



INFORME SEMESTRAL

# EEUU

El COVID-19 desencadenó la peor crisis de nuestro tiempo

**ENERO - JUNIO 2020**

Autor: Olav A. Dirkmaat

Asistente de investigación: Héctor Choy

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

**S1 2020 US**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

## EEUU

### INDICADOR

<b>Actividad económica</b>	El crecimiento del PIB en 2019 fue débil, pero el crecimiento esperado en 2020 es un desastre. El PIB cayó un 4.8% en el primer trimestre y caerá mucho más en el segundo trimestre
<b>Desempleo</b>	Hace unos meses, el desempleo estaba en un mínimo de 50 años. Solo tomó dos meses alcanzar un máximo de 80 años. El desempleo es abrumador y peor de lo que muchos han previsto
<b>Demanda de bienes de consumo cíclico</b>	Tanto la industria de viviendas como la automotriz están bajo presión: la demanda de bienes de consumo cíclico se ha desplomado
<b>Inflación</b>	La inflación es muy poco probable debido a las presiones deflacionarias. El desajuste podría venir acompañado por baja inflación o incluso deflación, lo que servirá como una excusa para que los bancos centrales se embarquen en cualquier programa de estímulo
<b>Curva de rendimiento</b>	La Curva de rendimiento se ve más saludable, después de haber estado invertida el año pasado
<b>Oferta de dinero</b>	La oferta monetaria muestra una "carrera" hacia la liquidez; el crecimiento repentino de la oferta monetaria va de la mano con una amplia venta de activos
<b>Mercado de valores</b>	El mercado de valores sigue estando muy sobrevaluado, a pesar de la caída de febrero/marzo. Los mercados recuperaron gran parte de sus pérdidas en las últimas semanas y están cerca de máximos cíclicos. Hay una gran desconexión entre los mercados de valores y la realidad económica subyacente

### INDICADOR

<b>Crecimiento del crédito</b>	El crecimiento del crédito se está desacelerando, excepto para las empresas y familias con poca liquidez
<b>Tasas de morosidad</b>	Subiendo gradualmente pero probablemente aumentarán mucho más
<b>Diferencial de riesgo cambiario</b>	Tuvo un repunte en 2020, mostrando un grave estrés financiero. La intervención de la Reserva Federal alivió esto, al menos en el corto plazo
<b>Tipo de cambio</b>	Perspectiva positiva para el dólar estadounidense, aunque los diferenciales de tasas de interés frente a otras monedas están disminuyendo a medida que las tasas interbancarias y del Tesoro de EE. UU. han caído enormemente
<b>Déficit público</b>	El peor déficit fiscal en tiempos de paz. La deuda pública como porcentaje del PIB empeorará aún más, a medida que el PIB se contraiga
<b>Perspectiva general</b>	Como se había anticipado, la recesión en 2020 es un hecho. La recuperación no tendrá forma de "V". Después de un primer golpe debido a los cierres por confinamiento en la primera mitad del 2020, un segundo choque de desajuste financiero va a golpear a los Estados Unidos en la segunda mitad del 2020. El mercado de valores no refleja la realidad económica subyacente



# Contenidos

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 viviendas
    - 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 Créditos comerciales e industriales
    - 4.6.2 Crédito hipotecario
    - 4.6.3 Crédito al consumo
  
5. Situación fiscal
  - 5.1 Déficit y deuda pública sobre el 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 (NIIP)
  - 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

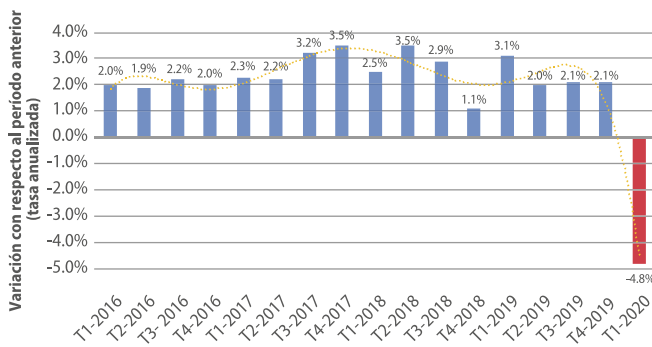
El crecimiento del PIB real en el primer trimestre del 2020 resultó peor de lo esperado, a una tasa anualizada de -4.8%. Anticipando un segundo trimestre aún peor, el país se dirige rápidamente a la peor crisis económica desde la Gran Depresión.

El crecimiento ya era débil en el cuarto trimestre del 2019, antes de la emergencia por el COVID-19, con una tasa de crecimiento anualizada del 2.1%. El crecimiento anual del PIB real decepcionó en 2019, con un 2.3%, especialmente con respecto al objetivo de crecimiento del 3% autoimpuesto por Trump.

- Variación del T1 2020 en el PIB real: -4.8% (T4 2019: +2.1%)

Gráfica 1

### Producto Interno Bruto Real (PIB)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

### 1.1.2 Desglose del producto interno bruto (PIB)

La desaceleración económica es innegable en todos los sectores, a excepción de:

- **Importación de bienes:** probablemente impulsada por la importación de suministros médicos, como mascarillas.
- **Alimentos y bebidas:** probablemente impulsado por el acaparamiento y mayores ventas en los supermercados.

Otras industrias no fueron tan afortunadas:

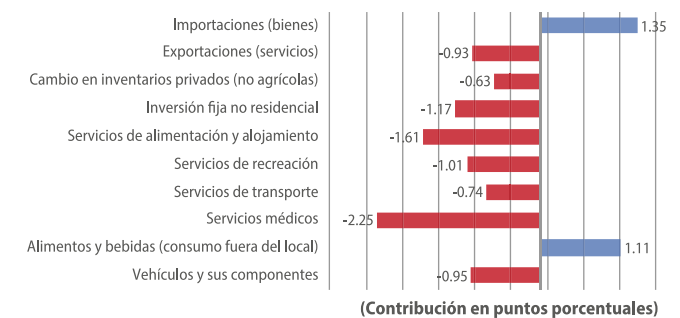
- **Exportación de servicios:** probablemente arrastrado por un estancamiento en el turismo y los viajes.
- **Inventarios privados (no agrícolas):** el cambio en los inventarios privados no agrícolas fue negativo por cuarto trimestre consecutivo. Esto podría mostrar que las compañías están renuentes a incrementar sus inventarios ya que ven una menor demanda futura de sus productos.
- **Inversión fija no residencial:** especialmente en equipo de transporte (vehículos) y en equipo de procesamiento de información (computadoras).
- **Servicios de alimentación y alojamiento:** especialmente debido a la cancelación de eventos masivos, el

cierre de restaurantes y a una marcada disminución en el turismo nacional y extranjero.

- **Servicios de recreación:** debido a la cancelación de grandes eventos, el cierre de cines y teatros.
- **Servicios de transporte:** debido a la cuarentena y a que una parte de la población decidió quedarse en casa.
- **Servicios médicos:** lo cual podría ser contraintuitivo, pero una gran parte de especialistas ya no puede atender pacientes o los pacientes optan por posponer el tratamiento.
- **Vehículos y sus componentes:** debido a interrupciones en la producción, compras aplazadas y dificultades para vender/entregar debido al distanciamiento social.

Gráfica 2

### Contribuciones al PIB por sector (T1 2020)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Es importante resaltar que una recuperación con forma de "V" está fuera de discusión, ya que muchas de las industrias afectadas no se recuperarán a los niveles anteriores al COVID-19 en cuestión de meses: es poco probable que el turismo, los viajes, la recreación, el transporte y la venta de autos regresen a sus niveles anteriores durante este y el próximo año.

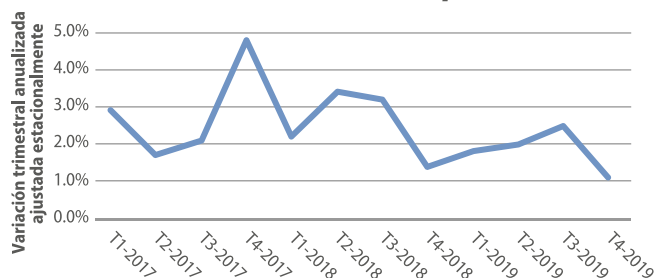
### 1.1.3 Producción bruta (Gross Output)

La producción bruta muestra una debilidad económica importante en el 2019. En general, la producción bruta real -que incluye la producción intermedia- es superior al crecimiento del PIB y, en cierta medida, anticipa su crecimiento. La economía estadounidense ya se estaba debilitando desde antes de la aparición del virus.

- Variación porcentual (anual) en la producción bruta real T4 2019: +1.10% (T3 2019: +2.50%)

Gráfica 3

### Producción bruta (Gross Output)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

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

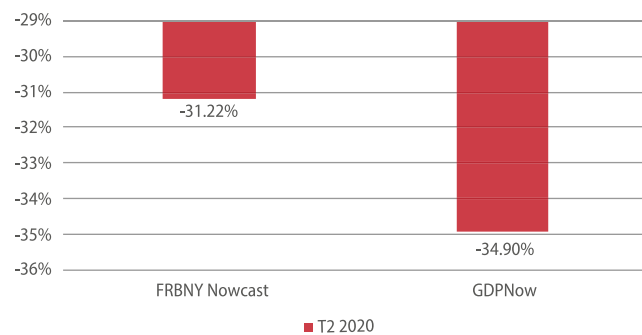
Los modelos de GDP Nowcast se están poniendo al día con la realidad, después de sobreestimar en gran medida el crecimiento del PIB en el primer trimestre. Están pronosticando un declive económico dramático en el segundo trimestre de 2020.

Los modelos muestran caídas cada vez más grandes en el PIB debido a las cifras de desempleo más recientes (que se discutirán más adelante), la inversión fija no residencial y el gasto de los consumidores.

- Pronóstico de GDPNow T2 2020: -34.9%
- Pronóstico de FRBNY Nowcast T2 2020: -31.2%

Gráfica 4

### Pronósticos del PIB (T2 2020)



Fuente: *Federal Reserve Bank of New York & Federal Reserve Bank of Atlanta*, datos del 13 de mayo del 2020.

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

Ambos índices de gestión de compras (PMI) ya se estaban debilitando en 2019, y parecían haber alcanzado máximos cíclicos en 2017/2018. Aunque todavía estuvieron “en verde” en 2019 (un PMI mayor a 50 señala crecimiento, uno menor a 50 señala declive), ambos índices se vieron muy afectados por el virus y ahora están señalando una recesión económica.

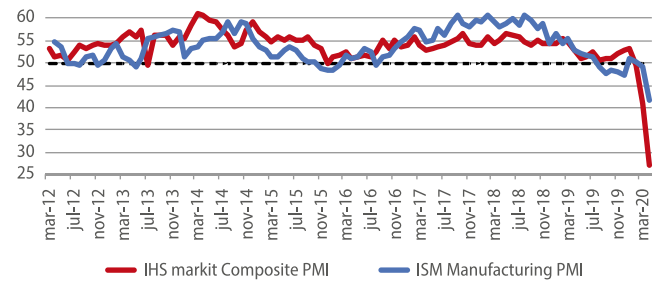
En 2008/2009 el *IHS Markit US PMI* cayó a  $\pm 30$ . En abril de 2020, el índice cayó a 27, su nivel más bajo registrado. Además, lo que en 2008 tomó casi un año (el descenso del pico al fondo del índice), esta vez tomó sólo dos meses. Los pronósticos recientes indican un mayor descenso, con ambos índices cayendo en mayo de 2020.

La correlación entre ambos PMIs y el crecimiento trimestral del PIB es alta, lo que genera preocupación sobre el crecimiento del PIB a corto plazo (especialmente en el segundo trimestre del 2020).

- *IHS Markit Composite Purchasing Managers' Index* (abril de 2020): 27.0 (abril de 2019: 53.0)
- *ISM Manufacturing Purchasing Managers' Index* (abril de 2020): 41.5 (abril de 2019: 52.8)

Gráfica 5

### Índice de gestión de compras (PMIs)



Fuente: *Investing.com*

### 1.3 Índice de producción industrial (IPI)

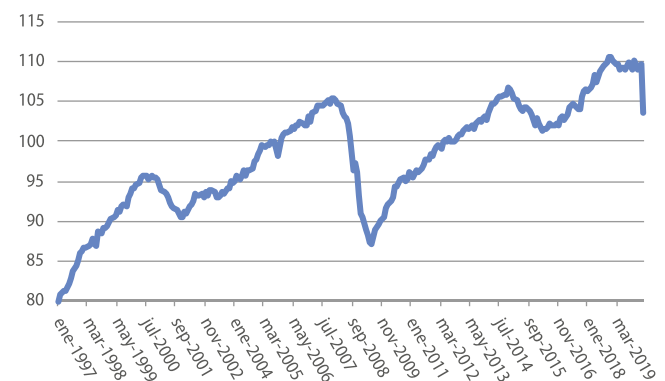
El índice de producción industrial (IPI) mide la producción en manufactura, minería y electricidad, y es un indicador cíclico. Cabe señalar que el IPI no es un indicador económico adelantado, sino un indicador atrasado. Su recuperación desde 2016 sugiere que la producción industrial comenzó a nivelarse en 2019.

En marzo, el IPI cayó un 5.5% en comparación con febrero, a un nivel de 103.7. No obstante, se espera una caída más pronunciada en abril, mes en el que las consecuencias del virus se hicieron sentir más.

- Índice de producción industrial (IPI) en marzo de 2020: 103.7 (marzo de 2020: 110.2)

Gráfica 6

### Índice de producción industrial (IPI)



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

### 1.4 Demanda en sectores cíclicos

#### 1.4.1 Demanda de viviendas

Como parte del estudio *Surveys of Consumers* de la Universidad de Michigan, se les pregunta a los consumidores si creen que este es un buen momento para comprar una vivienda.

Este indicador apenas ha cambiado a pesar del virus, sobre todo porque las tasas de interés hipotecarias cayeron, y muchas familias perciben una oportunidad para comprar debido a la incertidumbre. Esto podría cambiar a medida que

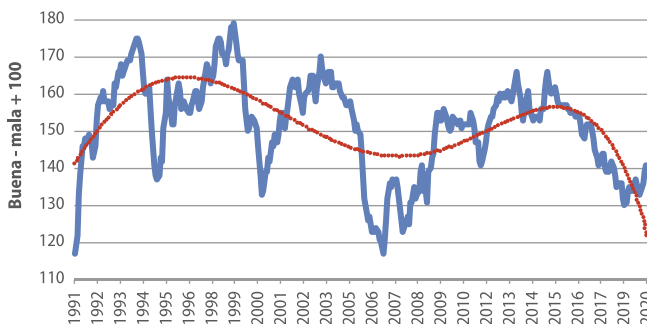
los precios de las viviendas comienzan a caer y se pierdan empleos.

De acuerdo con [Zillow](#), la venta de viviendas podría caer más de un 50% en 2020, basado en el declive de muestras de viviendas y las solicitudes de hipotecas para la compra. Estas cifras, sin embargo, no se han traducido en una reducción de precios de viviendas hasta ahora.

- Índice de confianza mercado inmobiliario en marzo 2020: 139 (marzo 2019: 134, +3.7%)

Gráfica 7

## Índice de confianza mercado inmobiliario



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

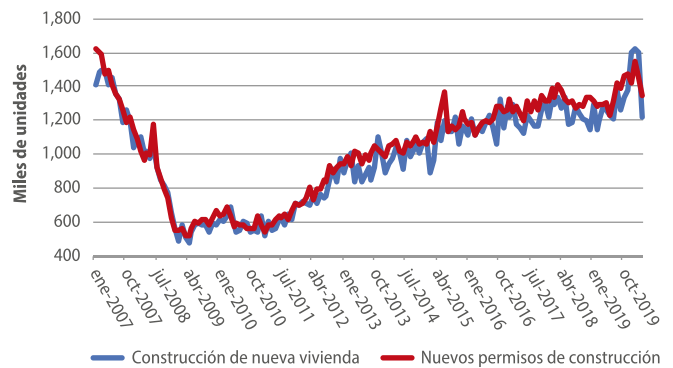
La construcción de nuevas viviendas y la concesión de permisos de construcción alcanzaron su punto máximo a inicios de año, antes de caer a niveles más bajos. Mientras una menor construcción de nuevas viviendas puede ser un problema temporal, creando una demanda acumulada y, por tanto, una recuperación en forma de "V", las concesiones de permisos de construcción indican un problema más estructural. Los constructores están anticipando una menor demanda futura.

Más interesante aún, es que las construcciones de nuevas viviendas casi nunca superan a las concesiones de permisos por un margen amplio. Sin embargo, en enero y febrero de este año, la diferencia se disparó. El hecho de que las concesiones de permisos estuvieran rezagadas con respecto a las nuevas construcciones incluso antes del virus, muestra que la debilidad en la vivienda era de esperarse, independientemente del COVID-19.

- Permisos de construcción (marzo de 2020): 1.35 millones de unidades (marzo de 2019: 1.29 millones de unidades)
- Construcción de nueva vivienda (marzo de 2020): 1.22 millones de unidades (marzo de 2019: 1.20 millones de unidades)

Gráfica 8

## Construcción nueva vivienda y nuevos permisos de construcción



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

### 1.4.2 Demanda de vehículos

En comparación con febrero de 2020, las ventas totales de vehículos cayeron un 25.8% en marzo de 2020 (esto está suavizado por el promedio móvil de 12 meses en la gráfica siguiente).

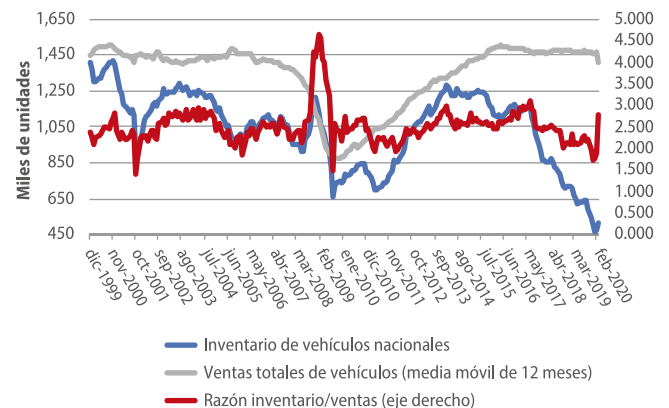
La razón inventario/ventas se incrementó un 31% debido a la disminución de ventas y el inventario no vendido. Entre otros factores, las compañías de alquiler de automóviles han reducido la compra de vehículos.

Los inventarios nacionales han continuado su declive gradual en 2020 hasta llegar a menos de 500,000 unidades. Esto sugiere que los fabricantes de automóviles mantenían una perspectiva algo pesimista con respecto a la demanda futura, incluso antes del COVID-19.

- Ventas totales de vehículos (media móvil de 12 meses, marzo de 2020): 1.41 millones de unidades (marzo de 2019: 1.47 millones de unidades, -3.7%)
- Razón inventario/ventas (marzo de 2020): 2.77x (marzo de 2019: 2.59x, +31.3%)

Gráfica 9

## Ventas e inventarios de vehículos



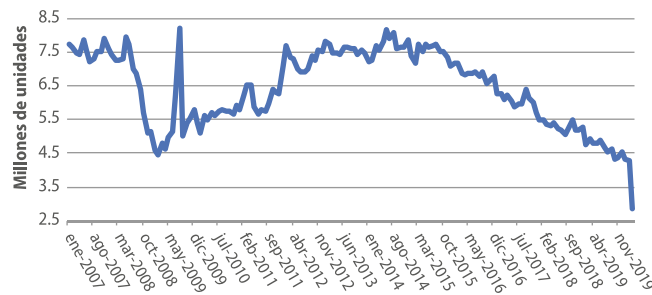
Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis, Publicación: Estimaciones suplementarias, vehículos motorizados, datos mensuales.

Las ventas de automóviles (que son una fracción de las ventas totales de vehículos) han estado cayendo constantemente desde 2015 y alcanzaron un mínimo histórico. Las ventas de automóviles (anualizadas) cayeron un 42% en marzo, con consecuencias devastadoras para los fabricantes. La demanda cíclica de automóviles se está debilitando.

- Ventas totales anualizadas de automóviles de pasajeros (marzo de 2020): 2,854,000 unidades (marzo de 2019: 4,938,000 unidades, -42%)

Gráfica 10

### Venta de vehículos territorio nacional + exportaciones



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

## 2. Mercado laboral

### 2.1 Desempleo

Abajo se resume la tasa de desempleo y la tasa de desempleo ajustada por los trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial. La última da una visión más amplia del impacto del COVID-19 en el mercado laboral.

Ambas tasas de desempleo se dispararon a su nivel más alto registrado (desde 1948). Como muestra [Mike Shedlock](#), la verdadera tasa de desempleo en marzo de 2020 está cerca de 18.6%. El *Bureau of Labor Statistics* está subregistrando el número real debido a ciertos ajustes a los datos. Específicamente, hay 6.4 millones de trabajadores que no están contabilizados en el aumento de desempleados, pero sí se reportan en la disminución de personas empleadas. Se espera que el número aumente sustancialmente incluso desde los niveles actuales en lo que queda del primer semestre del 2020.

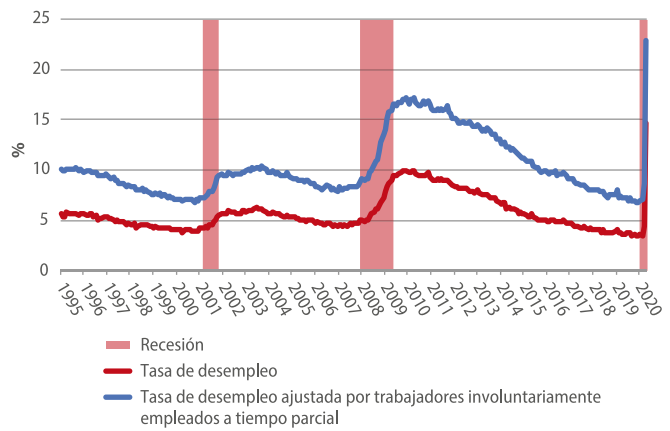
La tasa de desempleo ajustada se elevó a 22.8%, lo que incluye a los trabajadores marginales, así como a los trabajadores a tiempo parcial por razones económicas. La fuerza laboral total apenas cambió, pero podría disminuir gradualmente a medida que trabajadores desanimados abandonen la fuerza laboral.

- Tasa de desempleo (abril de 2020): 14.7% (abril de 2019: 3.6%)

- Tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial (abril de 2020): 22.8% (abril de 2019: 7.3%)

Gráfica 11

### Tasa de desempleo



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics (Publicación: Employment Situation), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

### 2.2 Solicitudes semanales del subsidio de desempleo

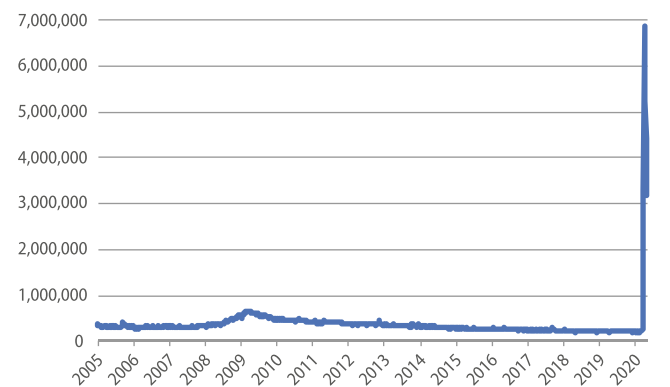
El número de solicitudes de subsidio de desempleo es quizá el mejor indicador adelantado del mercado laboral. Muestra, posiblemente, la peor crisis de desempleo en la historia moderna. Nunca la pérdida de empleos ha sido tan feroz y repentina como en la actual crisis.

Hace solo dos meses, las solicitudes de subsidio de desempleo estaban en un mínimo histórico de 50 años. Este mes, las solicitudes alcanzaron un máximo histórico. En menos de dos meses se perdieron 33 millones de empleos (lo que representa más de un 10% de la población total de los Estados Unidos o un 20% de su fuerza laboral).

- Solicitudes de subsidio de desempleo en 30 días: (abril de 2020): 20,140,000 solicitudes (abril de 2019: 862,000 solicitudes, +2,236.4%)

Gráfica 12

### Solicitudes semanales de subsidio de desempleo



Fuente: U.S. Employment and Training Administration, Publicación: Unemployment Insurance Weekly Claims Report, datos ajustados estacionalmente.

# 3. Inflación y precios

## 3.1 Oferta monetaria

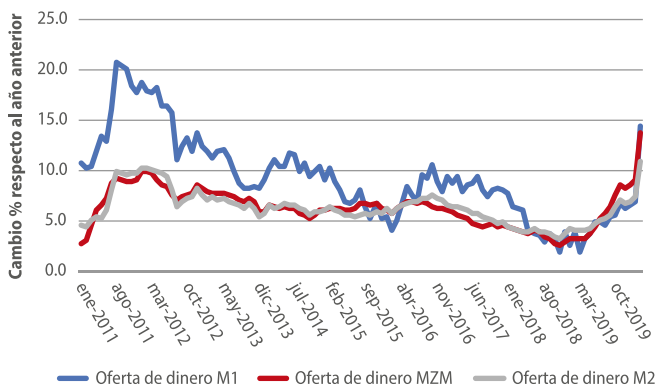
Mientras que en nuestro último reporte se observaba una marcada desaceleración en el crecimiento de la oferta monetaria (que indicaba un pico de ciclo económico), ahora todas las medidas de oferta monetaria se están disparando. Esto ha sido interpretado por algunos como una advertencia de una inflación severa.

Sin embargo, lejos de indicar inflación, el incremento de la oferta de dinero líquido es una señal de pánico financiero y una carrera hacia la liquidez. Los activos más riesgosos fueron vendidos y un grupo importante se pasó a dinero en efectivo. La mayor demanda de dinero en efectivo no conduce a inflación.

- Variación en la oferta monetaria M1 (marzo de 2020): +14.4% (marzo de 2019: +1.9%)
- Variación en la oferta monetaria MZM (vencimiento cero) (marzo de 2020): +13.7% (marzo de 2019: +3.1%)
- Variación en la oferta monetaria M2 (marzo de 2020): +11% (marzo de 2019: +4.0%)

Gráfica 13

### Crecimiento oferta monetaria



Fuente: St Louis Fed.

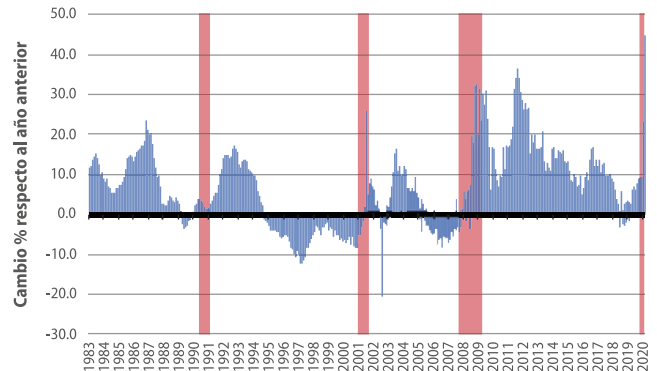
Cabe señalar que la moneda contabiliza casi el 44% de toda la oferta de dinero M1. Si se aísla el componente no monetario de M1 (es decir, los depósitos a la vista), se puede obtener un cuadro más interesante.

El componente no monetario de M1 (depósitos a la vista) se ha disparado, en gran parte por la tendencia a la liquidez y en parte porque las personas con ingresos tienen menos formas de gastarlo. La moneda en M1 ha crecido más o menos al mismo ritmo que de costumbre.

- Variación en el componente no monetario de M1 (depósitos a la vista) (abril de 2020): +44.6% (abril de 2019: +2.6%)

Gráfica 14

### Crecimiento de depósitos M1



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

## 3.2 Política monetaria

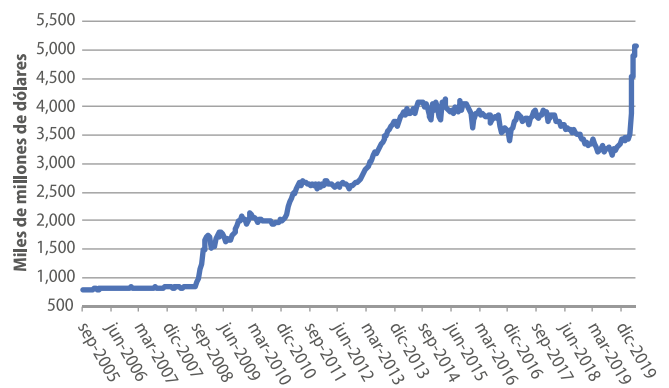
La base monetaria se disparó un 58.3%, a más de 5 billones de dólares, reflejando un alcance sin precedentes en las intervenciones de la Reserva Federal.

La amplitud de la reciente intervención monetaria de la Fed es mucho mayor que en 2008, 2011 y 2013 (los infames programas de compras masivas de *Quantitative Easing*). La política monetaria radical es la nueva norma. Las compras masivas e impulsadas por el pánico que hizo la Fed, tuvieron repercusiones extremas en el precio del riesgo.

- Base monetaria (mayo de 2020): 5.069 billones de dólares (mayo de 2019: 3.203 billones de dólares, +58.3%)

Gráfica 15

### Base monetaria



Fuente: St Louis Fed.

La Reserva Federal ya estaba bajando las tasas de interés antes de la crisis del COVID-19 porque se anticipaba debilidad económica incluso en ausencia del virus. Sin embargo, la Fed aceleró la reducción de las tasas de interés al inicio del COVID-19 y las redujo a cero. Esto significa, entre otras cosas, que los bancos ya no obtienen ningún rendimiento por sus depósitos en la Fed, lo que provocó una avalancha hacia los Bonos del Tesoro de EE. UU. a corto plazo, porque ambos activos son percibidos como libres de riesgo.

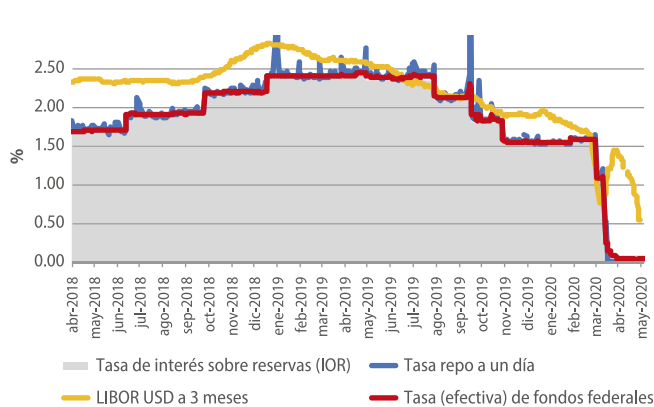


Curiosamente, la tasa interbancaria (LIBOR USD a 3 meses) aumentó en abril de 2020, a pesar de las tasas de interés cero de la Fed. Esto muestra que, en caso de una crisis de liquidez, las tasas de referencia de la Fed no importan mucho. Las operaciones repo de la Fed son más importantes que sus tasas de referencia.

- Tasa de interés sobre reservas (IOR) (mayo de 2020): 0.10% (mayo de 2019: 2.35%)
- Tasa efectiva de los fondos federales (mayo de 2020): 0.05% (mayo de 2019: 2.39%)
- Tasa repo a un día (mayo de 2020): 0.05% (mayo de 2019: 2.37%)
- LIBOR USD a 3 meses (mayo de 2020): 0.54% (mayo de 2019: 2.52%)

Gráfica 16

### Tasas de interés de referencia



Fuente: St Louis Fed.

Para entender la política monetaria moderna, se debe mirar las operaciones de acuerdo de recompra “repos” de la Fed. En el gráfico anterior, se puede ver que la Fed se vio obligada a realizar repos inversos del 2013 al 2017 para drenar la liquidez y empujar las tasas interbancarias hacia la tasa objetivo de la Fed, en el orden de varios cientos de miles de millones de dólares.

En un repo inverso, la Fed vende títulos a cambio de reservas (y los compra después), lo que reduce los saldos en reservas. Esto se hace para aumentar la tasa de interés sobre las reservas. En un repo, la Fed compra títulos a cambio de reservas (y los vende después), lo que incrementa los saldos en reservas. Esto se hace para disminuir las tasas de interés sobre las reservas.

Curiosamente, la Fed está haciendo ambas operaciones, al ritmo impresionante de 500 mil millones de dólares. Primero, el mercado está desesperado por Bonos del Tesoro de EE. UU., que sirven como garantía para los préstamos interbancarios. La Fed ha agotado la oferta de bonos estadounidenses a lo largo del año a través de sus programas de compra masiva (*quantitative easing*). En consecuencia, los repos inversos. Segundo, el mercado necesita desesperadamente liquidez. En consecuencia, los repos. La última vez que la Fed usó repos

para bajar las tasas interbancarias fue en 2008, como se puede ver en la gráfica.

Hay una “carrera” masiva hacia la liquidez, también de instituciones como bancos centrales extranjeros, y la Fed está haciendo todo lo posible para proveer esa liquidez, prestando casi nada de atención a la calidad y duración de la garantía.

- Repos inversos de la Fed (saldo total) (mayo de 2020): \$265 miles de millones (mayo de 2019: \$270 miles de millones)
- Repos de la Fed (saldo total) (mayo de 2020): \$173 miles de millones (mayo de 2019: \$0)

Gráfica 17

### Política monetaria: Repos y Repos inversos



Fuente: St Louis Fed.

### 3.3 Precios bursátiles

Los precios de las acciones se hundieron en febrero y marzo, pero recuperaron gran parte de las pérdidas en las últimas semanas. La caída inicial de febrero-marzo apenas borró las ganancias del mercado de valores en 2019, y mucho menos el resto del mercado alcista.

Los principales puntos de referencia siguen estando algo por debajo de sus máximos cíclicos. La reciente recuperación posiblemente sea de corta duración. El actual repunte en los precios es resultado de 3 creencias principales:

- El estímulo fiscal será amplio y efectivo,
- El apoyo monetario será amplio y efectivo, bajando prácticamente *todas* las tasas de interés,
- Habrà una recuperación con forma de “V” (un retorno rápido al gasto, rentabilidad y condiciones financieras anteriores al COVID-19).

Tarde o temprano, estas creencias podrían resultar siendo falsas.

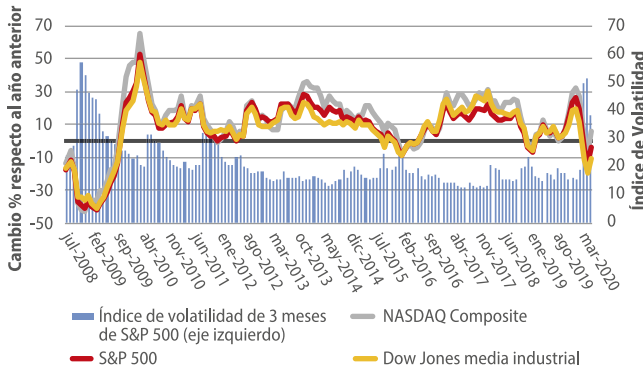
La volatilidad implícita (VIX) se ha disparado e incluso ha superado los niveles de 2008. La volatilidad no tiene precedentes. La volatilidad se redujo en abril y mayo, después de un incremento fuerte en febrero y marzo de 2020.

- Variación interanual S&P 500 (mayo de 2020): -3.9% (mayo de 2019: +5.7%)

- Variación interanual *Dow Jones Industrial Average* (mayo 2020): -10.5% (mayo de 2019: +4.8%)
- Variación interanual *NASDAQ Composite* (mayo de 2020): +5.4% (mayo de 2019: +6.3%)
- Índice de volatilidad VIX (mayo de 2020): 37.97 (mayo de 2019: 17.44)

Gráfica 18

## 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.

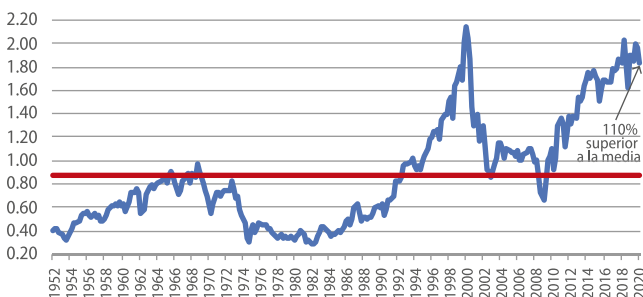
A pesar del declive reciente, el mercado de valores estadounidense se mantiene altamente sobrevalorado. El *equity Q ratio* de Tobin es una de las formas más robustas de medir la sobrevaloración del mercado de valores<sup>1</sup>. El *equity Q ratio* alcanzó un máximo cíclico en el T3 del 2018 (2.04x) o una sobrevaloración de 134%) y se mantiene extremadamente elevado.

El riesgo implícito a la baja (dada una regresión a la media aritmética) es -52% de los niveles actuales. Por lo tanto, parece que el mercado a la baja acaba de empezar.

- *Equity Q ratio* (T2 2020): 1.83x, 110% por encima de la media histórica (T2 2019: 1.90x, 118% por encima de la media histórica)

Gráfica 19

## 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. Los datos del primer y segundo trimestre del 2020 son extrapolaciones con datos del Vanguard Total Market ETF. Fuente: Advisor Perspectives.

<sup>1</sup> Para una explicación más detallada ver: "The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World" por Mark Spitznagel.

## 3.4 Índice de precios al consumidor (IPC)

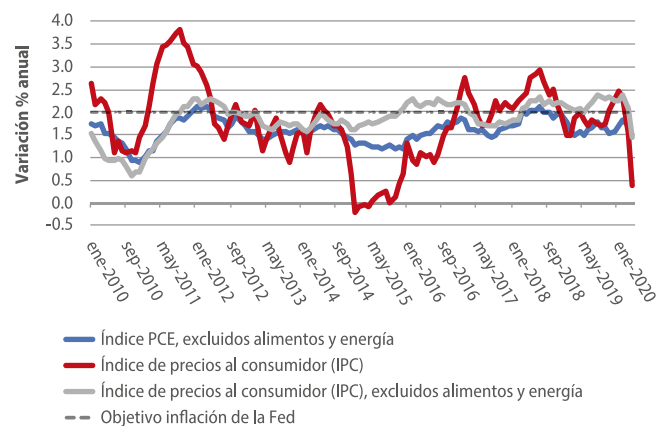
La inflación se mantiene baja, al igual que las expectativas de inflación. El IPC subyacente (sin alimentos ni energía) sufrió su mayor declive en un mes desde 1957, llegando a 1.44% en abril, alejándose del objetivo del 2% de la Fed. El IPC general también muestra un declive en la inflación, cayendo a 0.38%, en parte debido a los precios bajos del petróleo.

En general, la Fed se basa en el PCE subyacente para sus decisiones de política monetaria, pero la inflación de precios a corto plazo es poco probable. El temor a la deflación será un pretexto para una política monetaria cada vez más extrema.

- Variación interanual del IPC (abril de 2020): +0.4% (marzo de 2019: +1.9%)
- Variación interanual del IPC subyacente (abril de 2020): +1.4% (marzo de 2019: +2.0%)
- Variación interanual en el índice PCE subyacente (marzo de 2020): +1.7% (marzo de 2019: +1.5%)

Gráfica 20

## Índice de precios al consumidor



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

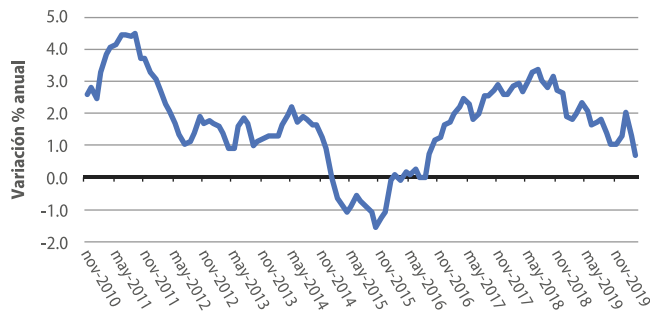
## 3.5 Índice de precios de producción (IPP)

Los precios al productor muestran una tendencia deflacionaria. Los precios de los commodities han caído en todos los sectores (con los precios de energía como ejemplo principal) y algunos productores sufren de problemas de liquidez y se ven obligados a bajar los precios. Es probable que la tendencia deflacionaria del IPP continúe en el futuro cercano.

- Variación interanual del Índice de precios al productor (IPP) para la demanda final (marzo de 2020): +0.7% (marzo de 2019: 2.0%)

Gráfica 21

## Índice de precios de producción (demanda final)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics.

### 3.6 Inflación esperada

En contraste a otros países, el Tesoro de EE. UU. emite bonos protegidos contra la inflación (TIPS). El principal y los intereses de los TIPS se ajustan por la inflación, medida por el índice de precios al consumidor. Los TIPS tienen vencimientos a 3, 5, 10 y 30 años. Si tomamos el diferencial entre el rendimiento de los TIPS y el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. equivalentes, obtenemos una medida de la inflación esperada por el mercado.

En primer lugar, las expectativas de inflación en el futuro, para los próximos 5, 10 y 30 años, están por debajo de la tasa de inflación actual (PCE), lo que significa una clara reversión de la tendencia.

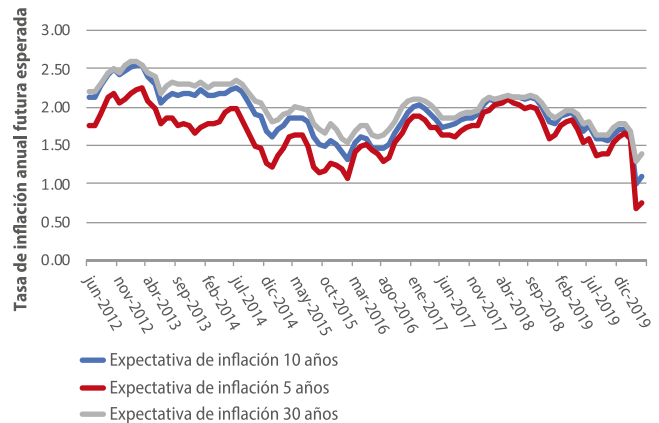
Además, el aumento del diferencial entre la tasa de inflación a 5 años y la de 10 y 30 años, es una señal de debilidad económica a corto plazo (lo que no es muy informativo en este momento).

Por último, todas las tasas están sustancialmente por debajo del objetivo de inflación de la Fed, lo que proporciona un amplio margen para mantener las tasas en cero o impulsar tasas de interés negativas.

- Expectativa de inflación a 5 años (abril de 2020): +0.8% (abril de 2019: 1.84%)
- Expectativa de inflación a 10 años (abril de 2020): +1.1% (abril de 2019: 1.94%)
- Expectativa de inflación a 30 años (abril de 2020): +1.4% (abril de 2019: 1.97%)

Gráfica 22

## Expectativas de inflación



Fuente: St Louis Fed.

## 4. Tasas de interés, crédito y banca

### 4.1 Curva de rendimiento

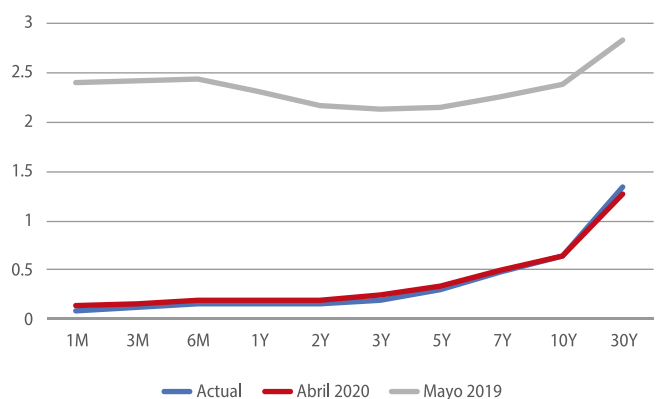
#### 4.1.1 Curva de rendimiento del Tesoro

La curva de rendimiento ha pronosticado todas las recesiones en EE. UU. desde 1950. Esta vez no fue la excepción. Las tasas están en mínimos históricos en todos los ámbitos, pero la curva de rendimiento tiene una pendiente positiva de nuevo. Los diferenciales son pequeños, y en muchos casos, solo unos pocos puntos básicos. En las recesiones pasadas, la curva de rendimiento también se reinvertió antes o durante una recesión, después de haberse invertido en el periodo previo a la recesión.

- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 3 meses: 0.13%
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 años: 0.16%
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 5 años: 0.31%
- Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años: 0.64%

Gráfica 23

## Curva de rendimiento



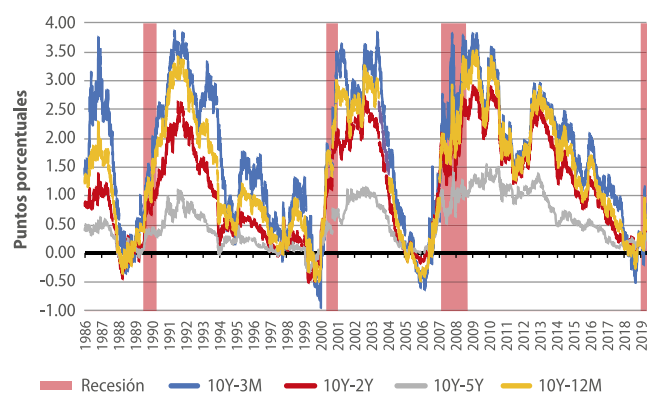
Fuente: Investing.com (datos recuperados el 13 de mayo de 2020).

La curva de rendimiento se invirtió antes de la crisis de 2020. El rendimiento a 10 años se ha derrumbado por debajo del 1%. Desde la recesión de 2020, parte de la curva de rendimiento se ha reafirmado y ahora muestra una pendiente positiva normal. Sin embargo, los vencimientos hasta un año siguen estando elevados. Por ejemplo, el diferencial 10 años-3 meses es mayor que los diferenciales de 10 años-12 meses y 10 años-2 años. Todo esto indica tensión en los mercados monetarios y de crédito a corto plazo. Debido a los problemas de liquidez, hay una mayor demanda de préstamos a corto plazo.

- Diferencial de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 3 meses) (mayo de 2020): 52 puntos básicos (mayo de 2019: -21 puntos básicos)
- Diferencial de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 1 año) (mayo de 2020): 48 puntos básicos (mayo de 2019: -5 puntos básicos)
- Diferencial de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 2 años) (mayo de 2020): 50 puntos básicos (mayo de 2019: 19 puntos básicos)
- Diferencial de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 5 años) (mayo de 2020): 34 puntos básicos (mayo de 2019: 20 puntos básicos)

Gráfica 24

### Spread curva de rendimiento



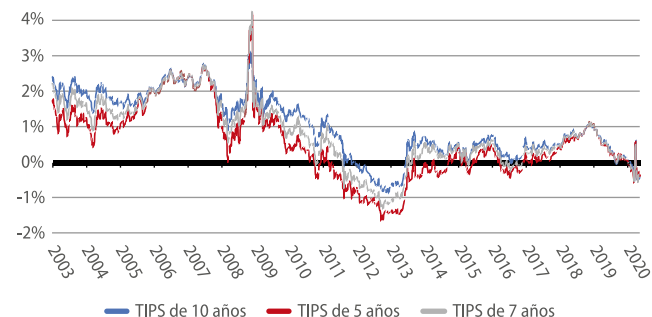
Fuente: St Louis Fed.

Los rendimientos de TIPS son negativos. La curva TIPS todavía está invertida, con un rendimiento de TIPS a 5 años superior al rendimiento de TIPS a 10 años. Los TIPS siguen señalando debilidad económica, además de indicar deflación y tasas reales negativas para los próximos años.

- Rendimiento TIPS a 5 años (mayo de 2020): -41 puntos básicos (mayo de 2019: 35 puntos básicos)
- Rendimiento TIPS a 7 años (mayo de 2020): -44 puntos básicos (mayo de 2019: 37 puntos básicos)
- Rendimiento TIPS a 10 años (mayo de 2020): -45 puntos básicos (mayo de 2019: 40 puntos básicos)

Gráfica 25

### TIPS Curva de rendimiento



Fuente: St Louis Fed.

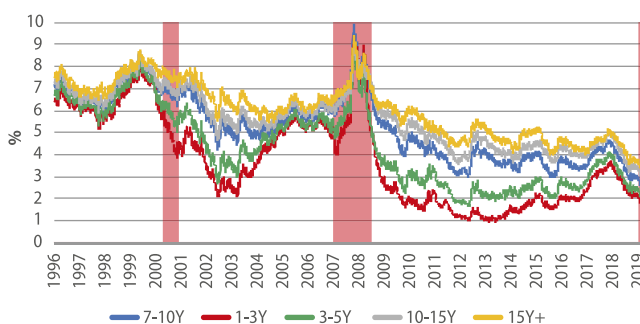
### 4.1.2 Curva de rendimiento corporativo

La curva de rendimiento corporativo se invirtió casi por completo. Los rendimientos tuvieron un pico en marzo, pero debido a las intervenciones de la Fed (una política implícita de "comprar todo independientemente de la solvencia"), los rendimientos se redujeron. La curva de rendimiento tiene una pendiente positiva de nuevo.

- Rendimiento bonos corporativos de 1 a 3 años (mayo de 2020): 1.85% (mayo de 2019: 2.97%)
- Rendimiento bonos corporativos de 3 a 5 años (mayo de 2020): 2.29% (mayo de 2019: 3.25%)
- Rendimiento bonos corporativos de 7 a 10 años (mayo de 2020): 2.90% (mayo de 2019: 3.83%)
- Rendimiento bonos corporativos de 10-15 años (mayo de 2020): 3.36% (mayo de 2019: 4.22%)
- Rendimiento bonos corporativos de más de 15 años (mayo de 2020): 3.62% (mayo de 2019: 4.50%)

Gráfica 26

### Rendimiento de bonos corporativos



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

Podemos analizar cómo se han comportado los rendimientos corporativos de acuerdo con sus calificaciones crediticias. Los diferenciales de crédito corporativo y las tasas de interés se dispararon en 2020. Por ejemplo, el diferencial entre los bonos corporativos con calificación AAA y CCC- se disparó de 743 puntos básicos a 1623 puntos básicos.

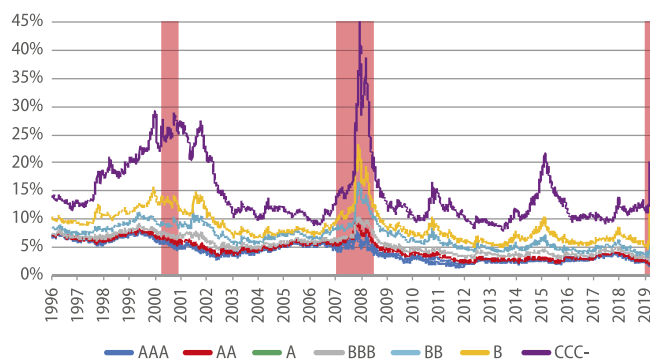
Sin embargo, después de la intervención de la Fed, las tasas de interés disminuyeron. Curiosamente, los rendimientos de los bonos corporativos con calificación CCC- (bonos basura) apenas se movieron de los niveles alcanzados durante el pánico. Gran parte de esta deuda está en el campo energético: ante los bajos precios del petróleo, ni siquiera la Fed es capaz de rescatar a compañías petroleras insolventes.

Los diferenciales de crédito se han disparado y se espera que se amplíen aún más en lo que queda del año. Las ramificaciones de esta ampliación de los diferenciales de crédito aún no se han aplicado a los mercados o se han hecho evidentes, por ejemplo, a través de una ola de impagos corporativos.

- Diferencial AAA – AA (mayo de 2020): 2 puntos básicos (mayo de 2019: 2 pb,  $\pm 0\%$ )
- Diferencial AAA – A (mayo de 2020): 41 puntos básicos (mayo de 2019: 17 pb,  $+141\%$ )
- Diferencial AAA – BBB (mayo de 2020): 157 puntos básicos (mayo de 2019: 77 pb,  $+104\%$ )
- Diferencial AAA – BB (mayo de 2020): 383 puntos básicos (mayo de 2019: 142 pb,  $+170\%$ )
- Diferencial AAA – B mayo de 2020): 624 puntos básicos (mayo de 2019: 321 pb,  $+94\%$ )
- Diferencial AAA – CCC- (basura) (mayo de 2020): 1623 puntos básicos (mayo de 2019: 743 pb,  $+118\%$ )

Gráfica 27

### Rendimientos corporativos (por calificación crediticia)



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

### 4.2 TED Spread

El *TED spread* es la diferencia entre el 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 incrementó en marzo, alcanzando un máximo de 142 puntos básicos. Esto significa que las tasas interbancarias eran mucho más altas que la tasa del gobierno, lo que indica un severo estrés financiero.

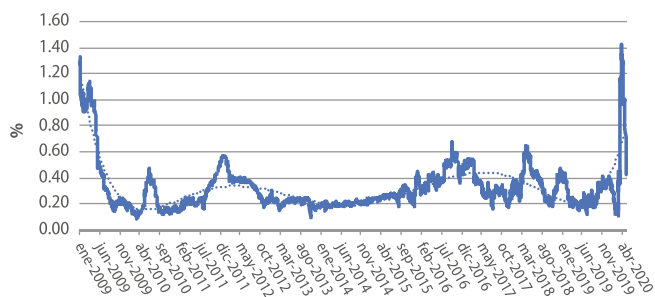
Sin embargo, las acciones de la Fed redujeron el diferencial de nuevo, a 42 puntos básicos en mayo de 2020, lo que está

cerca de los niveles anteriores al COVID-19. El *TED spread* ya se había duplicado en diciembre de 2019 (de aproximadamente 20 a 40 puntos básicos), en comparación con principios de año.

- *TED spread* (abril de 2020): 0.42% (mayo de 2019: 0.20%)

Gráfica 28

### TED Spread



Fuente: St Louis Fed.

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

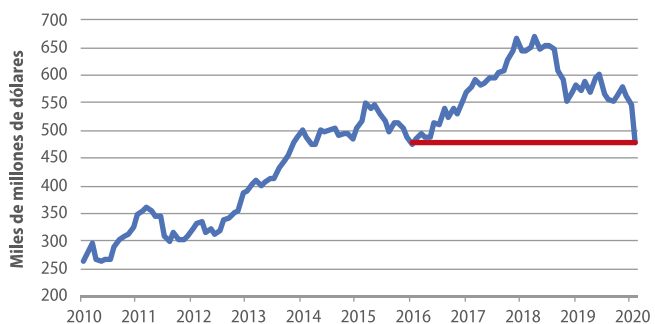
La deuda en el margen también es un indicador adelantado de recesiones, debido a su correlación con las correcciones del mercado de valores (y las correcciones del mercado de valores, a su vez, se correlacionan con las recesiones). A medida que los precios de los activos colapsaron en febrero y marzo, la deuda en el margen cayó notablemente, a su nivel más bajo en cuatro años.

Sin embargo, los saldos de efectivo también aumentaron, lo que sugiere que aún está por llegar un desapalancamiento forzado.

- Deuda en el margen FINRA (marzo de 2020): 479 mil millones de dólares (marzo de 2019: 574 mil millones de dólares,  $-16.6\%$ )

Gráfica 29

### 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. Curiosamente, los beneficios nunca han sido tan altos como hoy. Sin embargo, 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 Estados Unidos está lejos de entrar en recesión.

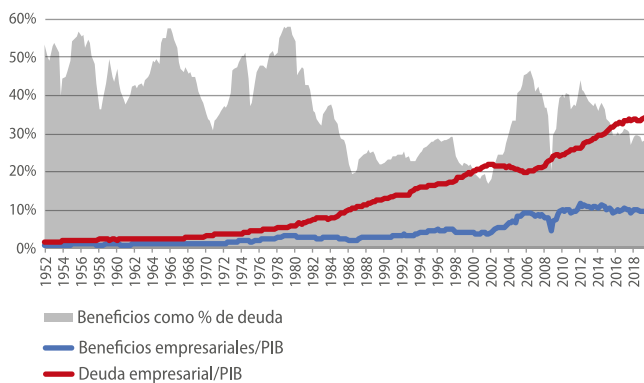
No obstante, si contrastamos las ganancias con la deuda empresarial, concluimos que el aumento en las ganancias ha sido el resultado de un aumento en el apalancamiento empresarial. Peor aún, los aumentos en la deuda empresarial han sido superiores a los aumentos en las ganancias empresariales. Las ganancias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

Con el impacto del COVID-19 en los márgenes empresariales, las ganancias se reducirán, y la deuda permanecerá. En otras palabras, es muy probable que se alcance un nuevo mínimo en la razón beneficios empresariales/deuda ligeramente por debajo del 20% de 2001 (actualmente está en 29%).

- Beneficios empresariales como % del PIB (T4 2019): 9.90% (T4 2018: 9.73%)
- Deuda empresarial como % del PIB (T4 2019): 34.12% (T4 2018: 33.53%)
- Beneficios empresariales como % de deuda (T4 2019): 29.03% (T4 2018: 29.02%)

Gráfica 30

### Beneficios corporativos + deuda como % del PIB



Fuente: *St Louis Fed.*

Es de esperar que, cuando el crédito se vuelva escaso, las empresas se vean obligadas a recurrir cada vez más a la deuda a corto plazo para cubrir cualquier déficit. Esto debería incrementar la deuda corporativa a corto plazo (en relación con la deuda total).

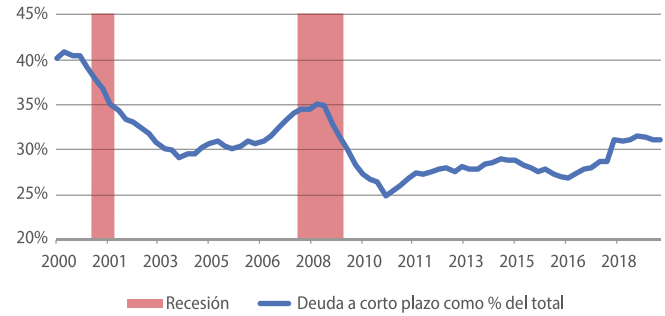
En efecto, observamos que las empresas aumentaron gradualmente el crédito a corto plazo durante los años anteriores al 2020. Es de esperar que esta medida empeore (un

incremento en la deuda a corto plazo), ya que las empresas están recurriendo a líneas de crédito y otras facilidades de préstamos a corto plazo a raíz de la crisis del COVID-19.

- Deuda empresarial a corto plazo (empresas no financieras) como % de deuda total (T4 2019): 31.2% (T4 2018: 31.1%)

Gráfica 31

### Liquidez empresarial



Fuente: *Board of Governors of the Federal Reserve, Publicación: Z.1 Financial Accounts of the United States.*

## 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. La razón deuda/ingresos alcanzó un récord de 134% en el tercer trimestre de 2008.

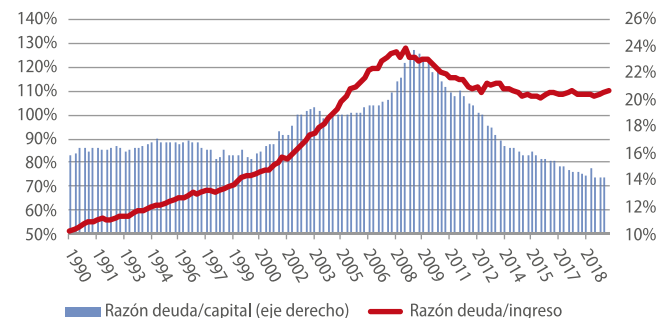
Ante una peor crisis en 2020, los hogares parecen mejor equipados que en 2008, aunque una gran parte del patrimonio neto actual es probablemente ilusoria, ya que tanto los precios de las acciones como los de los bienes raíces están sobrevaluados y podrían caer abruptamente.

La razón de deuda/ingresos de las familias sigue estando elevada, en 110%, aunque inferior a los niveles de 2008. El desempleo en masa podría tener un impacto tremendo en los hogares sobreapalancados, que se encuentran entre los más afectados por los recientes despidos.

- Razón deuda/ingresos familias (T4 2019): 110% (T4 2017: 108.9%)
- Razón deuda/capital familias (T4 2019): 14% (T4 2017: 15%)

Gráfica 32

### Deuda de las familias



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

## 4.6 Crédito banca comercial

### 4.6.1 Créditos comerciales e industriales

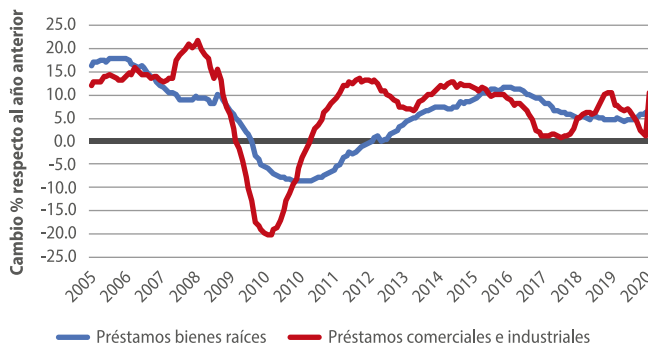
Curiosamente, en medio del colapso por el COVID-19, el crecimiento de los préstamos comerciales e industriales se disparó al 10% (interanual). Es probable que esto sea una señal de estrés: las empresas, con poca liquidez, optan por préstamos bancarios como un puente financiero.

Por otra parte, los préstamos comerciales para bienes raíces crecieron más o menos al mismo ritmo que en los últimos dos años. Esto demuestra que la crisis financiera apenas ha comenzado.

- Variación interanual de los préstamos comerciales e industriales (marzo de 2020): +10.4% (marzo de 2019: +10.3%)
- Variación interanual de los préstamos a bienes raíces (marzo de 2020): +6.5% (marzo de 2019: +4.7%)

Gráfica 33

### Préstamos banca comercial



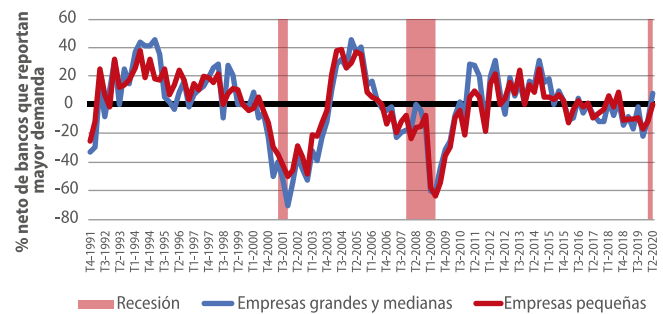
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, Publicación: H.8.

Curiosamente, como los bancos reportan en la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* publicada por la Fed, la demanda de préstamos comerciales e industriales está aumentando en medio de la crisis del COVID-19. Algo similar pasó en el 2008, cuando las empresas se aferraron a los préstamos en medio de las dificultades financieras.

- Porcentaje de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos comerciales e industriales (empresas grandes y medianas, T2 2020): 7.6% (T2 2019: -16.9%)
- Porcentaje de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos comerciales e industriales (empresas pequeñas, T2 2020): 0% (T2 2019: -10.3%)

Gráfica 34

### Demanda de préstamos comerciales e industriales



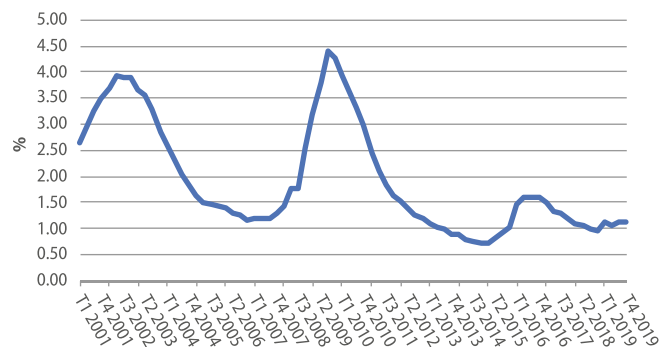
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

La tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales alcanzó un mínimo temporal en el T4 de 2018. En lo que va del 2019, las tasas de morosidad comenzaron a subir, alcanzando un 1.14% en el T4 de 2019. Es probable que las tasas de morosidad aumenten en el 2020.

- Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales (T4 2019): 1.14% (T4 2018: 0.96%)

Gráfica 35

### Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

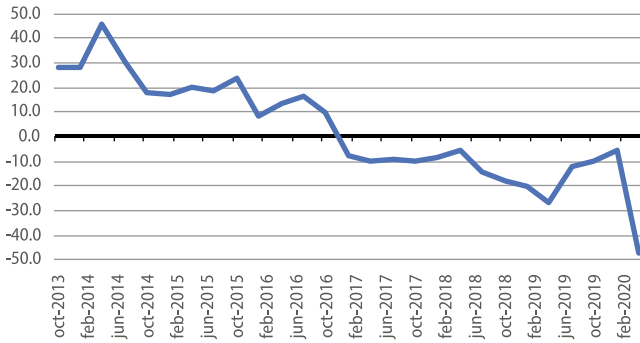
La demanda de préstamos comerciales para bienes raíces (con propósitos de construcción y desarrollo) se ha desplomado, con un porcentaje abrumador de bancos reportando una menor demanda de préstamos comerciales para bienes raíces.

Este indicador muestra que los desarrolladores de bienes raíces son cada vez más pesimistas en cuanto a la demanda final de bienes raíces a corto y mediano plazo, y que los bancos son cada vez más cautelosos en cuanto a su cartera de préstamos. Es de esperar una debilidad extrema en el sector inmobiliario.

- Porcentaje neto de bancos que reportan una mayor demanda de préstamos en bienes raíces (T2 2020): -47.6% (T2 2019: -27.1%)

Gráfica 36

## Demanda de préstamos de bienes raíces



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve, publicación: Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices.

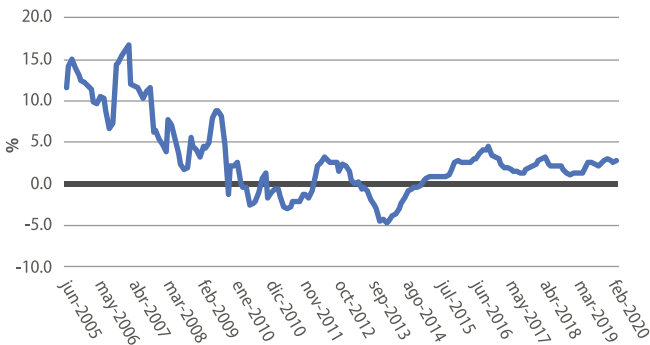
### 4.6.2 Crédito hipotecario

El crecimiento del crédito hipotecario residencial se mantiene prácticamente nulo. Hubo un ligero incremento este año, ya que muchos trataron de rehipotecar sus casas y monetizar el incremento en el precio de la vivienda. Las tasas de hipotecas han caído con la llegada del COVID-19.

- Variación interanual de los préstamos hipotecarios (marzo de 2020): +2.8% (marzo de 2019: +1.4%)

Gráfica 37

## Préstamos hipotecarios



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

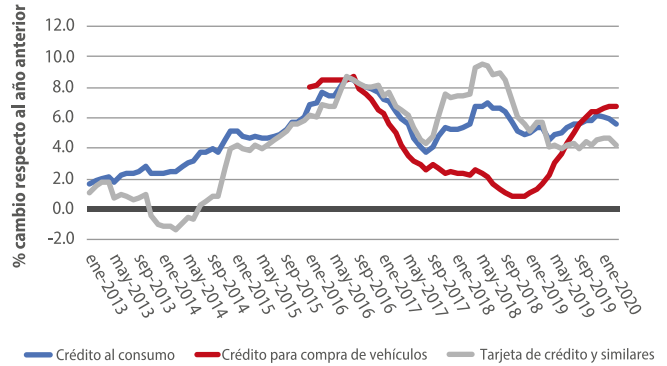
### 4.6.3 Crédito al consumo

Los préstamos para la compra de vehículos se recuperaron de forma milagrosa en el 2019. El crecimiento de los préstamos al consumo y de tarjetas de crédito ha sido constante, ligeramente superior a la tasa de crecimiento del PIB. En los próximos meses, es cada vez más probable que se vea un repunte en los préstamos de consumo, si los bancos están dispuestos y son capaces de prestar, o una caída severa, a medida que más estadounidenses se queden sin empleo.

- Variación interanual del crédito de consumo (marzo de 2020): +5.6% (marzo de 2019: +5.4%)
- Variación interanual del crédito para compra de vehículos (marzo de 2020): +6.8% (marzo de 2019: +1.7%)
- Variación interanual en crédito vinculado a tarjeta de crédito (marzo de 2020): +4.3% (marzo de 2019: +5.7%)

Gráfica 38

## Créditos al consumo



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

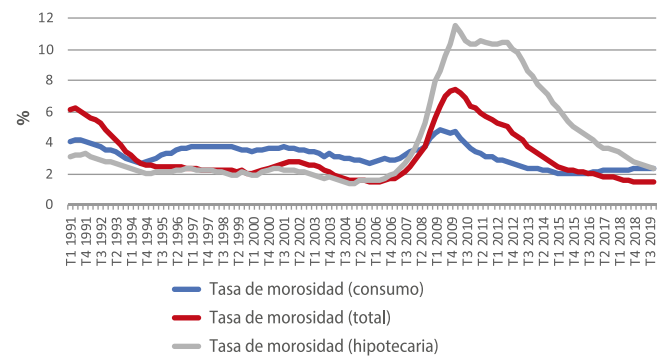
La tasa de morosidad en los préstamos de consumo continuó su aumento gradual en el 2019. Los bancos sufrirán tasas de morosidad mucho más elevadas en lo que queda del año, especialmente en préstamos al consumo. Cuando las tasas de morosidad se incrementan, los bancos se vuelven más cautelosos con los préstamos.

Con la economía estadounidense en pleno empleo en 2019, las tasas de morosidad en hipotecas residenciales cayeron hasta el 2.35%.

- Tasa de morosidad en préstamos al consumo (T4 2019): 2.34% (T4 2018: 2.33%)
- Tasa de morosidad hipotecaria (T4 2018): 2.35% (T4 2017: 2.83%)

Gráfica 39

## Tasas 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 el PIB

Estados Unidos sufrirá su mayor déficit fiscal en tiempos de paz. Solo en abril, el gobierno reportó un déficit impresionante de 738 mil millones de dólares. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) estima un déficit fiscal de 3.7 billones de



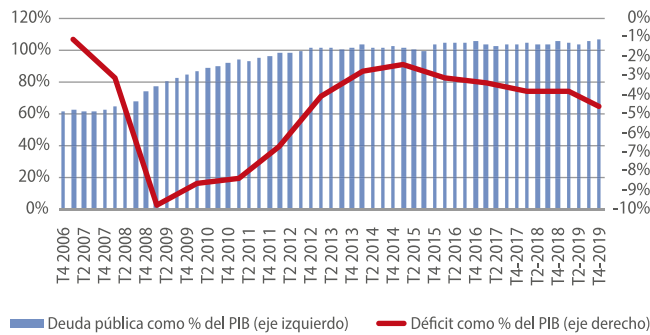
dólares para el 2020, lo que podría empeorar si el Congreso y la administración de Trump promulgan nuevos programas de estímulo fiscal o si los ingresos fiscales caen.

Tanto la deuda pública como el déficit como porcentaje del PIB aumentarán sustancialmente, debido al déficit histórico y a un menor PIB. La trayectoria fiscal actual es insostenible y requerirá futuros recortes de gastos o aumentos de impuestos.

- Deuda pública como % del PIB (T4 2019): 106.8% (T4 2018: 105.2%)
- Déficit como % del PIB (T4 2019): -4.6% (T12019: -3.8%)

Gráfica 40

### Deuda pública y déficit federal



Fuente: St Louis Fed.

### 5.2 Ingresos fiscales

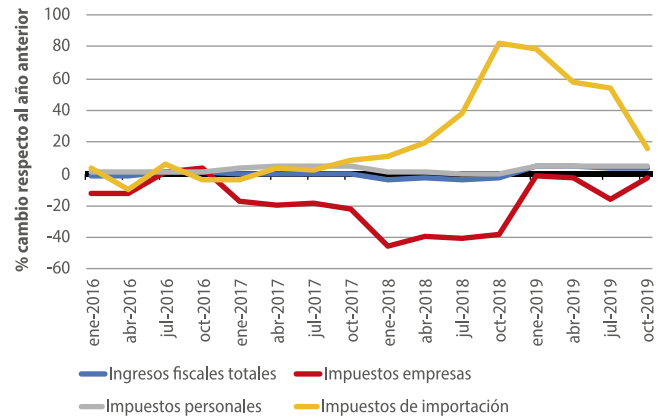
Es evidente que los ingresos por impuestos de importación (aranceles) se han estancado. Si bien los aranceles de importación (especialmente sobre las importaciones chinas) llegaron para quedarse, es poco probable que aporten muchos más ingresos, a menos que se añadan otros bienes de importación o que los aranceles se incrementen sustancialmente.

Los impuestos a las ganancias corporativas, después de una caída inicial después de que se aprobara la reforma fiscal de Trump, se han estabilizado y aplanado. Es evidente que la tasa del impuesto a las ganancias corporativas no estaba más allá del óptimo de Laffer: La reducción de la tasa al impuesto a las ganancias corporativas nunca se pagó a sí misma y sólo contribuyó al aumento del déficit federal.

- Ingresos fiscales totales (T4 2019): +3.9% (T4 2018: -2.7%)
- Ingresos por impuesto a las ganancias corporativas (T4 2019): -2.9% (T4 2018: -38.8%)
- Ingresos por impuesto a la renta personal (T4 2019): +5.2% (T4 2018: -0.8%)
- Ingresos por impuestos de importación (T4 2019): +16.4% (T4 2018: +82.7%)

Gráfica 41

### Ingresos fiscales (Gobierno Federal)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

## 6. Comercio internacional

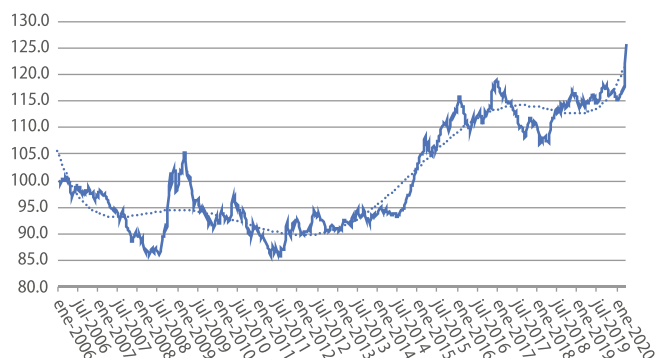
### 6.1 Tipo de cambio del dólar estadounidense

El dólar se está apreciando fuertemente frente a otras monedas (+10%), intensificando su tendencia al alza que comenzó a mediados de 2014. Es muy probable que el dólar se aprecie aún más, dado la perspectiva económica actual, que causará estragos especialmente en los mercados emergentes.

- Índice del dólar ponderado por volumen de comercio (marzo de 2020): 125.6 (marzo de 2019: 114.5, +9.7%)

Gráfica 42

### Índice del dólar estadounidense



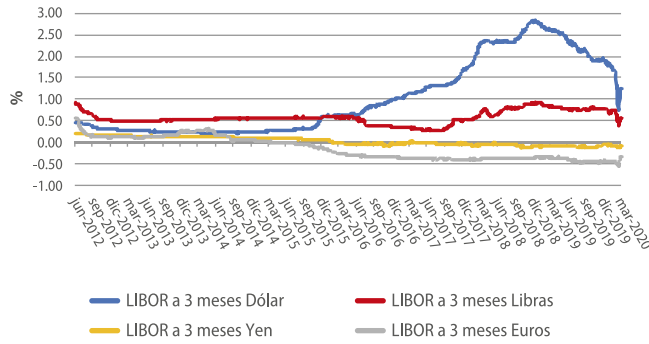
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

### 6.2 Diferencial de tasas de interés

Antes, los diferenciales de tasas de interés favorecían un dólar fuerte. Sin embargo, con el retorno a inversiones más seguras (y el retorno al dólar), las tasas libres de riesgo en dólares se han desplomado. Esto ha reducido el diferencial de tasas de interés con las otras monedas principales.

Gráfica 43

### Diferenciales de tasas de interés



Fuente: ICE Benchmark Administration Limited (IBA).

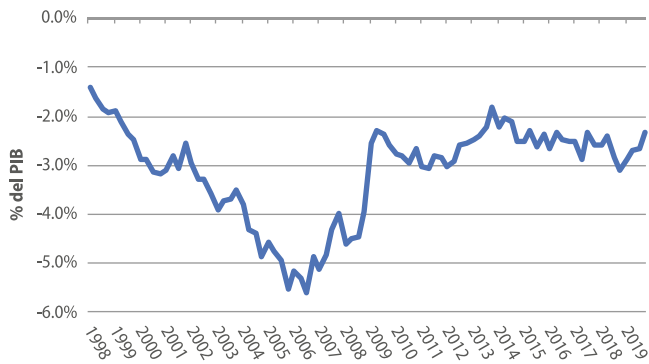
### 6.3 Saldo por cuenta corriente

El déficit por cuenta corriente se mantuvo más o menos estable, aunque ahora apunta a una reducción gradual. Una crisis financiera reduciría el déficit por cuenta corriente, pero -al mismo tiempo- no beneficiaría la base manufacturera de Estados Unidos. La deuda pública masiva, financiada por grandes entradas externas, así como un dólar más fuerte, aumentarían el déficit por cuenta corriente.

- Déficit por cuenta corriente/PIB (T4 2019): -2.3% (T4 2018: -3.1%)

Gráfica 44

### Balance por cuenta corriente



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

### 6.4 Posición neta de inversión internacional (NIIP)

La posición neta de inversión internacional (NIIP) de Estados Unidos 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. En este sentido, Estados Unidos ha sido históricamente un deudor neto con el resto del mundo. El endeudamiento con el exterior de Estados Unidos cayó a su punto más bajo registrado (-57.2%).

- Posición neta de inversión internacional como % del PIB (NIIP) (T4 2019): -57.2% (T4 2018: -50.9%)

Gráfica 45

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



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

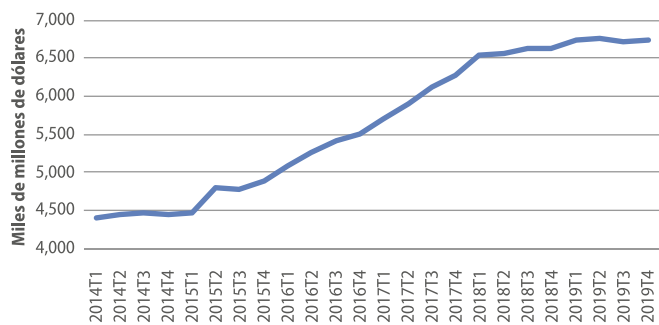
### 6.5 Tenencia de dólares por parte de bancos centrales extranjeros

La tenencia de dólares por parte de bancos centrales extranjeros sigue aumentando, pero el crecimiento ha sido gradual y se está estabilizando. Esto indica un peor panorama para los países expuestos al riesgo de tipo de cambio (dólar). Algunos bancos centrales extranjeros han tenido que recurrir a la venta de dólares para defender sus monedas.

- Tenencia de dólares por parte de bancos centrales extranjeros (T4 2019): 6.746 billones de dólares (T4 2018: 6.623 billones de dólares, +1.9%)

Gráfica 46

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



Fuente: International Monetary Fund (IMF).

**UFM MARKET  TRENDS**