

INFORME TRIMESTRAL

EEUU

Bajada de impuestos sin recorte en gastos equivale a aumento en déficit

JULIO - SEPTIEMBRE 2017

Autor: Olav A. Dirkmaat

Asistente de investigación: Alejandro Mejía

trends.ufm.edu

T3 2017 US

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

EEUU

INDICADOR

Actividad económica	Fuerte crecimiento del PIB en el segundo trimestre
Desempleo	Preocupante aumento en las solicitudes de desempleo semanales, el desempleo parece haber alcanzado un mínimo cíclico en el último trimestre
Demanda de bienes de consumo cíclico	Perspectivas negativas para las ventas de automóviles; fabricantes de automóviles recortan producción
Inflación	Las medidas de inflación preferidas de la Fed (índice de precios CPI y PCE básico) comenzaron a disminuir y están por debajo del objetivo de inflación del 2% de la Reserva Federal
Curva de rendimiento	La curva de rendimiento continúa aplanándose
Liquidity gap	El liquidity gap sigue siendo grande, aunque no se está ampliando; los descaldes de plazos en el sistema bancario de los EE. UU. se encuentran en un nivel cíclico alto
Oferta de dinero	El crecimiento de la oferta monetaria M2M y M2 se debilita, el M1 y la base monetaria no son motivo de preocupación

INDICADOR

Mercado de valores	El mercado de valores se recuperó en el último trimestre, lo que resultó en una sobrevaloración aún mayor de las acciones
Crecimiento del crédito	El crecimiento del crédito continúa debilitándose; motivo de preocupación
Tasas de morosidad	Las tasas de morosidad en el crédito comercial han disminuido
Diferencial de riesgo bancario	El bajo nivel del TED spread indica un mercado de crédito saludable por el momento
Tipo de cambio	El dólar cayó frente a la mayoría de las otras monedas principales en el segundo trimestre, pero está destinado a recuperarse en el cuarto trimestre debido al diferencial de tasas de interés
Déficit público	Si se aprueba la reciente propuesta de impuestos de Trump, los déficits públicos y la deuda terminarán considerablemente por encima de lo proyectado actualmente
Perspectiva general	Trimestre fuerte, con riesgos por delante. La industria automovilística puede enfrentar problemas. La desaceleración del crecimiento del crédito y la propuesta de impuestos de Trump son una amenaza para la estabilidad fiscal

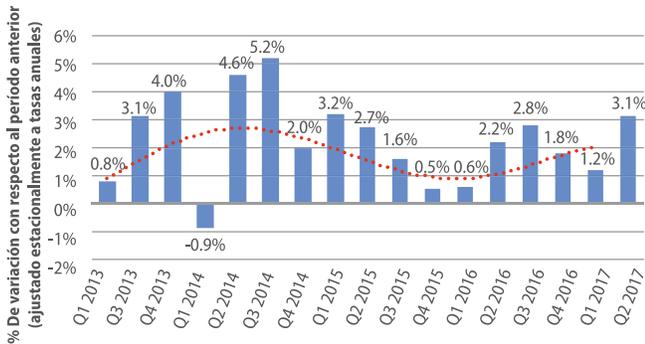


1. Actividad económica

1.1 Producto interno bruto (PIB)

Gráfica 1

Producto Interno Bruto (PIB)



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

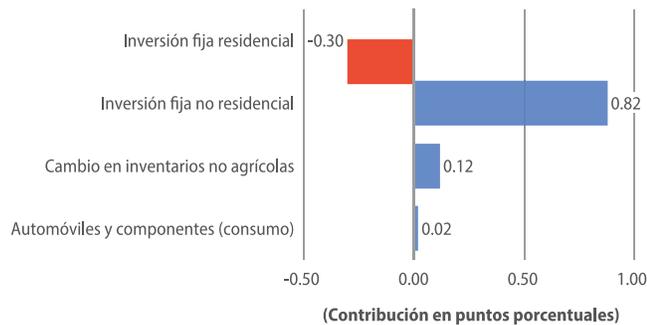
Al igual que en varios años anteriores, un primer trimestre débil fue seguido por un segundo trimestre fuerte. El crecimiento del PIB se recuperó a una tasa de crecimiento anualizada de 3.1% en el segundo trimestre, creciendo a su ritmo más rápido en dos años. Solo en el primer trimestre de 2015, el crecimiento trimestral fue mayor al 3.2%.

- 2T 2017 (año con año) cambio en el PIB real: + 3.1% (1T 2017: + 1.2%)

1.2 Desglose del producto interno bruto (PIB)

Gráfica 2

Contribuciones al PIB real



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En general, los gastos de consumo personal fueron fuertes. Sin embargo, veamos más de cerca algunos de los componentes con mayor impacto.

1.2.1 Inversión fija residencial

Como regla general, la demanda en las industrias de bienes de consumo cíclicas (y duraderas) se está debilitando, particularmente la demanda de vivienda y vehículos personales. Observaremos la misma tendencia en varios indicadores. Según la última versión del PIB, se espera que la demanda en el mercado inmobiliario se debilite, como lo demuestra la desaceleración de la inversión residencial.

- 2T 2017, cambio en la inversión fija residencial: - \$ 5.8 mil millones (1T 2017: + \$ 22.5 mil millones)

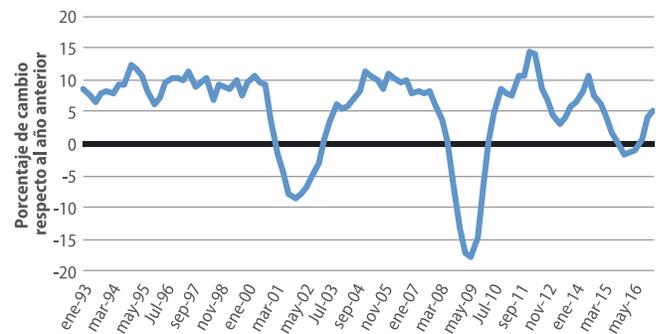
1.2.2 Inversión fija no residencial

Normalmente, la inversión fija no residencial es un indicador sólido del ciclo económico y tiende a disminuir antes o durante una recesión. Rara vez da falsos positivos. Lo hizo, sin embargo, en 2016. La última vez que dio un falso positivo (cambio negativo en la inversión fija no residencial) fue en 1987, cuando el mercado de valores sufrió la peor pérdida diaria (conocido como Black Monday). La inversión fija no residencial parece fuerte por el momento, aunque todavía está muy por debajo de su ritmo durante la fase de expansión de 2002 a 2007.

- 2T 2017 cambio en la inversión fija no residencial: + 5.3% (1T 2017: + 4%)

Gráfica 3

Inversión fija no residencial



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

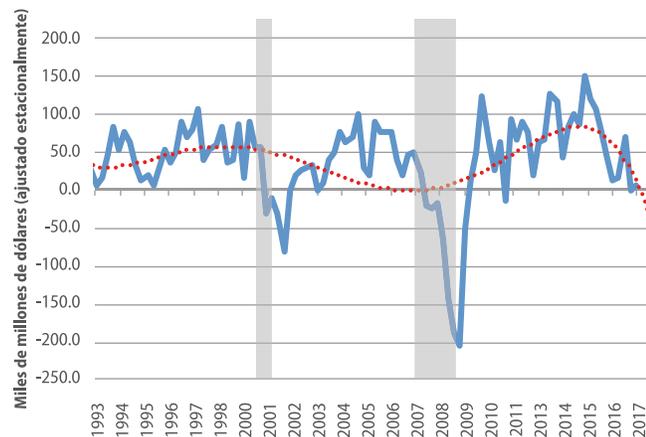
1.2.3 Cambio en inventarios privados

[En nuestro informe del segundo trimestre](#), observamos una reducción en la inversión en nuevos inventarios. Las empresas aparentemente se mostraron reacias a invertir en nuevos inventarios. Su perspectiva parece ser negativa. A pesar de que el crecimiento del PIB del segundo trimestre se produjo a una tasa anual del 3.1%, la inversión en inventarios no se recuperó. Esto podría indicar que el crecimiento del PIB del segundo trimestre ha sido un evento aislado y no un signo de una expansión económica persistente y sostenible.

- Cambio en los inventarios privados del 2T 2017: + \$4.9 mil millones (1T 2017: - \$0.1 mil millones)

Gráfica 4

Cambio en inventarios privados



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

1.2.4 Automóviles y componentes (consumo)

En nuestro informe anterior del segundo trimestre, destacamos la debilidad de la demanda de vehículos. Para refutar nuestra tesis de que la industria automotriz de los EE. UU. se dirige hacia tiempos difíciles, desearíamos ver un repunte significativo en el gasto en vehículos. Sin embargo, éste no es el caso. La demanda final de vehículos parece haber alcanzado su pico y se ha embarcado en una tendencia a la baja.

- Gasto real de consumo personal en vehículos y componentes en el segundo trimestre de 2017: \$447.9 mil millones (1T 2017: \$447.0 mil millones, + 0.2%)

1.3 Pronósticos del PIB

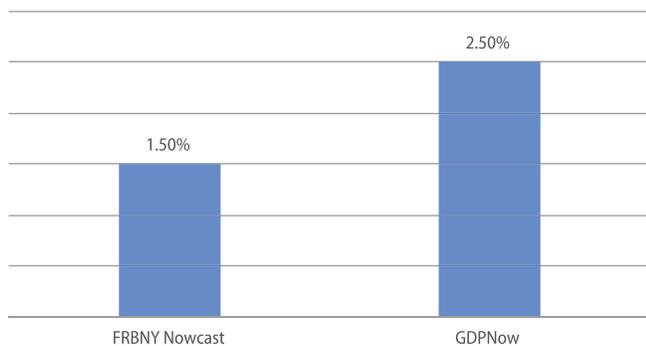
(GDPNow & FRBNY Nowcast)

Los modelos de previsión de PIB tanto de la Fed de Atlanta (GDP-Now) como de la Fed de Nueva York (Nowcast) predicen un crecimiento más lento en el tercer (y cuarto) trimestre de 2017.

- Pronóstico de GDPNow 3T 2017: + 2.5%
- Pronósticos de FRBNY Nowcast 3T 2017: + 1.5% (4T 2017: + 2.5%)

Gráfica 5

Pronósticos del PIB (T2 2017)



Fuente: Federal Reserve Bank of New York & Federal Reserve Bank of Atlanta, datos del 6 de octubre de 2017.

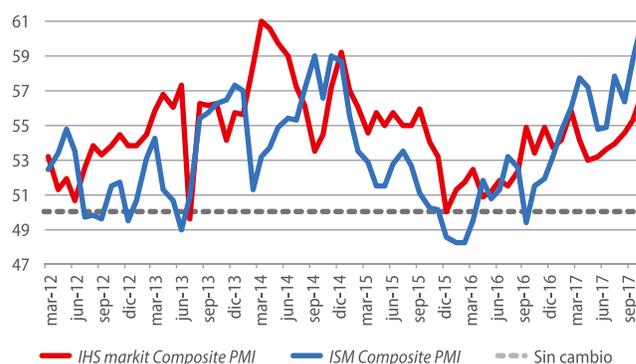
1.4 Índices de Gestión de Compras (PMI)

Dos de los indicadores importantes más importantes, el IHS Markit e ISM Composite Purchasing Managers' Index (PMI), muestran que la economía está creciendo cada vez más rápido. Ambos PMI han mostrado una mejora sustancial en comparación con nuestro informe del 2T, con aumentos de 5.8% y 10.8%, respectivamente. Sin embargo, ambos PMI provenían de mínimos cíclicos. A principios de 2016, en línea con la inversión fija privada (no residencial) que discutimos anteriormente, ambos PMI señalaron una recesión (un valor menor a 50 significa una contracción). Sin embargo, ambos PMI apuntan actualmente a un crecimiento económico deciente en el futuro cercano.

- IHS Markit Composite Purchasing Managers' Index (octubre de 2017): 56.7 (junio de 2017: 53.6, + 5.8%)
- ISM Composite Purchasing Managers' Index (octubre de 2017): 60.8 (junio de 2017: 54.9, + 10.8%)

Gráfica 6

Índices de Gestión de Compras (PMIs)



Fuente: Investing.com

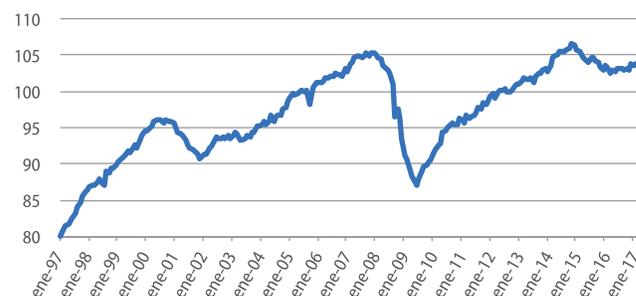
1.5 Índice de producción industrial (IPI)

El Índice de Producción Industrial (IPI) mide la manufactura, minería y producción de electricidad y es un indicador cíclico. Después de la caída en 2015, el IPI parece haber llegado a su punto máximo y comenzó a debilitarse nuevamente en el último mes. Tendremos que ver si la reciente debilidad en IPI persistirá en los próximos meses.

- Índice de producción industrial (IPI) en agosto de 2017: 104.7 (julio de 2017: 105.7, -1%)

Gráfica 7

Índice de producción industrial (IPI)



Fuente: St. Louis Fed.

1.7 Demanda de bienes cíclicos de consumo

Seguimos preocupados por los principales indicadores en la industria inmobiliaria y automotriz. La demanda del consumidor en ambas industrias depende, en gran medida, del crédito y el costo del mismo.

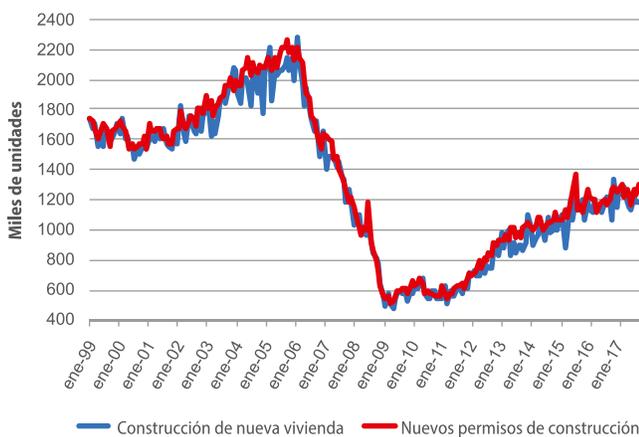
1.7.1 Construcción de nueva vivienda y permisos de construcción

[Comparado con nuestro último informe del segundo trimestre](#), los permisos de construcción crecen ligeramente y la construcción de nueva vivienda está debilitándose. Parece como si ambos indicadores hubieran alcanzado su punto máximo.

- Permisos de construcción (agosto de 2017): 1.30 millones de unidades (junio de 2017: 1.28 millones de unidades, + 2%)
- Construcción de nueva vivienda (agosto de 2017): 1.18 millones de unidades (junio de 2017: 1.22 millones de unidades, -3.3%)

Gráfica 8

Construcción nueva vivienda y nuevos permisos de construcción



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

1.7.2 Ventas de vehículos e inventario de automóviles

Curiosamente, las ventas de vehículos y los inventarios de los productores caen. Esto significa que los productores de automóviles están reduciendo la producción debido a un empeoramiento en las perspectivas.

Los datos coinciden con lo que se informa a nivel de empresa. General Motors, por ejemplo, experimentó un desplome anual de ventas de vehículos del 15% en julio y por ello decidió recortar su producción. Las ventas de Buick y Cadillac disminuyeron un 23.4% y un 22% interanual¹. Los datos también coinciden con la renuencia general a invertir en nuevos inventarios.

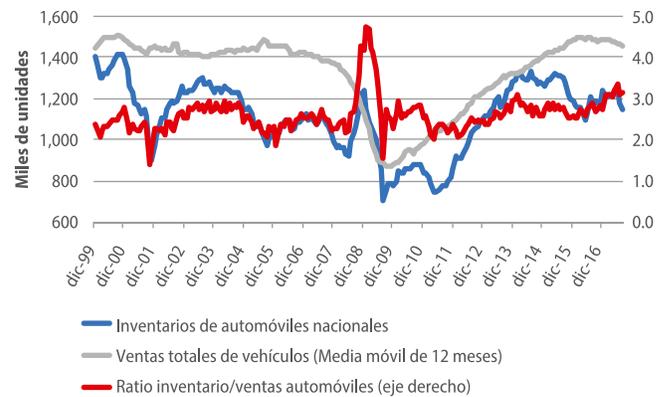
¹ Datos de informes anuales y comunicados de prensa de los respectivos fabricantes de automóviles.

El ratio inventario/ventas se mantuvo estable, pero aún se encuentra en su máximo histórico. Preveamos un debilitamiento de la demanda en la industria automovilística en el futuro.

- Ventas totales de vehículos (agosto de 2017): 1.46 millones de unidades (agosto de 2016: 1.49 millones de unidades, -2%)
- Ratio de inventario/ventas (agosto de 2017): 3.16 x (abril de 2017: 3.05 x, + 3.6%)

Gráfica 9

Ventas e inventarios de vehículos



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

2. Mercado laboral

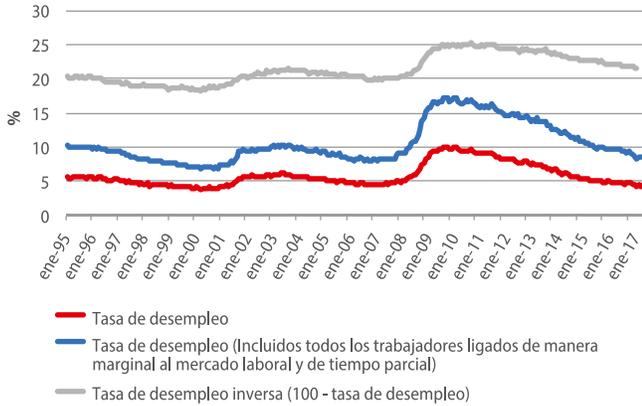
2.1 Desempleo

Tanto la tasa de desempleo como la tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial y trabajadores ligados de manera marginal al mercado laboral han aumentado ligeramente en comparación con el segundo trimestre de este año. Dado el aumento en las solicitudes de desempleo (ver el epígrafe 2.2), esperamos que la tasa de desempleo comience a aumentar en el cuarto trimestre de 2017.

- Tasa de desempleo (agosto de 2017): 4.4% (mayo de 2017: 4.3%)
- Tasa de desempleo ajustada por trabajadores involuntariamente empleados a tiempo parcial y trabajadores con jornada parcial involuntaria (agosto de 2017): 8.6% (mayo de 2017: 8.4%)

Gráfica 10

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

Curiosamente, las solicitudes semanales de desempleo experimentaron un aumento repentino en el último trimestre. Mientras que en nuestro informe del 2T dijimos que las solicitudes de desempleo estaban “acercándose a un mínimo cíclico”, ahora podemos observar un importante aumento en las solicitudes de desempleo. Esta es una tendencia preocupante para la economía de los EE. UU. Y es algo que debemos seguir en los próximos trimestres. El aumento repentino es significativo.

- Solicitudes de desempleo (septiembre de 2017): 277,750 solicitudes (junio de 2017: 243,000 solicitudes, + 14.3%)

Gráfica 11

Solicitudes semanales de subsidio de desempleo



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

3. Inflación y precios

3.1 Base monetaria y oferta monetaria M1

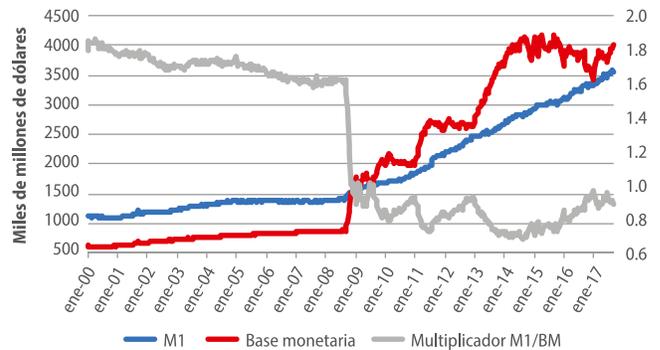
En contraste con el segundo trimestre, la base monetaria ha comenzado a expandirse nuevamente. Esto es contradictorio, ya que la Fed ha anunciado que comenzará a reducir el

tamaño de su balance (la base monetaria es igual a los dos pasivos más importantes de la Fed: depósitos y moneda). Desde octubre de 2017, la Fed gradualmente dejará de reinvertir los ingresos de los bonos que llegan a vencimiento. Como resultado, en 2021, se espera que la base monetaria llegue a \$2,500 millones, por debajo de los actuales + - \$ 4,000 millones (ver también el epígrafe 3.3 para un análisis más detallado).

- Base monetaria (septiembre de 2017): \$4,002 mil millones (junio de 2017: \$3,832 mil millones, + 4.4%)
- Oferta monetaria M1 (septiembre de 2017): \$3,570 billones (junio de 2017: \$3,504 billones, + 1.9%)
- M1/multiplicador de la base monetaria (septiembre de 2017): 0.89x (junio de 2017: 0.94x)

Gráfica 12

Base Monetaria y M1



Fuente: St. Louis Fed.

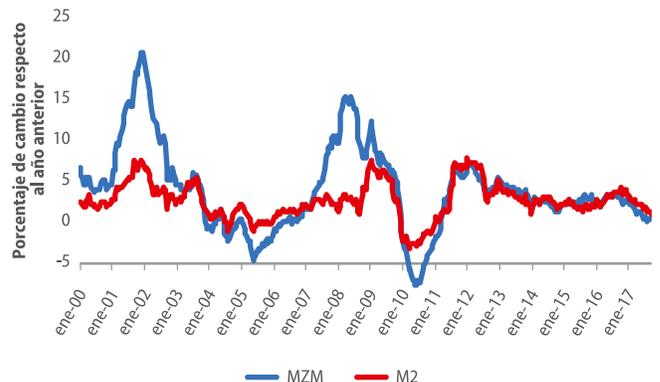
3.2 Oferta de dinero M2 y MZM

El crecimiento de la oferta monetaria M2 y MZM se está desacelerando. Lo más probable es que esto se traduzca en menores tasas de inflación más adelante y en cierta medida está comenzando a ser visible en los últimos datos de inflación.

- Crecimiento en M2 (septiembre de 2017): + 5.1% (junio de 2017: + 5.9%)
- Crecimiento en MZM (septiembre de 2017): + 4.6% (junio de 2017: + 5.0%)

Gráfica 13

Crecimiento de la oferta monetaria (M2 y MZM)



Fuente: St. Louis Fed.

3.3 Política monetaria

Esperamos un nuevo aumento de tipos en diciembre por parte de la Reserva Federal, desde el 1.25% actual hasta 1.50%. Además, la Fed está comenzando a reducir gradualmente su balance. A partir de octubre, la Fed dejará de reinvertir \$6 mil millones en bonos del Tesoro de EE. UU. y \$4 mil millones en valores respaldados por hipotecas (MBS). La Fed aumentará el ritmo de desinversión en otros \$6 y \$4 mil millones por trimestre, hasta alcanzar un nivel mensual de \$30 mil millones en bonos del Tesoro y \$20 mil millones en MBS (lo que equivale a una reducción mensual total de \$50 mil millones). Esencialmente, esto es QE en reversa.

Las tasas de interés a corto plazo permanecen sin cambios en general en comparación con el último trimestre.

- Tasa de interés sobre reservas (IOR) (septiembre de 2017): 1.25% (junio de 2017: 1.25%)
- Tasa efectiva de los fondos federales (septiembre de 2017): 1.16% (junio de 2017: 1,16%)
- LIBOR a un día (septiembre de 2017): 1.18% (junio de 2017: 1.18%)

Gráfica 14

Activos totales de la Fed



Fuente: St. Louis Fed.

3.4 Precios bursátiles

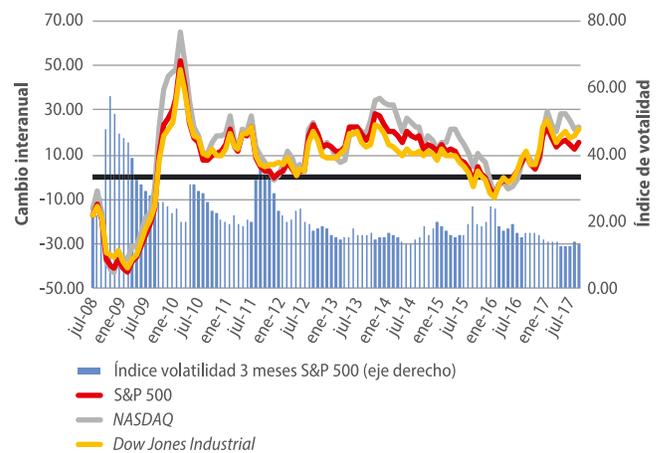
Los precios de las acciones continuaron repuntando en el tercer trimestre de 2017, a pesar del hecho de que el desencadenante inicial para el repunte de este año ya no parece probable que ocurra (el plan fiscal de Trump que analizaremos a continuación).

La posibilidad de una caída en el futuro cercano sigue siendo extremadamente alta; La volatilidad (VIX) aún se encuentra en mínimos.

- Variación interanual S&P 500 (septiembre de 2017): + 15.5% (mayo de 2017: + 16.0%)
- Variación interanual Dow Jones Industrial (septiembre de 2017): + 21.4% (mayo de 2017: + 18,3%)
- Variación interanual NASDAQ (septiembre de 2017): + 22.3% (mayo de 2017: + 27.9%)
- Índice de volatilidad VIX (septiembre de 2017): 13.31 (mayo de 2017: 13.03)

Gráfica 15

Rendimiento de los principales índices bursátiles



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

El mercado de valores de los Estados Unidos se mantiene en territorio de burbuja; las valoraciones son demasiado altas. Como explica Mark Spitznagel, el *Equity Ratio Q* es la medida más robusta de la sobrevaloración del mercado de valores². El *Equity Ratio Q* ha incrementado todavía más después del rally bursátil de los últimos meses.

- *Equity Ratio Q* (2T 2017): 1.09x, 60% por encima de la media histórica (1T 2017: 1.04x, 53% por encima de la media histórica)

Gráfica 16

Equity Q Ratio



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

² Para una explicación más detallada véase: "El Dao del Capital: inversión austríaca en un mundo distorsionado" por Mark Spitznagel.

3.5 Índice de precios al consumidor (IPC)

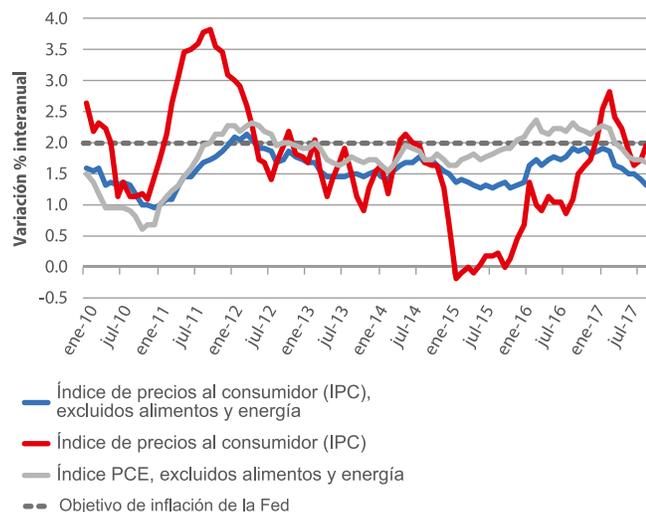
La medida de inflación preferida por la Fed es el índice PCE (*personal consumption expenditures*), excluyendo los precios de los alimentos y la energía (core PCE). El índice de precios al consumidor (IPC) es un indicador económico más conocido. El IPC subyacente no incluye los precios de los alimentos y la energía.

Tanto el IPC subyacente como el índice de precios PCE han aumentado a un ritmo más lento que en el T2 y están comenzando a divergir del objetivo de inflación de la Fed ($\pm 2\%$). Es probable que la Fed se preocupe cada vez más por la menor inflación. El IPC, por el contrario, ha alcanzado el 1.9%, que es el nivel en el que la Fed desea ver la inflación.

- Variación interanual del IPC (agosto de 2017): + 1.9% (mayo de 2017: + 1.9%)
- Variación interanual del IPC subyacente (agosto de 2017): + 1.7% (mayo de 2017: + 1.7%)
- Variación interanual en el índice PCE básico (agosto de 2017): + 1.3% (mayo de 2017: + 1.5%)

Gráfica 17

Índice de precios del consumidor



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

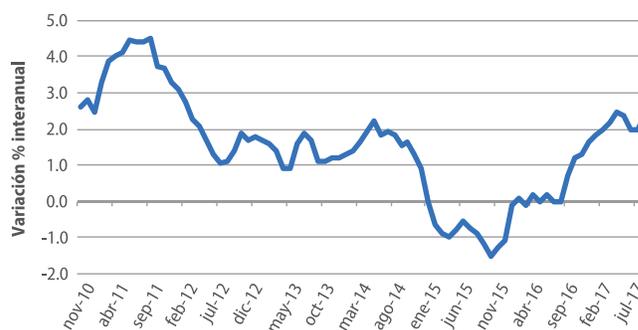
3.6 Índice de precios de producción (IPP)

Los precios de producción se han mantenido sin cambios en comparación con el 2T. Los aumentos de precios en los bienes de producción final parecen estar dentro de un rango saludable.

- Variación interanual del Índice de precios al productor (IPP) para la demanda final (agosto de 2017): + 2.4% (mayo de 2017: + 2.4%)

Gráfica 18

Índice de precios de producción (demanda final)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics.

3.7 Inflación esperada

La inflación esperada se deriva del diferencial entre los valores protegidos contra la inflación del Tesoro de los EE. UU. (TIPS) y los bonos del Tesoro de EE. UU. equivalentes. A pesar de que el índice de precios del PCE se está debilitando, las expectativas de inflación se mantienen constantes e incluso se incrementan a 1.94%, lo que indica que el mercado espera que la desaceleración de la inflación sea temporal.

- Tasa de inflación anticipada a 5 años (agosto de 2017): + 1.94% (junio de 2017: + 1.83%)

Gráfica 19

Expectativas de inflación



Fuente: St Louis Fed.

4. Crédito y Banca

4.1 Tasas de Interés

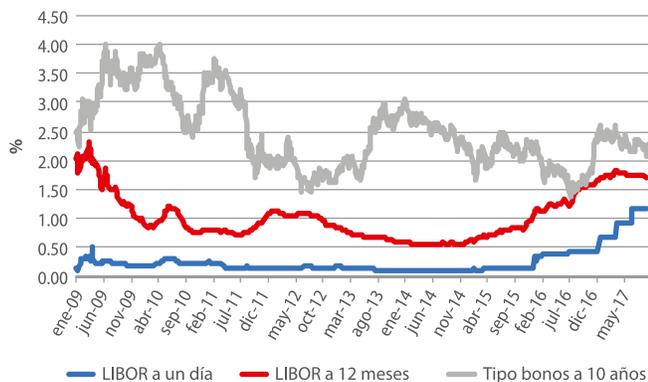
4.1.1 LIBOR a un día, LIBOR a 12 meses y bonos a 10 años

El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ha caído un poco a $\pm 2.2\%$ en los últimos tres meses. Las tasas de interés a corto plazo se mantienen sin cambios. La tasa LIBOR a un día aumentará en línea con el alza esperada de tasas de la Fed a fines de este año.

- Rendimiento en el Tesoro de los Estados Unidos a 10 años: 2.22% (2T 2017: 2.31%)
- LIBOR a 12 meses USD: 1.74% (2T 2017: 1.74%)

Gráfica 20

Tasas de interés a corto y largo plazo



Fuente: ICE Benchmark Administration Limited (IBA), Board of Governors of the Federal Reserve.

4.1.2 Spread curva de rendimientos

En nuestro informe anterior, señalamos que la curva de rendimientos se estaba aplanando. Una curva de rendimiento aplanada es preocupante, ya que una curva de rendimiento invertida es uno de los mejores predictores de una recesión.

El *spread* de la curva de rendimientos continuó cayendo en el segundo trimestre, especialmente el bono a 10 años frente al bono a 2 y 5 años. Un aplanamiento adicional en los próximos trimestres nos obligará a revisar al alza la probabilidad de una nueva recesión en los EE. UU.

- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 3 meses) en septiembre de 2017: 1,17 puntos porcentuales (junio de 2017: 1,16 puntos porcentuales)
- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 2 años) en septiembre de 2017: 0,78 puntos porcentuales (junio de 2017: 0,94 puntos porcentuales, -17%)
- *Spread* de la curva de rendimiento (bono a 10 años menos bono a 5 años) en septiembre de 2017: 0.37 puntos porcentuales (junio de 2017: 0.42 puntos porcentuales, -12%)

Gráfica 21

Spread curva de rendimiento



Fuente: St Louis Fed.

4.1.3 TED Spread

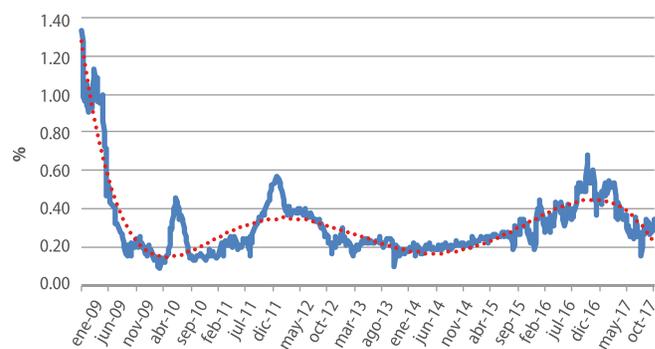
El *spread* de riesgo bancario es la diferencia entre el LIBOR a tres meses y la tasa del tesoro a tres meses. Un diferencial creciente indica que la liquidez se está retirando y señala una desaceleración económica.

El *spread* de riesgo bancario se mantiene en un nivel bastante bajo, lo que indica que el sector financiero no está retirando liquidez en el corto plazo.

- TED *spread* (septiembre de 2017): 0.29% (junio de 2017: 0.27%)

Gráfica 22

TED spread



Fuente: St Louis Fed.

4.1.4 Margen de intermediación bancaria

Los márgenes de interés netos permanecen bajos, pero han aumentado ligeramente en el último trimestre.

- Margen de interés neto bancario (2T 2017): 3.13% (1T 2017: 3.10%)

Gráfica 23

Margen de interés bancario



Fuente: Federal Financial Institutions Council (US).

4.2 Liquidez del sector financiero

4.2.1 Vencimiento medio de los préstamos empresariales

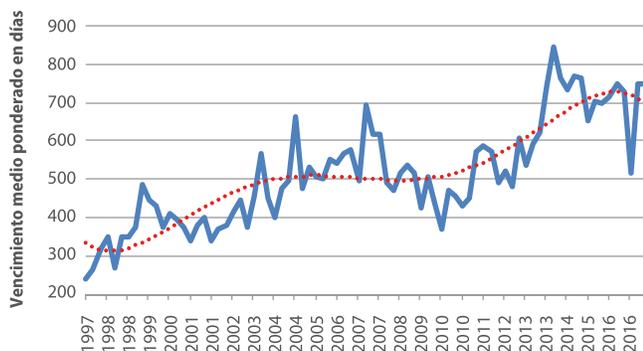
El nivel de descalce de plazos es elevado, pero se mantuvo sin cambios en comparación con 2T. El vencimiento promedio de los préstamos corporativos (comerciales e industriales) se ha duplicado desde 2010 hasta la fecha, de menos de 375 días a 749 días.

El riesgo de liquidez del sector financiero es sustancial. El aumento en el descalce de plazos refleja un intento desesperado de los bancos de contrarrestar los márgenes de interés históricamente bajos.

- Vencimiento promedio ponderado de préstamos comerciales e industriales (2T 2017): 749 días (1T 2017: 749 días)

Gráfica 24

Vencimiento de préstamos comerciales e industriales



Fuente: St Louis Fed.

4.2.2 Liquidity gap del sector financiero

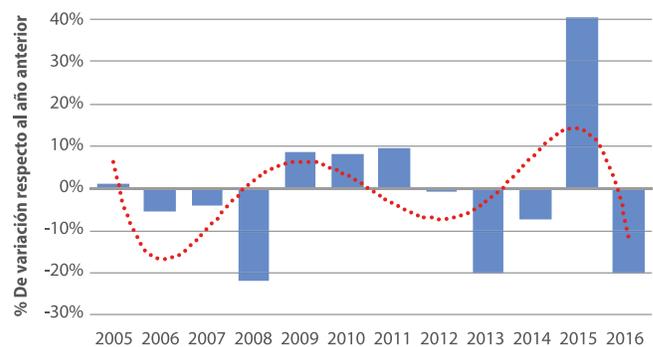
El *liquidity gap* del sector financiero, que muestra el grado de descalce de plazos bancarios, se ha reducido ligeramente en 2016. Los bancos están limitando sus desajustes de vencimiento. Esta es una clara señal de advertencia para la economía estadounidense.

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

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

Gráfica 25

Liquidity Gap del Sector Financiero



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

4.2.3 Crédito dirigido al mercado de valores

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

La deuda dirigida al mercado de valores sigue siendo elevada, pero prácticamente no se modificó en comparación con el trimestre anterior.

- Crédito dirigido al mercado bursátil NYSE (agosto de 2017): \$551 mil millones de dólares (abril de 2017: \$549 mil millones, + 0.4%)

Gráfica 26

Crédito dirigido al mercado de valores



Fuente: New York Stock Exchange (NYSE) Factbook.

4.3 Liquidez de empresas no financieras

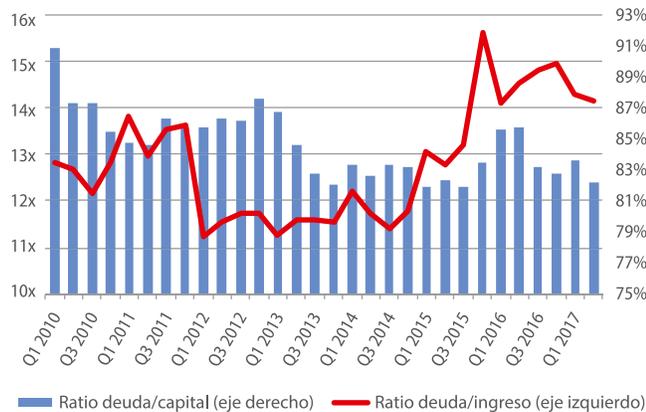
4.3.1 Deuda/ingresos y deuda/patrimonio

El apalancamiento empresarial ha disminuido ligeramente. Sin embargo, el desapalancamiento no es debido a una caída en la deuda, sino a un ligero incremento en las ganancias. Los niveles de deuda sobre capital se han estabilizado en los últimos tres meses, pero nuevamente no se deben a una menor deuda. De hecho, en el segundo trimestre (los datos más recientes), la deuda corporativa ha aumentado en \$200 mil millones de dólares. Queda por ver si el nivel actual de ganancias corporativas es sostenible en el tiempo.

- Ratio deuda empresarial/ingreso (2T 2017): 14.2x (1T 2017: 14.7x)
- Ratio deuda empresarial/capital (2T 2017): 82.2% (1T 2017: 83.6%)

Gráfica 27

Deuda empresarial



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

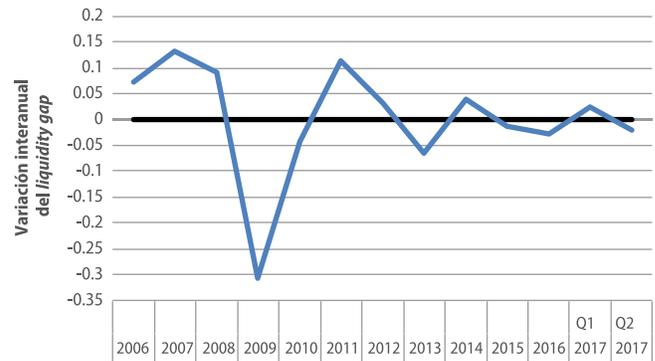
4.3.2 Liquidity Gap empresarial

En el primer trimestre de 2017, el *liquidity gap* empresarial creció un 2.4%. Sin embargo, en el segundo trimestre, las empresas no financieras han reducido sus descalces en el balance en casi un 2%. Las empresas, en el segundo trimestre, decidieron desapalancarse, como se puede observar al comparar en qué medida los activos a largo plazo se financian con pasivos a largo plazo.

- *Liquidity gap* empresas no financieras (2T 2017): -2.0% (1T 2017: + 2.4%)

Gráfica 28

Liquidity Gap empresas no financieras



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

4.4 Liquidez de las familias

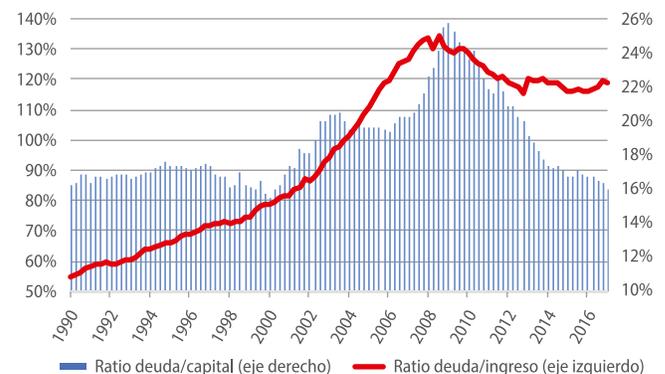
4.4.1 Deuda/ingreso y deuda/capital de las familias

El patrimonio de los hogares ha aumentado ligeramente, lo que ha provocado una ligera disminución de la deuda sobre patrimonio. La deuda/ingresos se ha mantenido estable en el último trimestre. Los hogares están menos apalancados que antes de la crisis de 2008.

- Ratio deuda familiar/ingreso (2T 2017): 119% (1T 2017: 119%)
- Ratio deuda familiar/capital (2T 2017): 15.8% (1T 2017: 16.0%)

Gráfica 29

Deuda de las familias



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

4.5 Crédito bancario

4.5.1 Crédito empresarial

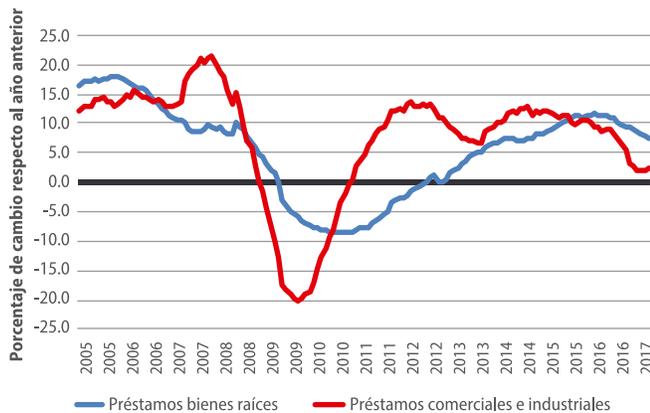
El crecimiento de los préstamos comerciales e industriales continúa debilitándose. Un crecimiento negativo en el crédito comercial se asocia con una recesión. Por ahora, los préstamos comerciales e industriales están creciendo a un ritmo muy débil, aunque a un ritmo ligeramente más alto que en el segundo trimestre. El crecimiento de los préstamos inmobiliarios a bienes raíces continúa debilitándose en comparación con el último trimestre, desde una tasa de crecimiento anual del 8.4% hasta el 7.4%.

Sin embargo, los préstamos a bienes raíces generalmente son un indicador del ciclo económico rezagado (vea el cuadro a continuación). Continuaremos observando de cerca el crecimiento de los préstamos comerciales e industriales, que está muy cerca de ser negativo, lo que a su vez podría significar una inminente recesión.

- Variación interanual de los préstamos comerciales e industriales (agosto de 2017): + 2.4% (mayo de 2017: + 2%)
- Variación interanual de los préstamos a bienes raíces (agosto de 2017): + 7.4% (mayo de 2017: + 8.4%)

Gráfica 30

Préstamos Comerciales



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

4.5.2 Tasas de morosidad en créditos comerciales

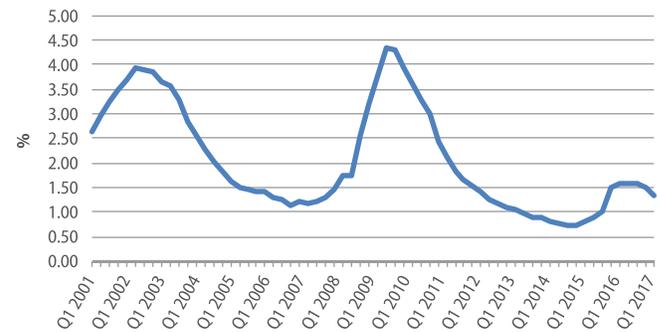
[Mientras que, en nuestro informe anterior](#), las tasas de morosidad en créditos comerciales parecían haberse estabilizado, ahora han retrocedido ligeramente. Esto no tiene precedentes. Históricamente, las tendencias en las tasas de morosidad comerciales rara vez se interrumpían y la tendencia parecía ser al alza (hacia una mayor morosidad y tasas de morosidad). Sin embargo, esta vez, este no parece ser el caso.

Las tasas de morosidad en el crédito comercial disminuyeron levemente de 1.54% a 1.35%. Tendremos que esperar y ver si en el próximo trimestre las tasas de morosidad retoman su tendencia alcista.

- Tasa de morosidad de préstamos comerciales e industriales (2T2017): 1.35% (1T 2017: 1.54%)

Gráfica 31

Tasa de morosidad en préstamos comerciales e industriales



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

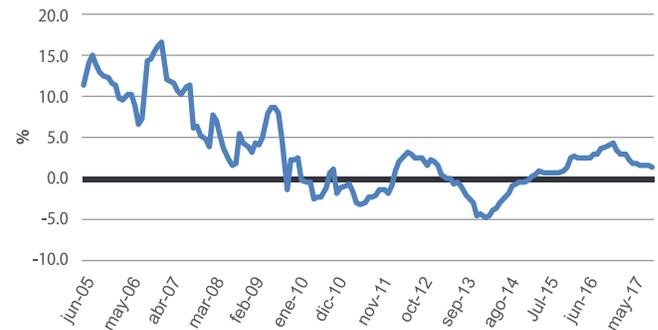
4.5.3 Crédito hipotecario

El débil crecimiento de los préstamos hipotecarios residenciales muestra que la demanda de vivienda sigue siendo moderada. El crecimiento de los préstamos hipotecarios ha sido lento desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008. La desaceleración en la concesión de nuevas hipotecas residenciales continuó en el segundo trimestre de 2017.

- Variación interanual de los préstamos hipotecarios (agosto de 2017): + 1.46% (mayo de 2017: + 1.56%)

Gráfica 32

Crecimiento préstamos hipotecarios



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

4.5.4 Crédito al consumo

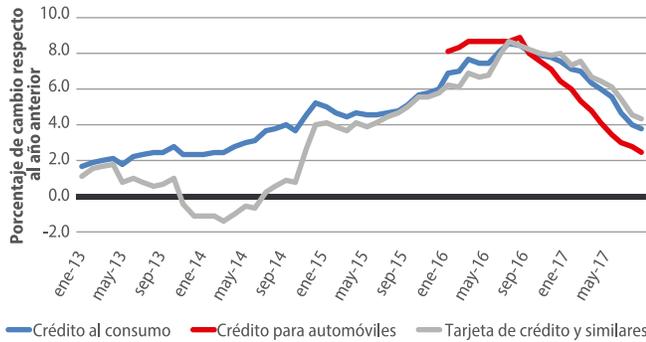
El crecimiento en el crédito al consumo continúa desacelerándose rápidamente. La demanda cíclica de bienes de consumo es débil, lo que afectará la demanda final en las industrias de consumo cíclicas.

[Como enfatizamos en nuestro informe anterior](#), el mercado automotriz de EE. UU. puede enfrentarse a problemas y repetimos nuestra advertencia en este informe. El crecimiento de los préstamos para automóviles bajó del 3.4% a un 2.5%. Se espera que siga debilitándose.

- Variación interanual del crédito al consumo (agosto de 2017): + 3.8% (mayo de 2017: + 5.4%)
- Variación interanual del crédito para automóviles (agosto de 2017): + 2.5% (mayo de 2017: + 3.4%)

Gráfica 33

Créditos de consumo



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

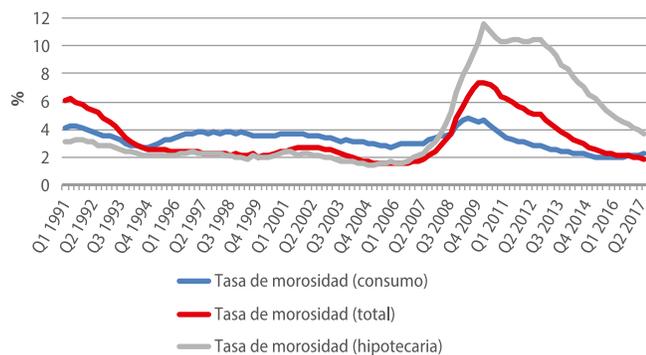
4.5.5 Tasas de morosidad en crédito al consumo e hipotecario

Las tasas de morosidad en los préstamos al consumo experimentaron un repunte, mientras que las tasas de morosidad en las hipotecas continúan cayendo. En general, las tasas de morosidad siguen en mínimos cíclicos, a pesar de que las tasas de morosidad en las hipotecas residenciales son algo elevadas (comparadas con la media histórica). Todavía no se vislumbran problemas en el futuro inmediato con respecto a las tasas de morosidad en el crédito hipotecario y de consumo.

- Tasa de morosidad en los créditos de consumo (2T 2017): 2.21% (1T 2017: 2.18%)
- Tasa de morosidad hipotecaria (2T 2017): 3.68% (1T 2017: 3.93%)

Gráfica 34

Tasa de morosidad en crédito al consumo e hipotecario



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve.

5. Situación fiscal

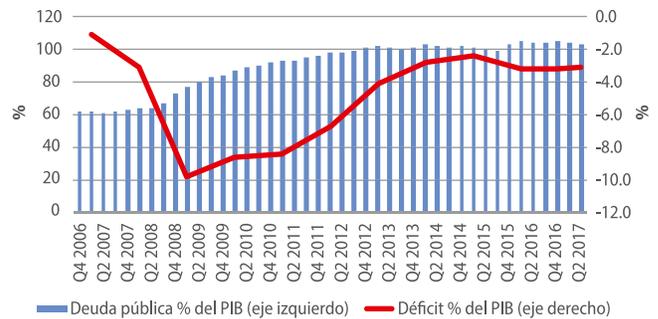
5.1 Déficit público y deuda sobre PIB

El déficit federal como porcentaje del PIB continúa siendo el 3% del PIB (3.1% del PIB de acuerdo con la última estimación). La deuda pública como porcentaje del PIB se ha reducido de 105.7% a 103.1% en los últimos seis meses. La disminución de la deuda respecto del PIB no se debe a una reducción real de la deuda, sino más bien a un aumento del PIB.

- Deuda pública como % del PIB (2T 2017): 103.1% (4T 2016: 105.7%)
- Déficit como % del PIB (2T 2017): -3.1% (4T 2016: -3.2%)

Gráfica 35

Deuda pública y déficit federal



Fuente: St Louis Fed.

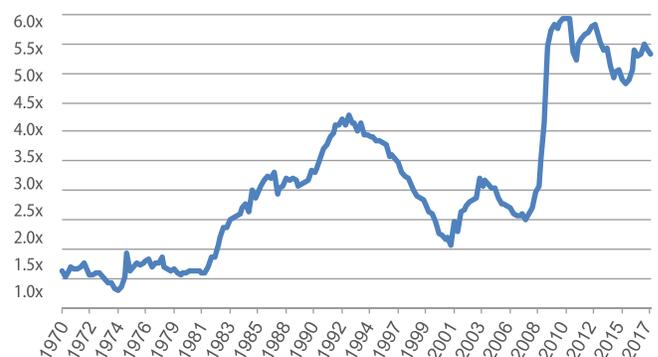
5.2 Deuda federal/ingresos

En el segundo trimestre de 2017, la deuda federal sobre ingresos fiscales se situó en 5.3x, por debajo del 5.4x del primer trimestre. Alcanzó un máximo histórico de 5.9x en el segundo trimestre de 2010. Hace diez años, sin embargo, el ratio se mantuvo en solo 2.5x. La deuda federal sobre ingresos fiscales se encuentra en máximos históricos, lo que es preocupante.

- Ratio de la deuda pública/ingresos (2T 2017): 5.3x (1T 2017: 5.4x)

Gráfica 36

Ratio deuda pública/ingresos



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

5.3 El impacto de la reforma de impuestos de Trump

En nuestro informe anterior, mencionamos la reforma tributaria de Trump y su posible impacto en el déficit federal y la deuda pública. Ahora que la administración Trump ha publicado más detalles, podemos estimar el impacto de la reforma de impuestos de Trump sobre el déficit público y la deuda federal.

El efecto de la reforma de impuestos de Trump sobre los déficits públicos futuros es sustancial. Para 2018, se estima que el déficit público alcanzará un 3.5% en lugar de la línea base proyectada del 2.4% por la oficina de presupuesto del congreso (CBO). Después de diez años, la deuda pública en relación con el PIB sería del 111% en lugar de la línea de base del 103%. Esto podría afectar gravemente la solvencia del gobierno de EE. UU. e incluso podría poner en peligro el balance general de la Reserva Federal, que consiste en gran medida, en bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo.

Gráfica 37

Impacto de la reforma fiscal de Trump sobre el déficit/deuda



Fuente: datos modificados por el autor; *projected future deficits after Trump's tax reform: Urban-Brookings Tax Policy Center (TPC)*³, *baseline projections of nominal GDP growth: Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: 2017 to 2017", St Louis Fed.*

6. Comercio internacional

6.1 Tipo de cambio del dólar estadounidense

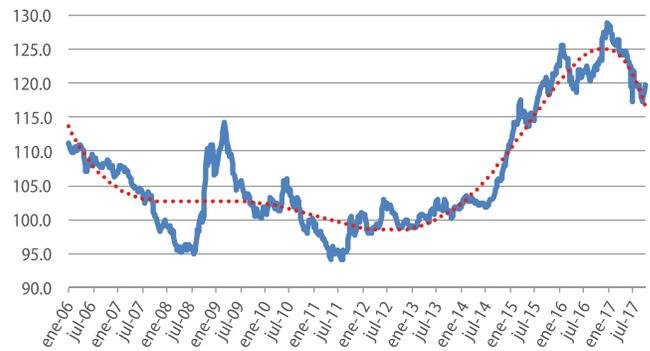
El dólar se debilitó aún más en el segundo trimestre de 2017, con el índice del dólar estadounidense cayendo otro 2.1%. En el mismo período, la tasa USD/EUR incluso alcanzó un máximo cíclico de 1.21\$/€, antes de recuperarse a 1.18\$/€. Dado el valor fundamental, esperamos que el dólar supere a otras monedas en el cuarto trimestre de este año.

- Índice de dólar ponderado por comercio (octubre de 2017): 119.7 (junio de 2017: 122.2, -2.1%)

³ Los lectores interesados pueden acceder a todo el informe *A Preliminary Analysis of the Unified Framework* publicado por el *Tax Policy Center (TPC)* del *Urban Institute & Brookings Institution*, en: <http://www.taxpolicycenter.org>

Gráfica 38

Índice del dólar estadounidense



Fuente: *Board of Governors of the Federal Reserve.*

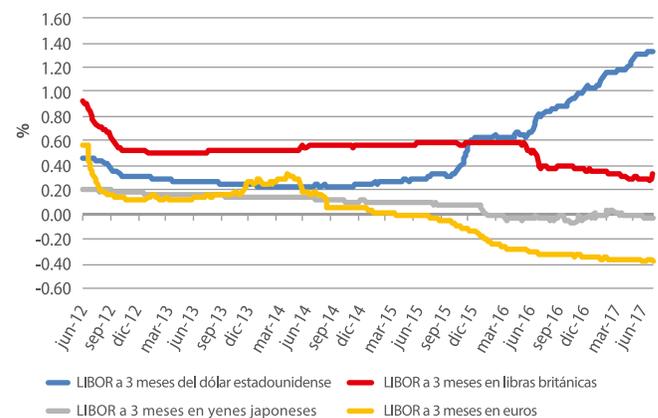
6.2 Spread de las tasas de interés

Desde hace tiempo, el diferencial de tipos de interés entre las monedas más importantes favorece un dólar estadounidense fuerte. Como comentamos en nuestro informe anterior, esperábamos que los tipos en Gran Bretaña, zona euro y Japón permanecieran sin cambios. Esto es exactamente lo que ha pasado. En efecto, el diferencial de tipos de interés entre dólares estadounidenses y el resto de monedas se ha ampliado aún más.

Por lo tanto, seguimos esperando que el dólar estadounidense retome su tendencia alcista y se aprecie en el futuro previsible frente a las otras principales monedas del mundo.

Gráfica 39

Diferenciales de tasas de interés



Fuente: *ICE Benchmark Administration Limited (IBA).*

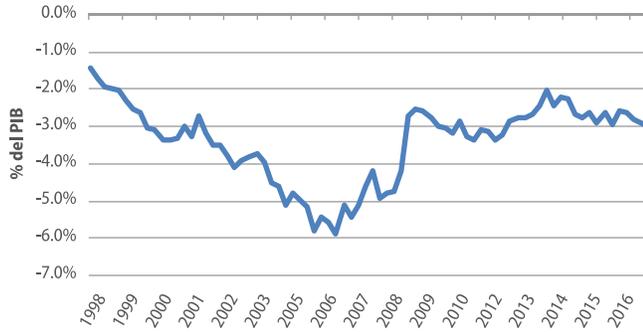
6.3 Saldo por cuenta corriente

El déficit por cuenta corriente ha aumentado ligeramente en el segundo trimestre de este año, del 2,8% del PIB al 3,0% del PIB. La mayor parte del aumento en el déficit de cuenta corriente se puede atribuir al dólar más débil de los últimos meses.

- Déficit de cuenta corriente/PIB (segundo trimestre de 2017): -3,0% (1T 2017: -2,8%)

Gráfica 40

Balance por cuenta corriente



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

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

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