

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 443, 23 de Julio de 2008

AL INSTANTE

### **ESTADOS UNIDOS: BAJO CRECIMIENTO, ALTA INFLACIÓN Y GRAVES DIFICULTADES EN EL MERCADO DE CRÉDITO HIPOTECARIO**

Últimamente, existe la percepción de que la economía de Estados Unidos ha estado creciendo algo más de lo que se proyectaba hace unos meses atrás. Mientras tanto, la crisis financiera y de crédito se ha profundizado, amenazando con un riesgo sistémico, como fue el problema de liquidez de Fannie Mae y Freddie Mac, gigantes instituciones de crédito hipotecario.

La tasa de crecimiento del PIB de Estados Unidos para el primer trimestre de 2008 fue recientemente revisada al alza, estableciéndose en un 1% con respecto al trimestre anterior, demostrando que la desaceleración económica estadounidense no ha llegado a un estado de recesión, como se temía durante los primeros meses del año.

El crecimiento durante el primer trimestre se caracterizó por una menor participación en la contribución a la acumulación de inventarios, mientras que el consumo mostró un aumento de un 1,1% anual, mejor de lo que muchos

analistas esperaban dados los resultados de los reportes de expectativas de los consumidores, que presagiaban un panorama más desalentador. La demanda interna, por su parte, continuó desacelerándose, creciendo sólo un 0,2% durante este trimestre con respecto al período anterior, debido a la fuerte contracción de la inversión, que creció a una tasa negativa de 6,9%, y a la desaceleración del consumo, que se incrementó en un 1,1% con respecto al cuarto trimestre de 2007.

El crecimiento mundial, si bien ha experimentado una desaceleración, no ha alcanzado las dimensiones de la aguda caída del norteamericano; es más, la demanda externa, sobre todo la proveniente de las grandes economías emergentes, ha sido el soporte del crecimiento de esta economía durante el primer trimestre, previniendo la ocurrencia de una recesión, contribuyendo las exportaciones con el 0,79% del 1% del crecimiento del PIB.

El fortalecimiento del sector externo se debe, en primer lugar, a la depreciación que ha experimentado el dólar desde el 2002 en adelante, período en que ha disminuido su valor entre un 25% y un 30% con respecto a una canasta ponderada de divisas, mejorando la competitividad de Estados Unidos en relación al resto del mundo.

El fuerte crecimiento de la economía global durante los últimos años, sobre todo por parte de las economías asiáticas emergentes, ha impulsado la demanda externa por bienes norteamericanos. Como lo consigna el Financial Times en un artículo reciente, por cada punto porcentual de crecimiento de la demanda interna del resto del mundo por sobre el crecimiento del PIB de Estados Unidos, este país incrementa su balanza comercial en US\$50.000 millones. Los dos efectos, en conjunto, han contribuido a un aumento real de US\$150.000 millones del saldo de la balanza comercial en el año 2006, y aportarán un incremento similar para el año 2009.

Analistas internacionales han señalado que para el segundo semestre de 2008, se proyecta una tasa de crecimiento económico de un 2%, aumentando las expectativas con respecto a las que se tenían a inicios del año, que anticipaban un 1% para este trimestre.

El aumento de las expectativas de crecimiento se deben principalmente a los resultados favorables observados en distintos indicadores, que muestran un aumento de un 2,2% en el gasto en consumo durante el segundo trimestre, debido en parte a las devoluciones de impuestos y un aumento de la construcción no residencial, a pesar de

las condiciones de crédito más restringidas. Además, que las exportaciones mejoran su ritmo de crecimiento para este trimestre, de acuerdo a los últimos datos conocidos.

A pesar del aumento de las expectativas de crecimiento para el segundo trimestre, no se espera que este ritmo de se mantenga para el tercer trimestre, ya que las proyecciones son sólo de un 1% para este período.

Este descenso de las expectativas de crecimiento se debe principalmente a los efectos perjudiciales sobre el consumo de la mayor inflación, que se espera que alcance el 7% durante el tercer trimestre con respecto al trimestre anterior, debido principalmente al progresivo aumento del precio del petróleo, que ha superado, en varias oportunidades, los US\$140, y a la continua alza en los precios de los alimentos.

### **CRECIENTE INFLACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE CRISIS CREDITICIA**

La inflación en Estados Unidos continúa su tendencia creciente, iniciada durante los últimos meses del año 2007, después del estallido de la crisis hipotecaria. La inflación durante el mes de mayo creció un 0,8% con respecto a abril (0,6%). En el mes de junio, la inflación aumentó un 1,1% con respecto a mayo, llegando a un 5% de inflación anual, la más alta en 17 años.

Con ello aumenta la inflación acumulada a un 4,2% para los primeros seis meses del año.

Los rubros que experimentaron mayores alzas de precios fueron la energía, que aumentó sus precios en un 24,7% en doce meses, y commodities, que crecieron un 6,9%. Excluyendo a los alimentos y la energía, los precios han crecido un 2,4% en doce meses. Los crecientes precios del petróleo a nivel internacional, y el aumento de los precios de los alimentos, producto de la mayor demanda proveniente de las grandes economías emergentes, son las causas principales del alza inflacionaria.

Además, la creciente liquidez generada por las continuas bajas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal también ha cumplido un rol importante en la generación de presiones inflacionarias de carácter monetario.

En respuesta a la creciente inflación, la Fed decidió mantener la tasa de interés de referencia en un 2% durante su última reunión de política monetaria, a fines de junio, deteniendo de esta manera los continuos recortes de tasa de interés efectuados desde el inicio de la crisis de los créditos hipotecarios subprime, con el objetivo de inyectar liquidez al sistema financiero y reducir, de esta manera, el temor producto de una posible falta de liquidez del mercado que podría haber conducido a un grave problema en el sector financiero.

Si bien lo anterior es una señal de que existe preocupación por parte de la Fed por el problema inflacionario, no se han dado señales de una próxima alza en la tasa de interés en las futuras reuniones de política monetaria, lo que es preocupante dada la inminente alza de los precios del petróleo y los alimentos a nivel mundial que conduciría a mayores

niveles de precios durante el resto del año.

Además, es preocupante el alza de las expectativas de inflación, que de acuerdo a una medición realizada en julio por la Universidad de Michigan, alcanzaría a 5,3% para los próximos doce meses y 3,4% para los próximos cinco años. La Fed debería tomar en cuenta esta alza en las expectativas al tomar las próximas decisiones de política monetaria, dado el importante papel que desempeñan las acciones de la Fed en la formación de expectativas inflacionarias y, a su vez, el fuerte rol de las expectativas de inflación en la determinación de la tasa efectiva de inflación que se observará en el futuro.

Desde septiembre del año pasado, la tasa de interés se ha reducido en 275pb, de un 4,75% al 2% actual, establecido a fines de abril. El último recorte de mayor magnitud fue realizado en el mes de marzo, cuando la Fed redujo la tasa de referencia en 75pb. Durante ese mes, existió un gran temor de que se entrara en una crisis financiera de grandes magnitudes, debido a la caída de Bear Stearns, el quinto banco de inversión más grande de Estados Unidos, uno de los más afectados por la crisis hipotecaria subprime.

A mediados de marzo, Bear Stearns reconoció sufrir un deterioro significativo en su posición de liquidez, razón por la cual JP Morgan y la Reserva Federal debieron salir a su rescate, garantizando su financiamiento por 28 días. Finalmente, JP Morgan adquirió la entidad, con el respaldo de la Fed, por US\$236 millones, equivalente a 2 dólares por acción, un precio irrisorio considerando que la semana anterior a

la compra su acción se transaba a un precio de US\$30.

En respuesta a la caída de Bear Stearns, la Fed implementó la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), que posibilita préstamos a los operadores primarios (las firmas más grandes que se relacionan directamente con la Fed) a través de una ventana de descuento que utiliza distintas formas de colateral, entre ellas, préstamos respaldados en hipotecas, a la misma tasa que obtienen las instituciones de depósito.

Actualmente, la PDCF alcanza los US\$17.000 millones. Además, se ha implementado la Term Securities Lending Facilities (TSLF), por US\$140.000 millones, que entrega a los operadores primarios préstamos en bonos del Tesoro, a cambio de activos de menor liquidez. Estas se suman al Term of Auction Facility (TAF), introducido en diciembre de 2007, consistente en subastas quincenales por medio de las cuales se otorgan créditos a 28 días a cambio de activos ligados a hipotecas.

El mercado de la vivienda en Estados Unidos continúa deteriorándose. Los precios de las viviendas, medidos por el índice Case-Shiller de Standard & Poor's, reflejan una caída de un 15,3% anual en Abril, frente a un 14,3% del mes de marzo, mientras que las ejecuciones hipotecarias siguen siendo elevadas. A lo anterior se suman las contracciones de las demandas de viviendas nuevas y usadas, que en los últimos seis meses han caído un 18,6% y un 0,6% respectivamente.

El Secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, señaló

recientemente que es probable que la caída repentina del mercado de la vivienda sea prolongada, representando un riesgo considerable de desaceleración de la economía norteamericana.

La caída de los precios de las viviendas induce la generación de activos malos, que disminuyen el valor de las carteras de las instituciones de inversión, afectando sus necesidades de capital y, por consiguiente, la disponibilidad de crédito en el mercado financiero.

La crisis hipotecaria continúa su evolución. A la caída de Bear Stearns en marzo y las cuantiosas pérdidas declaradas por distintas entidades financieras, se suma ahora el plan de rescate emprendido por el Tesoro estadounidense y la Fed, de Fannie Mae y Freddie Mac, dos grandes firmas hipotecarias creadas por el gobierno federal, que juntas suman cerca de la mitad del valor total de las hipotecas del país, equivalentes a US\$5.200.000 millones.

El plan contempla préstamos de emergencia para las entidades en los mismos términos que a los bancos, y la compra de acciones, en caso de ser necesario. Además, autoriza a la Fed de Nueva York a extender préstamos a ambas instituciones, contra un colateral adecuado. La medida refleja el temor de las autoridades norteamericanas de que una eventual caída de ambas firmas cause estragos en el mercado de la vivienda americano, socave la débil confianza de los inversionistas en el mercado americano y profundice aún más la crisis financiera, reviviendo las posibilidades de un rebrote del riesgo sistémico que se creía ya superado.

## CONCLUSIONES

La economía norteamericana enfrenta en la actualidad un duro escenario. Si bien durante la primera mitad del 2008 se logró evitar la tan temida recesión económica, el bajo crecimiento registrado durante los dos primeros trimestres y las crecientes presiones inflacionarias, sumadas a los estragos causados por la crisis de los créditos hipotecarios subprime, continúan ensombreciendo el panorama económico.

Ben Bernanke, presidente de la Fed, señaló recientemente ante el Congreso que las principales dificultades que enfrenta hoy la economía americana son las tensiones en el mercado financiero, la caída de las viviendas, el debilitamiento del mercado laboral y los precios crecientes del petróleo y los alimentos.

Bernanke destacó que las medidas tomadas para inyectar liquidez al mercado lograron aliviar en cierta medida las tensiones en el mercado financiero, aunque reconoció que los sucesos recientes, incluyendo el colapso de Fannie Mae y Freddie Mac, demuestran que se mantiene el estrés en los mercados financieros, y justificó el rescate de ambas instituciones, afirmando que la estabilidad financiera es la primera prioridad de la Autoridad Monetaria.

Bernanke atribuyó la inflación a los crecientes precios del petróleo, los alimentos y otros commodities, producidos por la fuerte demanda mundial por estos y a cierta debilidad en la oferta. Espera que en los próximos

dos años la inflación tienda a disminuir, producto de la desaceleración económica mundial que debería desincentivar la demanda por commodities, aunque reconoce que el panorama inflacionario es “inusualmente incierto”, no descartando la posibilidad de riesgos inflacionarios derivados de un posible aumento de los precios de los commodities.

En este contexto, señaló que es una “responsabilidad crítica” de la autoridad monetaria prevenir la generación de expectativas de inflación altas, que lleven a la fijación de precios y salarios mayores, lo que produciría un aumento indeseado del nivel de precios en el largo plazo.

En este sentido, pareciera que los objetivos de la autoridad monetaria de mantener la estabilidad financiera, por un lado, y control de las presiones inflacionarias, por otro, comienzan a entrar en conflicto, ya que las diversas medidas implementadas para inyectar liquidez al mercado y las continuas reducciones de la tasa de referencia, si bien han logrado aliviar ciertas tensiones financieras, han propiciado la generación de presiones inflacionarias y han comenzado a afectar la formación de expectativas de inflación, que podrían tener altos costos en términos de mayores niveles de precios en el largo plazo.

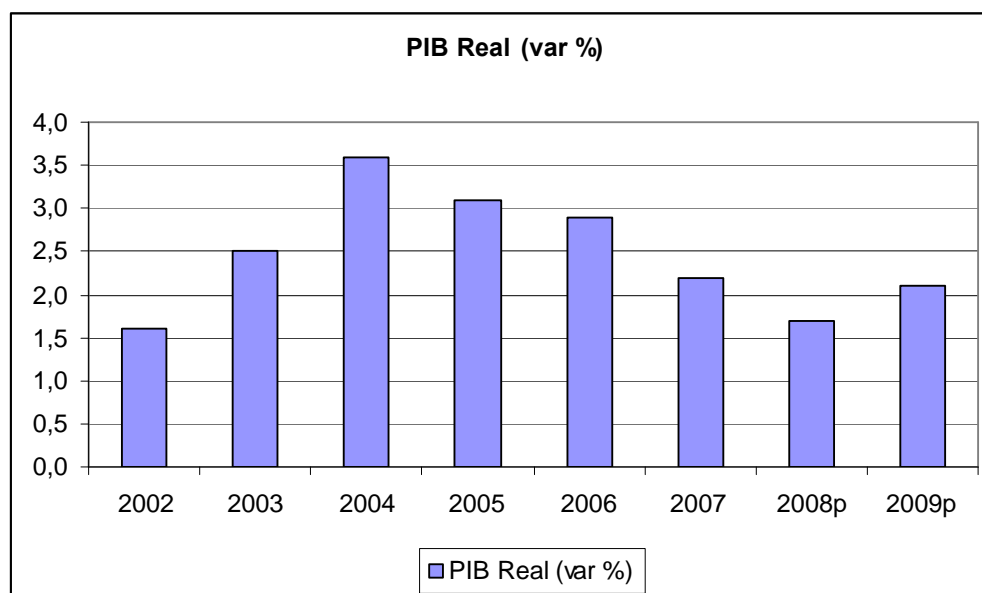
En consecuencia, es necesario que la Fed reafirme su compromiso con el control de la inflación y endurezca la política monetaria, ponderando las necesidades de estabilidad financiera de corto plazo con la estabilidad macroeconómica y de precios en el largo plazo ►

**Cuadro N°1**  
**Índices Económicos de Estados Unidos**

	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB Real (var %)	3,6	3,1	2,9	2,2	1,7	2,1
Demanda Doméstica (var %)	4,1	3,1	2,8	1,5	0,8	1,7
Consumo Privado (var %)	3,6	3,2	3,1	2,9	1,6	1,7
Inversión Fija (var %)	7,3	6,9	2,4	-2,9	-3,8	-1,6
Inversión Directa (MMUS\$)	135.826	101.025	175.394	-	-	-
Exportaciones (var %)	9,7	6,9	8,4	8,1	7,8	6,2
Importaciones (var %)	11,3	5,9	5,9	1,9	0,3	2,7
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,5	-6,1	-6,2	-5,3	-4,8	-4,6
Balance Fiscal (% del PIB)	-4,4	-3,6	-2,6	-2,5	-4,5	-4,2
Inflación (var %)	2,7	3,4	3,2	2,9	4,4	2,5

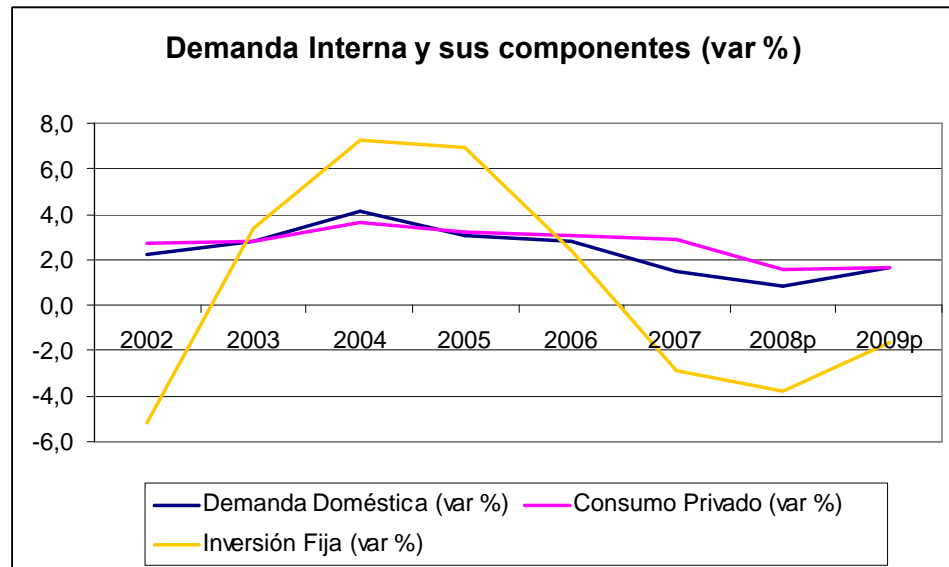
Fuentes: JP Morgan, FMI, UNCTAD

**Gráfico N°1**  
**PIB Real (var %)**



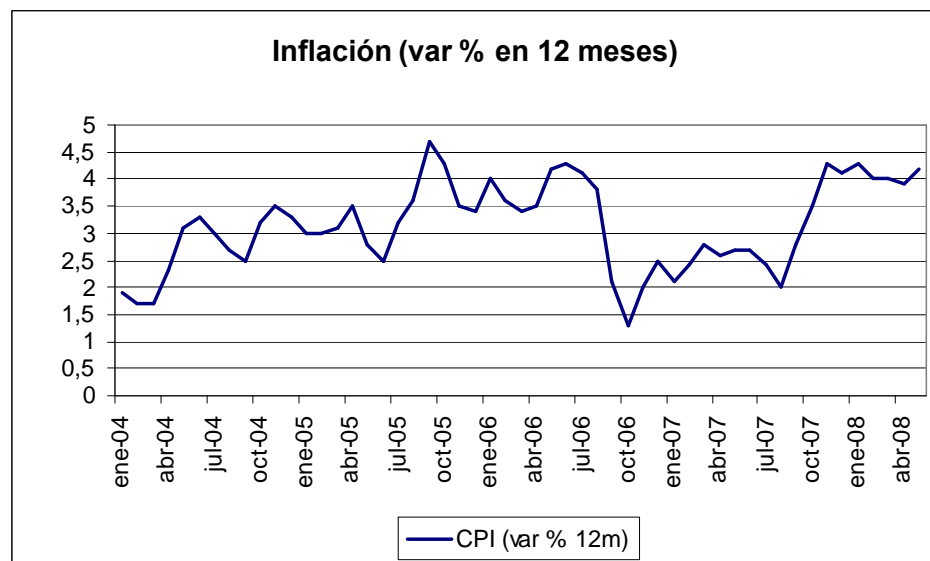
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N°2**  
**Demanda Interna y sus componentes (var %)**



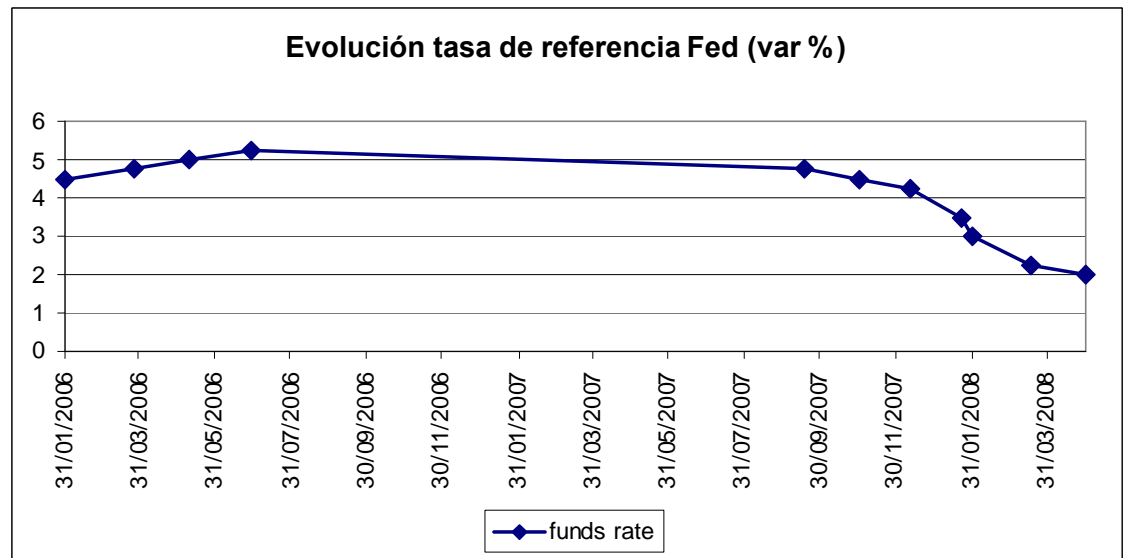
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N°3**  
**Inflación (var % en 12 meses)**



Fuente: BLS

**Gráfico N°4**  
**Evolución de la Tasa de Referencia Fed**



Fuente: Fed

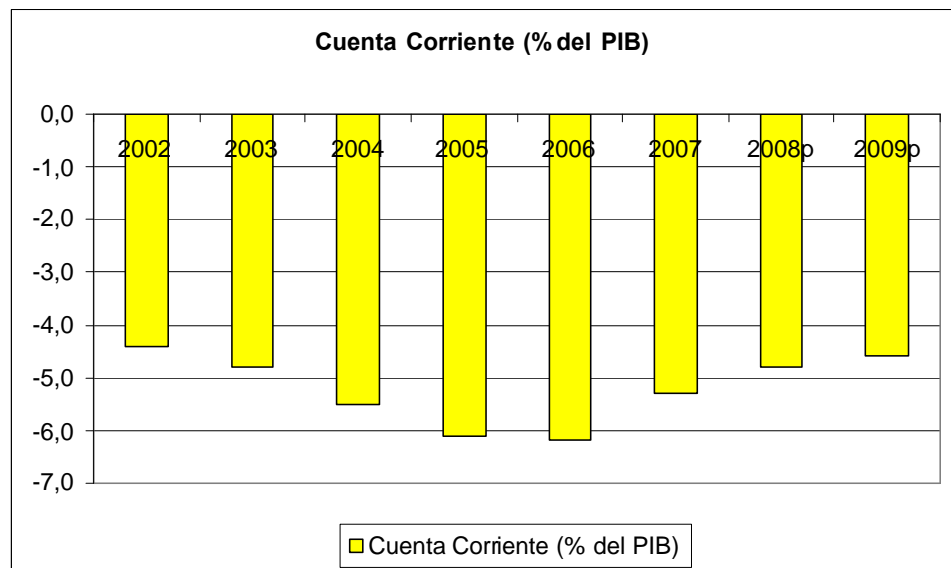
**Cuadro N°2**  
**Tasa de Referencia Fed**

	3 de julio de 2008	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09
Fed funds rate	2,00	2,25	2,25	2,50	3,00	3,50

Fuente: JP Morgan

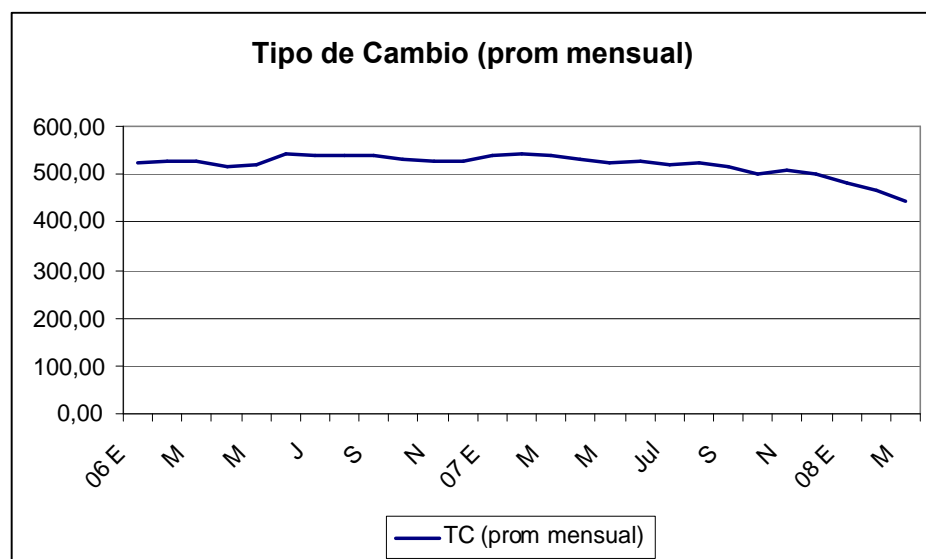


**Gráfico N°5**  
**Cuenta Corriente (% del PIB)**



Fuente: JP Morgan

**Gráfico N°6**  
**Tipo de cambio**  
**Paridad pesos por dólar (promedios mensuales)**



Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico N°7**  
**Comercio de Chile y Estados Unidos**



Fuente: Banco Central de Chile