

EEUU está viviendo su peor situación económica desde la Gran Depresión, y las perspectivas de corto plazo no son halagüeñas. No obstante, confiamos en que los sólidos fundamentos económicos respaldarán una recuperación sostenible. En la presente edición presentamos un exhaustivo análisis orientado a identificar los problemas y mecanismos que conlleva una potencial recuperación. Como punto de partida presentamos un panorama general de la recesión global, que aclara dentro de qué marco EEUU interactuará económicamente con otros países. A ello sigue nuestra evaluación de las condiciones macroeconómicas locales, que prevemos que seguirán deteriorándose y cuyo resultado será una contracción del PIB para 2009. Esperamos que los estímulos monetarios y fiscales apoyen el proceso de recuperación, aunque a un ritmo moderado.

También en la región del "Sunbelt" estadounidense, donde está presente el BBVA Compass, está previsto que la actividad económica decaiga en 2009, dado que Arizona y Florida seguirán sufriendo significativas presiones. No obstante, es posible que en esta región la recesión sea menos severa que en el resto del país, en tanto que la recuperación será ligeramente más rápida. Todavía prevemos que los resultados de Colorado y Texas serán mejores que los de otros estados. Estos resultados han sido confirmados por nuestros índices de actividad estatal mensuales, herramientas de demostrada capacidad predictiva basadas en una serie de ecuaciones que presentamos en esta edición. Prevemos que los riesgos de reducción del crecimiento seguirán siendo elevados debido a las repercusiones de la desaceleración económica global sobre las exportaciones y a la aguda caída del sector de tecnología punta.

A nivel macroeconómico presentamos cuatro análisis básicos. El primero tiene que ver con las finanzas estatales, que se encuentran sometidas a considerables tensiones y que posiblemente sigan experimentando presiones adicionales. Los estados que han mantenido la prudencia fiscal, como Texas, estarán mejor preparados para capear el temporal. Además, presentamos una estimación de las consecuencias del paquete de estímulos fiscales a nivel estatal. El segundo análisis ofrece una evaluación de las tendencias económicas en el sector inmobiliario. Creemos que las ventas de viviendas tocarán fondo hacia mediados de 2009. Aunque el mercado inmobiliario no residencial seguirá sometido a presiones, podemos identificar oportunidades en el segmento multifamiliar. Además, presentamos un panorama de alternativas al financiamiento hipotecario tal y como se están aplicando en otros países.

El tercer análisis está centrado en las ventas de vehículos nuevos dentro de las regiones en que estamos presentes. Prevemos que las ventas de vehículos nuevos seguirán endebles en lo que queda de 2009. En la región caerán en torno a un 24%, sobre todo como resultado de la fragilidad de los mercados de trabajo y las continuas tensiones financieras. En nuestra opinión, las ventas de vehículos nuevos se incrementarán en 10% en 2010 y mostrarán una lenta recuperación en los años subsiguientes. Por último, como continuación de la edición del cuarto trimestre de 2008, incluimos la segunda parte de nuestro análisis del sistema de atención sanitaria. La región del "Sunbelt" en la que opera el BBVA Compass debe enfrentarse a un reto mucho mayor que el resto del país como consecuencia de cuestiones de cobertura y calidad. Si se aplicasen buenas prácticas, ello ofrece oportunidades de mejorar la eficacia y la calidad con un marco fiscal sostenible.

Esperamos que la lectura de esta edición le resulte amena y útil para usted y sus actividades.

Atentamente,
Nathaniel Karp

Reacciones Generalizadas a la Crisis Global

La incertidumbre todavía pesa sobre el sistema financiero global a medida que se acelera su llegada a la economía real

La evolución de los mercados financieros en los últimos meses se ha caracterizado por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, que tuvo como consecuencia una aversión al riesgo generalizada, el cierre de los mercados de financiamiento y, en última instancia, los problemas de solvencia de muchas instituciones financieras. En tal situación, las primas de riesgo y liquidez se dispararon, con lo que a los gobiernos de las economías desarrolladas no les quedó más opción que intervenir en los mercados. Tales intervenciones contienen elementos comunes, como por ejemplo el aumento de las garantías de depósitos o los programas de adquisición de activos implementados para evitar las ventas de los mismos con pérdidas, susceptibles de provocar masivas pérdidas a la banca. No obstante, estas medidas tuvieron muy poco éxito y los gobiernos han decidido inyectar capitales en las exangües instituciones financieras, así como garantizar sus emisiones de deuda. Estos programas han sido implementados con la intención de restablecer la confianza en el mercado y promover la reapertura de los mercados de crédito a mediano plazo.

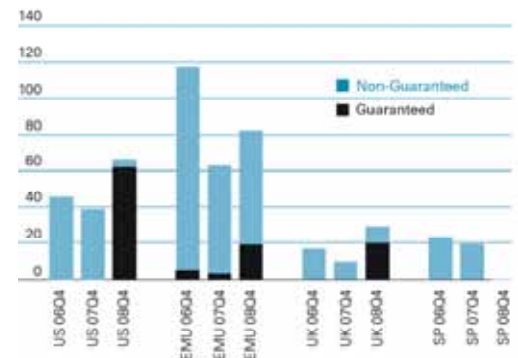
Al mismo tiempo, los bancos centrales introdujeron nuevas medidas orientadas a aliviar las tensiones de los mercados financieros, o bien ampliaron las ya existentes. Por ejemplo, la Reserva Federal incrementó la cuantía que presta a través de sus líneas de liquidez, creando una nueva línea cuyo propósito es reactivar el sector de financiamiento mediante efectos mercantiles. Por su parte, el Banco Central Europeo decidió realizar las operaciones de refinanciamiento a largo plazo mediante un procedimiento de subasta de renta fija, así como ampliar la lista de activos considerados como avales. Por último, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas y de algunos mercados emergentes (como Brasil, México, Corea y Singapur) ampliaron sus programas de acuerdos de intercambio bancario de divisas para tener un mejor acceso al financiamiento en dólares.

El éxito de estos intentos ha sido desigual. En lo que respecta a liquidez se consiguieron importantes avances. El incremento de los préstamos de los bancos centrales a las instituciones financieras ha posibilitado una brusca reducción de los diferenciales de liquidez en los mercados interbancarios. Por ejemplo, el diferencial entre Libor a 3 meses y los pronósticos de tasas a un día para el correspondiente vencimiento ha caído desde más de los 360 puntos base que alcanzó cuando la quiebra de Lehman Brothers a menos de 100 en febrero de 2009. No obstante, este nivel sigue siendo mucho más alto que el registrado durante el primer semestre de 2008 (en torno a 50-60 pb). En cuanto a financiamiento a mediano plazo, los programas de garantía de la deuda bancaria han permitido cierta recuperación de las emisiones de las instituciones financieras, pero todavía a un alto costo y con volúmenes que no compensan la sequía de los mercados de titulación. Estos programas han tenido menos éxitos en lo que respecta a la estabilización de las instituciones financieras, lo que ha obligado a las autoridades a inyectar en ellas importantes sumas de capital mediante diversos instrumentos.

En todo caso, la actual turbulencia financiera ya viene durando 18 meses. Por otra parte, las perspectivas negativas se han trasladado a la economía real, viéndose el crédito global claramente afectado por la crisis financiera.

Emisiones de Deuda Bancaria

Billones de euros



Fuente: Bloomberg y BBVA

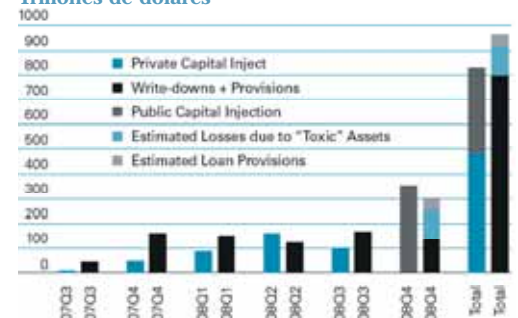
Aversión al Riesgo como se Mide en Volatilidades Implícitas



Fuente: Bloomberg

Bancos en el Mundo: Provisiones e Inyección de Capital por Trimestres

Trillones de dólares



Fuente: Bloomberg

EEUU: Papel Comercial
Trillones de dólares



Fuente: Reserva Federal

En este aspecto, la recesión económica ha golpeado rápido y duro. Las economías de EEUU, Europa y Japón han experimentado un fuerte deterioro cíclico que, en el cuarto trimestre de 2008, se ha traducido en índices de crecimiento negativos del orden de -1.6%, -1.5% y -3.3%, respectivamente (no anualizados), lo cual ha confirmado la severidad de la crisis y la extrema sincronización de la desaceleración. También en los mercados emergentes el crecimiento económico ha disminuido en el último trimestre de 2008, y ha afectado a todas las regiones geográficas desde Asia hasta América Latina. En general, a medida que la demanda global se ha desplomado, los efectos de la crisis financiera sobre la economía real han sido más pronunciados en aquellos países en los que anteriormente el crecimiento se apoyaba en el sector exportador.

La magra demanda global ha empujado a la baja a los precios de las materias primas, lo cual ha contribuido a aliviar las presiones inflacionarias que impedían que algunos bancos centrales recortasen las tasas de interés. De hecho, en Europa la inflación general caerá por debajo del nivel del 1%, en tanto que en EEUU entrará en las cifras negativas. El riesgo de deflación obligó a los bancos centrales de los países desarrollados a adoptar medidas urgentes que les llevaron a flexibilizar rápidamente sus políticas monetarias. También en los mercados emergentes se ha iniciado un ciclo de flexibilización de la política monetaria, que continuará toda vez que la evolución del mercado cambiario lo permita. En todo caso, considerando la gravedad de la crisis a la que nos enfrentamos y dejando margen para algunos riesgos deflacionarios, los bancos centrales no tendrán más alternativa sino mantener bajas las tasas de interés durante un período prolongado. Pero cuando esto ocurra, la política monetaria perderá parte de su eficacia, dejando lugar para que las políticas fiscales jueguen un papel preponderante.

En ese caso, la cuestión será cómo implementar estos programas fiscales para que estimulen adecuadamente la economía y rompan el círculo vicioso entre las variables financieras y reales. En EEUU, uno de los pilares fundamentales del programa del presidente Obama para luchar contra la recesión es un plan de estímulo valorado en 787 mil millones de dólares. En Europa, los gobiernos nacionales han lanzado sus propias iniciativas en el terreno fiscal, aunque en general son menos importantes que la estadounidense. Por otra parte, el proceso de toma de decisiones políticas de la Unión Europea —caracterizado por su falta de coordinación— también podría ser un obstáculo en el proceso de recuperación. También algunos países emergentes están implementando sus propios planes de estímulo fiscal con el objeto de evitar la recesión. Específicamente, está previsto que el plan de estímulo chino alcanzará una cifra superior al 12% del PIB en los dos próximos años.

En suma, la actual recesión y el entorno de baja inflación serán los determinantes fundamentales de la curva de rendimiento. Las tasas de largo plazo seguirán bajas en lo que queda de 2009 a pesar del aumento de la emisión de deuda que será necesario para financiar los planes fiscales. Prevemos que hacia 2010 las tasas de interés comenzarán a incrementarse, aunque de todos modos se mantendrán en niveles considerados mínimos históricos.

En cuanto al mercado cambiario, la debilidad del crecimiento europeo —en comparación con el estadounidense— conllevará que el dólar siga apreciándose. En particular, los flujos de capitales y los diferenciales de tasas de interés fundamentan la previsión de que los inversionistas internacionales seguirán prefiriendo EEUU como refugio financiero para activos seguros y líquidos.

EEUU: Rendimiento de los Bonos del Tesoro a 10 Años
Promedio mensual



Fuente: Robert J. Shiller y Bloomberg

Medidas Gubernamentales y Perspectivas Económicas en EEUU

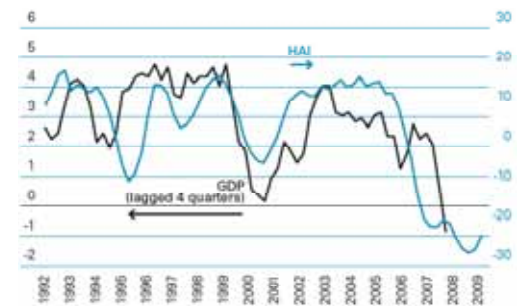
Los riesgos siguen empujando el crecimiento a la baja

Los indicadores económicos apuntan a que la actual recesión se ha profundizado. Durante el cuarto trimestre de 2008, el producto interno bruto (PIB) cayó en un 6.2%, el descenso más pronunciado de los últimos 16 años. En el mismo período, la ocupación no agrícola asalariada disminuyó en 1.5 millones de puestos de trabajo, en tanto que las cifras de empleo sugieren una tendencia similar en el primer trimestre de 2009. La creciente destrucción de empleo, la disminución de la riqueza y el endurecimiento de las condiciones financieras continuaron reduciendo el consumo, que alcanzó sus cifras más bajas desde el segundo trimestre de 1980. Hasta la fecha, las consecuencias más duras se han registrado en las compras de bienes duraderos, que han caído a sus niveles per cápita más bajos del último medio siglo. También las compras de bienes no duraderos han caído significativamente. Es probable que estas tendencias continúen mientras las familias refuercen sus ahorros para reequilibrar su posición financiera.

La naturaleza global de la recesión redujo las exportaciones reales en un 24% durante el cuarto trimestre de 2008, la contracción más pronunciada en 37 años. A medida que las ventas locales y extranjeras disminuyen, las empresas continúan recortando las inversiones de capital e incrementando los despidos masivos. En el cuarto trimestre de 2008, la inversión no residencial cayó abruptamente debido a la fuerte caída de la demanda de equipos y software. Esto destaca el hecho de que la recesión se ha generalizado entre los diversos sectores. En enero, los pedidos de bienes de capital no destinados a la defensa disminuyeron en un 21% con respecto a su máximo, en julio de 2008. Las perspectivas de una rápida recuperación no son esperanzadoras debido a la caída de utilidades y a las malas perspectivas empresariales. Por otra parte, prosigue el duro ajuste del mercado de la vivienda. En enero, tanto la construcción nueva como las ventas de vivienda nueva cayeron a los niveles más bajos desde que se registran estas cifras, lo cual empujó todavía más hacia abajo los precios. Esta situación es susceptible de hundir los patrimonios familiares e incrementar la presión sobre los balances de los bancos.

Los riesgos de contracción persisten a medida que se generaliza la destrucción de empleo y continúa la inestabilidad financiera. El gobierno ha adoptado importantes medidas al aprobar la Ley de Recuperación y Reinversión de 2009, un paquete fiscal de 789 mil millones de dólares que combina el alivio fiscal con el gasto. El plan pretende estimular la economía creando o protegiendo entre tres y cuatro millones de puestos de trabajo, y facilitando 150 mil millones de dólares a las familias de bajos ingresos. Asimismo, el Departamento del Tesoro anunció el Plan de Estabilidad Fiscal para restablecer el crédito mediante la reducción de la incertidumbre, la inyección de capital, la limpieza de activos tóxicos de los balances de la banca, el restablecimiento de los mercados de titulación y la mitigación de las ejecuciones hipotecarias. Otras entidades —como la Reserva Federal, la FDIC (Corporación de Depósitos y Seguros Federales), la OTS (Oficina de Supervisión del Ahorro) y la OCC (Oficina del Controlador de la Moneda)— siguen adoptando medidas en apoyo de los mercados financieros. Las repercusiones de estas medidas sobre la economía están rodeadas de incertidumbre, dada la magnitud de la crisis. Prevemos que el PIB caerá un 1.2% en 2009 y que comenzará a recuperarse lentamente, hasta el 1.5%, en 2010. Es posible que el excedente de capacidad y los bajos precios de la energía mantengan la inflación en niveles muy bajos. No obstante, el riesgo de deflación ha sido contenido por la expansiva política monetaria. La Fed mantendrá su tasa de interés de referencia en lo que queda de 2009. Los principales riesgos en este escenario son que los estímulos fiscales no resulten eficaces y/o que las tensiones financieras se prolonguen demasiado tiempo. Esto podría retrasar el proceso de recuperación y profundizar la contracción.

BBVA EEUU Índice de Actividad Hipotecaria (HAI) y PIB Real Variación % trimestral



Fuente: BBVA y BEA

BBVA EEUU Índice de Actividad Mensual (MAI) y PIB Real Variación % trimestral



Fuente: BBVA y BEA

Balance Fiscal Federal % del PIB



Nota: Pronóstico a partir de 2008
Fuente: BBVA y CBO