

# ANÁLISIS ECONÓMICO SEMANAL

¿HAY VERDADERAS POSIBILIDADES DE SUBIR TASAS EN MAS DE UNA OCASION EN ESTADOS UNIDOS?

Junio 20 de 2008

**Daniel Velandia**

Jefe de Investigaciones económicas  
+1 312 1219 x. 1299  
danielvelandia@ultrabursatiles.com

**Camilo Rodríguez**

Analista Senior de Renta Fija  
+1 312 1219 x. 1292  
camilorodriguez@ultrabursatiles.com

**David Aldana**

Analista de Acciones  
+1 312 1219 x. 1268  
davidaldana@ultrabursatiles.com



**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

De acuerdo con el análisis realizado la semana pasada, es claro que el cambio de lenguaje por parte de los miembros de los principales bancos centrales del mundo, particularmente de la Reserva Federal (FED) y el Banco Central Europeo (BCE), ponderando en mayor medida los riesgos sobre la inflación que sobre el crecimiento en relación con los comunicados y discursos pronunciados en los últimos meses, han generado un incremento en la aversión al riesgo global en la medida en que el escenario de recesión en Estados Unidos y la desaceleración económica europea permanecen vigentes.

En particular, el aumento del nerviosismo fue tal que durante esta semana algunos miembros de las autoridades monetarias, especialmente de la FED, sugirieron que probablemente el descuento que el mercado estaba realizando según los futuros sobre la tasa de intervención del banco central norteamericano (*Fed Funds*) y los Tesoros, era algo excesivo toda vez que se había señalado solamente que no se permitiría un deterioro de las expectativas de la inflación pero no una *serie* de incrementos de tasas.

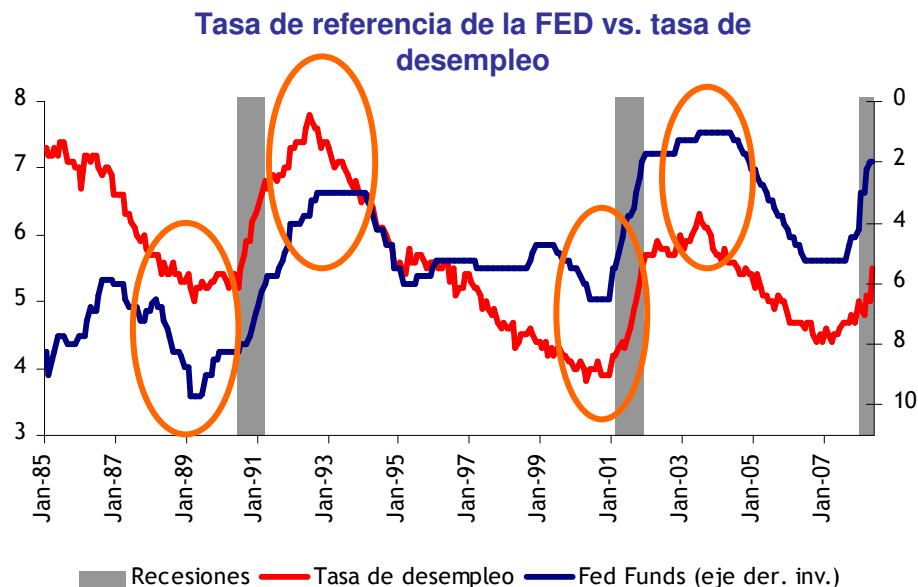
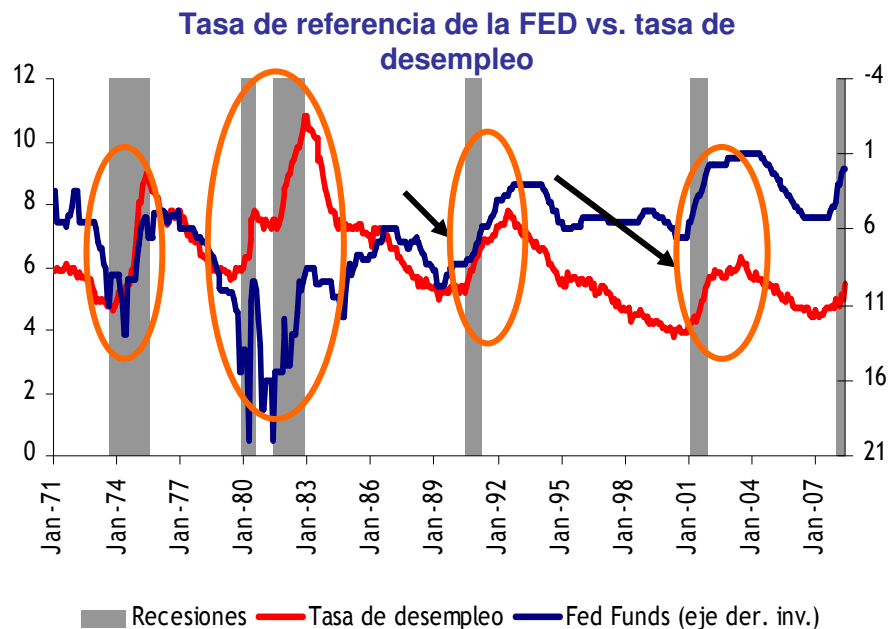
Precisamente, se había argumentado en el informe previo, que “aún no se puede afirmar con certeza que en particular, la FED vaya a incrementar sus tasas en las próximas reuniones, a pesar de lo que muestran los futuros de los Fed Funds: 20% de un incremento en junio a 2,25% y de 10% a 2.5%”.

No obstante lo anterior, actualmente el mercado mantiene una probabilidad de incremento de tasas para la reunión del próximo miércoles de 12%.

Por esto, este documento analiza, según el comportamiento actual de la actividad económica, si, de acuerdo con la historia reciente, existen posibilidades reales de observar uno o varios incrementos de tasas en las próximas reuniones de la FED.



## Tasa de desempleo



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles

- La tasa de desempleo es uno de los indicadores con el cual la tasa de la Reserva Federal guarda una estrecha relación (en este caso negativa. Notar que en las dos gráficas la tasa de la FED se encuentra invertida).

- En las últimas décadas, es claro que una vez se ha comenzado a evidenciar un deterioro en la tasa de desempleo, la autoridad monetaria ha respondido inmediatamente con una reducción de las tasas de interés.

- Ahora, lo más relevante para nuestro objeto de análisis, es el hecho de que la FED solamente comienza a revertir el ciclo expansionista **meses después** de que la tasa de desempleo comienza a disminuir (en promedio 15 meses).

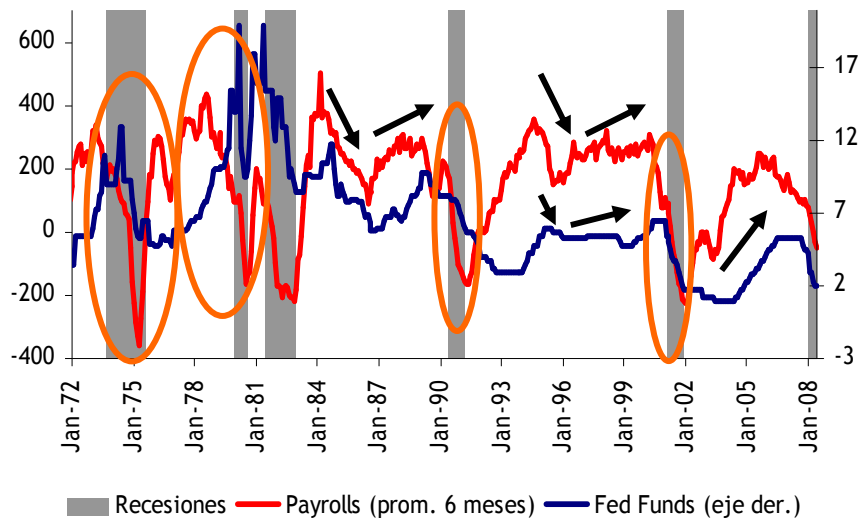
- El único momento en el cual la correlación negativa no se dio, fue en la crisis de finales de los setenta por los altos precios del petróleo y así la elevada inflación.

- En aquel momento, la tasa de intervención pasó de 20% en marzo de 1980 a 9.5% en junio de ese mismo año, para luego incrementarse nuevamente a 20% en mayo de 1981 y finalizar en 8.5% en diciembre de 1982. El costo fue una profunda recesión.

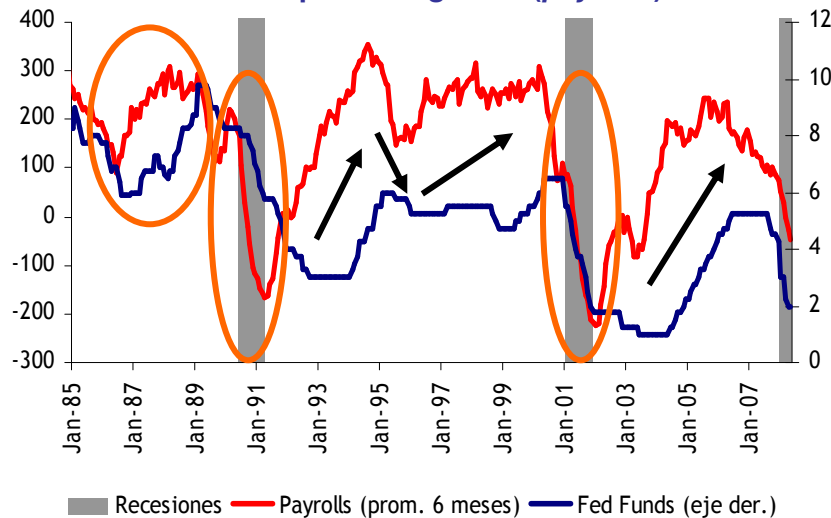


## Creación de empleo (*payrolls*)

Tasa de referencia de la FED vs. Creación de empleo no agrícola (*payrolls*)



Tasa de referencia de la FED vs. Creación de empleo no agrícola (*payrolls*)



- La relación directa entre la actuación de política monetaria y el empleo, se puede hacer más clara al tomar como indicador del mercado laboral la creación de nómina no agrícola (*payrolls*).

- En promedio, la FED ha respondido con ajustes de las tasas de interés ante la desaceleración en la creación de puestos de trabajo con un período de rezago de 10 meses, aunque en los años ochenta particularmente, actuó inmediatamente.

- Considerando nuevamente que lo importante es analizar el momento en el cual la FED revierte su ciclo expansionista de política, se destaca que usualmente lo hace varios meses después de que el dato de *payrolls* muestra una recuperación. Incluso después de la recesión de 1991, la FED sólo subió tasas 20 meses después y en la de 2001, 22 meses posteriores al comienzo de la recuperación del mercado laboral de acuerdo con este indicador.

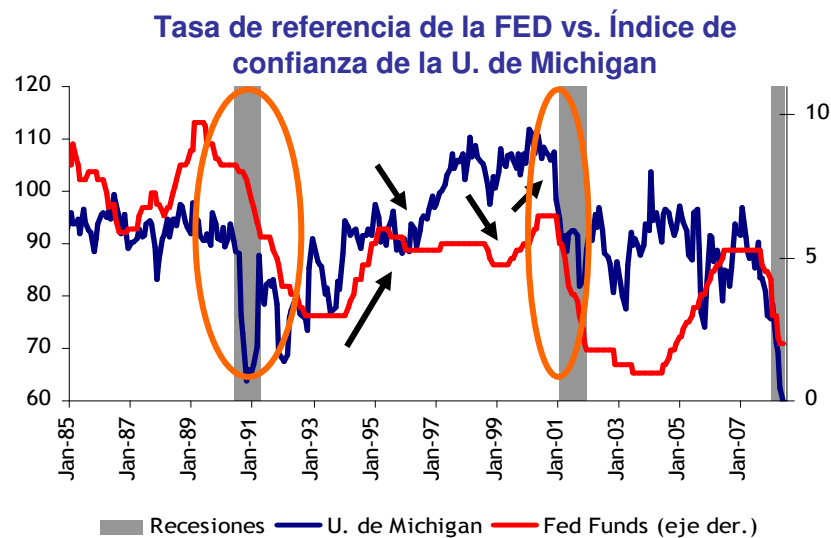
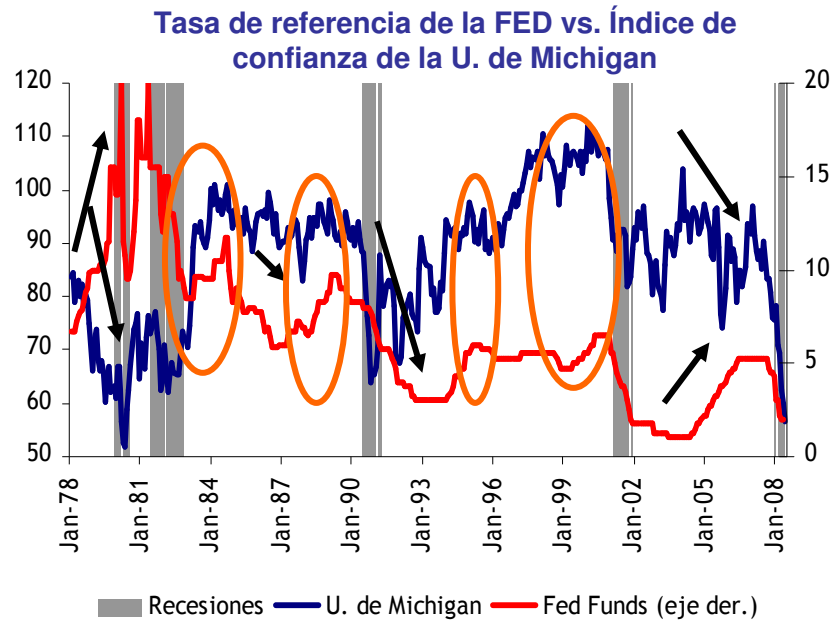
- La única excepción fue nuevamente el período de finales de los setenta.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles



**ULTRABURSÁTILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

## Confianza de la U. de Michigan



- Considerando que la confianza del consumidor es un dato adelantado y significativamente importante en la medida en que el consumo de las familias representa más del 65% del PIB norteamericano, se hace relevante su análisis.

- No obstante, no se encuentra una relación tan clara entre las dos variables como en los casos pasados en la medida en que el índice de la U. de Michigan es bastante volátil.

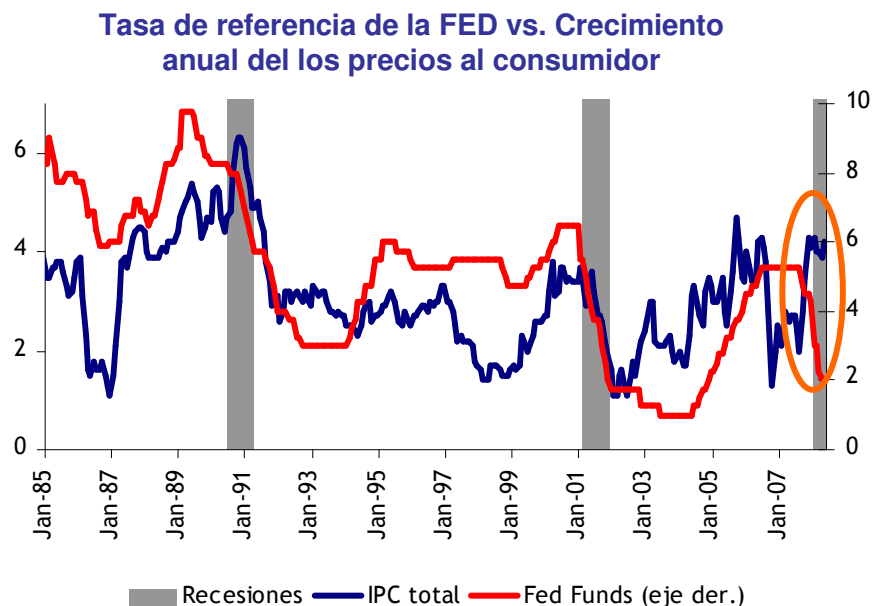
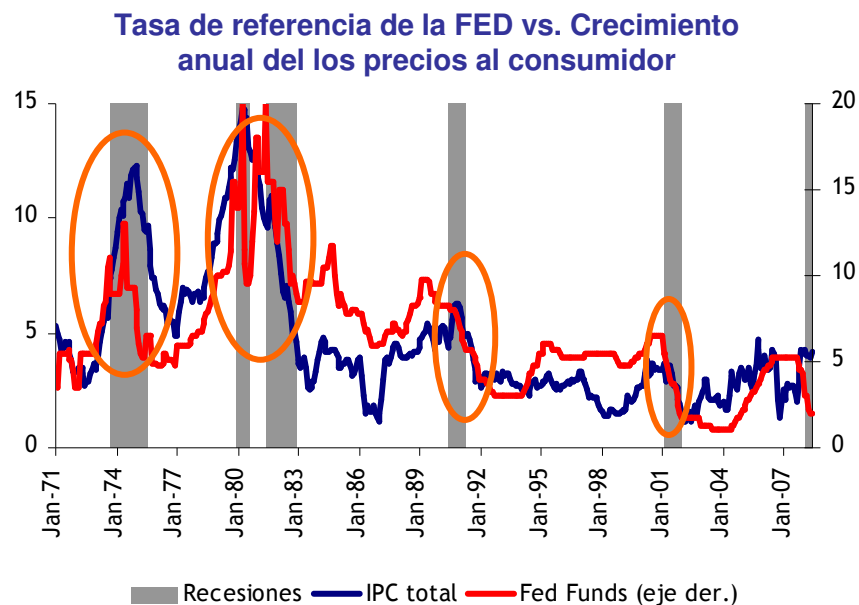
- Sólo parece haber una correlación importante en el período comprendido entre la recesión de 1991 y la de comienzos de la presente década.

- En este caso, se corre un mayor riesgo para el análisis en cuanto la confianza de los consumidores puede verse afectada por las decisiones de la FED y no viceversa en algunos casos, precisamente por ser un indicador adelantado.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles



**ULTRABURSÁTILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA



- Por definición y en particular, por el mandato de la FED, es de esperar sin ninguna duda que la relación entre la tasa de intervención y la tasa de inflación sea más alta que en los otros casos.

- En todo caso, vale la pena destacar que la FED ha logrado anticiparse a las presiones inflacionarias y las desaceleraciones de la economía en la mayor parte de los ciclos. Específicamente, en varios períodos se ha incrementado la tasa de interés y posteriormente se observa un aumento en la tasa de inflación y viceversa. Este último caso es evidente en las recesiones.

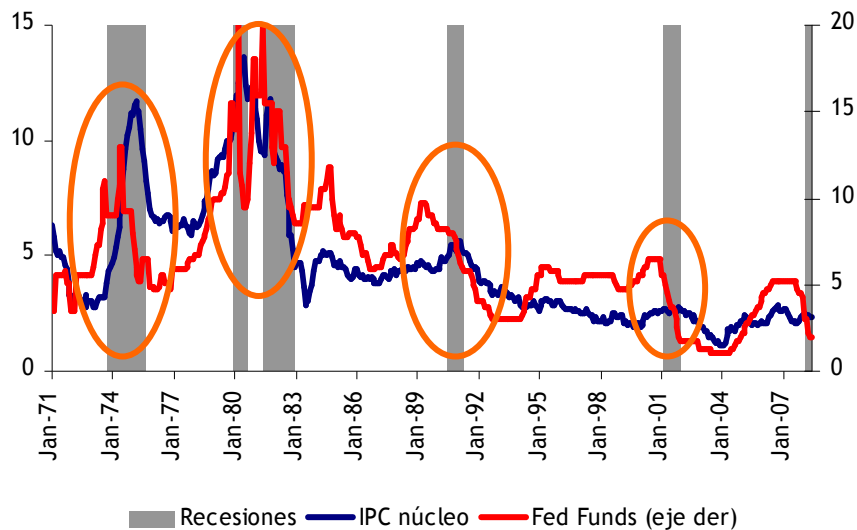
- Se destaca el caso de finales de los años setenta en el cual la FED comenzó su ciclo alcista de tasas en respuesta al shock petrolero y al consecuente incremento de las expectativas de inflación. Ante el comienzo de la recesión en diciembre de 1979, la FED realiza un movimiento bajista agresivo, el cual es revertido pocos meses después ante la continuidad de altas expectativas de inflación derivadas principalmente de los precios del petróleo (**a pesar de que la inflación ya había comenzado a descender**), hecho que termina en una recesión profunda de 16 meses.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles

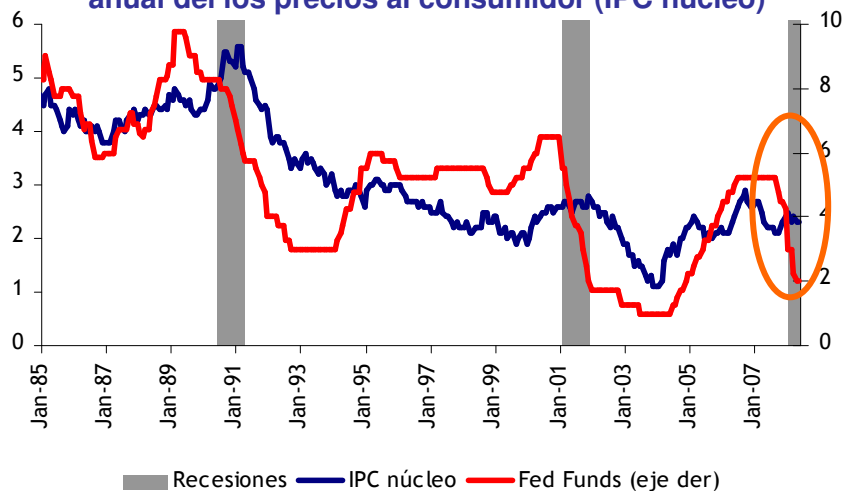


**ULTRABURSÁTILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

Tasa de referencia de la FED vs. Crecimiento anual del los precios al consumidor (IPC núcleo)



Tasa de referencia de la FED vs. Crecimiento anual del los precios al consumidor (IPC núcleo)



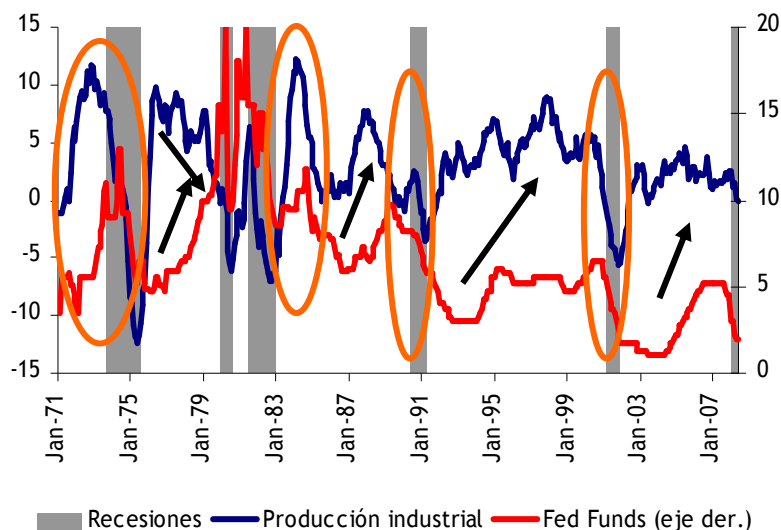
- La explicación es la misma que en el caso anterior.

- Lo destacable es que por ahora, ante los recortes de tasas de la FED llevados a cabo desde septiembre del año pasado para reactivar la economía, la inflación total se ha incrementado mientras que la núcleo permanece estable, contrario a lo sucedido en las demás recesiones, nuevamente, con excepción de la de finales de los setenta.

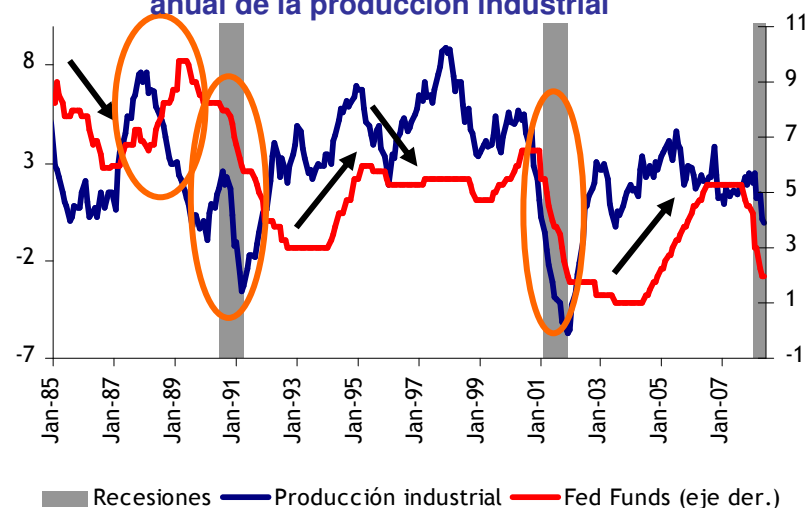
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles



Tasa de referencia de la FED vs. Crecimiento anual de la producción industrial



Tasa de referencia de la FED vs. Crecimiento anual de la producción industrial



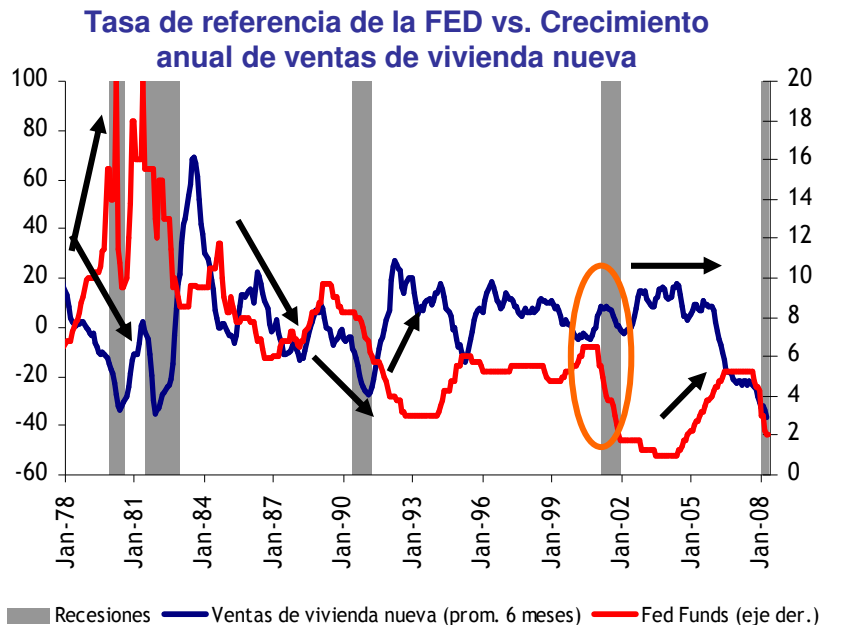
- Como indicador de actividad económica, el crecimiento anual de la producción industrial tiene una alta relación con las actuaciones de política de la FED.
- En varios casos, la autoridad monetaria ha respondido en ambos sentidos en promedio, 18 meses después de que la producción presenta un nivel máximo o mínimo.
- En este último ciclo expansionista de política monetaria, el primer recorte de tasas vino 23 meses después de que se observara el crecimiento máximo de la producción industrial en junio de 2005.
- Recordando que lo importante actualmente es analizar cuándo la FED puede revertir el ciclo, se observa que, aunque previo a la recesión de los noventa el banco central incrementaba sus tasas sólo unos pocos meses después de que la industria comenzaba a mostrar signos de recuperación, en las últimas dos lo ha hecho más de 32 meses después.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles



ULTRABURSÁTILES S.A.  
COMISIONISTA DE BOLSA

## Ventas de vivienda nueva



- Considerando que el estado actual de la economía norteamericana tuvo su origen en el sector inmobiliario, el cual comenzó a desacelerarse de manera significativa a partir de 2006, es relevante analizar la respuesta que ha tenido la FED ante los movimientos de las ventas de vivienda.

- En general, no existe una relación clara entre la tasa de intervención y las ventas de vivienda nueva (otros indicadores de vivienda también fueron analizados y los resultados son los mismos).

- Considerando que la recesión actual es comparada con la de 1991 en la medida en que también estuvo fundamentada en una crisis inmobiliaria, cabe mencionar que en ese momento la FED reaccionó 4 meses después al comienzo de la desaceleración del mercado de vivienda y sólo comenzó a incrementar nuevamente tasas dos años después de su recuperación.

- Aunque una recesión inmobiliaria también se dio en la recesión de finales de los ochenta, por las razones explicadas anteriormente la respuesta de la FED fue diferente.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Ultrabursátiles



**ULTRABURSÁTILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

- De acuerdo con el análisis realizado es claro que la posición de la FED no es para nada cómoda en cuanto las tasas de inflación no han reaccionado ante la mayor debilidad de la economía norteamericana.
- No obstante, debe notarse de las gráficas anteriores, que la inflación, con excepción de lo sucedido a finales de los setenta, sólo ha comenzado a reaccionar a la baja en períodos de recesión una vez ésta ha transcurrido en al menos la mitad. Debido a que las perspectivas de crecimiento siguen siendo débiles para los próximos trimestres, hay probabilidades de que la inflación comience a descender para fin de año de la mano de una menor demanda interna.
- Claramente, los riesgos inflacionarios son al alza por las razones conocidas (commodities + alimentos) y con ello, pueden seguir generándose incrementos en las expectativas de inflación.
- Cabe recordar en este sentido, que los últimos comentarios realizados por Bernanke han sido dirigidos a expresar que la principal lección de lo sucedido a finales de los setenta, fue que deben anclarse las expectativas de inflación para que la recuperación de la economía sea duradera y no conlleve altos costos. Asimismo, ha resaltado que la diferencia principal es que actualmente ni la inflación núcleo ni las expectativas se han deteriorado en la magnitud de aquel momento, lo que deja en una mejor posición a la autoridad monetaria.
- Por todo lo anterior, es evidente que según lo que muestran los indicadores de actividad económica, no habría espacio para subir tasas o por lo menos, no más de una vez este año. Asimismo, los mismos comentarios de Bernanke acerca de la comparación de la situación actual de las expectativas de inflación con la de los setenta, sugiere que la FED tiene un poco más de espacio para dejar las tasas inalteradas.
- Así, continuamos considerando que, debido a los riesgos que persisten, la FED no realizará movimientos en su próxima decisión el 25 de junio pero muy seguramente el comunicado será mucho más fuerte y comenzará a abrir las puertas para posibles modificaciones en la instancia de política.

Informe elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas de Ultrabursátiles S.A.

\* Susana Gómez (Presidente)

- \* Daniel Velandia (Jefe de Investigaciones Económicas)
- Camilo Andrés Rodríguez (Analista Senior de Renta Fija)
- David Aldana (Analista de Acciones)

Cualquier comentario o sugerencia puede dirigirlo a

[investigacion@ultrabursatiles.com](mailto:investigacion@ultrabursatiles.com)

La toma de decisiones de inversión mediante el uso de la información y el análisis contenidos en este informe es de exclusiva responsabilidad del inversionista. Ultrabursátiles no garantiza que este informe esté libre de errores ni garantiza los resultados que puedan ser obtenidos mediante el uso de la información o del análisis suministrados.

