

Entorno Internacional

La volatilidad extrema de los mercados responde a que las tensiones de liquidez, la incertidumbre financiera y económica global, persisten

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaban en el mercado de EEUU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversionistas se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, los problemas del sector financiero se recrudecieron, y el gobierno de los EEUU aprobó el Programa de Alivio para Activos en Problemas (*Troubled Asset Relief Program* - TARP) —más conocido como el plan Paulson— con el objetivo de reducir el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses, aunque el programa ha derivado, por ahora, a la inyección de capital público en los bancos. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, junto con la percepción de que no había bancos grandes en EEUU que pudieran quebrar, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales de tasas de interés hizo que la liquidez se encareciera a niveles insostenibles (y nunca vistos). Por ejemplo, el diferencial entre la tasa libor menos el del *overnight index swap* a 3 meses (OIS) —que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados— de EEUU se sitúa actualmente en los 180 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 165 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EEUU, sino también en otros países europeos y la aversión al riesgo se convirtió en un fenómeno global.

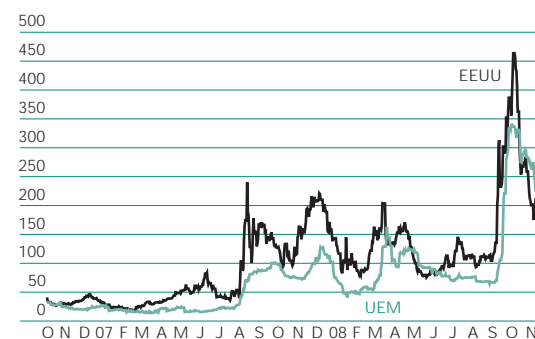
Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17.0% de Chile hasta el 76.0% de Rusia. Además, los niveles de aversión son extremos. Esta elevada aversión al riesgo, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explican la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EEUU y 100 puntos básicos en el de la UEM, que se ha producido desde la quiebra de Lehman Brothers. La búsqueda del refugio está en marcha.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global

Los Bancos Centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto balsámico que las estabilice permanentemente. La Reserva Federal ha aumentado el riesgo de su balance, reduciendo drásticamente su tenencia de bonos y letras del Tesoro y embarcándose en dar mayores facilidades

Indicador de Tensiones de Liquidez: Diferencial Letras del Tesoro - Euribor a 3 Meses

Puntos básicos



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Indicador de Tensiones de Liquidez Interbancaria: Diferencial Libor - OIS a 3 Meses

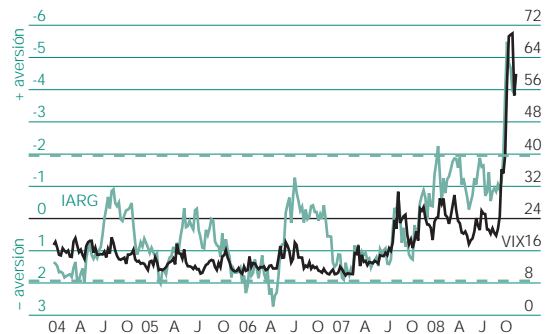
Puntos básicos



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Índice de Aversión al Riesgo Global (BBVA-IARG)

64 activos: emergentes (US\$) y desarrollados (moneda local)



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Datastream

de crédito al sistema (entidades financieras, organismos hipotecarios semi-públicos, aseguradoras, fondos de inversión, etc.) y por los más de 500 mil millones de dólares de líneas de *swap* para facilitar dólares a otros bancos centrales. Esto, en gran parte financiado por emisiones del Tesoro depositadas en su balance. Sus últimas medidas, a fecha de cierre de este informe, son muy agresivas: 600 mil millones de dólares para comprar deuda y titulaciones hipotecarias de entidades semi-públicas y 200 mil millones para adquirir títulos respaldados por nuevos préstamos a estudiantes, consumidores y empresas. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés "full allotment") con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiamiento de corto plazo. Si bien, comparadas con las medidas de EEUU, han demostrado ser menos activistas.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se enfrentan a una crisis financiera que está siendo amplificada por el efecto de la aversión al riesgo y están tomando medidas rápidamente. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tasas de interés oficiales en 50 pb de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Ésto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, solo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento y vendrán más medidas de apoyo fiscal.

Crecimiento, inflación y tasas de interés bajas, dólar apreciado

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros internacionales no cederán en un horizonte breve, y dado que el

Mercados Bursátiles

Variación % acumulada en el año

		2008
Estados Unidos	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brasil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

contexto financiero global se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestros pronósticos para EEUU y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EEUU esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, si bien las importaciones continuarán cayendo, las exportaciones crecerán a un menor ritmo debido a la debilidad global y a la apreciación del dólar. En resumen, esperamos que el PIB de EEUU se contraiga un 0.8% en 2009 pero podría crecer en torno al 1% en 2010. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0.9% y una recuperación hacia cero en 2010. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como las tasas de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor. No obstante, si los paquetes de ayuda fiscal en discusión en estos momentos tienen éxito, el crecimiento en la UEM y EEUU se tornará positivo ya desde 2009.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EEUU se situará en torno al 0.8% en promedio. En la UEM la inflación se situará claramente por debajo del 2% en promedio. Tales expectativas se justifican por la reciente fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. El hecho de que la inflación se muestre contenida permitirá nuevas bajadas de tasas de interés. Nuestro escenario para las tasas de interés oficiales considera que la Fed recortará su tasa de intervención hasta el 0.5% y el BCE lo situará en el 1.5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno al 1.25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia el 1.15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación.

Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en el 3.80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en el 3.50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar el 3.10% en el cuarto trimestre de 2009. Bajo nuestro escenario central de tasas oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EEUU se mantenga estable en el 3.80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno al 3.70% y finalizarán el año próximas al 3.40%.

Ante los retos de los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen —enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados— será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2007	2008	2009	I'08	II'08	III'08	IV'08	I'09	II'09	III'09	IV'09
Actividad Económica											
PIB (variación % real anual)	2.0	1.4	-0.8	2.5	2.1	0.8	0.2	-0.5	-1.4	-1.2	-0.3
Gasto personal en consumo	2.8	0.2	-2.5	1.5	1.3	0.0	-1.8	-2.6	-3.3	-2.7	-1.3
Inversión fija bruta	-3.1	-3.2	-2.2	-2.5	-3.6	-4.8	-1.9	-1.6	-2.2	-1.6	-3.4
No residencial	4.9	3.2	-2.5	6.2	4.2	1.8	0.6	-1.0	-2.6	-3.2	-3.4
Residencial	-17.9	-21.0	-10.3	-21.3	-21.6	-21.3	-19.7	-15.0	-13.1	-8.8	-3.4
Exportaciones totales	8.4	8.4	2.0	10.1	11.0	6.9	5.9	4.8	2.0	0.7	0.6
Importaciones totales	2.2	-2.3	-3.1	-1.0	-1.9	-3.1	-3.1	-3.7	-2.6	-3.0	-3.2
Consumo del gobierno	2.1	3.0	3.2	2.6	2.6	3.1	3.6	3.8	3.5	2.8	2.8
Contribución al Crecimiento (pp)											
Gasto personal en consumo	2.0	0.2	-1.7	1.0	0.9	0.0	-1.3	-1.9	-2.3	-1.9	-0.9
Inversión privada	-0.9	-0.7	-0.3	-0.4	-1.1	-1.2	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1	-0.5
Exportaciones netas	0.6	1.4	0.8	1.4	1.7	1.4	1.3	1.2	0.7	0.6	0.6
Consumo del gobierno	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
Precios y Costos (variación % anual, promedio)											
CPI	2.9	4.2	0.8	4.1	4.4	5.3	2.8	1.8	0.8	-0.5	1.0
Subyacente	2.3	2.3	1.2	2.4	2.3	2.5	2.0	1.5	1.3	0.8	1.1
PCE	2.6	3.6	1.1	3.5	3.7	4.4	2.7	2.0	1.2	0.2	1.0
Subyacente	2.2	2.2	1.4	2.2	2.3	2.5	2.0	1.7	1.5	1.1	1.2
Deflactor del PIB	2.7	2.4	1.4	2.3	2.0	2.7	2.5	2.1	1.5	0.7	1.3
Productividad	1.4	2.5	0.9	3.3	3.2	2.0	1.3	0.8	0.0	0.8	2.0
Compensación real por hora	1.2	-0.6	0.4	-0.8	-0.2	-0.8	-0.6	-0.6	0.2	1.2	0.9
Costo laboral unitario	2.7	1.0	0.3	0.0	0.7	2.3	0.9	0.4	1.0	-0.1	-0.2
Otros Indicadores											
Producción industrial (variación % real anual)	1.7	-0.8	-2.9	1.9	0.2	-2.6	-2.4	-2.9	-2.9	-3.3	-2.4
Capacidad utilizada (%)	81.0	78.6	74.7	80.6	79.7	77.9	76.2	75.6	75.0	74.4	73.8
Venta de autos ligeros (millones, anualizado)	16.2	13.3	11.9	15.2	14.1	12.9	11.0	10.6	11.5	12.4	13.3
Inicio de casas (miles, anualizado)	1,341	934	741	1,053	1,025	877	781	751	722	731	760
Nómina no agrícola (nuevos empleos, miles, prom.)	91	-141	-288	-82	-71	-159	-250	-282	-312	-304	-256
Tasa de desempleo (promedio, %)	4.6	5.7	8.2	4.9	5.3	6.0	6.7	7.9	8.3	8.4	8.3
Tasa de ahorro personal	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.1	0.4	-0.1	0.1	0.6	1.0
Balanza comercial (mmd)	-700	-680	-582	-177	-181	-177	-146	-144	-161	-157	-121
Balanza cuenta corriente (mmd, anualizado)	-730	-688	-600	-704	-734	-704	-611	-600	-670	-626	-506
% PIB	-5.3	-4.8	-4.2	-5.0	-5.1	-4.9	-4.2	-4.2	-4.7	-4.4	-3.5
Balance fiscal (mmd, año fiscal)	-163	-607	-938	—	—	—	—	—	—	—	—
% PIB	-1.2	-4.2	-6.5	—	—	—	—	—	—	—	—
Mercados Financieros (fdp)											
Fed funds (%)	4.25	0.50	0.50	2.25	2.00	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

mmd miles de millones de dólares
 fdp fin de período
 CPI Índice de precios al consumidor
 PCE Índice de precios del gasto personal en consumo