

Mercados financieros y economía real en Estados Unidos

Las fricciones en los mercados financieros no han venido acompañadas hasta ahora de señales claras de desaceleración económica en Estados Unidos. Es cierto que los datos han seguido mostrando de manera persistente el deterioro del sector residencial. Sin embargo, los datos del tercer trimestre mostraron que el resto de componentes del PIB por el lado de la demanda se mantuvieron sólidos. El consumo siguió creciendo a tasas próximas al 3%, y la inversión no residencial se aceleró hasta el 5%. Por su parte, el incremento de las exportaciones y la contención de las importaciones, consecuencia de la fortaleza relativa de la demanda externa frente a la interna y la depreciación del dólar, llevaron a que el sector exterior aumentara su contribución positiva al crecimiento.

Al mismo tiempo, las fricciones en los mercados financieros continúan: los bancos centrales siguen inyectando masivamente liquidez, que no termina de fluir hacia donde se necesita; el mercado está lejos de encontrar un precio de equilibrio para numerosos activos con riesgo de crédito; y las estimaciones de pérdidas derivadas de los instrumentos financieros con riesgo hipotecario se están revisando al alza. Esto tendrá un impacto en el capital de las entidades financieras expuestas a estos activos que, al requerir consumo de capital, podría llevar a una disminución de la oferta de crédito.

De hecho, la encuesta trimestral más reciente de prácticas crediticias levantada entre los bancos en Estados Unidos tras las fricciones en agosto y septiembre ya muestra cómo las entidades están cuidando su política crediticia. Aunque la evidencia de esta mayor cautela sólo se está viendo en las hipotecas, especialmente las más arriesgadas, y todavía no se percibe de manera clara en el crédito a empresas y en la financiación a través de tarjeta de crédito, todo apunta a que estamos entrando en una fase de mayor restricción de crédito y de un mayor coste de financiamiento para empresas y familias.

El hecho de que hasta ahora no se haya visto de manera clara el efecto de estas fricciones a la economía real muestra que la posición de partida de la economía norteamericana es relativamente sólida, pero no anticipa el final de la historia. Cuanto más tiempo duren las fricciones en los mercados, más acusado será el impacto en la economía real. Los episodios de restricción crediticia que se han sucedido en países desarrollados en las últimas décadas muestran como el impacto tarda en filtrarse a la economía real algunos trimestres, y también que lo hace con una cierta persistencia. Además, si a las consecuencias que tendrá un crédito más caro y concedido de manera menos alegre se junta el impacto de los elevados precios del petróleo, que están moderando la renta disponible, los ingredientes para esperar una desaceleración de las variables de demanda que estaban sosteniendo el crecimiento, especialmente el consumo, están sobre la mesa.

Posiblemente los primeros efectos los empezaremos a ver en los datos del cuarto trimestre. La caída en la confianza empresarial y del consumidor y, especialmente, los datos recientes de ingreso y gasto personal anticipan una moderación de la demanda interna. Es bastante evidente que Estados Unidos va a crecer menos en los próximos trimestres, la duda es cuánto y por cuánto tiempo. Si se normalizan las fricciones financieras, se encuentra un precio para activos con subyacente hipotecario de riesgo, y la restricción crediticia no pasa de una cierta moderación de la oferta, la desaceleración será moderada. A esto podría también ayudar la política fiscal si consigue contener una espiral de mayor deterioro en los embargos de vivienda el próximo año, aspectos en los que está concentrado ahora la administración. Sin embargo, aunque la economía norteamericana ha demostrado en los últimos años ser capaz de batir las perspectivas más negativas, hoy hay evidencia para estar algo más pesimistas que ayer.

Jorge Sicilia
Economista Jefe para Norteamérica, BBVA