

## EEUU: Hacia una Suave Recesión; Dudas sobre la Fuerza de la Recuperación

### Continuará la debilidad económica; los riesgos son a la baja

Recientemente, la mayor parte de indicadores de actividad en EEUU han sorprendido al alza, si bien en un contexto de marcada debilidad de la economía. La ausencia de ajustes fuertes en la producción industrial, el empleo (no en la tasa de desempleo), e incluso en la dinámica del crédito a empresas y en menor medida a las familias, están sorprendiendo favorablemente dado el desplome del sector inmobiliario y la crisis financiera. Lo anterior se ha traducido en una visión más positiva de la economía de la que se tenía a principios de año, a pesar de que la economía real continúa debilitándose y esta tendencia difícilmente cambiará en los próximos trimestres. Nuestro escenario base se mantiene sin cambios: el crecimiento económico continuará con una tendencia a la baja durante 2008, y tendrá un leve repunte en 2009 más por un menor drenaje de crecimiento por parte de la inversión residencial y un buen comportamiento de las exportaciones, que por una recuperación del consumo privado. En conjunto, nuestro escenario más probable es al que apuntan nuestros indicadores oportunos: más hacia una marcada desaceleración, que hacia una recesión prolongada. No obstante, la probabilidad de que las mayores restricciones de crédito terminen convirtiéndose en una crisis de crédito a empresas y familias no es desestimable y, de suceder, tendría implicaciones importantes para el crecimiento económico y las políticas públicas.

### La mejoría de los mercados financieros: ¿es sólida?

En las últimas semanas, las condiciones en los mercados financieros internacionales han mejorado. Los indicadores de percepción de riesgo se han alejado de sus máximos, especialmente en bonos corporativos (véase gráfica), y bonos con grado de inversión y con grado especulativo. Al mismo tiempo, compañías con grado de inversión, en especial las instituciones financieras, han podido recapitalizarse —acción necesaria después de la pérdida de capital por el reconocimiento de pérdidas— y han comenzado a emitir nuevos instrumentos de crédito. Así, una pequeña parte del enorme incremento en la aversión al riesgo registrado desde agosto de 2007 se ha revertido. No obstante, se sigue limitando la toma de riesgos, el mercado interbancario sigue registrando fuertes tensiones y los bancos continúan endureciendo los estándares crediticios. Lo anterior sugiere que la aversión al riesgo continúa y que la reciente mejoría es vulnerable, por ejemplo, a malas noticias económicas o a un reconocimiento de mayores pérdidas por parte de los bancos.

La mejoría en los mercados financieros parece obedecer a varios factores. Consideramos que están ayudando a contener los efectos negativos de la recesión en el sector inmobiliario y la turbulencia financiera asociada: a) políticas de la Reserva Federal —agresivas políticas de inyección de liquidez a través de relajamiento monetario y otras herramientas menos convencionales, y con paquetes de rescate garantizando “quiebras ordenadas” (e.g., Bear Stearns); b) disponibilidad de capital —por parte de agentes fuera del sistema bancario que han permitido la recapitalización de las instituciones financieras más importantes; c) sólida situación financiera de las empresas —ajustes agresivos en el actual ciclo para reducir costos y deuda, han permitido a las empresas continuar con sus proyec-

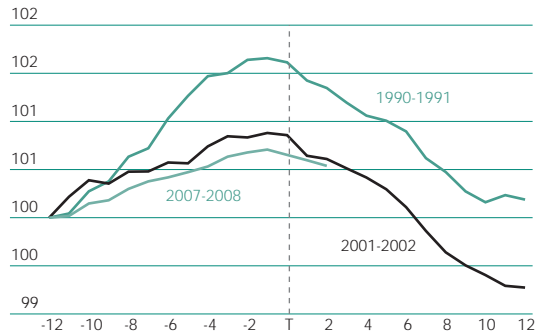
**Spreads Corporativos en EEUU**  
Puntos base



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

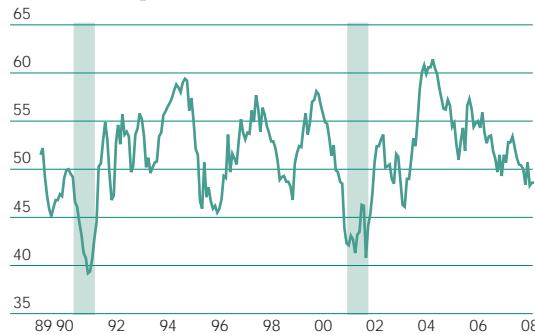
**Desempeño del Mercado Laboral en Periodos de Recesión**

Nómina no agrícola, índice, T-12 meses= 100, T= inicio de la recesión



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**ISM Índice, niveles mayores (menores) a 50 indican expansión (contracción)**



Nota: Áreas sombreadas corresponden a periodos de recesión  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

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



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

tos de inversión a pesar de la menor disponibilidad del crédito; y d) desacoplamiento internacional —el desempeño económico se ha mantenido sólido en el resto del mundo, lo que representa una fuente importante de demanda, principalmente en Asia y Europa.

**Indicadores oportunos “mejores a los esperados”; continúa el ajuste del sector inmobiliario**

En 1T08, el crecimiento económico fue débil y se situó en el 0.9% trimestral anualizado, ligeramente mejor a las expectativas. La noticia más positiva no fue que el dato fuera mejor al esperado, sino que el crecimiento se mantuviera positivo —algunos analistas anticipaban contracción del PIB en el trimestre—. No obstante, el reporte apunta a una notoria debilidad económica. La composición del reporte indica que la demanda interna privada se contrajo. De hecho, si elimináramos la contribución al crecimiento de las exportaciones netas y el gasto de gobierno, el PIB se habría contraído 0.3% trimestral anualizado.<sup>1</sup> Hacia delante, la acumulación de inventarios durante el trimestre se traducirá en una menor producción para poder deshacerse del exceso de inventarios ante la débil demanda interna. El consumo se desaceleró fuertemente, y de no haber sido por la parte de servicios, se habría contraído. La inversión no residencial dejó de impulsar el crecimiento y comenzó a restar, mientras que la inversión residencial continúa siendo un lastre para la expansión. El único punto positivo fue el dinamismo de las exportaciones que continúa compensando, si bien parcialmente, la debilidad de la demanda interna.

Los indicadores oportunos indican que el crecimiento podría ser muy bajo, o incluso negativo en el 2T08 ante la debilidad del mercado de la vivienda —sin síntomas todavía de desaceleración—, y el menor ingreso disponible existente ante el aumento en el precio de los alimentos y la energía, y la debilidad del mercado laboral.

La desaceleración de la actividad económica se ha reflejado en el mercado laboral. Los despidos continúan aumentando al mismo tiempo que las nuevas contrataciones siguen disminuyendo. La creación neta de empleo ha disminuido en los cinco primeros meses del año en casi 325 mil personas, y dado que se requiere la contratación en torno a 125,000 nuevos trabajadores para absorber a los nuevos entrantes al mercado laboral, la tasa de desempleo ha repuntado al 5.5%. No obstante, cabe destacar que en el desempeño del mercado laboral existen divergencias notorias. Las pérdidas de empleo en los sectores productores de bienes y en el sector de la construcción están siendo importantes, mientras que el sector servicios no está tan débil y el número de empleados ha permanecido prácticamente sin cambios. Si comparamos el mercado laboral con ciclos de recesión previos, deberíamos esperar mayor debilidad hacia delante (véase gráfica). En reacción a las mayores adversidades —caída de la riqueza neta de las familias, pérdidas de empleo, mayor restricción de las condiciones crediticias—, la confianza de las familias ha disminuido a niveles consistentes sólo con periodos de recesión previos, y anticipan debilidad del consumo hacia delante.

1 Tanto el consumo de bienes como la inversión no residencial se contrajeron (si bien el consumo de servicios continuó creciendo). La inversión residencial continuó restando fuertemente al crecimiento. La demanda interna privada restó 0.28 pp al crecimiento, que fueron compensados por una contribución positiva del gasto de gobierno (+0.38 pp), de las exportaciones netas (+0.30 pp), y de la acumulación de inventarios (+0.21 pp).

Por su parte, la actividad industrial está estancada, lo cual no es necesariamente una mala noticia si se compara con su desempeño en periodos anteriores de recesión o desaceleración pronunciada (véase gráfica). La solidez de la demanda externa y la debilidad del dólar podrían ser los principales factores que están permitiendo una contracción menos brusca de la producción manufacturera.

En el sector donde en general los datos recientes no han sorprendido al alza, es precisamente el que originó gran parte de los problemas económicos. A pesar de la fuerte contracción en la construcción de casas durante 2007 y en lo que va de 2008, el exceso de oferta en el mercado inmobiliario ha continuado aumentando. Con una tendencia al alza en los embargos de casas por parte de los bancos, una menor demanda de primeros compradores (ante condiciones crediticias más restrictivas, y expectativas de mayores caídas en los precios), el exceso de oferta podría tardar en absorberse, pese a la reducción de las viviendas iniciadas y los permisos de construcción. La medida más aceptada para evaluar el exceso de oferta en el mercado es la tasa de desocupación —porque incluye todas las casas a la venta, sin importar si los dueños son constructores, individuos o bancos—, que alcanzó un máximo histórico en 1T08. En consecuencia, la caída en los precios de la vivienda se ha acelerado (véase gráfica). En términos mensuales anualizados, los precios de las casas están cayendo a un ritmo de 25%. En este sentido, un prerrequisito indispensable para empezar a pensar en una mejoría en la situación económica es el fin del ajuste inmobiliario, y en este respecto, las noticias no han sido sólo malas, sino peores a las esperadas; aunque el plan anunciado por el Congreso podría terminar ayudando a una estabilidad que podría comenzar hacia finales de 2008, o principios de 2009.

### Perspectivas: las dudas sobre la fuerza de la recuperación

Los indicadores oportunos apuntan a una significativa desaceleración en el ritmo de actividad económica y no a una recesión severa. Esperamos en nuestro escenario central que el ritmo de expansión continuará debilitándose en el segundo y tercer trimestres antes de comenzar a fortalecerse moderadamente hacia fines de 2008 y durante 2009. En el futuro cercano, el consumo privado recibirá un impulso por el regreso de impuestos a las familias de \$100 bdd, equivalente a 0.9% del PIB o 1.2% del consumo privado. No obstante, estimamos que el impulso podría tener un impacto menor, en la medida en que parte de los cheques fiscales se utilicen para amortizar deuda ya que los pilares del consumo no se encuentran en una buena situación. Además, el incremento reciente en el precio de la gasolina está mermando la capacidad de compra de las familias. La riqueza de las familias continuará disminuyendo (con la caída en los precios de la vivienda), con lo que muy probablemente la tasa de ahorro tenderá a incrementarse —para financiar el retiro u otro gasto futuro, lo que no permitirá incrementos sólidos del consumo.

Asimismo, ante la debilidad esperada en la demanda, las empresas difícilmente acelerarán sus planes de inversión y ritmo de contratación, afectando aún más el consumo de las familias. Finalmente, condiciones crediticias más restrictivas limitarán sensiblemente el financiamiento a las familias.

## Proyecciones Económicas para EEUU de la Reserva Federal

Tendencia central, %, mayo 2008

	2008	2009	2010
PIB	0.3 a 1.2	2.0 a 2.8	2.6 a 3.1
Proyecciones enero	1.3 a 2.0	2.1 a 2.7	2.5 a 3.0
Desempleo	5.5 a 5.7	5.2 a 5.7	4.9 a 5.5
Proyecciones enero	5.2 a 5.3	5.0 a 5.3	4.9 a 5.1
Inflación general	3.1 a 3.4	1.9 a 2.3	1.8 a 2.0
Proyecciones enero	2.1 a 2.4	1.7 a 2.0	1.7 a 2.0
Inflación subyacente	2.2 a 2.4	1.9 a 2.1	1.7 a 1.9
Proyecciones enero	2.0 a 2.2	1.7 a 2.0	1.7 a 1.9

Nota: Las proyecciones de inflación corresponden al PCE. Las estimaciones del PIB e inflación son cambios interanuales en el cuarto trimestre de cada año. Los pronósticos de desempleo son el promedio de la tasa de desempleo en el cuarto trimestre de cada año  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de la Reserva Federal

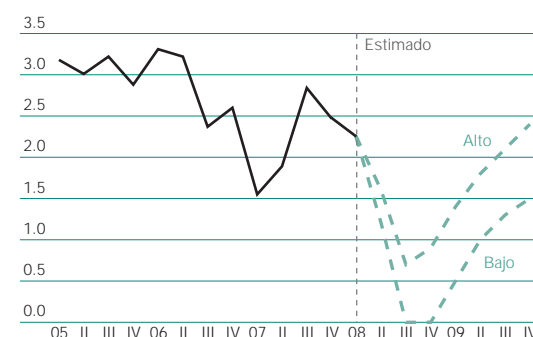
## Proyecciones Económicas de BBVA para EEUU

	2007	2008e	2009e
PIB (var. % real anual)	2.2	0.8 a 1.4	1.1. a 1.9
Inflación (CPI, prom. anual)	2.8	3.3 a 4.0	1.5 a 3.6
Subyacente	2.3	2.0 a 2.4	2.0 a 2.9
Fondos Federales (fdp)	4.25	1.5 a 2.75	1.5 a 4.0
Nota del Tesoro (10 años, fdp)	4.62	3.5 a 3.9	3.6 a 4.3
Dólar/Euro*	1.46	1.47 a 1.54	1.39 a 1.48

e estimado  
\* Para los pronósticos del dólar/euro, el tipo de cambio más alto (bajo) corresponde al escenario de menor (mayor) PIB  
Fuente: BBVA

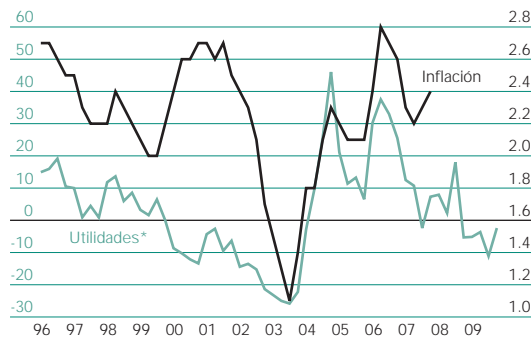
## Producto Interno Bruto

Variación % anual



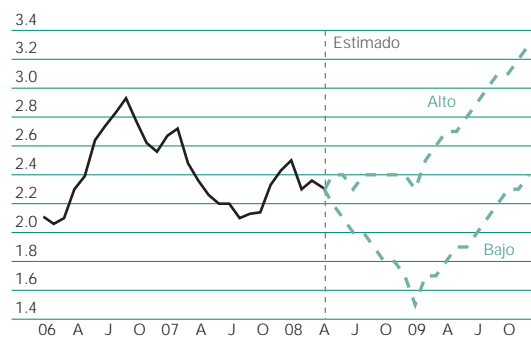
Nota: Estimado a partir del segundo trimestre 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Inflación Subyacente y Utilidades Corporativas Unitarias**  
Variación % anual



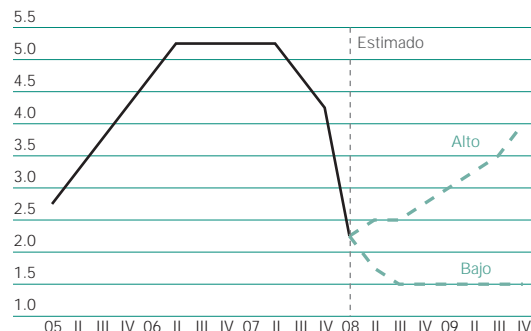
\* Adelantadas 2 años  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Inflación Subyacente**  
Variación % anual



Nota: Estimado a partir de mayo 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

**Fondos Federales**  
%, fin de periodo



Nota: Estimado a partir del segundo trimestre 2008  
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Bloomberg

Por el lado de la inversión, esperamos un crecimiento más modesto del gasto en capital en un contexto de debilidad de la demanda (y menor demanda esperada), de mayores costos y de una fuerte disminución en el ritmo de crecimiento de las utilidades. Por su parte, el ajuste de la inversión residencial no ha tocado fondo y el exceso de oferta en el mercado inmobiliario —aunado a la posibilidad de que continúe aumentando— provocará más caídas en los precios de la vivienda. La contracción de la inversión residencial continuará siendo el principal lastre para el crecimiento económico en 2008. En contraste, el sólido ritmo de crecimiento de las exportaciones seguirá compensando parcialmente la debilidad de la demanda interna.

Hacia delante los riesgos de la actividad económica siguen sesgados claramente a la baja y no se puede descartar un escenario más negativo. Si dentro de algunos meses no se percibe el inicio del fin en la caída de los precios de la vivienda, temas de insolvencia podrían generar la necesidad de que los bancos comerciales protejan su capital y, sin levantamientos de capital que los acompañen, podrían terminar en una restricción de crédito a empresas y familias. Además, la mayor debilidad del mercado laboral, en ausencia de soluciones legislativas, podría traducirse en un aumento masivo en el impago de créditos hipotecarios y embargos de casas por parte de los bancos, que provocaría una caída aún más pronunciada en la confianza de las familias, y por ende, se traduciría en una mayor debilidad de la demanda interna además de hacer más probable el aumento de la restricción crediticia. En este sentido, existen dudas sobre si la recuperación sería más evidente en 2009 (una vez termine el impulso fiscal).

**Anticipamos un período sin cambios en la política monetaria**

En un contexto de riesgos a la baja en la actividad económica e inflación subyacente con tendencia de baja (véase gráficas) ante la menor demanda y el menor poder de precio de las empresas, esperamos que la política monetaria continúe siendo expansiva pese a las presiones en la inflación general por energía y alimentos. Anticipamos que la Reserva Federal no aumentará su tasa de referencia hasta que los precios de la vivienda y la tasa de desempleo hayan dejado de deteriorarse, lo cual no prevemos que suceda hasta la segunda mitad de 2009. Prevemos en nuestro escenario central que la tasa de fondos federales permanecerá en 2.0% hasta 2T09, momento en que la Reserva Federal comenzará a subir su tasa de referencia. No obstante, a pesar de no ser nuestro escenario base, en la actualidad, una reanudación de las bajadas en las tasas de interés es más probable que un aumento de éstas en el futuro cercano si las perspectivas económicas se deterioran y se vislumbra un periodo de debilidad más pronunciada. El principal riesgo una vez que se recupere la actividad económica, es que continúen las presiones en alimentos en energéticos y éstas se puedan traducir con mayor facilidad en un incremento en las expectativas de mediano y largo plazos, que a su vez contaminen la determinación de otros precios en la economía, en especial los salarios. Pero para eso faltan todavía algunos meses, pese a los temores actuales del mercado.

## Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2007	2008	2009	I'07	II'07	III'07	IV'07	I'08	II'08	III'08	IV'08
<b>Actividad Económica</b>											
PIB (variación % real anual)	2.2	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	1.5	1.9	2.8	2.5	2.5	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Gasto personal en consumo	2.9	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	3.2	2.9	3.0	2.6	1.9	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>
Inversión fija bruta	-2.9	<b>-2.3</b>	<b>1.9</b>	-4.5	-3.3	-2.3	-1.5	-2.4	<b>-2.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-1.8</b>
No residencial	4.7	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	2.5	4.1	5.1	7.1	6.4	<b>3.8</b>	<b>1.7</b>	<b>0.6</b>
Estructuras	13.0	<b>7.7</b>	<b>3.8</b>	10.2	12.4	13.8	15.1	13.7	<b>9.5</b>	<b>5.7</b>	<b>2.8</b>
Equipo y software	1.3	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	-0.5	0.7	1.5	3.6	3.3	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>
Residencial	-17.0	<b>-20.6</b>	<b>-3.5</b>	-16.5	-16.5	-16.5	-18.6	-20.9	<b>-23.3</b>	<b>-21.1</b>	<b>-16.7</b>
Exportaciones totales	8.1	<b>5.3</b>	<b>3.2</b>	6.6	7.1	10.3	8.4	8.8	<b>7.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.1</b>
Importaciones totales	1.9	<b>-0.6</b>	<b>2.6</b>	2.9	2.0	1.7	1.0	-0.6	<b>-0.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.6</b>
Consumo del gobierno	2.0	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	1.2	1.9	2.7	2.3	2.9	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>
<b>Contribución al Crecimiento (pp)</b>											
Gasto personal en consumo	2.1	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	2.3	2.1	2.1	1.8	1.3	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.1</b>
Inversión privada	-0.8	<b>-0.4</b>	<b>0.4</b>	-1.1	-1.0	-0.6	-0.6	-0.5	<b>-0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.0</b>
Exportaciones netas	0.6	<b>0.7</b>	<b>0.0</b>	0.2	0.5	0.9	0.8	1.2	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
Consumo del gobierno	0.4	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>
<b>Precios y Costos (variación % anual, promedio)</b>											
CPI	2.9	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	2.4	2.7	2.4	4.0	4.1	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>
Subyacente	2.3	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	2.6	2.3	2.2	2.3	2.4	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
PCE	2.5	<b>3.1</b>	<b>2.2</b>	2.3	2.3	2.1	3.4	3.4	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>
Subyacente	2.1	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	2.4	2.0	1.9	2.1	2.0	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
Deflactor del PIB	2.7	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	2.9	2.7	2.4	2.6	2.2	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>
Productividad	1.9	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	0.7	1.0	2.9	2.9	3.2	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
Compensación real por hora	2.1	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	2.4	2.6	3.3	-0.1	-0.7	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
Costo laboral unitario	3.1	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	4.3	4.3	2.8	0.9	0.2	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>Otros Indicadores</b>											
Producción industrial (variación % real anual)	1.7	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>	1.3	1.5	1.9	2.2	1.7	<b>0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>
Capacidad utilizada (%)	81.0	<b>79.5</b>	<b>80.1</b>	80.7	81.0	81.3	81.0	80.6	<b>79.5</b>	<b>78.9</b>	<b>79.0</b>
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.2	<b>15.2</b>	<b>15.3</b>	16.5	16.1	15.9	16.2	15.2	<b>15.0</b>	<b>15.3</b>	<b>15.3</b>
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,341	<b>770</b>	<b>962</b>	1,453	1,460	1,298	1,151	1,042	<b>811</b>	<b>573</b>	<b>656</b>
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	91	<b>-89</b>	<b>20</b>	109	105	71	80	-80	<b>-67</b>	<b>-100</b>	<b>-110</b>
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>
Tasa de ahorro personal	-0.2	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	-0.6	-0.4	-0.1	0.2	-0.3	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>
Balanza comercial (mmd)	-706	<b>-671</b>	<b>-718</b>	-177	-179	-174	-177	-179	<b>-157</b>	<b>-162</b>	<b>-173</b>
Balanza cuenta corriente (mmd)	-726	<b>-688</b>	<b>-758</b>	-193	-187	-177	-170	<b>-172</b>	<b>-166</b>	<b>-164</b>	<b>-186</b>
% PIB	-5.3	<b>-4.8</b>	<b>-5.1</b>	-771.8	-746.4	-706.3	-680.9	<b>-689.1</b>	<b>-664.8</b>	<b>-656.6</b>	<b>-742.9</b>
Balanza fiscal (mmd, año fiscal)	-163	<b>-399</b>	<b>-388</b>	—	—	—	—	—	—	—	—
% PIB	-1.2	<b>-2.8</b>	<b>-2.6</b>	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>Mercados Financieros (fdp)</b>											
Fed funds (%)	4.25	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>
Nota del Tesoro 10 años (%)	4.10	<b>3.89</b>	<b>4.40</b>	4.56	5.10	4.51	4.10	3.48	<b>3.89</b>	<b>3.80</b>	<b>3.89</b>
Dólar/euro	1.46	<b>1.49</b>	<b>1.40</b>	1.32	1.34	1.39	1.46	1.55	<b>1.53</b>	<b>1.54</b>	<b>1.49</b>

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