

EEUU: Producto Interno Bruto
Variación % real anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Economic Analysis

La desaceleración en EEUU se generaliza; los riesgos son a la baja

En los últimos cuatro trimestres, el ritmo de crecimiento de la actividad económica en EEUU ha disminuido sensiblemente. Después de que el PIB creciera a un ritmo anual de 2.9% en 2006, la expansión se moderó a 2.2% en 2007. En el mismo periodo, la moderación en el ritmo de crecimiento del consumo fue de sólo 0.2 pp (de 3.1 a 2.9%). La desaceleración en el ritmo de crecimiento económico sigue explicada principalmente por el ajuste de la inversión residencial ante el fin del boom inmobiliario. Entre el 4T05 y el 4T07, la inversión residencial se ha contraído 28.7%. No obstante, los datos del PIB del 4T07 e indicadores oportunos de 1T08 apuntan no sólo a la profundización de la recesión del sector residencial, sino también a la generalización de la desaceleración a otros sectores.

Sin duda, la crisis de confianza y liquidez financiera desencadenada en agosto por el impago creciente de las hipotecas de elevado riesgo (subprime) y la profundización de la desaceleración del sector residencial son argumentos suficientes para esperar una desaceleración fuerte del crecimiento económico en 2008. De hecho, los datos más oportunos han sido en su gran mayoría sorpresas negativas y muestran una marcada moderación del empleo, las ventas al menudeo, la actividad industrial y la inversión. En este sentido, una desaceleración fuerte concentrada en 1S08 y con signos de estabilización en la segunda mitad del año es un escenario altamente probable. No obstante, los riesgos a la baja se han intensificado, por lo que un escenario menos benigno —de credit-crunch, con una contracción del crédito intensa y duradera, con costos reales para la economía que se extiendan a 2009— tiene también una elevada probabilidad. En este contexto, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento económico. Anticipamos que el PIB crecerá a un ritmo menor al potencial durante 2007-09, prevemos que después de tener un crecimiento de 2.2% en 2007, la actividad se desacelerará en nuestro escenario de racionamiento moderado del crédito hacia 1.7% en 2008 antes de recuperarse suavemente para alcanzar un crecimiento de 2.2% en 2009. Cabe destacar que estos pronósticos están sujetos a importantes y crecientes riesgos a la baja.

La revisión a la baja obedece principalmente a una desaceleración un poco más pronunciada del consumo privado, como resultado de un ajuste más profundo y duradero del sector inmobiliario, con efectos en otros componentes de la demanda. Por un lado, anticipamos que ante la menor demanda esperada, el sector corporativo restringirá el gasto en capital y la creación de empleo más de lo previsto anteriormente. En consecuencia, el consumo será afectado por un menor dinamismo del mercado laboral e incrementos más moderados del ingreso real. Además, el ajuste del sector inmobiliario tendrá efectos de segunda ronda en la riqueza (con la caída en los precios de la vivienda) y confianza de las familias. En contraste, anticipamos un comportamiento favorable de la demanda externa. Continuamos anticipando una contribución significativa al crecimiento de las exportaciones netas por el dinamismo económico mundial y la debilidad del dólar. En resumen, por componentes de la demanda agregada, la inversión residencial continuará restando al crecimiento durante 2008; el consumo se mo-

EEUU: Perspectivas
Escenario de Moderación del Crédito
Variación % real anual



Nota: Pronósticos a partir del primer trimestre 2008
Fuente: BBVA con datos de Bureau of Economic Analysis

derará de manera más pronunciada durante 2008-09, periodo en el que crecerá por debajo del crecimiento total de la economía; y la inversión no residencial crecerá apenas moderadamente.

Inversión Residencial: no ha tocado fondo; continuará restando

Los acontecimientos recientes en el mercado hipotecario —cuyo detonador son los problemas en el mercado “subprime” (ver recuadro)— anticipan que el ajuste en el sector residencial será más profundo y duradero. El exceso de oferta en el mercado inmobiliario ha comenzado a reflejarse en caídas en los precios de la vivienda que, por ahora, no son suficientes para detener el desbalance entre oferta y demanda. Las bajas tasas de interés reales tendrán un efecto favorable sobre la accesibilidad, y en consecuencia la demanda. No obstante, dos riesgos vinculados al mercado “subprime” parecen estar materializándose. Por un lado, la mayor restricción crediticia está afectando en mayor medida la demanda de vivienda, extendiendo así el ajuste de la oferta; y por otro, el aumento en las adjudicaciones de casas y la caída en los precios de la vivienda retrasarán la eliminación del exceso de oferta en el mercado. Por tanto, prevemos que la inversión residencial continuará restando significativamente al crecimiento durante 2008.

Consumo: moderación más pronunciada

Recientemente, los pilares del consumo se han visto afectados, confirmando las señales que ya anticipaban la caída en las confianzas de los consumidores. El empleo se sigue ajustando y comienza a verse afectado el ingreso disponible. En un entorno de pérdida de confianza y menor demanda esperada, las empresas restringirán de manera más notoria sus planes de inversión y su ritmo de contratación, afectando aún más al consumo de las familias. La disminución en los precios de la vivienda afectará la riqueza y confianza de las familias y provocará que aumenten su ahorro. Además, condiciones crediticias más restrictivas afectarán el gasto de las familias al limitar sensiblemente el financiamiento.

Inversión No Residencial: crecimiento modesto

Si bien los fundamentales continúan sólidos —1) utilidades como porcentaje de PIB en máximos históricos, 2) condiciones financieras favorables, y 3) fuerte demanda externa—, los mayores costos y el menor ritmo de crecimiento de la productividad han reducido los márgenes de utilidad. Un crecimiento modesto del gasto en capital parece la opción más probable en un contexto de mayor incertidumbre y menor demanda esperada. Los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico afectarán la confianza de las empresas, lo cual se traducirá en una mayor cautela y un ritmo de inversión más discreto. Asimismo, los elevados costos podrían seguir provocando una moderación en los márgenes. Finalmente, las condiciones financieras pudieran volverse menos favorables (la restricción crediticia está aumentando).

Sector Externo: contribuirá, pero no compensa

Las exportaciones crecerán a un ritmo mayor que las importaciones. Tanto la moderación en las importaciones (por el menor ritmo de crecimiento del consumo y la inversión) como una fuerte expansión de las exportaciones (por la fortaleza de la demanda global y favorecida por la debilidad del dólar), permitirán una contribución positiva al crecimiento de las exportaciones netas.

Confianza de los Constructores

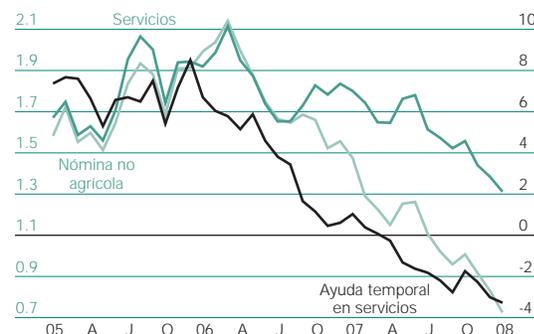
Índice



* Mínimo histórico
Fuente: Bloomberg con datos del National Association of Home Builders

Empleo Moderándose

Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Labor Statistics

Precios de la Vivienda
Índice S&P Case-Schiller para 20 ciudades,
Variación % real anual



Fuente: Bloomberg con datos de Standard & Poors

Este escenario de racionamiento moderado del crédito presenta riesgos importantes a la baja. Los principales son un credit-crunch y un impacto más pronunciado de la corrección del mercado inmobiliario: a) los estándares crediticios pudieran ser restringidos pronunciadamente, y b) los precios de la vivienda podrían caer significativamente. En este contexto, el ajuste de empleo y de inversión de las empresas podría llevar a una mayor desaceleración del consumo; al tiempo que la mayor restricción del crédito obligaría a un mayor ajuste del ahorro y por tanto del consumo. Finalmente, la desaceleración económica en EEUU pudiera tener un impacto más negativo sobre el crecimiento mundial, y por tanto en la demanda de exportaciones en ese país.

Más reducciones de tasas de interés

En un contexto de menor dinamismo económico y de riesgo de recesión, es previsible que continúe el relajamiento de la política monetaria. Después de revalorar los riesgos —entre mayor inflación y menor crecimiento económico— la Fed abandonó el sesgo restrictivo durante agosto pasado y ante la crisis de confianza y liquidez financiera decidió reducir en la reunión del 18 de septiembre en 50 pb la tasa de interés de referencia, ubicándola en 4.75%. En cada una de las reuniones de octubre y diciembre recortaron la tasa 25 pb adicionales, dejándola en 4.25% al cierre del año. Durante enero, ante la mayor preocupación por los riesgos de recesión, disminuyeron la tasa de fondos federales 75 pb el 21 y 50 pb más el 30, ubicándola en 3%. Hacia adelante la Fed seguirá bajando la tasa de los fondos federales. Continuará centrando su actuación en evitar una recesión y frenar la inestabilidad financiera.

El escenario más benigno para la inflación (desaceleración) acentúa el proceso de moderación de los precios subyacentes. Varios factores apuntan a esta dinámica. En primer lugar, las expectativas de inflación permanecen ancladas y el crecimiento de los salarios permanece acotado (la reciente debilidad del mercado laboral apoya la continuación de un crecimiento moderado de los salarios). En segundo lugar, la desaceleración económica reducirá significativamente las presiones que ahora existen en la evolución de los costos laborales unitarios. Finalmente, los precios de alquiler —que explican la aceleración de la inflación subyacente durante 2006— dejarán de presionar al alza con un menor ritmo de generación de empleo (que limitará el aumento de las rentas) y en un contexto en que una parte del exceso de oferta en el mercado inmobiliario se destinará al mercado de alquiler —provocando una mayor moderación en el aumento de las rentas.

Así, si bien nuestra expectativa de trayectoria de los precios subyacentes no ha cambiado, la revisión a la baja en nuestras previsiones de crecimiento económico nos hace anticipar que la moderación de la inflación subyacente se acelerará. Las posibles presiones inflacionarias derivadas de la estrechez de los mercados laboral y de producción continuarán disipándose conforme el crecimiento económico menor al potencial genere una brecha de producción más negativa. Además, la mayor profundidad ahora prevista en el ajuste del sector inmobiliario provocará un descenso más pronunciado en el precio de las rentas, explicado principalmente por el exceso de oferta en el mercado. Si bien los precios energéticos continúan elevados, el menor ritmo de crecimiento económico podría provocar un descenso gradual en estos, lo cual beneficiaría a la inflación general y permitirá que las expectativas de inflación permanezcan contenidas —incluso podrían disminuir.

Comparación de la Caída Reciente en la Confianza con Periodos Previos a Recesiones

Encuesta	Conference Board	Universidad de Michigan
Cambio, seis meses previos a recesión		
Promedio*	-14.7	-9.4
Actual (dic. 2007)	-16.7	-12.1
Nivel, mes previo a recesión		
Promedio*	100.8	80.0
Actual (dic. 2007)	88.6	76.1

* Promedio de las recesiones de 1980, 1990-91 y 2001
 Fuente: BBVA con datos de Univ. de Michigan y The Conference Board

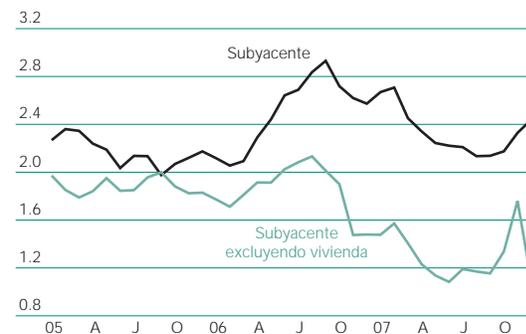
En consecuencia, de considerarlo necesario, la Reserva Federal en un contexto de menores presiones inflacionarias subyacentes, tendría un margen de acción adicional para relajar su política monetaria. En su comunicación ha dejado claro que su principal preocupación son los riesgos asociados a una posible recesión. El ajuste del mercado hipotecario y las restricciones de crédito actuales, junto con el desorden en los mercados financieros son riesgos importantes del crecimiento hacia delante. Considerando que es improbable que la economía muestre signos de recuperación en el futuro cercano y que las condiciones crediticias mejoren en el corto plazo, la probabilidad de mayor relajación monetaria en EEUU es muy elevada. En este sentido, en el escenario de desaceleración moderada, la Reserva Federal bajaría la tasa de fondos federales hasta 2.0%; mientras que en el otro extremo, el escenario de credit-crunch, la reducción podría ser superior.

En conclusión, si bien los riesgos en crecimiento económico están claramente sesgados a la baja y la incertidumbre que rodea nuestras previsiones es grande —principalmente por la incertidumbre de la evolución de los mercados de crédito y su impacto en el sector real—, el escenario más probable es uno no tan desfavorable donde continúe la desaceleración que está en marcha desde 2S06, antes de tener una recuperación suave y gradual durante 2009. El principal riesgo es que una mayor profundidad y duración del ajuste inmobiliario convierta la actual crisis de confianza y liquidez financiera en una crisis de crédito con consecuencias más severas en el sector real. Este escenario anticipa efectos de segunda ronda más profundos y duraderos del ajuste del sector residencial sobre consumo y la inversión empresarial. En caso de materializarse el escenario de un menor crecimiento, traería consigo presiones a la baja más importantes tanto en la inflación general como en la subyacente, como consecuencia, la Reserva Federal reduciría las tasas de manera más agresiva, similar a como ha actuado en los últimos ciclos de fuerte desaceleración.

Respecto al dólar, en el actual contexto de incertidumbre, los riesgos continúan siendo depreciadores. Varios factores siguen apuntando hacia debilidad del dólar. Una moderación mayor del crecimiento de EEUU en comparación con Europa, bajadas más agresivas y anteriores de tasas de interés en EEUU que en Europa, y un deterioro de la calidad de los flujos hacia EEUU seguirán afectando el valor del dólar. A partir de fines de 2008, una vez que la economía empiece a dar señales de recuperación (si bien suave), el dólar podría revertir a niveles ligeramente menos depreciados.

Inflación Subyacente

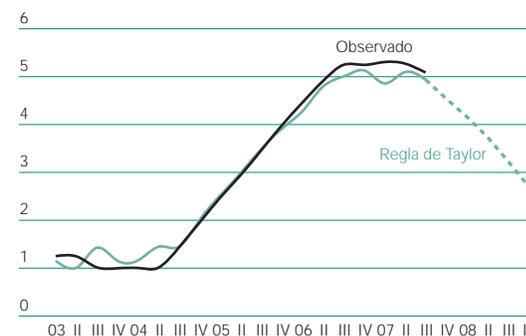
Variación % anual



Fuente: BBVA con datos de Bureau of Labor Statistics

Regla de Taylor

Tasa de Fondos Federales, promedio trimestral, %



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

El Mercado Subprime en EEUU y la Crisis de Confianza: Crisis de Liquidez Causada por Información Asimétrica

Los Ciclos Económicos Estables y la Toma Excesiva de Riesgos

¿Cómo el fin del *boom* inmobiliario en EEUU y el impago creciente de las hipotecas de elevado riesgo (*subprime*) terminaron desencadenando una crisis de confianza y liquidez financiera? ¿Cuál es la magnitud del problema para que la Reserva Federal decidiera abandonar su sesgo restrictivo y recortara la tasa de fondos federales 50 pb en su reunión de septiembre (y 50 más en conjunto en las reuniones de octubre y diciembre, así como 125 pb en lo que va de 2008), ante el aumento de la probabilidad de una recesión?

Para poder comprender por qué han aumentado los riesgos de una brusca desaceleración hay que regresar la mirada en el tiempo. El actual ciclo de expansión económica ha estado caracterizado por tasas de interés muy bajas. Como resultado de la mayor estabilidad en los ciclos económicos —expansiones más duraderas y recesiones más suaves— y de la creciente credibilidad de los bancos centrales —estabilidad de precios y anclaje de las expectativas de inflación—, las tasas de interés permanecieron muy bajas por mucho tiempo, en un momento en que el exceso de liquidez global aumentó en gran parte por los mayores recursos de los países asiáticos y los productores de petróleo.

La mayor confianza llevó a que los inversionistas demandaran una menor compensación por el riesgo. El exceso de liquidez y la baja volatilidad se tradujo en una disminución de las primas de riesgo i.e., menores *spreads*. En la búsqueda de mayores rendimientos, hubo una toma excesiva de riesgos por parte de los inversionistas que ha llevado a un “accidente financiero” por la interrelación de los nuevos productos financieros y los nuevos agentes que surgieron.

Bajas Tasas de Interés y el Mercado Subprime

Las bajas tasas de interés reales tuvieron efectos en el sector real de la economía y en el sector financiero. La política monetaria expansiva desató una abundante demanda de crédito hipotecario, que impulsó la demanda de viviendas, y se tradujo en aumentos sin precedentes en los precios de éstas. Según el índice Case-Schiller de precios de la vivienda para reventas —la medición de precios más aceptada en EEUU—, los precios aumentaron 91.6% entre 4T99 y 4T06 i.e., incrementos promedio anuales de 13.1%.

El dinamismo de los precios estaba provocando por un lado un incremento significativo en la riqueza de las familias con vivienda propia, y por otro dificultando la accesibilidad a la

vivienda para las personas con ingresos más bajos —aún cuando las tasas de interés permanecían bajas. No obstante, varios factores se combinaron para que un número de familias cada vez mayor pudiera comprar una vivienda.

Por un lado las familias pidieron prestado más allá de sus posibilidades, incentivados por préstamos “fáciles” con tasas de interés introductorias muy bajas —que permitían pagos mensuales anormalmente bajos— que se ajustarían a unas mucho más elevadas, por lo regular después de dos años. Más aún, para que más personas pudieran acceder a un crédito hipotecario se relajaron aún más los estándares de crédito. En un principio, se otorgaron segundos créditos para el enganche —prestando el 100% del valor de la propiedad. Más adelante continuaron relajándose los estándares y se otorgaron créditos a personas sin ingresos, empleo o activos comprobados.

Como resultado de lo anterior, el universo de hipotecas de alto riesgo creció exponencialmente. Las hipotecas *subprime* pasaron de representar poco más de 5% en 2001 a 15% en 2006, las hipotecas con documentación limitada se dispararon de 6% a más de 25% en el mismo periodo, y las hipotecas de más del 90% del valor de la propiedad alcanzaron casi el 15% del total después de representar menos del 5%. Pero, cabe preguntarse, ¿cómo fue posible la creciente falta de control de riesgo en dichos créditos hipotecarios? ¿Cómo se pudieron dar estos excesos que generaron un riesgo tan elevado?

Transferencia del Riesgo, la Búsqueda de Rendimiento y la Innovación Financiera

Las respuestas a dichas preguntas tienen dos aristas: la innovación financiera —que permitió la transferencia del riesgo y alejó la gestión del riesgo del balance de las entidades bancarias—, y el exceso de liquidez —que generó la búsqueda de un exceso de rendimiento.

Los excesos y la falta de control de riesgo fueron posibles por el desarrollo de complicados productos financieros que debilitaron enormemente la relación entre la originación de la hipoteca y el riesgo asumido por estas originadoras. Los derivados crediticios se desarrollaron rápidamente. Los más notables, las obligaciones de deuda colateralizadas (CDOs) con activos del sector hipotecario que empaquetaban o estructuraban activos riesgosos (créditos *subprime*) junto a otros créditos con menor probabilidad de impago, para después venderlos a inversionistas que buscaban un mayor rendimiento en un entorno de bajos retornos de otros activos de largo plazo. Los CDOs dividen

las exposiciones de los créditos colaterales en diferentes “tramos”, cada uno con distintos niveles de riesgo y rendimiento. Al añadir “tramos” con menor riesgo, fue posible crear bonos estructurados a los que las agencias calificadoras les asignaban un riesgo bajo.

Problemas: Riesgo Moral y Selección Adversa

Esta cadena de bursatilización de la cartera hipotecaria con múltiples intermediarios generó incentivos perversos que no fueron limitados por los reguladores. En la bursatilización hipotecaria, el prestamista es sustituido por el originador del préstamo, el que provee el servicio de cobro de las hipotecas, el inversionista y las agencias calificadoras. Esta cadena generó problemas de información asimétrica.

Por un lado, los originadores entraron en una situación de riesgo moral. Sabían que tendrían elevados retornos si los créditos de alto riesgo eran pagados y sólo tendrían una fracción de las pérdidas si sucedía lo contrario —al empaquetarlos y venderlos se quedaban sólo con el riesgo de impago del primer tramo. Así, tuvieron pocos incentivos para escoger cuidadosamente a quien darle una hipoteca, ya que sabían que no mantendrían gran parte del riesgo (y sí las ganancias por emitir los créditos).

Por su parte, los inversionistas (los poseedores del riesgo) si tenían los incentivos adecuados para ser cuidadosos, pero la complejidad de los CDOs, aunado a la búsqueda de exceso de rendimiento, limitó el monitoreo de los riesgos y relajó de facto los estándares de crédito. En la cadena también han sido criticadas las agencias calificadoras, a las que se cuestiona haber asignado calificaciones de AAA a productos estructurados (e.g. CDOs) muy fácilmente. Una posible explicación es que sus servicios eran pagados, al menos a las calificadoras más activas, por los bancos de inversión (los compradores) y no los inversionistas.

Esta cadena también generó otro problema de información asimétrica: la selección adversa. Como los originadores de los préstamos incurrieron en elevados costos fijos (por el gran número de empleados), el negocio dependía más de la cantidad de préstamos que se emitían que de la calidad de éstos (ya que no se quedaban con el riesgo). Así, en las cosechas más recientes de hipotecas *subprime*, se atrajo una mayor concentración de personas o familias con un mayor riesgo de impago (bien por tener reducidos ingresos bien por otorgar un número elevado de hipotecas para segundas residen-

cias). Los que tenían mayor probabilidad de no poder pagar los préstamos hipotecarios (salvo que el precio de la vivienda siguiera aumentando como en años previos) eran quienes tenían más incentivos para demandar este tipo de créditos *subprime* con estándares tan laxos.

Tasas de Interés Ajustables, Aumenta Impago

Un factor fundamental para explicar el fuerte incremento de la morosidad de las hipotecas *subprime* y del aumento en los embargos fueron las tasas de interés ajustables. Los créditos *subprime* se otorgaban con tasas de interés introductorias anormalmente bajas (*teaser*) que permitían pagos muy bajos en los años iniciales del préstamo —por lo regular los primeros dos. Estas tasas introductorias generaron dos problemas que aumentaron los riesgos de impago. Por un lado se incentivó a muchas familias a pedir prestado más allá de sus posibilidades (los pagos iniciales eran bajos y podían cubrirlos) y, por otro, en la mayoría de los casos los pagos iniciales —antes de que se ajustará al alza la tasa de interés— ni siquiera cubrían los intereses del préstamo, lo que aumentaba el principal (la deuda). Al terminar el periodo inicial se ajustaban los pagos por las mayores tasas de interés y porque el monto que se debía había crecido durante los primeros dos años. Lo anterior puede implicar un pago mensual de entre dos y tres veces mayor al inicial.

Al terminar el *boom* inmobiliario en EEUU, los precios de la vivienda dejaron de aumentar e incluso han comenzado a disminuir. Lo anterior, aunado a que en la gran mayoría de los casos, los deudores de créditos *subprime* deben más del 90% del valor de la propiedad prácticamente elimina cualquier posibilidad de refinanciamiento —lo cual les permitiría disminuir los pagos mensuales para poder cubrirlos—, especialmente dada la actual percepción del riesgo y la mayor restricción crediticia. Así, comenzaron a crecer abruptamente los impagos de los créditos *subprime*. Hacia adelante, es altamente probable que la situación empeore antes de mejorar. Por un lado, los créditos con estándares más laxos (i.e., los más riesgosos) se otorgaron durante 2006, al final del *boom* inmobiliario, y las tasas de interés de los mismos se ajustarán en 2008, con lo cual la tasa de impago seguramente aumentará de manera importante.

Por otro lado, con la demanda de vivienda cayendo y un exceso de oferta en el mercado —en su nivel más alto desde la recesión de 1991—, los precios de la vivienda podrían disminuir más. Más aún, el riesgo es que la restricción de los estándares crediticios pudiera provocar

una mayor debilidad de la demanda —y un aumento en el exceso de oferta—, lo que provocaría una mayor disminución de los precios.

Información Asimétrica, Pérdida de Confianza

Al aumentar la tasa de impago de los créditos *subprime*, aumentaron las preocupaciones sobre el valor de los CDOs y aumentó abruptamente la aversión al riesgo. Esta desconfianza se vio severamente agravada porque muchos de estos novedosos instrumentos financieros no cotizan en el mercado secundario. Su precio se determina por modelos matemáticos complejos sobre cuya valoración hay dudas importantes. Esta falla de confianza se trasladó a otros segmentos de crédito, como las obligaciones de crédito colateralizadas (CLO); lo que llevó a una fuerte reducción de la demanda por créditos apalancados que se trasladó al mercado mayorista de crédito.

¿Por qué se trasladó al mercado interbancario? En los últimos años, diversas instituciones, muy especialmente en países desarrollados habían popularizado unos vehículos financieros que emitían papel comercial a corto plazo y adquirían instrumentos financieros de riesgo (CDOs, CLOs, LBOs, etc.). La crisis redujo la demanda por este papel comercial y dificultó el financiamiento de estos vehículos. La intensificación de estos problemas se trasladó a algunos bancos comerciales bien porque anticipaban que tendrían que financiar estos vehículos con líneas de crédito concedidas antes de agosto, bien porque tendrían que quedarse en el balance préstamos o grandes operaciones comerciales que tenían previsto vender al mercado, o bien porque dudaban a la hora de prestar a otros bancos cuyos riesgos no podían valorar. Los bancos comenzaron a valorar más la liquidez.

En suma, todo este fenómeno ha llevado a los inversionistas a tener menos certeza en la valoración de un conjunto amplio de instrumentos financieros complejos, no solo los colateralizados con hipotecas *subprime*. El problema va más allá de una crisis de liquidez. De hecho, los bancos centrales la han proveído. La Reserva Federal ha utilizado toda una serie de instrumentos para tratar de aliviar las tensiones en los mercados de crédito. Han inyectado liquidez, ampliaron la gama de colaterales para los que acuden a la ventanilla de descuento (i.e., para las instituciones financieras que piden prestado al banco central) y ampliaron los plazos para dichos préstamos —extendieron el plazo hasta 30 días y permitieron la renovación inmediata. Además, en un inicio bajaron 50pb la tasa de interés de la ventanilla de descuento,

y después recortaron la tasa de interés de los fondos federales (la tasa de interés de referencia en el mercado) 50pb en septiembre y 25 más en reuniones consecutivas (octubre y diciembre).

Si bien estas medidas han aliviado las tensiones, lo han hecho marginalmente por ahora. Las emisiones de papel comercial y bonos corporativos siguen en niveles bajos. Los vencimientos se mantienen en plazos muy cortos. Las tasas de interés interbancarias siguen anormalmente elevadas en tramos intermedios y el elevado diferencial con respecto a los rendimientos de las Notas del Tesoro sigue indicando una clara desconfianza en los mercados de crédito. Las acciones de la Fed han sido poco eficaces porque no solucionan los problemas de *información asimétrica*. Los compradores de los CDOs (los inversionistas) creen que los vendedores (los que empaquetaron los créditos *subprime*) saben más sobre el valor real de esos activos (valor asociado a la probabilidad de impago). A partir de que las agencias calificadoras empezaron a disminuir sus niveles de calificación —al reconocer un mayor riesgo por el aumento en la tasa de impago de los créditos empaquetados—, la desconfianza de los inversionistas en el valor de todos los créditos estructurados (CDOs) creció hasta que dejaron de comprar más a ningún precio, sin importar cuán bajo fuera éste.

La crisis actual de información asimétrica la explica la teoría de George Akerlof.¹ Si consideramos el mercado de autos usados y suponemos que los compradores no pueden saber la diferencia entre buenos y malos, ofrecerán un precio promedio por todos. Los vendedores retirarán los autos buenos del mercado (porque valen más que el promedio). Este proceso podría continuar hasta que el mercado desaparece por completo. Algo similar está ocurriendo en los mercados de crédito: la liquidez ha desaparecido por completo para los CDOs. Dificilmente la desconfianza desaparecerá. Los participantes del mercado con liquidez no estarán dispuestos a prestar hasta que los que tienen CDOs y productos derivados no aclaren lo que tienen o se alcance un precio y compense el mayor riesgo. Los inversionistas necesitan saber quien tiene qué y cuál es su verdadero valor. Las menores tasas de interés aliviarán pero no eliminarán la restricción en los mercados de crédito.

Javier Amador javier.amador@bbva.bancomer.com

1 The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. George A. Akerlof. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2006	2007	2008	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	2.9	2.2	1.7*	1.5	1.9	2.8	2.5	2.3	1.8	1.1	1.5
Gasto personal en consumo	3.1	2.9	1.2	3.2	2.9	3.0	2.5	1.5	1.3	1.0	0.9
Inversión fija bruta	2.4	-2.9	-0.1	-4.5	-3.3	-2.3	-1.2	0.8	-0.5	-0.6	-0.2
No residencial	6.6	4.8	3.2	2.5	4.1	5.1	7.4	7.0	4.3	1.9	-0.3
Estructuras	8.4	13.2	4.3	10.2	12.4	13.8	16.0	15.6	7.7	1.4	-5.9
Equipo y software	5.9	1.4	2.9	-0.5	0.7	1.5	3.7	4.1	3.3	2.3	2.0
Residencial	-4.6	-16.9	-14.3	-16.5	-16.5	-16.5	-18.3	-18.0	-17.5	-13.5	-7.3
Exportaciones totales	8.4	7.9	5.1	6.6	7.1	10.3	7.7	8.1	6.9	3.0	2.8
Importaciones totales	5.9	2.0	-0.1	2.9	2.0	1.7	1.4	0.2	0.6	-0.7	-0.4
Consumo del gobierno	1.8	2.1	2.5	1.2	1.9	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.2	2.1	0.8	2.3	2.1	2.1	1.8	1.1	1.0	0.7	0.6
Inversión privada	0.5	-0.8	0.1	-1.1	-1.0	-0.6	-0.4	0.2	0.0	-0.2	0.3
Exportaciones netas	-0.1	0.6	0.6	0.2	0.5	0.9	0.7	0.9	0.7	0.5	0.4
Consumo del gobierno	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	3.2	2.9	3.3	2.4	2.7	2.4	4.0	4.4	2.6	3.1	3.2
Subyacente	2.5	2.3	2.3	2.6	2.3	2.2	2.3	2.5	1.8	2.2	2.5
PCE	2.8	2.5	2.9	2.3	2.3	2.1	3.4	3.5	3.1	2.9	2.2
Subyacente	2.2	2.1	2.1	2.4	2.0	1.9	2.1	2.3	2.2	2.0	1.8
Deflactor del PIB	3.2	2.7	3.1	2.9	2.7	2.4	2.6	3.5	3.2	3.1	2.5
Productividad	1.0	1.6	1.0	0.4	0.7	2.7	2.7	2.1	1.3	0.2	0.4
Compensación real por hora	0.7	1.9	0.8	2.2	2.2	3.3	-0.2	1.7	1.0	0.1	0.3
Costo laboral unitario	2.9	3.1	1.8	4.2	4.2	3.1	1.0	1.8	1.9	1.9	1.7
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	4.0	1.9	1.5	2.5	1.8	1.6	1.8	2.4	1.6	0.9	0.9
Capacidad utilizada (%)	81.7	81.6	81.0	81.4	81.7	82.0	81.5	81.1	81.0	80.9	80.8
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.6	16.2	15.8	16.5	16.1	15.9	16.2	15.7	15.8	15.8	15.8
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,812	1,344	1,042	1,460	1,464	1,300	1,151	1,087	1,080	1,011	990
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	175	95	13	109	105	71	94	-10	11	16	35
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	4.6	5.1	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.3
Tasa de ahorro personal	-1.3	-0.2	0.0	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.4
Balanza comercial (mmd)	-759	-711	-635	-177	-179	-174	-182	-156	-164	-168	-147
Balanza cuenta corriente (mmd)	-811	-749	-668	-193	-187	-177	-193	-166	-173	-171	-159
% PIB	-6.2	-5.4	-4.6	-771.8	-746.4	-706.3	-772.9	-663.8	-691.8	-682.5	-634.6
Balanza fiscal (mmd, año fiscal)	-248	-163	-399	—	—	—	—	—	—	—	—
% PIB	-1.9	-1.2	-2.8	—	—	—	—	—	—	—	—
Brent (dólares por barril, promedio)	69.1	77.0	69.3	64.9	72.1	78.9	92.1	79.1	69.3	66.6	62.3
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	5.25	4.25	2.00	5.25	5.25	4.75	4.25	2.50	2.00	2.00	2.00

mmd miles de millones de dólares
fdp fin de periodo
CPI Índice de precios al consumidor
PCE Índice de precios del gasto personal en consumo
* En revisión con sesgo a la baja