

INFORME SEMESTRAL

# EEUU

Alerta de recesión: la pregunta ya no es: ¿habrá crisis?, la pregunta es, ¿cuándo?

**ENERO - JUNIO 2019**

Autor: Olav A. Dirkmaat

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

**S1 2019 US**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# EEUU

## INDICADOR

<b>Actividad económica</b>	Crecimiento por debajo del 3% en 2018. PIB crece a una tasa anual del 3.2% en 1T 2019. Crecimiento impulsado por cambios en inventarios, esto podría indicar un debilitamiento de la demanda final. Crecimiento débil de la producción bruta (Gross Output)
<b>Desempleo</b>	El desempleo alcanzó un mínimo de 50 años, probablemente debido a encontrarnos en las últimas fases del ciclo económico expansivo
<b>Demanda de bienes de consumo cíclico</b>	Perspectivas negativas para la vivienda; ventas de vehículos han alcanzado su punto máximo y enfrentan problemas. La demanda de préstamos para la construcción y desarrollo de bienes raíces es débil
<b>Inflación</b>	Los aranceles a la importación de Trump son un riesgo para la inflación doméstica. Una mayor inflación obligaría a la Fed a elevar las tasas de interés o a abandonar la meta de inflación
<b>Curva de rendimiento</b>	Curva de rendimiento invertida; clara señal adelantada de recesión, a pesar de la retórica de "esta vez es diferente"
<b>Oferta de dinero</b>	Desaceleración en el crecimiento de la oferta de dinero (M1, M2M); señal de problemas. El componente depósitos del agregado M1 muestra un crecimiento negativo
<b>Mercado de valores</b>	Mercado de valores muy sobrevaluado. Equity ratio Q 54% por encima de la media histórica

## INDICADOR

<b>Crecimiento del crédito</b>	Disminución de la demanda de préstamos comerciales/industriales, a pesar de que los préstamos concedidos han aumentado en los últimos doce meses. Créditos al sector inmobiliario en desaceleración
<b>Tasas de morosidad</b>	En mínimos históricos en todos los ámbitos debido a encontrarnos en las últimas fases del ciclo económico expansivo. Las tasas de morosidad en crédito al consumo aumentan gradualmente
<b>Diferencial de riesgo bancario</b>	Saludable, sin signos de problemas (todavía)
<b>Tipo de cambio</b>	Perspectiva positiva para el dólar estadounidense. El diferencial de tasa de interés, en comparación con otras monedas, es significativo y está incrementando
<b>Déficit público</b>	La reforma fiscal y la falta de recortes de gastos han llevado al gobierno de los EEUU al mayor déficit fiscal de su historia, superando la marca de \$1 billón. La trayectoria actual de la deuda pública es insostenible
<b>Perspectiva general</b>	Recesión muy probable en 2020 o 2021. El crecimiento económico es débil (2.9%) teniendo en cuenta el enorme incremento en el déficit fiscal y la deuda. Sector corporativo sobre-apalancado. Burbuja en el mercado de valores. Débil demanda en los sectores cíclicos



# Contenido

1. Actividad económica
  - 1.1 Producto Interno Bruto (PIB)
    - 1.1.1 Producto Interno Bruto Real
    - 1.1.2 Desglose del Producto Interno Bruto (PIB)
    - 1.1.3 Producción bruta (*Gross Output*)
    - 1.1.4 Pronósticos del PIB (*GDPNow* y *FRBNY Nowcast*)
  - 1.2 Índice de gestión de compras (PMI)
  - 1.3 Índice de Producción Industrial (IPI)
  - 1.4 Demanda en sectores cíclicos
    - 1.4.1 Demanda de vivienda
    - 1.4.2 Demanda de vehículos
2. Mercado laboral
  - 2.1 Desempleo
  - 2.2 Solicitudes semanales del subsidio de desempleo
3. Inflación y precios
  - 3.1 Oferta monetaria
  - 3.2 Política monetaria
  - 3.3 Precios bursátiles
  - 3.4 Índice de Precios al Consumidor (IPC)
  - 3.5 Índice de Precios de producción (IPP)
  - 3.6 Inflación esperada
4. Crédito y banca
  - 4.1 Curva de rendimiento
    - 4.1.1 Curva de rendimiento del tesoro
    - 4.1.2 Curva de rendimiento corporativo
  - 4.2 *TED Spread*
  - 4.3 Deuda en el margen (margin debt) NYSE/FINRA
  - 4.4 Apalancamiento empresarial
  - 4.5 Liquidez de las familias
    - 4.5.1 Deuda/ingresos y deuda/capital de las familias
  - 4.6 Crédito banca comercial
    - 4.6.1 Crédito comerciales e industriales
    - 4.6.2 Crédito hipotecario
    - 4.6.3 Crédito al consumo
5. Situación Fiscal
  - 5.1 Déficit y deuda pública sobre PIB
  - 5.2 Ingresos fiscales
6. Comercio Internacional
  - 6.1 Tipo de cambio del dólar estadounidense
  - 6.2 Diferencial de tasas de interés
  - 6.3 Saldo por cuenta corriente
  - 6.4 Posición neta de inversión internacional
  - 6.5 Tenencia de dólares por parte de bancos centrales extranjeros

# 1. Actividad económica

## 1.1 Producto Interno Bruto (PIB)

### 1.1.1 Producto Interno Bruto Real

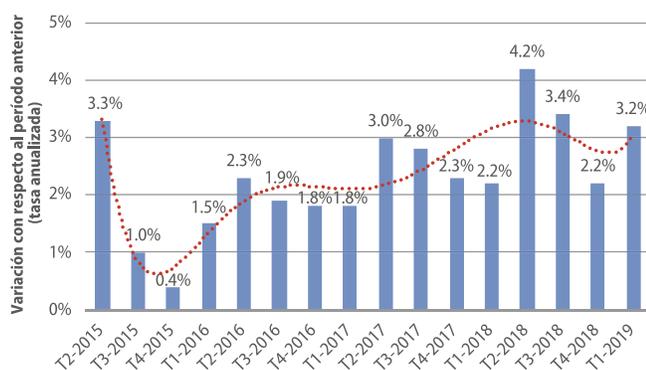
El crecimiento del PIB fue del 2.2% en el cuarto trimestre de 2018, lo que resultó en un crecimiento de 2.9% para todo el 2018. Trump prometió un crecimiento superior al 3%. A pesar de su reforma fiscal, no se logró dicho crecimiento en 2017 (2.2%) ni en 2018 (2.9%).

Sin embargo, en el primer trimestre de 2019, el PIB real creció a una tasa anual del 3.2%.

- Variación del 1T 2019 en el PIB real: + 3.2% (1T 2018: + 2.2%)

Gráfica 1

### Producto Interno Bruto (PIB)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

### 1.1.2 Desglose del Producto Interno Bruto (PIB)

El consumo de bienes tuvo una contribución negativa al PIB del primer trimestre de 2019, especialmente debido a un menor gasto en vehículos y sus componentes. El sector automotriz, uno de los más cíclicos, parece estar atravesando problemas. Del mismo modo, la inversión residencial privada ha tenido contribuciones negativas al PIB durante cinco meses seguidos, mostrando una debilidad subyacente en el mercado de la vivienda, otra industria cíclica importante.

Con respecto a los servicios, el gasto en servicios de salud y financieros ha contribuido 68 puntos básicos al PIB en el primer trimestre.

La inversión en inventarios privados (no agrícolas) ha sido uno de los impulsores más importantes del crecimiento del PIB del primer trimestre, ya que agregó 67 puntos básicos al PIB del primer trimestre. Un cambio en los inventarios privados puede significar dos cosas:

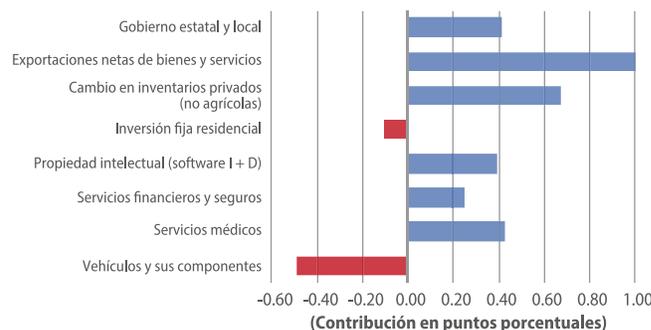
- Las empresas invierten en inventarios porque esperan una mayor demanda a corto plazo.
- Las empresas no pueden vender inventario debido a una caída en la demanda.

Por tanto, el crecimiento en los inventarios, que a su vez impulsa el crecimiento del primer trimestre, podría ser el resultado de una demanda final más débil, siendo esto una señal de problemas en los próximos trimestres.

El gasto en software y en I+D contribuyeron positivamente a la formación de capital fijo y, por tanto, al PIB. El PIB creció un punto porcentual debido a que las importaciones fueron menores y las exportaciones fueron mayores.

Gráfica 2

### Contribución al PIB por sector



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

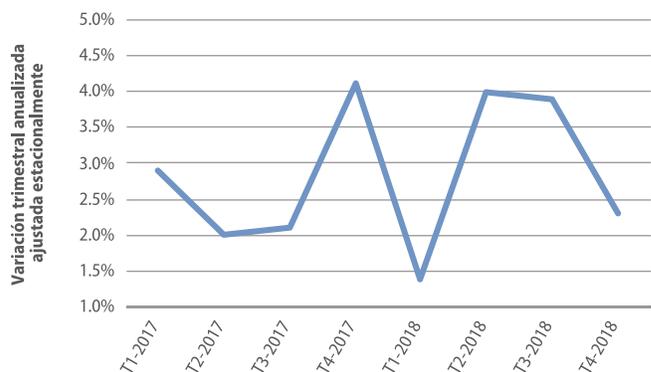
### 1.1.3 Producción bruta (Gross Output)

La producción bruta muestra que se aproxima un año de crecimiento lento. La producción bruta, que incluye la producción intermedia, es muy superior a la cifra de PIB y en cierta medida anticipa el crecimiento del PIB. En el cuarto trimestre de 2018, la producción bruta creció a una mediocre tasa de 2.3%, y el año completo se cerró a una tasa de crecimiento anual de 2.9%.

- Variación porcentual (anual) en la producción bruta real 4T 2018: + 2.3% (4T 2017: + 4.1%)

Gráfica 3

### Producción bruta (Gross Output)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

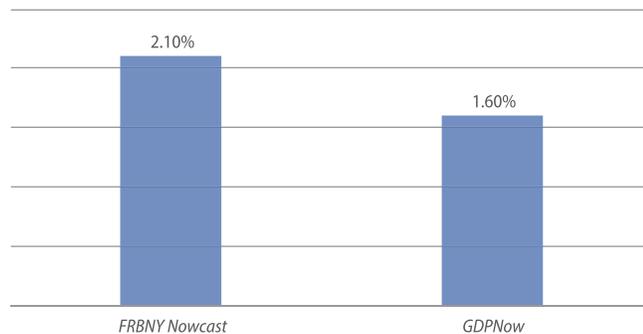
### 1.1.4 Pronósticos del PIB (GDPNow y FRBNY Nowcast)

Se estima que el crecimiento del PIB para el segundo trimestre será sustancialmente más bajo que el crecimiento del primer trimestre, típicamente ocurre lo contrario. De hecho, el segundo trimestre generalmente ha sido el trimestre de mayor crecimiento en los últimos años. Este año parece que parte del crecimiento del segundo trimestre se ha adelantado al primer trimestre.

- Pronóstico de *GDPNow* 2T 2019: + 1.6%
- Pronóstico de *FRBNY Nowcast* 2T 2019: + 2.1%

Gráfica 4

### Pronósticos del PIB (2T 2019)



Fuente: *Federal Reserve Bank of New York & Federal Reserve Bank of Atlanta*, datos del 10 de mayo de 2019.

### 1.2 Índice de gestión de compras (PMI)

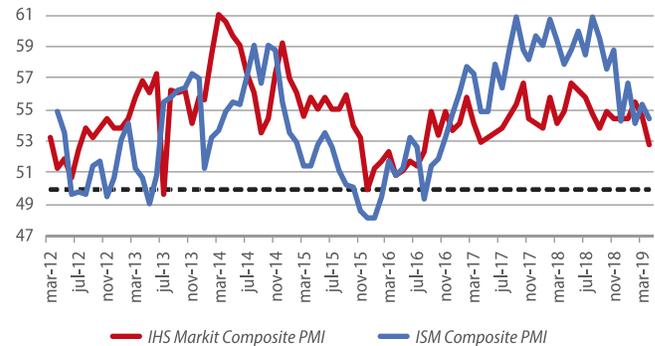
Tanto el índice de gestión de compras (PMI) de *Markit* como el de *ISM* revelan una desaceleración en la actividad económica. El PMI de *Markit*, a diferencia del PMI de *ISM*, se basa en datos reales, mientras que el PMI de *ISM* se basa, en gran medida, en indicadores de confianza. Durante más de dos años, el *ISM* parecía tener un importante diferencial positivo, pero desde hace poco los dos PMIs se han acercado más.

La desaceleración es notable desde finales de 2018, lo que llevó al PMI de *Markit* a alcanzar su nivel más bajo desde 2016, principalmente debido a una contratación más lenta y menores expectativas de producción. La desaceleración persistió en abril, lo que sugiere que la desaceleración no es temporal.

- *IHS Markit Composite Purchasing Managers' Index* (abril de 2019): 52.8 (abril de 2018: 54.9)
- *ISM Manufacturing Purchasing Managers' Index* (abril de 2019): 54.5 (abril de 2018: 57.9)

Gráfica 5

### Índices de Gestión de Compras (PMIs)



Fuente: *Investing.com*

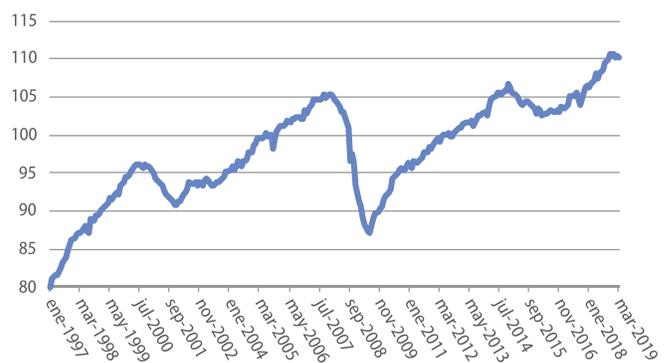
### 1.3 Índice de Producción Industrial (IPI)

El Índice de Producción Industrial (IPI) es un indicador cíclico que mide la producción, la minería, y la producción eléctrica. Cabe señalar que el IPI no es un indicador económico adelantado, sino un indicador atrasado. Su recuperación desde 2016 sugiere que la producción industrial se está nivelando nuevamente y, potencialmente, ha alcanzado un máximo de final de ciclo.

- Índice de producción industrial (IPI) en marzo de 2019: 110.2 (marzo de 2018: 107.3)

Gráfica 6

### Índice de Producción Industrial



Fuente: *St Louis Fed*, datos ajustados estacionalmente.

## 1.4 Demanda en sectores cíclicos

### 1.4.1 Demanda de vivienda

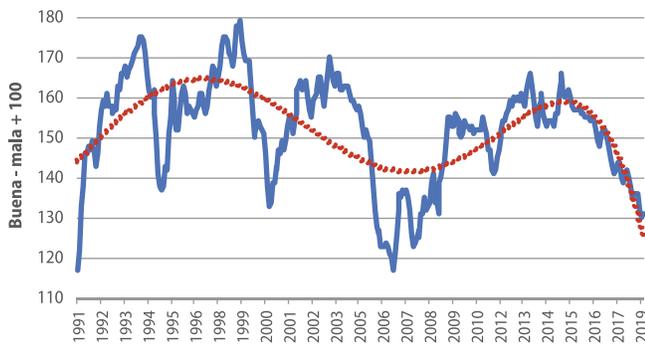
En un estudio de *University of Michigan*, se les pregunta a los consumidores si piensan que este es un buen momento para comprar una vivienda. Esta encuesta suele ser un buen indicador adelantado de la forma en la que se comportará el mercado inmobiliario en los siguientes dos trimestres.

Desde 2015, el índice de confianza del mercado inmobiliario ha estado cayendo desde su punto máximo (164 puntos), alcanzando un mínimo este año (131 puntos), acercándose a los niveles anteriores a la recesión 2006/2007 (cerca de 120 puntos). Esto no es un buen augurio para el mercado de la vivienda en Estados Unidos para lo que queda de año. En consecuencia, podemos esperar cierta debilidad en el mercado inmobiliario.

- Índice confianza mercado inmobiliario 2019: 131 (febrero 2018: 139, -5.8%)

Gráfica 7

### Índice confianza mercado inmobiliario



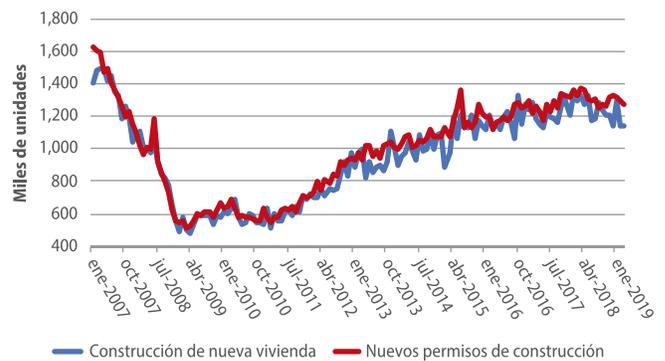
Fuente: *University of Michigan Survey Research Center Institute for Social Research*.

La construcción de nueva vivienda y la concesión de permisos de construcción se han ido estabilizando considerablemente y han caído desde los niveles de 2018. Esto podría indicar un fin de ciclo y debilidad en este sector clave. Además, el diferencial de permisos sobre el inicio de viviendas (que se está ampliando) también apunta a debilidad en el sector.

- Permisos de construcción (marzo de 2019): 1.14 millones de unidades (marzo de 2018: 1.33 millones de unidades, -14.3%)
- Construcción de nueva vivienda (marzo de 2019): 1.27 millones de unidades (marzo de 2018: 1.38 millones de unidades, -7.9%)

Gráfica 8

### Construcción nueva vivienda y nuevos permisos de construcción



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

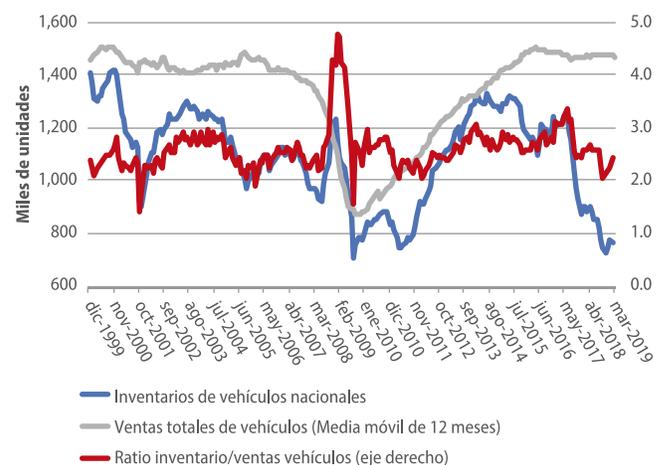
### 1.4.2 Demanda de vehículos

Mientras que las ventas totales de vehículos se han mantenido estables cerca de 1.5 millones de unidades, los inventarios nacionales han disminuido de 1.2 millones de unidades a menos de 800,000 unidades. Esto sugiere que los fabricantes de vehículos dudan y tienen una perspectiva algo pesimista con respecto a la demanda futura.

- Ventas totales de vehículos (media móvil de 12 meses, marzo de 2019): 1.47 millones de unidades (marzo de 2018: 1.47 millones de unidades, ± 0%)
- Ratio inventario/ventas (febrero de 2019): 2.45 x (febrero de 2018: 2.59 x, -5.4%)

Gráfica 9

### Ventas e inventarios de vehículos



Fuente: *Bureau of Economic Analysis*, Publicación: Estimaciones suplementarias, vehículos motorizados, datos mensuales.

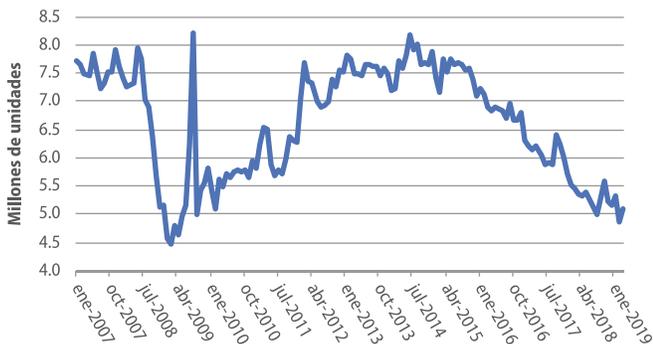
De hecho, los fabricantes de vehículos tienen razones para ser pesimistas. Las ventas de vehículos han estado disminuyendo constantemente desde 2015, alcanzando un mínimo de diez años en 2019. Año tras año, las ventas de vehículos han caído más de un 5%. Esto sugiere que la demanda de

vehículos se está debilitando. Debido a los mayores costos de financiamiento (menor capacidad de pago) esta tendencia continuará en el futuro cercano.

- Ventas totales de vehículos (marzo de 2019): 5,085,000 unidades (marzo de 2018: 5,367,000 unidades, -5.3%)

Gráfica 10

### Venta de vehículos territorio nacional + exportaciones



Fuente: Bureau of Economic Analysis, Publicación: Estimaciones suplementarias, vehículos motorizados, datos mensuales.

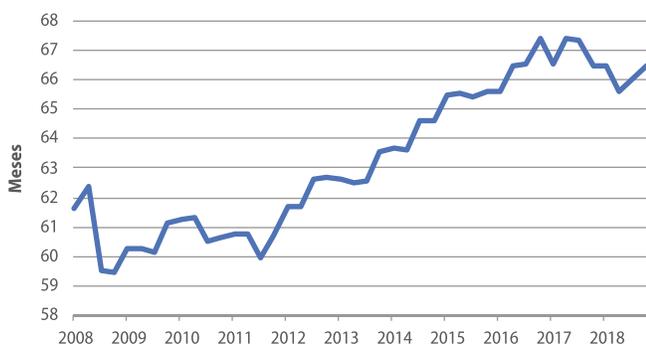
Una clara consecuencia del aumento en los costos de financiamiento puede observarse en el vencimiento promedio de los nuevos préstamos para la compra de vehículos. En 2017, el vencimiento medio de los préstamos para vehículos nuevos alcanzaron un máximo de casi 68 meses (más de 5.5 años). Esto revela la dependencia del crédito para la demanda de vehículos. Los vencimientos de los préstamos incrementan en un intento de aumentar la accesibilidad de los consumidores al mercado de vehículos.

El vencimiento medio ha estado cayendo desde 2017. Esto apunta que los prestamistas tienen mayor precaución que antes.

- Vencimiento medio de los préstamos para vehículos nuevos (4T 2018): 66.49 (4T 2017: 67.35, -1.3%)

Gráfica 11

### Vencimiento medio de los préstamos para vehículos nuevos



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Release: G.19 Crédito al consumo.

## 2. Mercado laboral

### 2.1 Desempleo

A continuación, resumimos tres medidas que reflejan la salud actual del mercado laboral: la tasa de desempleo, la tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial, y la tasa de empleo inversa (100 - tasa de empleo). Todos ellos consideran el número de trabajadores empleados en relación con la fuerza laboral total, en este caso, la población total entre 25 y 54 años. La razón de incluir estos indicadores es que se debe tener en cuenta tendencias estructurales como la jubilación anticipada.

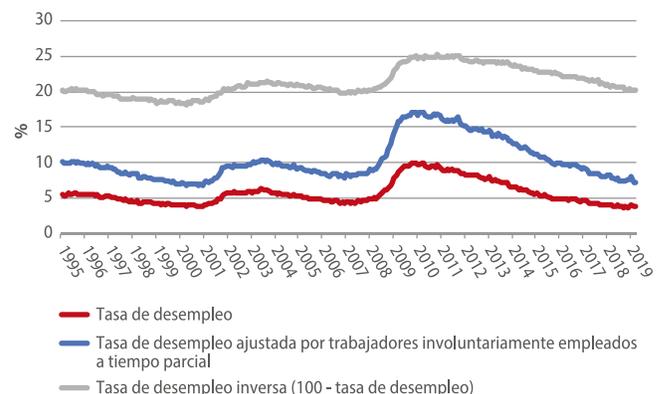
La tasa de desempleo más utilizada disminuyó aún más, hasta el 3.8% y alcanzó su nivel más bajo en décadas, esto puede indicar una presión al alza sobre los costos laborales. Si tenemos en cuenta la tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial, la tasa de desempleo cayó al 7.3%, el nivel más bajo en casi veinte años. Además, la tasa de empleo alcanzó su nivel más alto desde 2007.

El hecho de que la tasa de desempleo solo disminuyó ligeramente, mientras que la tasa de desempleo ajustada disminuyó considerablemente, se debe en gran medida a los cambios en la fuerza laboral. Los trabajadores desalentados volvieron a ingresar a la fuerza laboral ya que la demanda de trabajo se mantuvo fuerte. Dicho de otra manera, se agregaron más empleos, sin embargo, la tasa de desempleo disminuyó solo por un pequeño margen debido a la creciente fuerza laboral.

- Tasa de desempleo (marzo de 2019): 3.8% (marzo de 2018: 4.0%, -5%)
- Tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial (marzo de 2019): 7.3% (marzo de 2018: 7.9%, -7.6%)
- Tasa de empleo (marzo de 2019): 79.8% (marzo de 2018: 79.2%, +0.8%)

Gráfica 12

### Tasa de desempleo



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

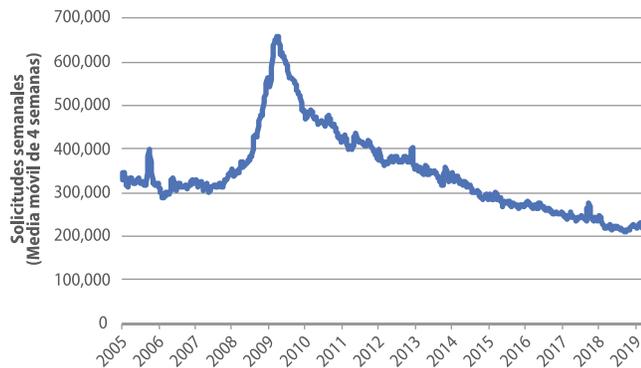
## 2.2 Solicitudes semanales del subsidio de desempleo

El número de solicitudes de subsidio de desempleo es quizá el mejor indicador del mercado laboral. Desde su máximo en 2009 (más de 650,000 solicitudes semanales), el número de solicitudes disminuyó gradualmente, acercándose a 200,000 en los últimos meses, lo que representa un mínimo histórico de 50 años. Las solicitudes de subsidio de desempleo podrían estar cerca de un mínimo de final de ciclo.

- Solicitudes subsidio de desempleo (abril de 2019): 201,250 solicitudes (abril de 2018: 225,500 solicitudes, -10.8%)

Gráfica 13

### Solicitudes semanales subsidio de desempleo



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

## 3. Inflación y precios

### 3.1 Oferta monetaria

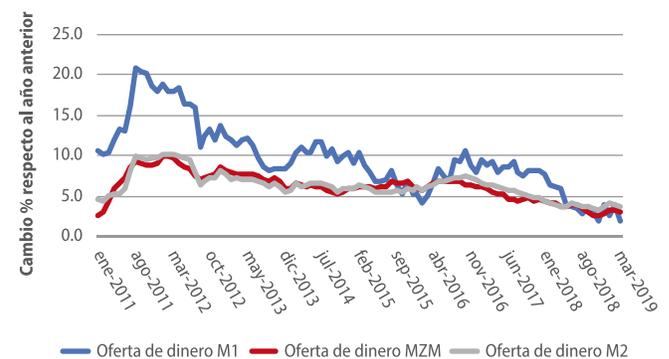
Se debe prestar especial atención al crecimiento de la oferta monetaria M1. M1 representa la moneda y los depósitos a la vista.

La reciente desaceleración en el crecimiento de M1 es preocupante. El crecimiento en MZM y M2 también se está desacelerando, aunque a un ritmo menor.

- Variación en la oferta monetaria M1 (marzo de 2019): + 1.9% (marzo de 2018: + 6.1%)
- Variación en la oferta monetaria MZM (vencimiento cero) (marzo de 2019): + 3.1% (marzo de 2018: + 4.1%)
- Variación en la oferta monetaria M2 (marzo de 2019): + 3.8% (marzo de 2018: + 4.0%)

Gráfica 14

### Crecimiento oferta monetaria



Fuente: St Louis Fed.

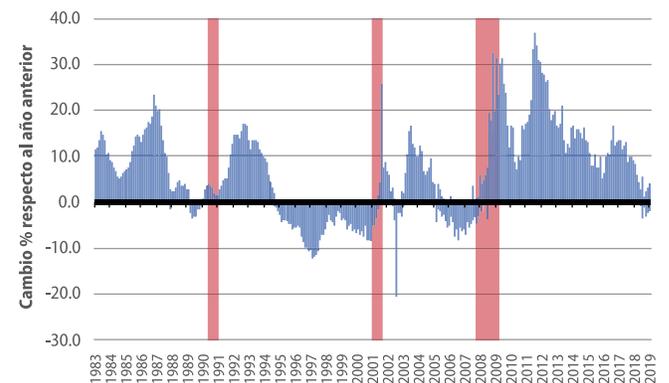
Cabe señalar que la moneda representa casi el 44% de M1 y que el componente moneda de M1 está creciendo a una tasa mucho más rápida, en concreto el 5.5% anual. Al aislar el componente no monetario de M1 (depósitos a la vista), obtenemos una imagen muy diferente.

Mientras que la demanda de moneda asegura la estabilidad del banco central, la demanda de depósitos asegura la estabilidad de los bancos comerciales. Como se puede ver a continuación, el componente depósitos de M1 revela que los bancos están perdiendo depositantes, lo que muestra que podríamos estar en el inicio de problemas de liquidez en el sistema bancario de los EEUU. En ciclos económicos anteriores, una desaceleración en el crecimiento de los depósitos anunciaba una desaceleración económica. Por lo tanto, parece que vienen tiempos difíciles para el sector bancario.

- Variación en el componente no monetario de M1 (depósitos a la vista): -0,9% (abril de 2019): +5% (abril de 2018)

Gráfica 15

### Crecimiento de depósitos M1



Fuente: St Louis Fed, cambio anual en M1 menos componente de moneda.

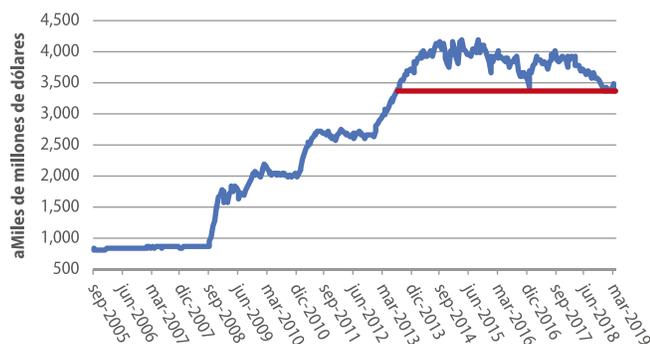
### 3.2 Política monetaria

Después de que la Fed terminara la flexibilización cuantitativa, empezó a dejar que los bonos del Tesoro en su balance maduraran sin reemplazarlos. Esto ha provocado que el tamaño del balance de la Fed haya empezado a disminuir gradualmente. Esto se refleja en la base monetaria, que se encuentra en su nivel más bajo desde agosto de 2013. Desde su punto máximo, la base monetaria cayó casi un 20% debido a los cambios en la política monetaria de la Reserva Federal.

- Base monetaria (abril de 2019): \$3,372 miles de millones (abril de 2018: \$3,779 miles de millones, -10.8%)

Gráfica 16

#### Base monetaria

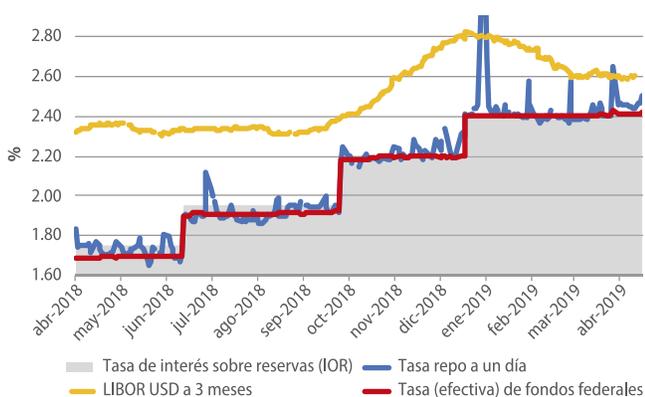


Fuente: St Louis Fed.

La Fed ha aumentado gradualmente las tasas de interés, hasta un nivel del 2.4% (intereses sobre reservas), estableciendo el tipo de la Fed entre el 2.25% y el 2.5%. Las tasas interbancarias a 3 meses han estado por encima de la tasa de referencia de la Fed hasta 2019. Curiosamente, desde inicios de 2019, la tasa interbancaria a 3 meses ha estado cayendo a pesar de que la tasa de la Fed no lo ha hecho.

Gráfica 17

#### Tasas de interés de referencia



Fuente: St Louis Fed.

La Fed todavía no encuentra la mejor manera de fijar los tipos de corto plazo en un mundo de exceso de reservas. De hecho, parece que la Fed está perdiendo el control sobre las tasas de interés a corto plazo. Como se puede observar en el gráfico 17, la tasa de los fondos de la Reserva Federal (la tasa interbancaria de las reservas bancarias) estuvo consistentemente por debajo de la tasa IOR (la tasa que paga la Fed por

el exceso de fondos). Se suponía que la tasa IOR funcionaría como un techo de tasa de fondos de la Reserva Federal.

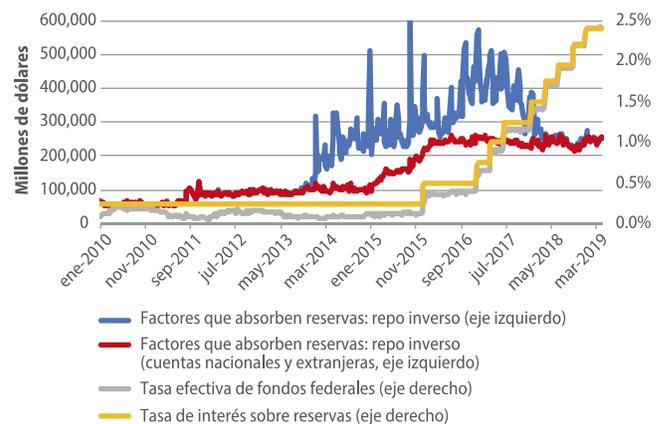
Para aumentar la tasa de los fondos de la Reserva Federal, la Fed ha estado utilizando operaciones de venta y recompra de activos (operaciones repo)<sup>1</sup>, siendo la tasa repo una tasa que pretendía poner un mínimo a la tasa de fondos de la Fed. Sin embargo, las cosas han cambiado, y la tasa de fondos de la Fed está superando la tasa IOR después de que la Fed dejara de utilizar operaciones repo. Como resultado, la Fed decidió el mes pasado bajar la tasa IOR de 2.40% a 2.35% en un esfuerzo un tanto desesperado por reducir la tasa efectiva de los fondos de la Fed.

Todo esto sugiere que la Reserva Federal ahora tiene dos tasas mínimas en lugar de una mínima y una máxima. Esto implica que la Reserva Federal actualmente no controla las tasas interbancarias a corto plazo y, como resultado, las tasas de mercado a corto plazo pueden aumentar aunque la Reserva Federal detenga el incremento del tipo de referencia.

- Tasa de interés sobre reservas (IOR) (abril de 2019): 2.35% (abril de 2018: 1.75%)
- Tasa efectiva de los fondos federales (abril de 2019): 2.42% (abril de 2018: 1,69%)
- Tasa repo a un día (abril de 2019): 2.50% (abril de 2018: 1.74%)
- Tasa LIBOR 3 meses USD (abril de 2019): 2.60% (abril de 2018: 2.33%)

Gráfica 18

#### VARIABLES DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: St Louis Fed.

La Fed ha revertido el curso y ya no está subiendo las tasas, a pesar de que los mercados esperaban el año pasado que la Fed hiciera dos o más aumentos de tasas en 2019.

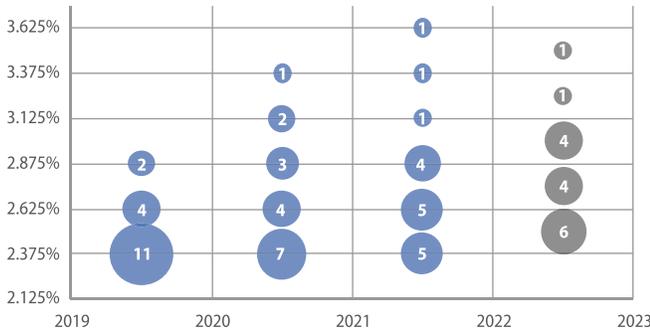
El siguiente diagrama de puntos muestra las tasas esperadas en los próximos años por los miembros del FOMC. El tamaño de las burbujas representa el número de miembros del FOMC que esperan que las tasas se encuentren en un punto determinado. Esto muestra que es probable que las tasas no se volverán a subir hasta 2022.

<sup>1</sup> En concreto repo inverso o *reverse repos*.

Este importante cambio en la política monetaria de la Fed es el resultado del debilitamiento de los fundamentales económicos y la repentina caída en los precios del mercado de valores en diciembre del año pasado.

Gráfica 19

### Diagrama de puntos de la Reserva Federal (FOMC Fed Funds Rate Outlook)



Fuente: Bloomberg.

### 3.3 Precios bursátiles

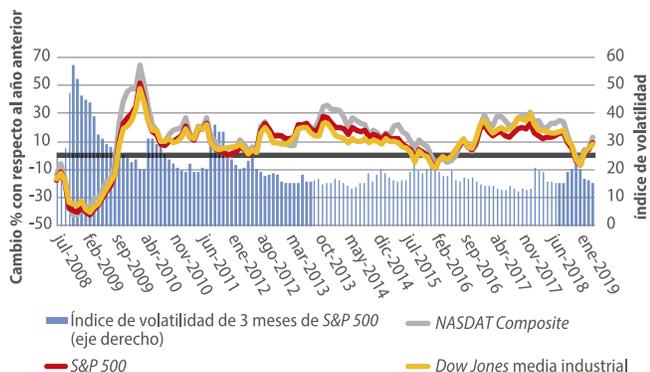
Los precios de las acciones se recuperaron de una leve corrección en diciembre de 2018. Como resultado, el S&P 500 alcanzó un nuevo récord en abril de 2019 y actualmente cuenta con un rendimiento interanual de cerca del 10%. El NASDAQ ha tenido un rendimiento superior al S&P 500 y al Dow Jones en los últimos años, aunque el mejor desempeño del NASDAQ se redujo en 2019.

Después de un ligero aumento en diciembre, la volatilidad (VIX) se ha reducido a niveles que se acercan a un mínimo de fin de ciclo de 12. Esperamos que la volatilidad aumente desde los niveles actuales.

- Variación interanual S&P 500 (abril de 2019): + 9.3% (abril de 2018: + 12.5%)
- Variación interanual Dow Jones Industrial (abril de 2019): + 8.6% (abril de 2018: + 17.5%)
- Variación interanual NASDAQ (abril de 2019): + 12.7% (abril de 2018: + 19.8%)
- Índice de volatilidad VIX (abril de 2019): 15.08 (abril de 2018: 18.88)

Gráfica 20

### Rendimiento de los principales índices del mercado de valores



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

El mercado de valores de Estados Unidos sigue muy sobrevaluado. El *Tobin's Equity Q ratio* es una de las medidas más sólidas de la sobrevaluación del mercado de valores<sup>2</sup>. El *Equity Q ratio* alcanzó otro máximo cíclico en el 3T de 2018 (1.24x o 82% de sobrevaloración) y se mantiene extremadamente elevado.

- *Equity Q ratio* (4T 2018): 1.04x, 54% por encima de la media histórica (4T 2017: 1.16x, 71% por encima de la media histórica)

Gráfica 21

### Equity Ratio Q



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.

### 3.4 Índice de Precios al Consumidor (IPC)

Una de las razones por la que la Fed decidió detener el incremento de tipos de interés fue la menor expectativa de inflación. El IPC subyacente (sin precio de alimentos ni energía) está muy cerca del objetivo del 2% de la Fed, mientras que el IPC general y el PCE subyacente están por debajo del objetivo de inflación de la Fed. En general, la Reserva Federal se basa en el PCE subyacente para las decisiones de política monetaria.

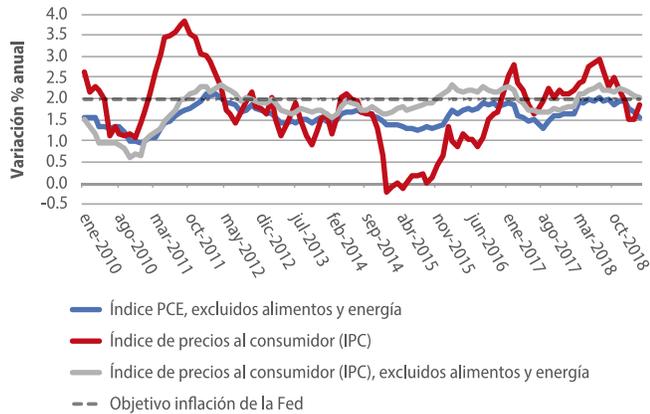
Sin embargo, si el presidente Trump decide aumentar los aranceles sobre importaciones, las tasas de inflación domésticas aumentarán y terminarán por encima de la meta de inflación de la Fed.

- Variación interanual del IPC (marzo de 2019): + 1.9% (marzo de 2018: + 2.4%)
- Variación interanual del IPC subyacente (marzo de 2019): + 2.0% (marzo de 2018: + 2.1%)
- Variación interanual en el índice PCE subyacente (marzo de 2019): + 1.6% (marzo de 2018: + 2.0%)

<sup>2</sup> Para una explicación detallada ver "The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World" por Mark Spitznagel.

Gráfica 22

## Índice de precios del consumidor



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

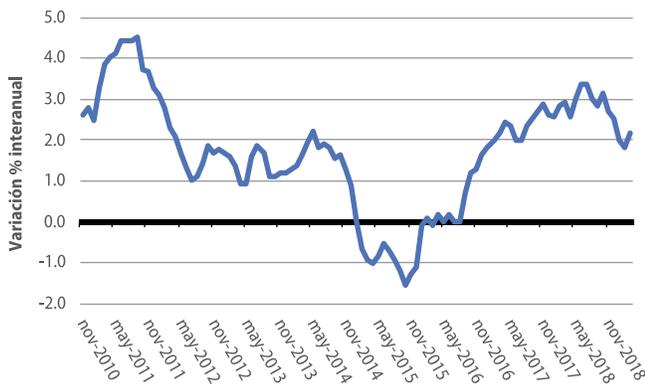
### 3.5 Índice de Precios de producción (IPP)

En la segunda mitad de 2018, el crecimiento de los precios al productor comenzaron a caer desde un máximo cíclico de 3.4% hasta 1.8% en febrero de 2019. El crecimiento en el IPP tiende a disminuir antes y durante una recesión.

- Variación interanual del Índice de precios al productor (IPP) para la demanda final (marzo de 2019): + 2.2% (marzo de 2018: 2.9%)

Gráfica 23

## Índice de precios de producción (demanda final)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics.

### 3.6 Inflación esperada

En contraste con otros países, el Tesoro de EEUU emite bonos protegidos contra la inflación (TIPS). El principal y los intereses de los TIPS se ajustan por inflación, medido por el índice de precios al consumidor. Los TIPS tienen vencimientos a 5, 10 y 30 años. Si tomamos el diferencial entre el rendimiento de los TIPS y el rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU equivalentes, obtenemos una medida de la inflación esperada por el mercado.

Las expectativas de inflación en el futuro, para los próximos 5, 10, y 30 años, están ligeramente por encima de la tasa de inflación actual. Especialmente notable es el hecho de que

las tasas de inflación esperadas a 10 años y 30 años han caído por debajo del nivel objetivo de 2 % de la Fed.

- Expectativa de inflación a 5 años (marzo de 2019): + 2.01% (marzo de 2018: + 2.16%)

Gráfica 24

## Expectativas de inflación



Fuente: St Louis Fed.

## 4. Crédito y banca

### 4.1 Curva de rendimiento

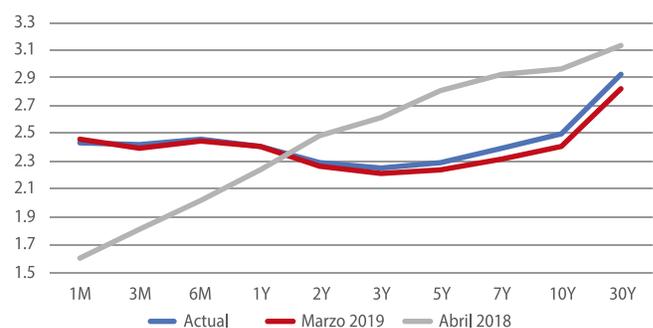
#### 4.1.1 Curva de rendimiento del tesoro

La curva de rendimiento ha pronosticado todas las recesiones en EEUU desde 1950. Según Estrella y Mishkin (1998), el tiempo que transcurre entre una inversión de la curva de rendimiento y una recesión ha estado entre 9 y 15 meses. Según nuestras propias estimaciones, cuando el spread de la curva de rendimientos (10Y-3M) es inferior a 100pb, se desarrolla una recesión en 16 meses (mediana). El diferencial 10Y-3M cayó por debajo de los 100 puntos básicos en junio de 2018. Estamos acercándonos gradualmente a una recesión económica.

- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 3 meses: 2.4%.
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 2 años: 2.3%.
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 5 años: 2.3%.
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años: 2.5%.

Gráfica 25

## Curva de rendimiento



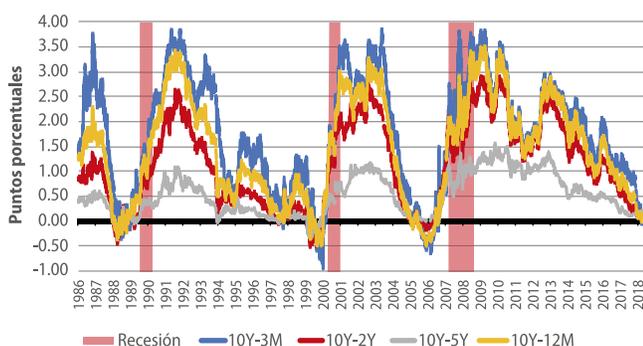
Fuente: Investing.com

El *spread* de la curva de rendimiento que se usa tradicionalmente en la literatura académica es el 10 años menos 3 meses. Sin embargo, el resto de diferenciales importantes se han reducido o se han vuelto negativos en el último año. Los diferenciales negativos apuntan hacia una recesión en el corto plazo. El rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años ha subido ligeramente desde que los diferenciales de la curva de rendimiento se volvieron negativos.

- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 3 meses) en mayo de 2019: 8 puntos básicos (mayo de 2018: 112 puntos básicos)
- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 1 año) en mayo de 2019: 14 puntos básicos (mayo de 2018: 71 puntos básicos)
- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 2 años) en mayo de 2019: 20 puntos básicos (mayo de 2018: 47 puntos básicos)
- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 5 años) en mayo de 2019: 21 puntos básicos (mayo de 2018: 15 puntos básicos)

Gráfica 26

### Spread curva de rendimiento



Fuente: St Louis Fed.

Uno de los argumentos para descartar el poder predictivo de la curva de rendimientos es la inflación. Si las expectativas de inflación en un futuro lejano son menores que las del futuro cercano, la curva de rendimiento podría invertirse debido a una prima de inflación más baja en las tasas de interés con un plazo mayor. Sin embargo, dado que el Tesoro de EEUU emite TIPS (bonos indexados a la inflación) para varios vencimientos, podemos analizar estos rendimientos para ver si este argumento tiene sentido.

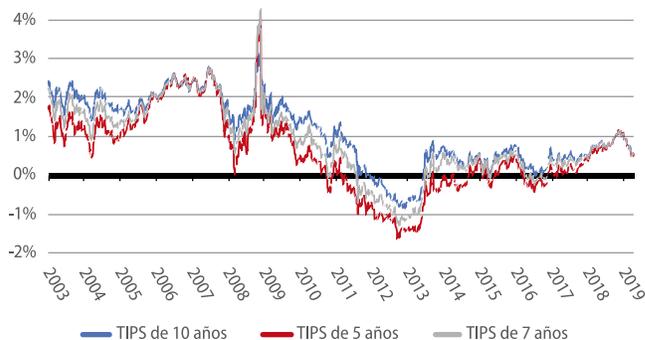
En efecto, observamos que la curva de rendimiento de TIPS también se está aplanando. Los diferenciales se reducen a niveles solo vistos en el período previo a la Gran Recesión de 2008 (específicamente, 2006 y 2007). Por lo tanto, la curva de rendimiento TIPS también está indicando una desaceleración económica.

- Rendimiento TIPS a 5 años (abril de 2019): 56 puntos básicos (abril de 2018: 71 puntos básicos)

- Rendimiento TIPS a 7 años (abril de 2019): 59 puntos básicos (abril de 2018: 75 puntos básicos)
- Rendimiento TIPS a 10 años (abril de 2019): 65 puntos básicos (abril de 2018: 75 puntos básicos)

Gráfica 27

### TIPS Curva de rendimiento



Fuente: St Louis Fed.

### 4.1.2 Curva de rendimiento corporativo

Si la curva de rendimiento, compuesta por los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, advierte de una recesión inminente, deberíamos poder observar un patrón similar en los rendimientos corporativos. A pesar de que la curva de rendimiento corporativo es menos estudiada, se pueden obtener interesantes conclusiones de su estudio.

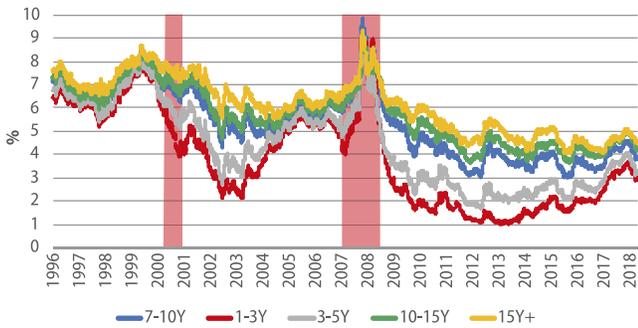
Cabe destacar que no es necesario que se invierta la curva de rendimiento corporativo para que una recesión aparezca (en contraste con lo que ocurre con la curva de rendimiento del Tesoro). Los diferenciales corporativos simplemente se redujeron entre 2005 y 2006, pero nunca se invirtieron antes de la Gran Recesión.

La curva de rendimiento corporativo se ha aplanado sustancialmente. Los diferenciales entre el largo y el corto plazo de bonos corporativos se han reducido rápidamente. Las tasas corporativas a corto plazo han caído menos que las tasas corporativas a largo plazo (especialmente en vencimientos entre 3 y 10 años). Este aplanamiento es un signo de problemas económicos en el futuro. Lo más probable es que los diferenciales de bonos corporativos sigan cayendo.

- Rendimiento bonos corporativos de 1 a 3 años (mayo de 2019): 2.97% (mayo de 2018: 3.17%, -6.3%)
- Rendimiento bonos corporativos de 3 a 5 años (mayo de 2019): 3.25% (mayo de 2018: 3.63%, -10.5%)
- Rendimiento bonos corporativos de 7-10 años (mayo de 2019): 3.83% (mayo de 2018: 4.25%, -9.9%)
- Rendimiento bonos corporativos de 10-15 años (mayo de 2019): 4.22% (mayo de 2018: 4.56%, -7.5%)
- Rendimiento bonos corporativos de más de 15 años (mayo de 2019): 4.50% (mayo de 2018: 4.68%, -3.9%)

Gráfica 28

## Rendimiento bonos corporativos



Fuente: ICE Benchmark Administration (IBA), Índices ICE BofAML.

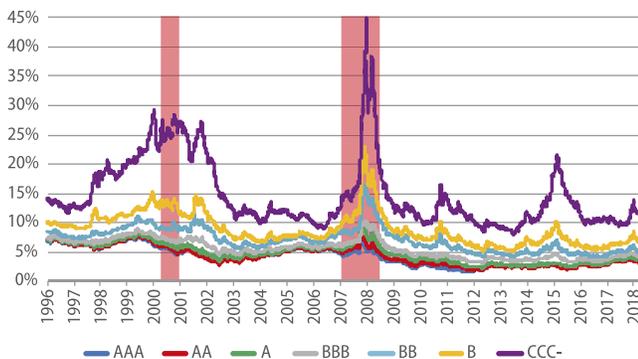
Igualmente interesante es el comportamiento de los rendimientos de bonos corporativos según calificaciones crediticias. Se ha producido una importante reducción en el diferencial entre los rendimientos de bonos corporativos en calificaciones AAA, AA, A y BBB. Los diferenciales de riesgo se han reducido a lo largo del ciclo económico actual.

Los diferenciales de riesgo han caído dentro de las calificaciones de "seguridad" (entre A y AAA, por ejemplo), mientras que los diferenciales de riesgo se han ampliado en los créditos de mayor riesgo (entre B y AAA, por ejemplo). Esto podría apuntar a una huida hacia la calidad por parte de los inversores, hecho que generalmente anticipa problemas económicos. A partir de 2006, los diferenciales de riesgo sobre el crédito más peligroso también comenzaron a aumentar, anticipando la Gran Recesión.

- Diferencial AAA - A (mayo de 2019): 17 puntos básicos (mayo de 2018: 20 pb, -15%)
- Diferencial AAA- BBB (mayo de 2019): 77 puntos básicos (mayo de 2018: 78 pb, -1.3%)
- Diferencial AAA - B (mayo de 2019): 325 puntos básicos (mayo de 2018: 295 pb, + 10.2%)
- Diferencial AAA - CCC (mayo de 2019): 741 puntos básicos (mayo de 2018: 648 pb, + 14.4%)

Gráfica 29

## Rendimientos Corporativos (por calificación crediticia)



Fuente: ICE Benchmark Administration (IBA), Índices ICE BofAML.

## 4.2 TED Spread

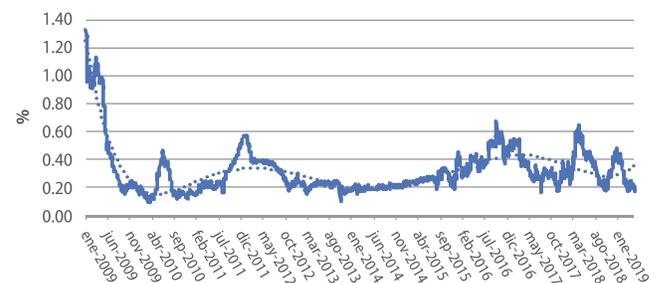
El *TED spread* es la diferencia entre la tasa LIBOR de tres meses y la tasa del Tesoro a tres meses. Un diferencial creciente indica que la liquidez está desapareciendo y señala una desaceleración económica.

El *TED spread* se redujo aún más en los últimos doce meses, lo que indica que no hay estrés en el sistema bancario ni una huida de los depositantes desde los bancos a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Sin embargo, el *spread TED* es en gran medida un indicador rezagado, mientras que, por ejemplo, el diferencial de la curva de rendimientos es un indicador adelantado.

- *TED spread* (abril de 2019): 0.21% (abril de 2018: 0.64%)

Gráfica 30

## TED Spread



Fuente: St Louis Fed.

## 4.3 Deuda en el margen (margin debt) NYSE/FINRA

La deuda en el margen también es un indicador adelantado de recesiones debido a su correlación con las correcciones del mercado de valores. Tanto en 2000 como en 2007, una caída de la deuda en el margen precedió una recesión y una caída del mercado de valores.

En 2018, la deuda en el margen se redujo en \$100 mil millones, lo que revela que los inversores se están volviendo cada vez más cautelosos y están desapalancándose. La actual caída de la deuda en el margen es mucho mayor que en 2011 y 2015, lo cual es una clara señal de peligro para un mercado de valores que cotiza con importantes sobrevaloraciones.

- Deuda en el margen *FINRA* (marzo de 2019): \$574 mil millones de dólares (marzo de 2018: \$645 mil millones, -11%)

Gráfica 31

## FINRA Margin Debt



Fuente: Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).

#### 4.4 Apalancamiento empresarial

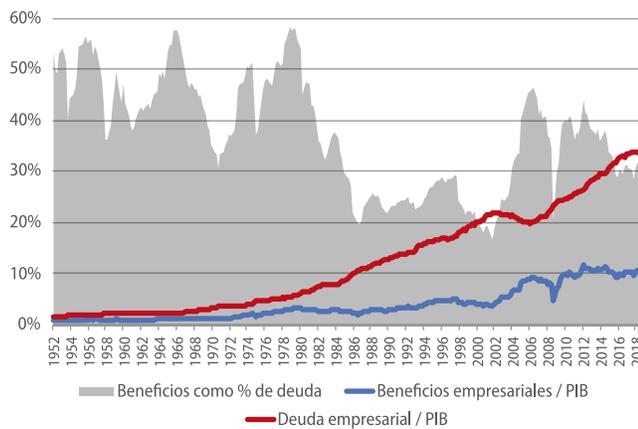
Uno de los fenómenos que alimentan el mercado bursátil alcista actual ha sido el nivel de beneficios empresariales. El beneficio empresarial nunca ha sido tan alto como hoy. La pregunta es, ¿cómo la competencia no ha podido reducir las ganancias? La competencia, en una economía capitalista, deprime los márgenes y las ganancias empresariales. Las ganancias también se han citado como evidencia de que la economía de los EEUU está lejos de entrar en recesión.

No obstante, si comparamos las ganancias con la deuda empresarial, concluimos que el aumento en las ganancias ha sido el resultado de un aumento en el apalancamiento empresarial. Peor aún, los aumentos en la deuda empresarial han sido superiores a los aumentos en las ganancias empresariales. Las ganancias empresariales récord solo han sido posibles debido a un nivel de deuda corporativa récord.

- Beneficios empresariales como % del PIB (4T 2018): 10,37% (4T 2017: 9,61%)
- Deuda empresarial como % del PIB (4T 2018): 33,25% (4T 2017: 33,77%)

Gráfica 32

#### Beneficios corporativos + deuda como % del PIB

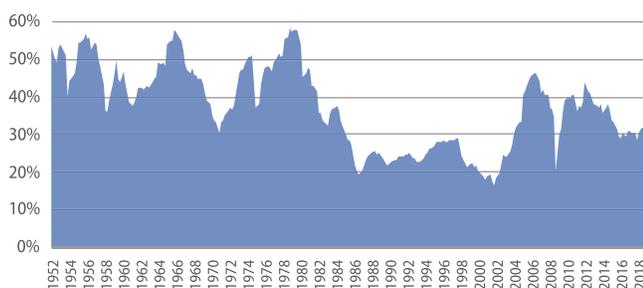


Fuente: St Louis Fed.

- Ganancias empresariales como % de deuda empresarial (4T 2018): 31,19% (4 2017: 28,45%)

Gráfica 33

#### Ganancias empresariales como % de deuda



Fuente: St Louis Fed.

El nivel de apalancamiento empresarial ha convertido a la economía norteamericana en una economía frágil al hacer que las ganancias sean muy sensibles a cambios en el costo del servicio de la deuda. Esto se pone de manifiesto en el surgimiento de las “empresas zombi”.

Una empresa se define como una empresa zombi cuando los gastos por intereses superan el EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)<sup>3</sup>.

Las empresas zombis eran poco comunes en los años noventa. De 2000 a 2005, la cantidad de compañías muy apalancadas se hizo gradualmente más grande, por lo que las empresas zombis llegaron a ser el 8% de las empresas cotizadas en 2005. A medida que las tasas de interés incrementan, los impagos crecen y las empresas zombis se multiplican. El nivel actual de empresas zombis es el 8% de las empresas cotizadas, nivel sólo alcanzado anteriormente en 2005.

Gráfica 34

#### Porcentaje de empresas de zombis



Fuente: Bloomberg.

Analizando los pasivos empresariales a corto plazo sobre el total de pasivos empresariales tenemos un indicador de estrés. Esperaríamos que las empresas intenten aprovechar las caídas de tipos de interés en el transcurso de un ciclo económico. Si el crédito se vuelve escaso, lo normal es que las empresas se vean obligadas a recurrir cada vez más al crédito a corto plazo para cubrir cualquier eventualidad.

En efecto, observamos que las empresas están incrementando cada vez más sus pasivos a corto plazo. Esto implica un estrés subyacente en los balances empresariales, que no tienen otra opción que optar por vencimientos más cortos con el fin de que los costos del servicio de la deuda no se disparen y pongan al negocio en riesgo de impago. No obstante, esta es una solución a corto plazo para un problema estructural de exceso de endeudamiento y que probablemente empeore en el futuro cuando se tengan que renovar los créditos a corto plazo a un mayor interés.

- Pasivos empresariales a corto plazo como % del total de pasivos (4T 2018): 14,2% (4T 2017: 12,2%)

<sup>3</sup> Nos hemos limitado a empresas con capitalización de mercado superior a \$500 millones. Las empresas sólo se clasifican como zombis cuando el EBITDA ha sido inferior a los intereses pagados durante un período de tres años.

Gráfica 35

## Il liquidez empresarial



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Release: Z.1 Cuentas financieras de los Estados Unidos.

### 4.5 Liquidez de las familias

#### 4.5.1 Deuda/ingresos y deuda/capital de las familias

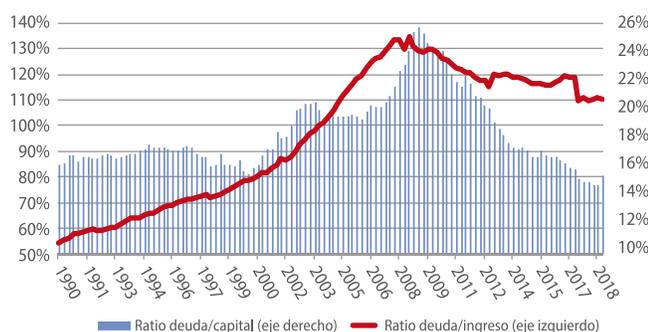
Los hogares se han desapalancado desde la crisis de 2008. El ratio deuda/ingresos alcanzó un récord de 134% en el tercer trimestre de 2008. Después de aumentar ligeramente en 2017, los hogares han continuado con el desapalancamiento. A pesar de ello, la mayor parte del desapalancamiento se debe a un aumento en los ingresos y/o el patrimonio neto y no tanto a una menor cantidad de deuda.

Los hogares parecen estar bien armados para enfrentar una desaceleración, aunque una gran parte del patrimonio neto es probablemente ilusoria, ya que tanto los precios de las acciones como los de los bienes raíces podrían caer abruptamente.

- Ratio deuda/ingreso familias (4T 2018): 110.6% (4T 2017: 110.7%)
- Ratio deuda/capital familias (4T 2018): 15.4% (4T 2017: 15.1%)

Gráfica 36

## Deuda de las familias



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

### 4.6 Crédito banca comercial

#### 4.6.1 Crédito comerciales e industriales

El crecimiento de los préstamos se recupera después de que pasara por un periodo de débil crecimiento. Los préstamos comerciales e industriales crecen a una tasa anual del 10%, aún muy por debajo de los niveles anteriores a 2008. El crecimiento de los préstamos al sector de bienes raíces está por debajo del 5%.

- Variación interanual de los préstamos comerciales e industriales (marzo de 2019): + 10% (marzo de 2018: + 2.7%)
- Variación interanual de los préstamos a bienes raíces (marzo de 2019): + 4.6% (marzo de 2018: + 5.5%)

Gráfica 37

## Préstamos banca comercial



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

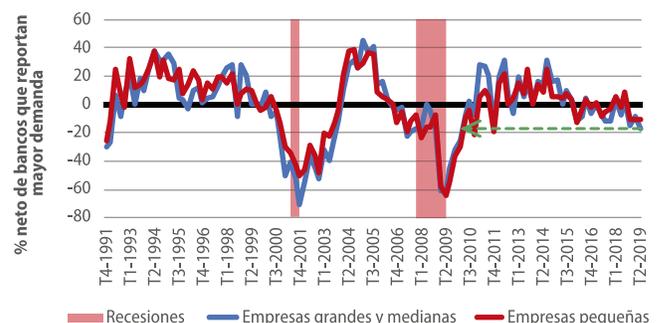
Curiosamente, como informan los bancos en la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* publicada por la Fed, la demanda de préstamos comerciales e industriales se está debilitando. El porcentaje neto de bancos que reportan mayor demanda de crédito es negativo 17% en 2T2019, su punto más bajo desde el cuarto trimestre de 2009. Esta falta de demanda también se refleja en los cambios recientes en la curva de rendimiento. Con una menor demanda de préstamos comerciales e industriales, es muy improbable que el crecimiento económico aumente.

La menor demanda de crédito es más visible en empresas grandes, pero el indicador también se deteriora para empresas pequeñas. La demanda de préstamos es cíclica, se expande excesivamente durante un período de auge económico y cae en picado al inicio de una recesión.

- Porcentaje de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos comerciales e industriales (empresas grandes y medianas, 2T 2019): -16.9% (segundo trimestre de 2018: -7%)
- Porcentaje de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos comerciales e industriales (pequeñas empresas, 2T 2019): -10.3% (2T 2018: -1.5%)

Gráfica 38

## Demanda de Préstamos Comerciales e Industriales



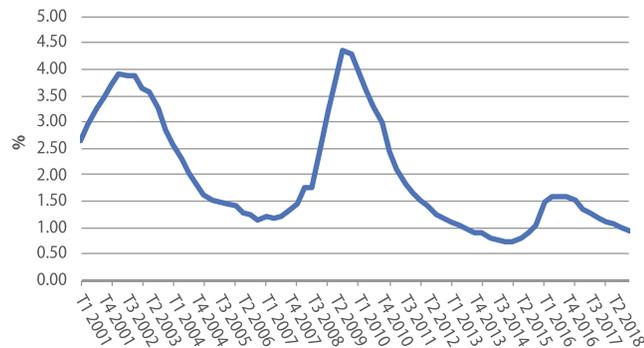
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

Con el crecimiento de los préstamos comerciales en aumento, las tasas de morosidad han disminuido (después de casi duplicarse de 2014 a 2016). En 4T 2018, las tasas de morosidad en los préstamos comerciales e industriales volvieron a caer por debajo del 1%. Las tasas de morosidad tienden a aumentar durante una recesión, no antes de la misma.

- Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales (4T 2018): 0.94% (4T 2017: 1.18%)

Gráfica 39

### Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales



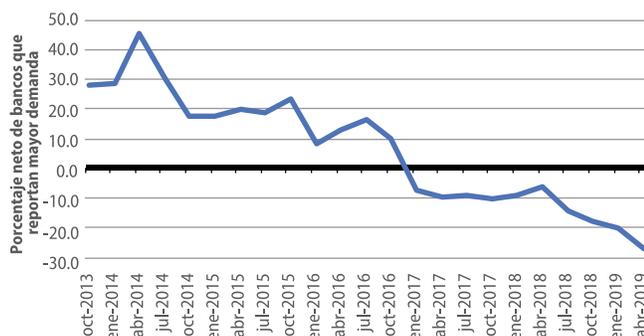
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

Existe otra tendencia preocupante en el mercado de crédito. La demanda de préstamo del sector de los bienes raíces (construcción y desarrollo urbano) está cayendo. Los desarrolladores de bienes raíces son cada vez más pesimistas sobre la demanda final de bienes raíces en el corto y mediano plazo. El mercado está anticipando debilidad en el sector de la vivienda.

- Porcentaje neto de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos en bienes raíces (2T 2019): -27.1% (2T 2018: -5.9%)

Gráfica 40

### Demanda de préstamos de bienes raíces



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve

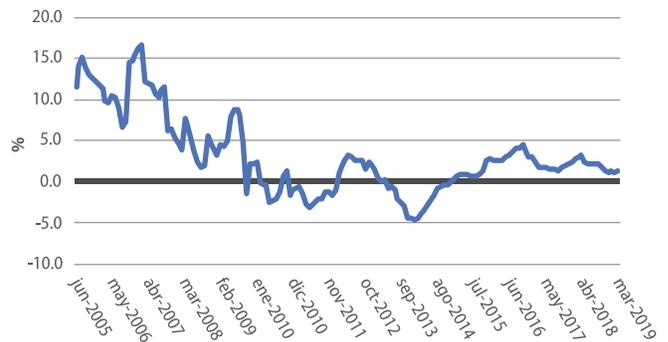
### 4.6.2 Crédito hipotecario

Desde 2017, el crecimiento del crédito hipotecario residencial ha sido prácticamente nulo. Esto implica que el mercado inmobiliario se está quedando sin "combustible" para seguir creciendo.

- Variación interanual de los préstamos hipotecarios (marzo de 2019): + 1.4% (marzo de 2018: + 3.0%)

Gráfica 41

### Préstamos hipotecarios



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

### 4.6.3 Crédito al consumo

Es muy notable la disminución en el crecimiento de los préstamos para la compra de vehículos desde 2016, el indicador permanece prácticamente plano. El crecimiento de los préstamos al consumo en general también ha disminuido, pero se mantiene creciendo a una tasa ligeramente superior al 5% anual, en línea con el crecimiento de los préstamos de tarjetas de crédito. Tanto los préstamos al consumo general, como el crédito vinculado a una tarjeta de crédito, indican un menor gasto del consumidor en 2019.

- Variación interanual del crédito de consumo (marzo de 2019): + 5.3% (marzo de 2018: + 5.5%)
- Variación interanual del crédito para compra vehículo (marzo de 2019): + 1.8% (marzo de 2018: + 2.3%)
- Variación interanual en crédito vinculado a tarjeta de crédito (marzo de 2019): + 5.7% (marzo de 2018: + 7.6%)

Gráfica 42

### Créditos al consumo



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

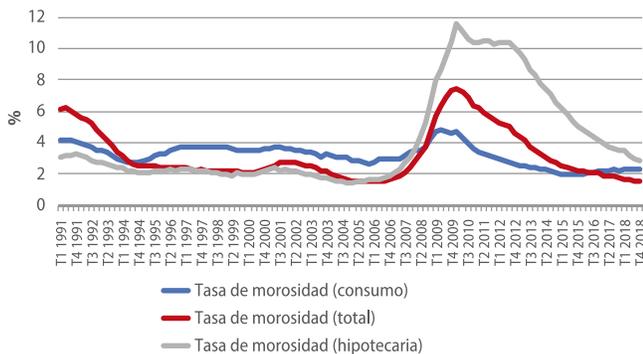
Las tasas de morosidad han disminuido en todo tipo de crédito a lo largo del ciclo económico actual. La tasa de morosidad total ha alcanzado un mínimo histórico, lo que deja poco margen para caer aún más. Sin embargo, la tasa de morosidad de los créditos al consumo ha aumentado gradualmente desde 2016.

Cuando las tasas de morosidad aumentan, los bancos se vuelven más cautelosos con los préstamos. Esto podría tener un efecto negativo en el crecimiento económico en el futuro cercano.

- Tasa de morosidad en préstamos al consumo (4T 2018): 2.34% (4T 2017: 2.25%)
- Tasa de morosidad hipotecaria (4T 2018): 2.83% (4T 2017: 3.56%)

Gráfica 43

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



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

## 5. Situación Fiscal

### 5.1 Déficit y deuda pública sobre PIB

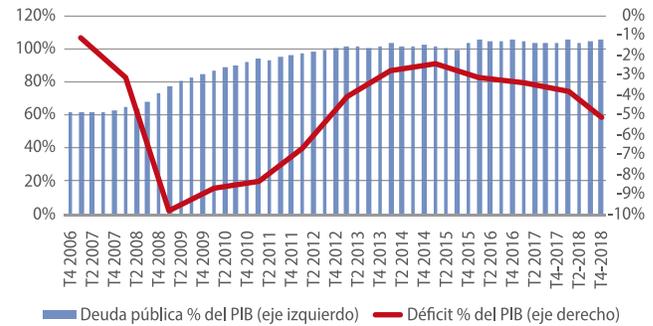
En 2019 la deuda pública alcanzó un récord de \$22 billones<sup>4</sup>. El déficit ha estado creciendo más rápido de lo previsto ya que el crecimiento económico no sido tan fuerte como se había pronosticado. Estimaciones conservadoras fijan el déficit federal de este 2019 en \$1.09 billones, pero podría, a su ritmo actual, terminar con un déficit cercano a los \$1.4 billones. La trayectoria fiscal actual es insostenible y requerirá recortes futuros de gastos o aumentos de impuestos, especialmente si las tasas de interés aumentan.

- Deuda pública como % PIB (4T 2018): 105.3% (4T 2017: 103.3%)
- Déficit como % del PIB (4T 2018): -5.1% (4T 2017: -3.8%)

<sup>4</sup> Millón de millones.

Gráfica 44

### Deuda pública y déficit federal



Fuente: St Louis Fed.

### 5.2 Ingresos fiscales

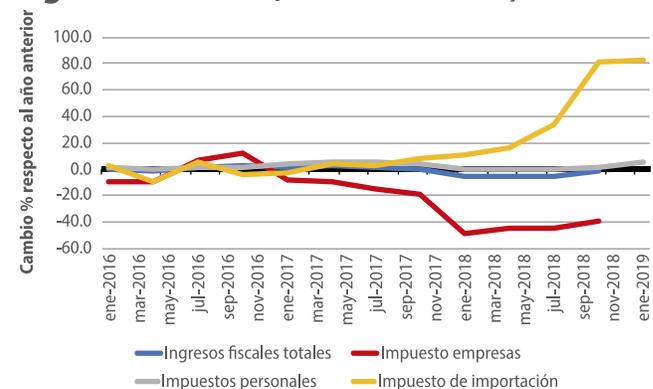
El déficit federal se disparó después de que se aprobara la reforma fiscal de Trump. Esto fue principalmente el resultado de menores ingresos fiscales provenientes de impuestos directos a empresas. Por su parte, los aranceles a la importación han aumentado como resultado de la insistencia de Trump en librar una guerra comercial. Sin embargo, el incremento de aranceles a la importación no ha podido compensar la caída de los ingresos por impuestos directos a empresas. Como consecuencia, los ingresos fiscales totales han caído en un promedio de 4.6% en 2018, ampliando el déficit federal.

La trayectoria fiscal actual de los Estados Unidos es insostenible y requerirá recortes de gastos, especialmente si los ingresos fiscales disminuyen (debido a un deterioro en el crecimiento económico) y aumenta el gasto.

- Ingresos fiscales totales (4T 2018): -1.9% (4T 2017: -0.4%)
- Ingresos por impuesto a las ganancias corporativas (4T 2018): -39.1% (4T 2017: -18.8%)
- Ingresos por impuesto a la renta personal (1T 2019): +5.4% (1T 2018: -0.3%)
- Ingresos por impuestos de importación (1T 2019): +82.2% (1T 2018: +10.3%)

Gráfica 45

### Ingresos fiscales (Estado Federal)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

## 6. Comercio Internacional

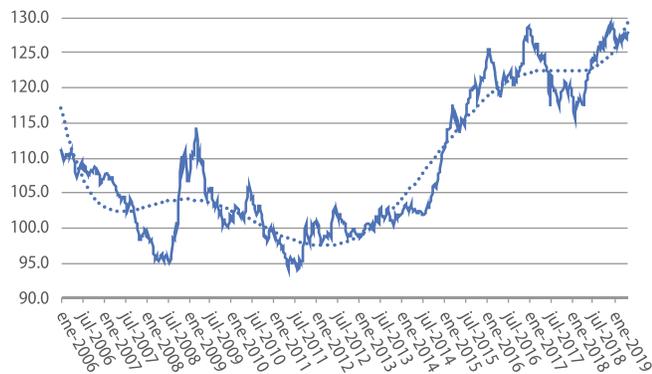
### 6.1 Tipo de cambio del dólar estadounidense

El dólar estadounidense ha reanudado su tendencia alcista desde mediados de 2014. El dólar probablemente se apreciará aún más dado el panorama económico actual.

- Índice del dólar ponderado por volumen comercio (mayo de 2019): 128.0 (mayo de 2018: 119.9, + 6.8%)

Gráfica 46

#### Índice del dólar estadounidense



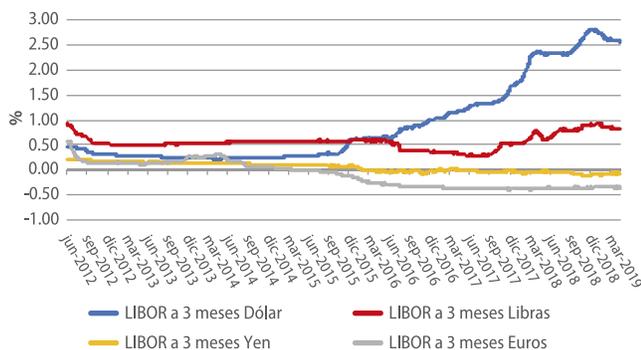
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

### 6.2 Diferencial de tasas de interés

Si observamos la trayectoria de las tasas de interés a corto plazo en EEUU, Japón, Gran Bretaña, y la zona euro, vemos que los diferenciales de tasas favorecen cada vez más al dólar. De hecho, una gran parte de la reciente fortaleza del dólar se puede explicar debido al incremento de tipos de interés en EEUU.

Gráfica 47

#### Diferenciales de tasas de interés



Fuente: ICE Benchmark Administration Limited (IBA).

### 6.3 Saldo por cuenta corriente

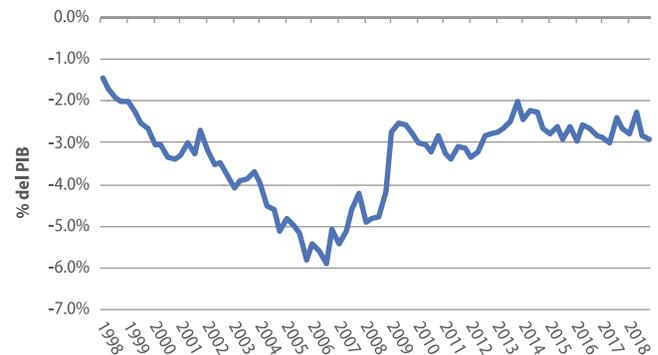
A pesar de que Trump se ha propuesto reducir el déficit por cuenta corriente bajo su presidencia, sus contradictorias políticas han provocado todo lo contrario: un incremento en el déficit comercial. El déficit por cuenta corriente es ahora más alto, en relación al PIB, que en el momento en que Trump fue nombrado presidente.

Esto es, en parte, resultado de la reforma fiscal, que elevó el déficit público. El aumento de déficit público ha provocado un superávit en la cuenta financiera de EEUU. Por lo tanto, al reducir los impuestos, y como resultado inesperado, Trump provocó un incremento en el déficit comercial.

- Déficit por cuenta corriente/PIB (4T 2018): -2.9% (4T 2017: -2.7%)

Gráfica 48

#### Balance por cuenta corriente



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

### 6.4 Posición neta de inversión internacional

La posición neta de inversión internacional de un país es esencialmente la diferencia entre los activos totales que los estadounidenses poseen en el extranjero y los activos totales que los extranjeros poseen en Estados Unidos. Estados Unidos, en este sentido, ha sido históricamente un deudor neto con el resto del mundo. El endeudamiento total de Estados Unidos con el exterior llegó a su punto más alto registrado (51.8% PIB).

- Posición neta de inversión internacional como % PIB (4T 2018): -51.8% (4T 2017: -42.4%)

Gráfica 49

#### Posición de inversión internacional neta de Estados Unidos (NIIP)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

## 6.5 Tenencia de dólares por parte de bancos centrales extranjeros

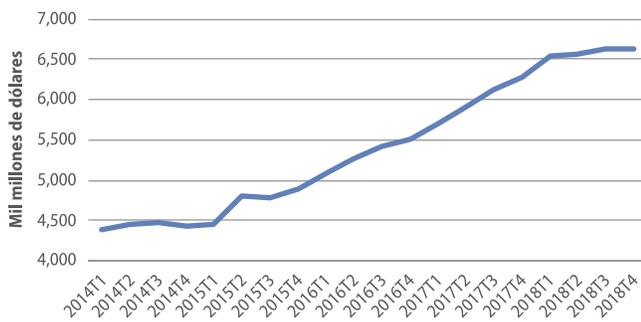
Los bancos centrales extranjeros siguen incrementando su tenencia de dólares. Sin embargo, en los dos últimos trimestres de 2018, las tenencias de dólares de bancos centrales extranjeros disminuyeron, los bancos centrales extranjeros se han convertido en vendedores netos de dólares, esto es signo un dólar fuerte.

Esto podría indicar un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial, especialmente en mercados emergentes y países expuestos al riesgo de tipo de cambio (exposición al dólar).

- Tenencias de dólares por parte de bancos centrales extranjeros (T4 2018): \$6,617 trillones (T4 2017: \$6,280 trillones, + 5.4%)

Gráfica 50

### Tenencias de dólares por parte de bancos centrales extranjeros



Fuente: International Monetary Fund (IMF).

**UFM MARKET  TRENDS**