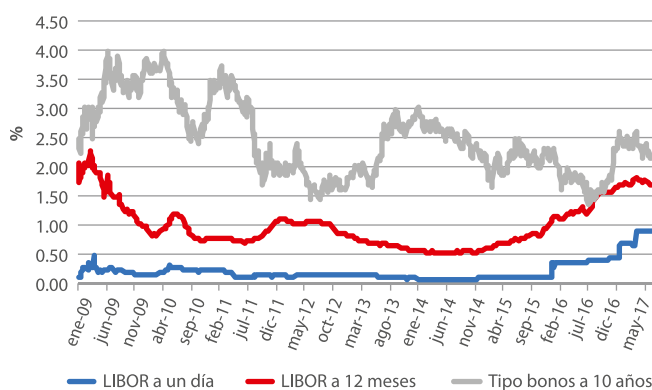
#### 4.1.1 LIBOR a un día, LIBOR a 12 meses y bonos a 10 años

El LIBOR a un día está aumentando en línea con los aumentos recientes de la tasa por la Reserva Federal. Sin embargo, el aumento de las tasas a corto plazo no ha tenido mucha influencia sobre las tasas a largo plazo. Esto demuestra que la Fed está subiendo tipos en un entorno económico débil.

Sin embargo, el reciente aumento del LIBOR a 12 meses es preocupante (del 0.65% en 2015 al 1.75% en 2017) y podría afectar el costo de los préstamos relacionados con las ventas de viviendas, de automóviles y bienes de consumo generalistas. Las condiciones crediticias se están endureciendo. El ratio LIBOR a un día/tipo de bonos a 10 años pasó de 20 veces a 2 veces.

Gráfica 21

## Tasas de interés a corto y largo plazo



Fuente: ICE Benchmark Administration Limited (IBA), Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

### 4.1.2 Spread curva de rendimientos

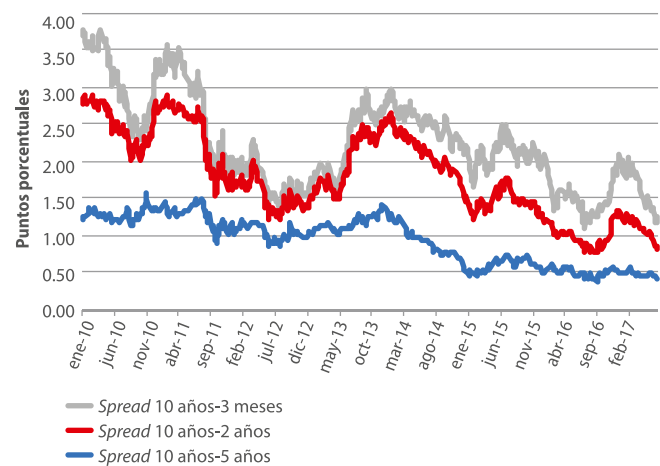
Observamos tres diferenciales de la curva de rendimiento y comparamos el rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años con los del Tesoro a 3 meses, 2 años y 5 años. Una curva de rendimiento invertida es uno de los mejores predictores de recesiones. Y la conclusión inevitable es que el aplanamiento reciente de la curva de rendimiento debería ser un motivo de preocupación para los funcionarios de la Fed.

La última vez que el *spread* de la curva de rendimientos fue tan bajo fue en 2008. La curva de rendimientos se está aplanando y de continuar la tendencia la curva de rendimiento podría llegar a invertirse.

- Distribución de la curva de rentabilidad (bono del Tesoro a 10 años menos factura a 3 meses) en junio de 2017: 1.16 puntos porcentuales (junio de 2016: 1.44 puntos porcentuales, -19.4%)

Gráfica 22

## Spread curva de rendimiento



Fuente: St Louis Fed.

### 4.1.3 TED spread

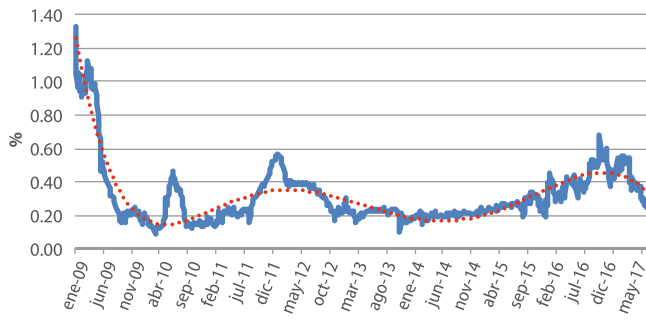
El *spread* de riesgo bancario es la diferencia entre el LIBOR a tres meses y la tasa del tesoro a tres meses. Un diferencial creciente indica que la liquidez está siendo retirada y señala una desaceleración económica.

En línea con otros indicadores, podemos observar un debilitamiento económico en 2016, evidenciado por una expansión del TED *spread*. Sin embargo, en 2017, el TED *spread* ha vuelto a caer.

- TED *spread* (junio de 2017): 0.27% (junio de 2016: 0.38%)

Gráfica 23

### TED Spread



Fuente: St Louis Fed.

#### 4.1.4 Margen de intermediación bancaria

El margen de interés es de un 3%, el nivel más bajo en 30 años. Sin embargo, después de alcanzar un mínimo de 2.95% en 2015, el margen de interés neto se recuperó hasta el 3.10% en el primer trimestre de 2017. Sin embargo, los márgenes netos de interés siguen siendo históricamente bajos.

- Margen de interés neto bancario (1T 2017): 3.10% (1T 2016: 3.02%)

Gráfica 24

### Margen de interés bancario



Fuente: Federal Financial Institutions Council (US).

## 4.2 Liquidez del sector financiero

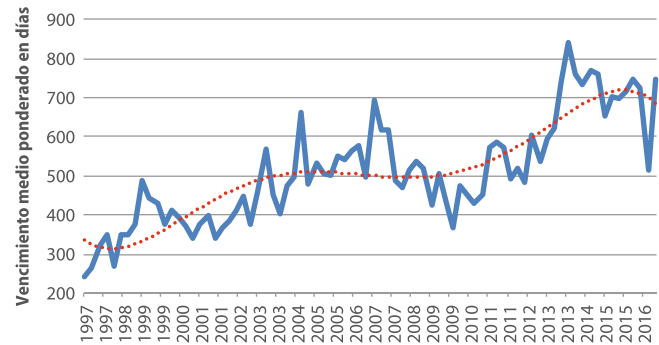
### 4.2.1 Vencimiento medio de los préstamos empresariales

El nivel de descalce de plazos, que también veremos en nuestra estimación del *liquidity gap*, está en aumento. El riesgo de liquidez del sector financiero está incrementando. El vencimiento medio de los préstamos empresariales (comerciales e industriales) se ha duplicado desde 2010 hasta la fecha, pasando de menos de 375 días a 750 días.

- Vencimiento medio ponderado de los préstamos comerciales e industriales (T1 2017): 749 días (T1 2016: 715 días, + 4.8%)

Gráfica 25

### Vencimiento de préstamos comerciales e industriales



Fuente: St Louis Fed.

### 4.2.2 Liquidity gap del sector financiero

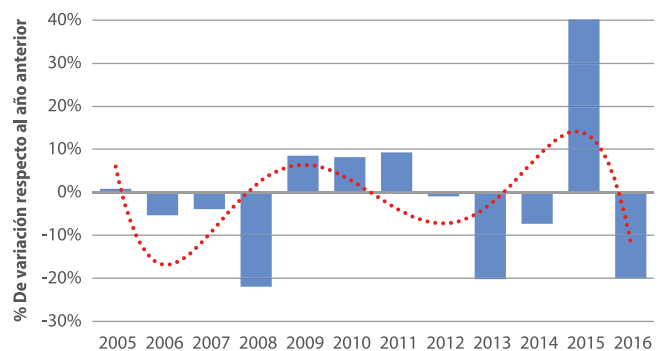
El *Liquidity gap* del sector financiero, que muestra el grado de descalce de plazos bancarios, se ha reducido ligeramente en 2016. Los bancos están limitando sus desajustes de vencimientos. Esta es una señal de advertencia para la economía estadounidense.

Los datos provienen del análisis del balance de los cinco mayores bancos estadounidenses (por cantidad de activos). Hemos obtenido vencimientos de préstamos y valores y comparamos con los vencimientos de la deuda a largo plazo y los depósitos a corto plazo para calcular el *liquidity gap* del sector financiero. Desafortunadamente, la información disponible sobre vencimientos no es completa, lo que limita nuestra capacidad de rastrear el *liquidity gap* del sector financiero de mes a mes o trimestre a trimestre.

- Variación interanual del *liquidity gap* del sector financiero (2016): -19.9% (2015: + 40.2%)

Gráfica 26

### Liquidity Gap del Sector Financiero



Fuente: UFM Market Trends, data from U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), Form 10-K de los cinco mayores bancos de Estados Unidos.

### 4.2.3 Crédito dirigido al mercado de valores

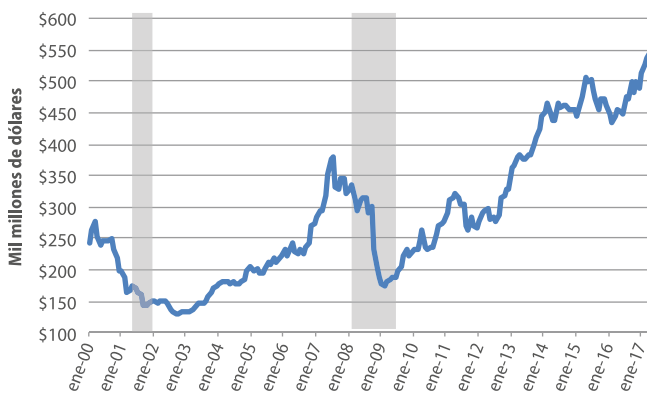
La liquidez en el mercado de valores (entendido como crédito dirigido a la especulación bursátil) también puede ser un indicador predictivo de recesiones. En 2000 y 2007, la caída del crédito dirigido al mercado bursátil anticipó la caída del mercado de valores y la recesión subsiguiente. En el pico del ciclo económico, el apalancamiento de los inversores es usualmente muy elevado.

La deuda dirigida al mercado de valores está alcanzando niveles récord y se encuentra en rápido crecimiento. Este indicador mostró síntomas de agotamiento en el verano de 2015, cayendo en 70.000 millones de dólares en cuestión de meses. Sin embargo, el crédito bursátil se recuperó y los mercados de valores alcanzaron nuevos máximos históricos.

- Crédito dirigido al mercado bursátil NYSE (abril de 2017): \$549 mil millones de dólares (abril de 2016: \$455 mil millones, + 20.7%)

Gráfica 27

### Crédito dirigido al mercado de valores



Fuente: New York Stock Exchange (NYSE) Factbook.

## 4.3 Liquidez de empresas no financieras

### 4.3.1 Deuda/ingresos y deuda/patrimonio

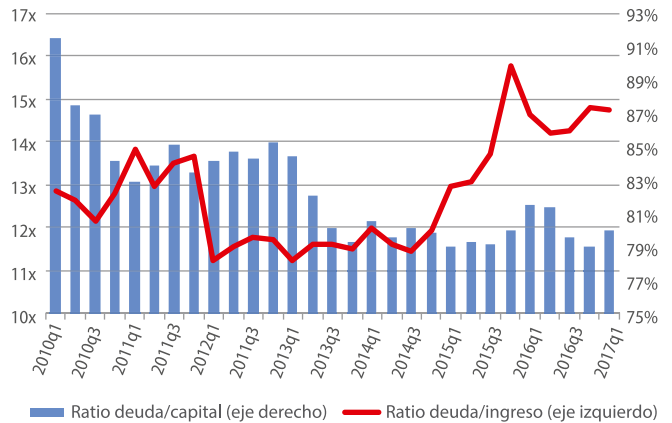
Atendiendo al ratio deuda/ingresos, las empresas están más apalancadas que en años anteriores. Sin embargo, el ratio deuda/patrimonio cuenta una historia diferente. La deuda corporativa como porcentaje del patrimonio ha disminuido desde 2010, del 91.5% al 80%, una reducción sustancial en el apalancamiento empresarial.

El apalancamiento empresarial parece estar dentro de un rango aceptable, aunque el ratio deuda/capital puede ser engañoso. Justo ante del colapso bursátil de 2008, el ratio deuda/capital era del 70% (su mínimo en 30 años) por inmediatamente dispararse hasta el 92%. La razón es que parte de los activos (fondo de comercio, inventarios, inversiones, etc.) perdieron su valor rápidamente. La liquidez empresarial suele ser ilusoria y de corta duración.

- Ratio deuda empresarial/ingreso (1T 2017): 14.7x (1T 2014: 12.0x)
- Ratio deuda empresarial/capital (1T 2017): 80.0% (1T 2014: 80.5%)

Gráfica 28

### Deuda empresarial



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Release: Z.1, Tables F.103 Nonfinancial Corporate Business and L.103 Nonfinancial Corporate Business.

### 4.3.2 Liquidity Gap empresarial

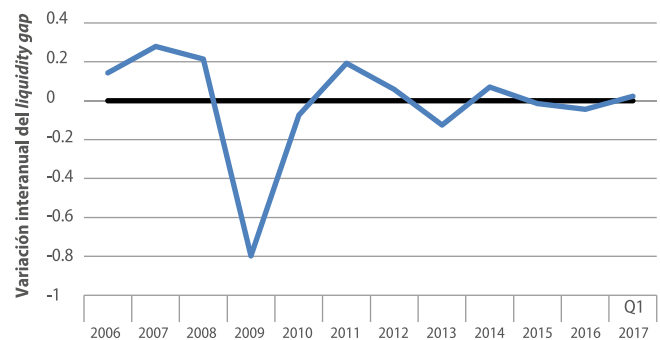
Si observamos la liquidez de la economía en general (descalce de plazos de las empresas no financieras), vemos que las empresas son reuentes a disminuir su grado de liquidez. De hecho, en los últimos años, las empresas no han reducido su liquidez (reducir liquidez es equivalente a descalzar plazos).

En el primer trimestre de 2017, el *liquidity gap* creció un 1.2%. En 2016, el *liquidity gap* disminuyó un 2.4%.

- *Liquidity gap* empresas no financieras (1T 2017): + 1.2% (2016: -2.4%)

Gráfica 29

### Liquidity Gap empresas no financieras



Fuente: Federal Reserve, Z.1 Financial Accounts of the United States, L.103 Nonfinancial Corporate Business, líneas 23, 40 y 41.

## 4.4 Liquidez de las familias

### 4.4.1 Deuda/ingreso y deuda/capital de las familias

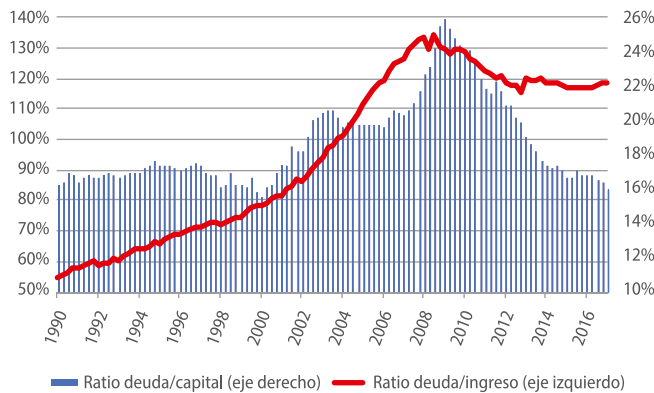
Los hogares se han desapalancado desde la crisis de 2008. En el tercer trimestre de 2008, la deuda/ingreso de las familias alcanzó un récord de 134%. La deuda/ingresos alcanzó un mínimo cíclico en el tercer trimestre de 2012, cuatro años después, con un nivel de 115%. La deuda/ingreso de las familias ha aumentado ligeramente desde entonces (actualmente es del 119%).

Por otro lado, la deuda/capital de los hogares sigue disminuyendo desde su máximo en 2008. Sin embargo, los ratios deuda/capital de las familias pueden ser engañosos, ya que estamos en medio de una enorme burbuja bursátil. Los hogares y los consumidores están menos apalancados que en la crisis de 2008.

- Ratio deuda familiar/ingreso (1T 2017): 119% (1T 2016: 117%)
- Ratio deuda familiar/capital (1T 2017): 16.0% (1T 2016: 16.7%)

Gráfica 30

### Deuda de las familias



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Release: Z1 Financial Accounts of the United States.

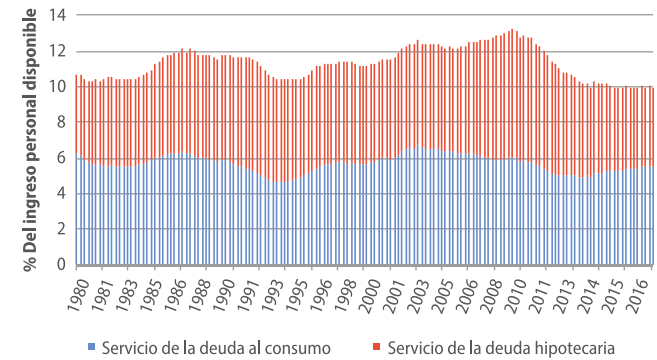
### 4.4.2 Servicio de la deuda de las familias

¿Cuánto gastan los hogares de su ingreso disponible para pagar sus deudas? Actualmente, menos del 10% de los ingresos. En su pico (4T 2007), el 13.2% de los ingresos se destinó al servicio de la deuda. En este sentido, los hogares están desapalancándose. Sin embargo, esta conclusión puede ser engañosa. Los costos de financiamiento están en mínimos históricos. En un entorno de crecientes tipos de interés, estos porcentajes pueden aumentar rápidamente.

- Servicio de la deuda al consumo como % del ingreso (4T 2016): 5.6% (4T 2015: 5.5%)
- Servicio de la deuda hipotecaria como % del ingreso (4T 2016): 4.4% (4T 2015: 4.5%)

Gráfica 31

### Servicio de la deuda de las familias



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Release: Z1 Financial Accounts of the United States.

## 4.5 Crédito bancario

### 4.5.1 Crédito empresarial

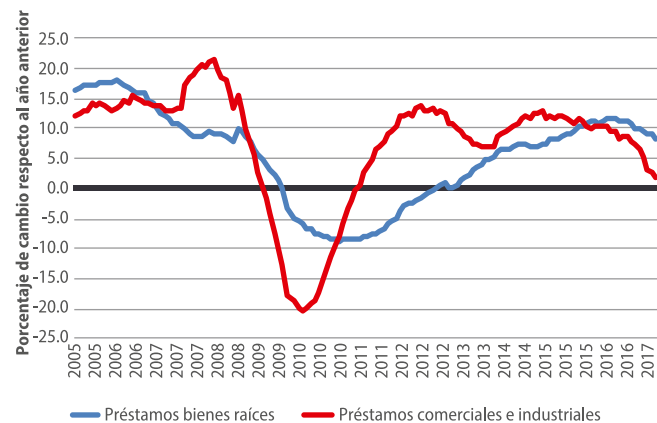
El crecimiento de los préstamos comerciales (e industriales) se está desacelerando. El crecimiento del crédito se debilita en 2017, mala señal para el crecimiento económico a corto plazo. El crecimiento negativo del crédito comercial se asocia con una recesión.

El vencimiento medio de los préstamos comerciales e industriales aumentó en el primer trimestre de 2017 a 749 días (máximo en 20 años). En el primer trimestre de 2010, el vencimiento medio fue de sólo 369 días (véase el apartado 4.2.1 vencimiento medio de los préstamos empresariales).

- Variación interanual de los préstamos comerciales e industriales (mayo de 2017): + 2% (mayo de 2016: + 10.4%)
- Variación interanual de los préstamos a bienes raíces (mayo de 2017): + 8.4% (mayo de 2016: + 11.5%)

Gráfica 32

### Préstamos Comerciales



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Publicación: H.8.

### 4.5.2 Tasas de morosidad en créditos comerciales

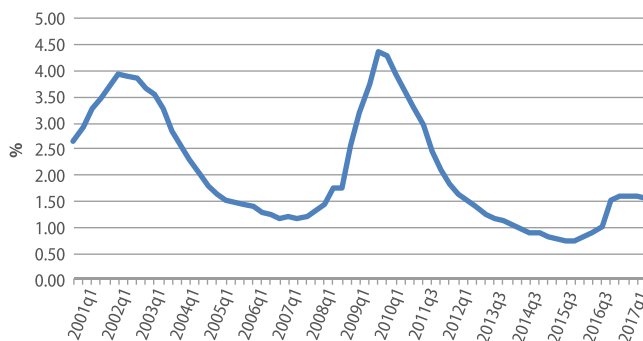
La tasa de morosidad de los préstamos comerciales e industriales toco mínimos y comenzó a aumentar en 2015. Sin embargo, después de subir del mínimo histórico de 0.72% a 1.59% en 2016, las tasas de morosidad parecen tener un movimiento lateral y no han cambiado desde entonces. En suma, las tasas de morosidad en los préstamos comerciales e industriales comenzaron a aumentar, pero la tendencia al alza ha perdido temporalmente su fortaleza.

Sin embargo, lo que no es habitual es que el porcentaje de préstamos comerciales con colateral ha aumentado del 30-40% a más del 70% en 2016 (el nivel más alto en 20 años). Esto muestra que existe una presión extra sobre los balances bancarios.

- Tasa de morosidad de los préstamos comerciales e industriales (1T 2017): 1.54% (1T 2016: 1.51%)

Gráfica 33

### Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

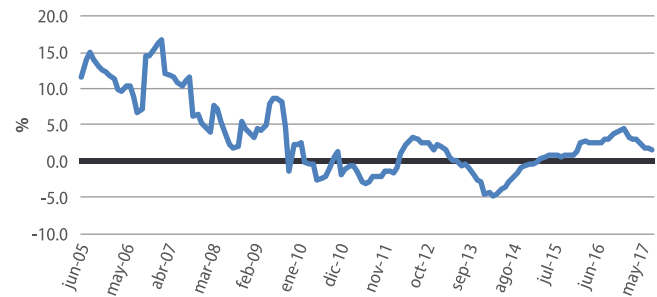
### 4.5.3 Crédito Hipotecario

Las hipotecas ocupan una gran proporción del total de activos bancarios de Estados Unidos. El crecimiento de los préstamos hipotecarios ha sido lento desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008. El crédito hipotecario total disminuyó durante un largo periodo de tiempo, sólo para recuperarse en 2015 y 2016. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos hipotecarios parece haber alcanzado su máximo en octubre de 2016 y se ha debilitado considerablemente en el primer semestre de 2017.

- Variación interanual de los préstamos hipotecarios (mayo de 2017): + 1.56% (mayo de 2016: + 3.13%)

Gráfica 34

### Préstamos hipotecarios



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Publicación: H.8.

### 4.5.4 Crédito al consumo

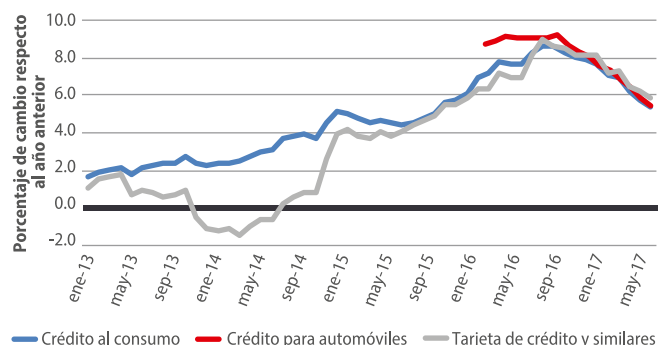
Los préstamos al consumo apenas se movieron en 2013. El crecimiento en el crédito al consumo se recuperó en 2014 y alcanzó un máximo en 2016 con un crecimiento anual del 8%. Sin embargo, desde el año 2016, el crecimiento del crédito al consumo se ha estabilizado a un ritmo anual del 6%. El crecimiento en los préstamos para automóviles nuevos está colapsando.

El estrés está aumentando en préstamos para automóviles. El vencimiento medio de los préstamos para automóviles nuevos alcanzó un récord de 67 meses en el segundo trimestre de 2017. En 2010, el vencimiento promedio se mantuvo en torno a los 60 meses. Esto podría indicar una acumulación insostenible de inventario de automóviles, lo que obliga a una disminución de los estándares crediticios.

- Variación interanual del crédito al consumo (mayo de 2017): + 5.4% (mayo de 2016: + 7.6%)
- Variación interanual del crédito para automóviles (mayo de 2017): + 3.4% (mayo de 2016: + 8.6%)

Gráfica 35

### Créditos de consumo



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Publicación: H.8.

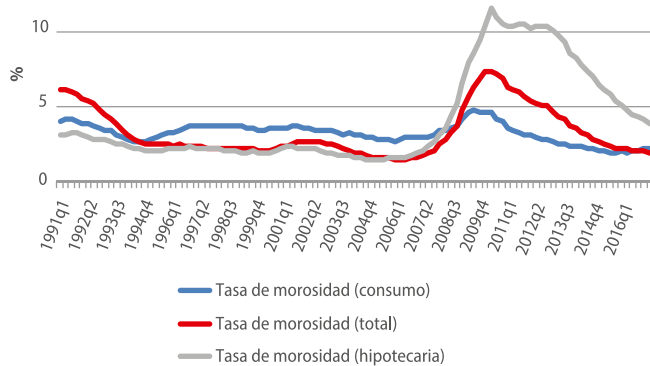
### 4.5.5 Tasas de morosidad en crédito al consumo e hipotecario

En contraste con las tasas de morosidad de los préstamos comerciales e industriales, en general, las tasas de morosidad siguen disminuyendo. La morosidad en los préstamos al consumo (y tarjetas de crédito) aumentó ligeramente desde el primer trimestre de 2016. Sin embargo, la morosidad sigue disminuyendo, pero sigue siendo históricamente alta desde la crisis inmobiliaria de 2008. Las tasas generales de morosidad están disminuyendo como resultado de una menor morosidad en la deuda hipotecaria.

- Tasa de morosidad en los créditos al consumo (1T 2017): 2.18% (1T 2016: 1.99%)
- Tasa de morosidad hipotecaria (1T 2017): 3.93% (1T 2016: 4.81%)

Gráfica 36

### Tasa de morosidad en crédito al consumo e hipotecario



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

## 5. Situación fiscal

### 5.1 Déficit público y deuda sobre PIB

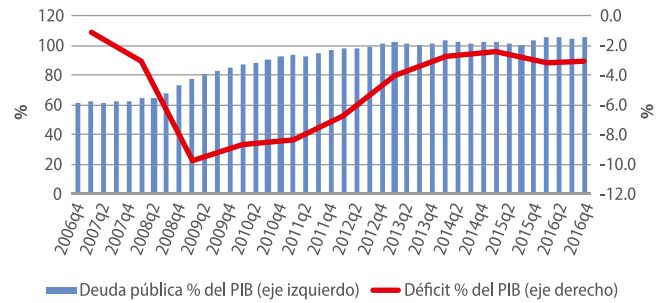
Por ahora, la demanda de deuda pública estadounidense es fuerte. Esto se evidencia en el hecho de que los inversores extranjeros e internacionales tienen el 30% del total de la deuda pública estadounidense, lo que es significativamente más alto que en el período anterior a la recesión (cuando las existencias extranjeras oscilaban entre el 18 y el 25% de la deuda total).

En los últimos cinco años, el déficit federal como porcentaje del PIB ha disminuido sustancialmente y actualmente se sitúa alrededor del 3% del PIB. Sin embargo, la promesa del presidente Trump de reducir los impuestos sin reducir el gasto es una amenaza para la estabilidad fiscal. Si Trump logra implementar los recortes de impuestos propuestos, mayores déficits públicos son inevitables.

- Deuda pública como % del PIB (4T 2016): 105.9% (4T 2015: 103.8%)
- Déficit como % del PIB (4T 2016): -3.1% (4T 2015: -3.2%)

Gráfica 37

### Deuda pública y déficit federal



Fuente: St Louis Fed.

### 5.2 Deuda federal/ingresos

Una variable de endeudamiento público menos utilizada es el ratio entre deuda pública e ingresos. Para esta medida, tomamos la deuda federal total en poder del público, restamos la deuda federal de la Reserva Federal y comparamos esta cantidad con los ingresos de impuestos del gobierno de los Estados Unidos.

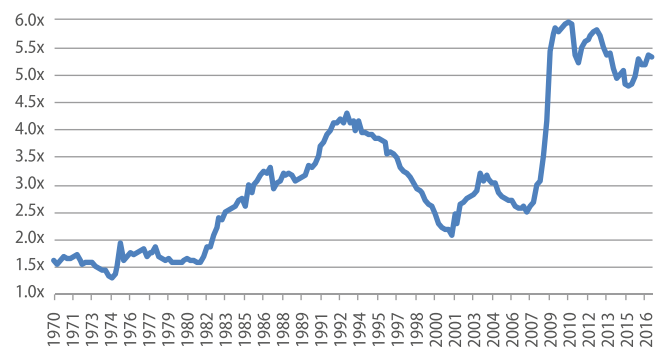
En el primer trimestre de 2017, la deuda federal sobre ingresos se situó en 5.3x. Alcanzó un máximo histórico de 5.9x en el segundo trimestre de 2010. Hace diez años la relación se situaba en sólo 2.5x.

El ratio deuda empresarial sobre ingresos (deuda/ebitda) del índice S&P 500 es de 2.1x en 2016 (véase la sección 4.3.1 deuda corporativa/ingresos y deuda/capital). En el pico de la burbuja de 2007, la deuda/ingreso empresarial alcanzó 4.5x. El apalancamiento empresarial ha sido reemplazado por el apalancamiento público. Los riesgos son evidentes; el gobierno está jugando a la ruleta con los fondos de los contribuyentes.

- Ratio de la deuda pública/ingresos (1T 2017): 5.3x (1T 2016: 5.3x, 1T 2008: 3.0x)

Gráfica 38

### Ratio deuda pública/ingresos



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of the Treasury.

## 6. Comercio internacional

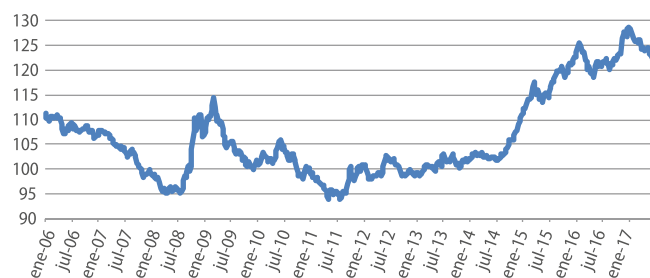
### 6.1 Tipo de cambio del dólar

El índice del dólar disminuyó ligeramente en 2017, lo que indica un debilitamiento del dólar a corto plazo. El dólar ha estado apreciándose desde mediados de 2014.

- Índice del dólar (junio de 2017): 122.2 (enero de 2017: 128.8, -5.1%)

Gráfica 39

### Índice del dólar



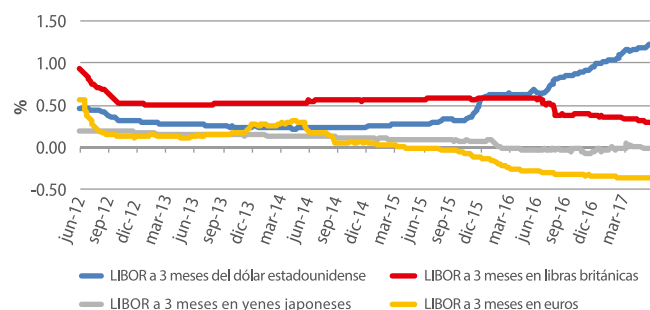
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

### 6.2 Diferenciales de tipos de interés

Si observamos la trayectoria de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos, Japón, Gran Bretaña y la eurozona, es evidente que los diferenciales de tipos de interés favorecen una apreciación del dólar. Por otra parte, la perspectiva a corto plazo es que las tasas en Gran Bretaña, eurozona y Japón se mantendrán sin cambios, mientras que la Fed se embarcó en una trayectoria de aumentos de tasas. Por lo tanto, esperamos que el dólar reanude su tendencia al alza y se aprecie en el futuro cercano.

Gráfica 40

### Diferenciales de tipos de interés



Fuente: ICE Benchmark Administration Limited (IBA).

### 6.3 Balanza por cuenta corriente

Estados Unidos sigue teniendo un saldo negativo en cuenta corriente, equivalente al 2.8% del PIB en el primer trimestre de 2017, y por lo tanto es un prestatario neto del resto del mundo. El saldo negativo de la balanza por cuenta corriente se ha movido alrededor del 3% del PIB de los Estados Unidos desde la recesión de 2008.

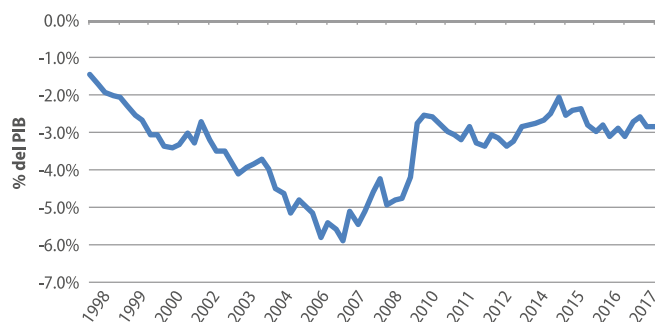
Si la economía estadounidense se está desacelerando, esperamos que las importaciones caigan y que el déficit de la cuenta corriente se reduzca en los próximos años. Las importaciones más importantes de los Estados Unidos incluyen equipos informáticos y vehículos; ambas demandas se encuentran en descenso. Una disminución del déficit en cuenta corriente podría aumentar la presión alcista sobre el dólar.

Michael Gapen, economista jefe de Barclays, estima que el impuesto al comercio propuesto por Trump reduciría el crecimiento del PIB real en 1.0-1.5 puntos porcentuales. La política de comercio exterior de Trump potencialmente puede hacer sufrir a la economía norteamericana. Un impuesto al comercio reduciría las importaciones, pero a expensas del crecimiento.

- Déficit por cuenta corriente/PIB (1T 2017): -2.8% (1T 2016: -3.1%)

Gráfica 41

### Balance por cuenta corriente



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.



## 6.4 Posición financiera internacional

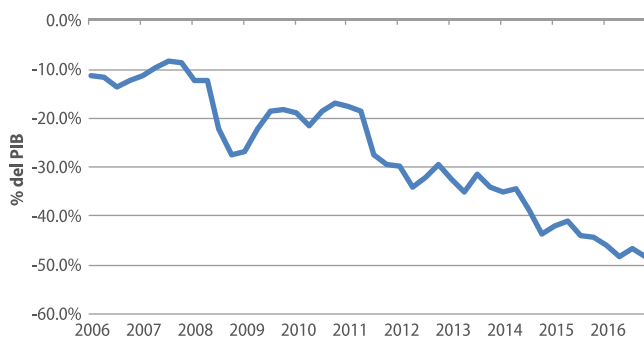
La posición financiera internacional neta de un país es esencialmente la diferencia entre el total de activos que los estadounidenses poseen en el exterior y el total de activos que poseen los extranjeros en Estados Unidos. Estados Unidos, en este sentido, ha sido un deudor neto del mundo durante las últimas décadas.

La mayor parte de esto puede explicarse por las tenencias en dólares de los bancos centrales extranjeros como reservas de divisas. Además, los activos financieros están en una burbuja en los EE.UU., lo que explica en parte el hecho de que la posición neta deudora del país esté creciendo (véase la sección 3.4).

- Posición financiera internacional en el cuarto trimestre de 2016 como porcentaje del PIB: -48.2% (4T 2015: -44.1%)

Gráfica 42

### Posición financiera internacional de Estados Unidos



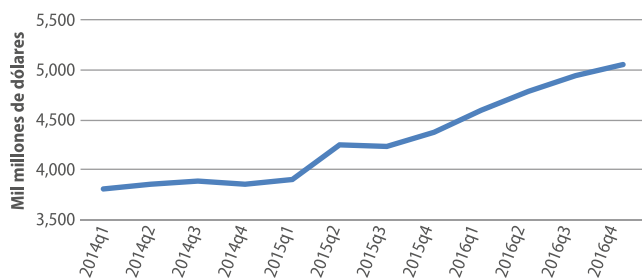
Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Como se mencionó anteriormente, las tenencias en dólares de los bancos centrales extranjeros (como reservas de divisas) han aumentado considerablemente. De 2014 a 2016, los bancos centrales extranjeros agregaron 1.241 millones de dólares a sus reservas internacionales (este aumento equivale al 7.5% del PIB de Estados Unidos). Las existencias de dólares como proporción de las reservas totales de divisas han aumentado sólo ligeramente en el mismo período.

- Tenencias de dólares de los bancos centrales (4T 2016): \$5.053 millones (4T 2015: \$4.374 millones, + 15.5%)

Gráfica 43

### Tenencias de dólares de los bancos centrales extranjeros



Fuente: International Monetary Fund (FMI).

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.