

Informe Especial: el ciclo económico de EEUU y la postura de la Reserva Federal

La Fed vs el mercado

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Mercados

Internacionales

(+57) 1 353 8787 ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Ignacio López

Director Ejecutivo

Investigaciones Económicas

+57 1 353 8787 ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

+57 1 353 8787 ext. 6105

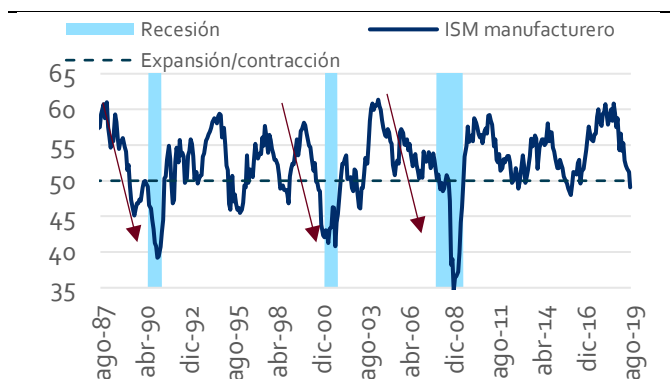
julio.romero@corficolombiana.com

- El mercado y la Fed tienen perspectivas encontradas en cuanto a la probabilidad de recesión para la economía estadounidense.
- Aunque la Fed recortó su tasa de interés en 25 puntos básicos en septiembre, como lo descontaba el mercado, dos miembros votaron a favor de mantenerla estable y uno votó por reducirla en 50 puntos básicos.
- Además, el Comité mejoró levemente sus proyecciones de crecimiento económico, lo cual sugiere que no tiene contemplado en su escenario base una desaceleración fuerte de la economía ni una recesión en los próximos dos años.
- La mayoría de los miembros del FOMC anticipan estabilidad en el costo de endeudamiento y aseguran que la posición monetaria adoptada permite sostener la expansión vigente, mientras que el mercado anticipa más reducciones en la tasa de interés, en línea con una desaceleración más profunda de la economía.
- Creemos que el consumo de los hogares seguirá impulsando el crecimiento durante lo que resta del año y en buena parte de 2020, compensando el débil desempeño de la inversión y el sector externo, rubros que se han visto afectados por la guerra comercial.

› Agotamiento gradual de la expansión más prolongada en los últimos 60 años

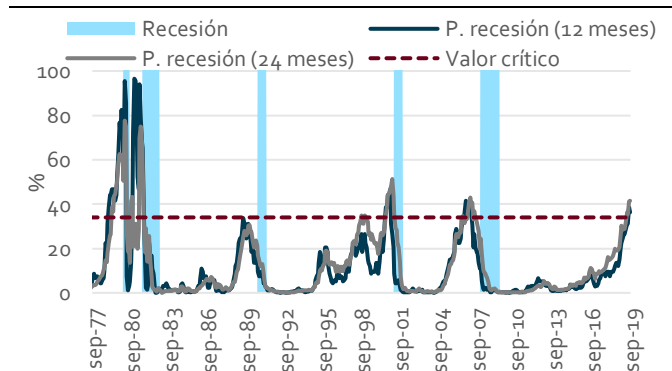
La economía estadounidense está completando su expansión más prolongada en los últimos 60 años. Durante esta fase del ciclo, el crecimiento ha estado soportado principalmente por el consumo de los hogares, que representa alrededor del 70% del PIB de EEUU. Por su parte, la inversión fija también presentó una recuperación y dinamismo importante durante los primeros tres años de la expansión y, desde entonces, inició una fase de desaceleración gradual ocasionada por la debilidad del sector residencial.

Gráfico 1. El sector manufacturero y las recesiones



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2. Probabilidad de recesión



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Recientemente, la desaceleración de la inversión fija se ha visto acentuada por la incertidumbre geopolítica –especialmente la relacionada con la guerra comercial entre EEUU y China–, la cual ha impactado negativamente el desempeño de la inversión no residencial durante los últimos cinco trimestres y durante 2T19 registró una leve contracción (0.6% t/t anualizada).

Creemos que el consumo privado seguirá impulsando la economía en lo que resta del año y buena parte del 2020, teniendo en cuenta los positivos resultados del mercado laboral y otros indicadores relacionados con el gasto de los hogares –como las ventas al por menor– así como la aproximación preventiva que está tomando la Fed frente al panorama de riesgos para EEUU. No obstante, **la disminución de la confianza de los consumidores con respecto al futuro apunta a que esta fuente de crecimiento perderá dinamismo hacia el final del próximo año**, lo que sumado a una débil demanda externa y un pobre desempeño de la inversión privada podría llevar la economía a una recesión.

Al respecto, cabe mencionar que la guerra comercial ha tenido un fuerte impacto sobre el sector manufacturero y la inversión tanto en EEUU como a nivel global. En particular, el ISM manufacturero cayó a nivel contractivo en agosto por tercera vez desde la recesión de 2008, y se suma al deterioro que vienen registrando las nuevas órdenes desde 2017, al punto de llegar en agosto a su nivel más bajo desde 2009. A pesar de que una desaceleración en el sector manufacturero no es una señal infalible para anticipar una recesión, sí resulta preocupante el deterioro sostenido ocasionado por la guerra comercial y la desaceleración global (Gráfico 1).

Teniendo en cuenta la creciente incertidumbre geopolítica así como el impacto de la desaceleración económica de otras economías, realizamos un ejercicio de estimación de las probabilidades de recesión durante los próximos 12 y 24 meses en EEUU¹, encontrando que han presentado un incremento importante recientemente (Gráfico 2). Cabe mencionar que el cálculo de la probabilidad de una recesión en los siguientes 12 meses toma en consideración múltiples **variables financieras** entre las que se destacan la pendiente de la curva de los títulos de deuda estadounidense entre tres meses y 10 años, además de dicha pendiente acumulada con su rezago de seis meses –con el objetivo de incluir la persistencia de la inversión de la curva–, el rendimiento anual del S&P500 y los *spreads* de los títulos de deuda pública con respecto a la tasa de interés de la Fed.

Estas variables pierden poder de predicción a medida que se amplía el horizonte temporal, en consecuencia, el indicador de probabilidad de recesión a 24 meses está construido con base en la pendiente de la curva de Tesoros y en los resultados de la encuesta a los consumidores (*Conference Board*). En efecto, el balance de respuestas optimistas frente a la situación actual frente a las perspectivas en el futuro suele anticipar las recesiones durante los siguientes dos años con un alto porcentaje de aciertos². De

¹ Este trabajo se basa en el artículo "What predicts U.S. Recessions?" de la Fed de Nueva York.

² Hecho recientemente destacado por el grupo de investigación de Deutsche Bank.

esta forma, **de acuerdo con nuestras estimaciones, la probabilidad de una recesión dentro de los próximos 12 a 24 meses se ubica actualmente entre 36,2% y 41.6% respectivamente** y, en ambos casos, ha superado el valor crítico que minimiza la posibilidad de que sea una “falsa alarma” (Gráfico 2).

› *Una Fed menos dovish*

En línea con la fase desaceleración gradual que atraviesa la economía estadounidense, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed (FOMC por sus siglas en inglés) tomó una postura más acomodativa y en su reunión de ayer recortó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de interés por segunda vez este año, al rango 1.75%-2.0%. Para justificar su decisión, **la Fed argumenta que una reducción moderada de la tasa de interés es suficiente para mantener la expansión vigente y alcanzar las metas de pleno empleo y estabilidad del nivel de precios en EEUU, en medio de la debilidad del crecimiento global y los crecientes riesgos geopolíticos.**

En su comunicado, la Fed hizo pocos ajustes de lenguaje y continuó describiendo al mercado laboral como “fuerte”, los niveles de contratación “sólidos” y el ritmo de crecimiento “moderado”. Por su parte, **la actualización de proyecciones refleja la postura menos dovish frente a la expectativa del mercado:** en efecto, la Fed aumentó su estimación de crecimiento económico a 2.2% para este año y a 1.9% para 2021 (ant: 1.8%). Pese a que se dio un ajuste al alza de la tasa de desempleo de este año a 3.7% (ant: 3.6%), no creemos que represente una visión menos positiva de la economía estadounidense, pues los valores esperados se mantienen por debajo de 4.0%, considerado el nivel de pleno empleo. Finalmente, la inflación estimada se mantuvo sin cambios y convergería a la meta de inflación puntual de 2.0% en 2021 (Tabla 1).

En cuanto a las proyecciones sobre la trayectoria futura de la tasa de interés, **los miembros del FOMC esperan estabilidad en el rango de referencia durante lo que resta del año y 2020**, y anticipan un incremento de 25 pbs durante 2021 y de 25 pbs adicionales durante 2022, dando una clara señal al mercado de que los ajustes moderados en el rango de intervención son apropiados para mantener la expansión vigente. Creemos que este último elemento, junto con la gradualidad de la desaceleración –o estabilización– de la economía tienen el objetivo de **limitar la expectativa de estímulo monetario**, si bien Powell fue enfático en que las decisiones de política monetaria se tomarán “reunión por reunión” (otra versión del concepto de “data-dependencia”) y de que la senda no es un pronóstico 100% acertado sobre la intervención del Banco Central.

Durante la rueda de prensa, Powell señaló que desde la reunión de julio se han evidenciado signos adicionales de debilidad en el crecimiento externo –en particular en la Eurozona y China– así como el resurgimiento de tensiones políticas que incluyen la imposición de tarifas arancelarias adicionales. Otros elementos, como un posible Brexit sin acuerdo, contribuyen a nublar el panorama externo y siguen afectando principalmente a las decisiones de inversión y el sector manufacturero. Bajo este

Tabla 1. Proyecciones económicas del FOMC en septiembre

Indicador	Mediana de los rangos de pronósticos				
	2019	2020	2021	2022	Largo plazo
Crecimiento del PIB (%)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
Proyección en Junio 2019	2.1	2.0	1.8		1.9
Tasa de desempleo (%)	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
Proyección en Junio 2019	3.6	3.7	3.8		4.2
Inflación PCE (%)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
Proyección en Junio 2019	1.5	1.9	2.0		2.0
Inflación PCE núcleo (%)	1.8	1.9	2.0	2.0	
Proyección en Junio 2019	1.8	1.9	2.0		

Fuente: Reserva Federal.

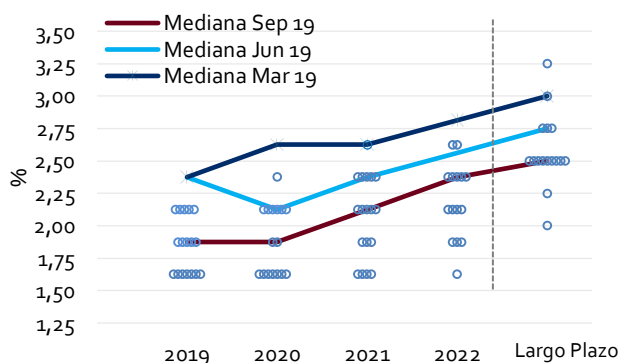
contexto, y en medio de presiones nulas de inflación, la Fed consideró apropiado un nuevo recorte de la tasa de interés.

La expectativa de que los recortes preventivos de la Fed deriven en una postergación de la recesión se refleja en la gradualidad del ajuste del crecimiento durante los próximos años. En esta línea, **Powell se refirió de manera específica a la inversión de la curva de rendimientos como uno de los factores que, aunque preocupa al mercado, debe ser analizado con detenimiento**, en la medida que la reducción de las tasas a largo plazo estaría siendo ocasionada por un efecto contagio de las tasas de interés negativas registradas en algunas economías (Eurozona, Japón). En ese sentido, la Fed argumenta que la reducción de las tasas de interés a largo plazo en EEUU responde más a la debilidad del crecimiento de economías externas que a un deterioro de las condiciones financieras que implique una mayor probabilidad de recesión.

› ¿Qué tanto es suficiente?

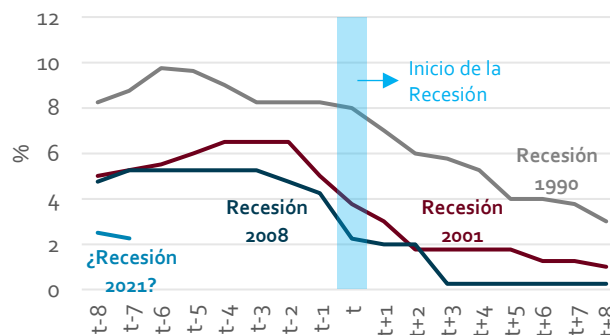
Al respecto, Powell señaló que los dos recortes de julio y septiembre tendrán efectos reales sobre la economía con cierto rezago y afirmó que la decisión de reducir la tasa de interés aliviaría la carga de endeudamiento de hogares y empresas y estimularía la

Gráfico 3. Dot plot del Comité Federal de Mercado Abierto



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 4. Tasa de interés de la Fed antes de las recesiones



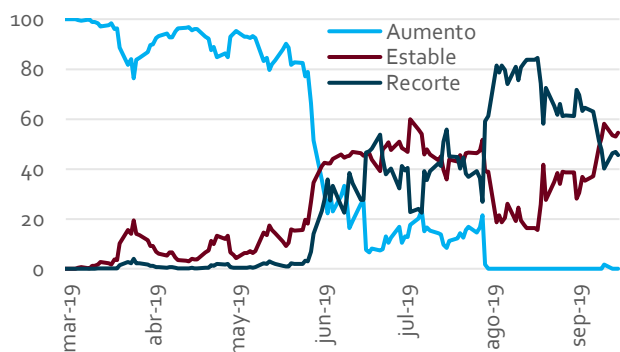
Fuente: Bloomberg

adquisición de bienes duraderos (como vivienda y vehículos) por parte de los consumidores. Adicionalmente, una reducción en la tasa de interés aumenta el precio de los activos, lo cual favorece el ingreso disponible. Finalmente, señaló que la reducción en el costo de endeudamiento mejorará la confianza en el sector privado –elemento que se ha visto especialmente afectado por la guerra comercial– gracias a unas condiciones financieras más favorables para los negocios.

Pese a que el FOMC no anticipa más reducciones en lo que resta del año, cabe mencionar que el espacio que tiene la Fed para reducir su rango de tasa de intervención es mucho más reducido ahora que en otros periodos que antecedieron pasadas recesiones (Gráfico 4). Lo anterior es especialmente válido tras las declaraciones de Powell sobre la baja probabilidad de que la Fed implemente tasas de interés negativas ante un escenario adverso, y su preferencia por el uso de herramientas alternativas, tales como el *forward guidance* implementado en el pasado.

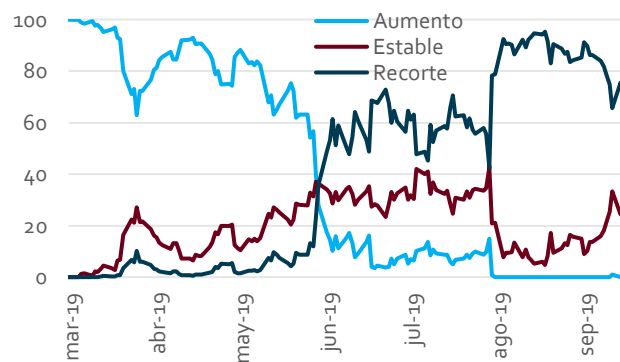
Por último, vale la pena señalar que la expectativa del mercado de recortes en el costo de endeudamiento se ha moderado de manera importante desde julio pues actualmente, la probabilidad de recorte en octubre es menor a la de estabilidad en el rango de la tasa de interés (Gráficos 5 y 6).

Gráfico 5. Probabilidad de recorte en reunión de octubre



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6. Probabilidad de recorte en reunión de diciembre



Fuente: Bloomberg.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Divisas y Commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Nicolás García Díaz

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.