



Estados Unidos: ¿Euro esclerosis?

Malas noticias provenientes del empleo en el sector privado y la producción, acompañada de altos precios, sugieren que la tendencia a la recuperación de los últimos meses se ha debilitado. Los spreads de crédito por mayores riesgos probablemente aumentarán y los precios internos se mantendrán bajos, hasta que no exista evidencia de un crecimiento más sólido por parte de los indicadores, que señalan aún una subutilización de recursos productivos, presentando aun riesgos en el mercado. La economía norteamericana creció 1,8% en base anual en el primer trimestre y, tal vez, ligeramente más, en el segundo.

Los nuevos riesgos microeconómicos que enfrenta Estados Unidos provienen de la disminución del consumo doméstico debido a mayores spreads, junto con la incapacidad actual de alcanzar mayores niveles de utilización de los distintos factores de la economía, a pesar de los fuertes paquetes de estímulos otorgados por el gobierno, ahora en retirada. La menor cantidad de trabajos creados implica una menor capacidad de consumo para las familias, lo cual podría repercutir en una reducción de la oferta, pudiendo amenazar el leve crecimiento experimentado recientemente. Por otra parte, y con un efecto contractivo mayor, la riqueza podría tender a disminuir en el corto plazo, provocando ciertas presiones deflacionarias y menoscabando el valor de los activos, en especial los que aun siguen débiles como los colaterales de mutuos hipotecarios.

Extrañamente, Estados Unidos está aproximándose en forma gradual a una vía que mantiene, hoy día, a gran parte de Europa con agudos problemas soberanos, débiles sistemas bancarios y rigidez económica.

El segundo round de “quantitative easing” (QE) está terminando sin señales de la FED de que surja un tercer round. Ben Bernanke ha dicho que la política monetaria no puede ser una panacea.

La importancia de mantener altos los niveles de ocupación de los recursos en una economía, no debe ser subestimada. Los mercados financieros cayeron en una depresión cuando la tasa de utilización se mantuvo baja durante los últimos tres

}

trimestres de 2007. Es por esto que la prioridad actual debiese abocarse al establecimiento de una estrategia para generar un mayor dinamismo en la economía. El desafío es complejo si consideramos que el nivel actual de empleo es 7 millones menor al de 2008, junto con estar en un contexto global de bajo dinamismo industrial, debido al impacto del desastre en Japón, altos precios de los commodities y mayores costos de financiamiento.

Existen, además de los impedimentos económicos y financieros antes mencionados, impedimentos políticos fuertes, que afectan, asimismo, la confianza de los agentes económicos. El Presidente Obama señaló, esta semana, que “los problemas de deuda y de déficit que vive el país son un impedimento concreto al crecimiento económico y a la generación de empleo”. La imposibilidad de avanzar en la solución de estos dos graves desequilibrios es un problema político de responsabilidad del propio Presidente Obama y de la oposición republicana. El liderazgo del Presidente Barack Obama en materia económica ha sido ambiguo y en el curso de un espacio de tiempo limitado ha perdido a sus más destacados colaboradores.

Señales de disminución del dinamismo económico

Uno de los primeros indicadores de una menor actividad económica fue el shock de un aumento de 13,6% en la demanda promedio de 4 semanas de subsidios por empleo, a mediados de marzo. Esto generó un aumento del 10,2% en los beneficios para desempleados en abril.

La actual desaceleración parece tener alcances internacionales. Durante mayo de 2011 el índice industrial mundial (PMI) cayó a su nivel mínimo, desde septiembre de 2010. La interrupción de suministros debido al desastre en Japón y la recesión consiguiente de esa economía, son sólo algunos de los factores que explican esta situación. El excesivo costo de los commodities, producto de la especulación, ha mantenido a los mercados a la espera de correcciones de sus precios. Por otra parte, los bonos del tesoro a 10 años han aumentado, reflejando la percepción del mercado de una débil confianza en los mercados estadounidenses. Específicamente, la incertidumbre y el mayor riesgo se han reflejado en el spread de tasas entre los bonos a 5 y 10 años, el cual en febrero de 2009 era de 0,74 y actualmente se encuentra en 1,42. Sólo si la actividad económica logra retomar un ritmo más acelerado podrá mantener la tasa del tesoro a 10 años cercana a 3%. No obstante, si la tendencia actual se mantiene, es esperable que debido al aún débil sector inmobiliario, el crédito a los hogares y las pequeñas empresas también se debilite y la tasa a 10 años se acerque al 2,54% alcanzado en octubre de 2010. Actualmente, la tasa de bono a 10 años es de 2,9.

Una tasa baja de política monetaria por parte de la FED, debiese tender a mantener estable la actual debilidad de las tasas sobre los bonos, si nos remontamos a la historia de recesiones en Estados Unidos, en períodos en los cuales ha sido difícil fortalecer el crecimiento, la tasa se ha mantenido entre 0% y 0,25%, por lo que es esperable que este mismo rango se mantenga al menos hasta mediados de 2012.

El índice de actividad industrial en Estados Unidos disminuyó considerablemente en mayo luego de una caída de 6,9 puntos, la mayor desde enero de 1984. Si el índice industrial cae a un nivel inferior a 50, existe una alta probabilidad de mantener tasas bajas por más tiempo y de persistir en una mayor ampliación de los spread de crédito. En este sentido, la caída desestacionalizada anual en las ventas de vehículos ligeros en Estados Unidos de las 13,1 millones de unidades en abril a 11,8 millones de unidades en mayo, sugieren que el índice industrial podría mantenerse plano.

El crédito es vital para propagar una mayor inflación. La evidencia histórica indica claramente que un episodio prolongado de rápido crecimiento en los precios requiere una fuerte expansión de los medios de pago y del crédito. Esto es casi imposible lograrlo en un contexto de deflación en los precios de los bienes raíces. Mientras este sector siga en caída, la capacidad de los bancos para proveer préstamos a consumidores y pequeñas empresas caerá bajo lo normal. Y sin mayor crecimiento en los préstamos para el sector privado, los beneficios para la actividad económica y la presión de la inflación seguirán siendo limitadas.

La caída en los precios de los bienes raíces y sus repercusiones

Los precios de las casas en Estados Unidos cayeron un 4,2% en el primer trimestre de 2011 (según el índice de Case-Shiller National Home Price Index), mientras que los precios de los bienes raíces comerciales disminuyeron, también, en 4,2% en el mes de marzo (medido por el índice de Moody's Commercial Property Price Indicator). Ambos han retrocedido ya a sus niveles de 2002. Esto es negativo en términos crediticios para los bancos norteamericanos, porque retrasarán su retorno a condiciones crediticias más normales y podría revertir la tendencia hacia una mejor calidad de activos.

La alta concentración en bienes raíces por parte de los bancos, ha generado una fuerte interdependencia entre el nivel de precios y la calidad de los activos. Aproximadamente el 34% de los préstamos bancarios son hipotecas residenciales y préstamos con colateral hipotecario. El 11% de los préstamos son créditos para bienes raíces comerciales, con una alta concentración en bancos regionales. Como consecuencia, el principal factor que contribuye a la calidad de los activos son los precios de los bienes raíces, en especial los de carácter residencial y el desempleo. La disminución en los precios de los hogares y un alto desempleo, lleva a la disminución de la riqueza de los consumidores, presionando la capacidad de pago para solventar las deudas. De modo semejante, en el sector comercial, la declinación en los precios contribuye a un menor desempeño de los préstamos otorgados anteriormente.

Dentro de los bancos más expuestos a los bienes raíces, podemos encontrar los de más baja clasificación en términos de riesgos, los cuales han sufrido grandes pérdidas por créditos, tales como Citizens Republic, Synovus y Regions Financial Corp. Pero también existen bancos con alto nivel de calidad crediticia bastante expuestos, no obstante, se mantienen relativamente seguros por la composición del resto de su portfolio y las políticas crediticias, en su conjunto, que mantienen.

Por otra parte, se espera que la declinación en los precios inmobiliarios afecte la recaudación de impuestos sobre propiedades, una de las principales fuentes de ingresos de los gobiernos locales. Sin embargo, esta disminución en la recaudación dependerá de cuánto sea el impacto en cada Estado y el tipo de estructura tributaria que rija en dichos Estados.

Nueva York, Nueva Jersey, Maryland, Virginia, Delaware, Florida, Arizona y California, han experimentado declinaciones en los precios, cayendo más del 6%. En Arizona la tasa impositiva se establece sobre una reevaluación anual, mientras que en Maryland opera con ciclos multianuales. Otros, como Nueva York, Nueva Jersey y Delaware, no especifican una provisión uniforme y por lo tanto los gobiernos locales reevalúan en distintos periodos. Las diversas formas de reevaluación pueden permitir percibir la disminución de los flujos de efectivo provenientes de la caída en los precios a distintos ritmos, o modificar la tasa a la cual se reevalúan los activos, permitiendo aminorar los impactos sobre los ingresos de los Estados.

Efectos del desempleo

Mientras más tiempo permanezcan desempleados los individuos, más difícil es para ellos encontrar trabajo y menos intentarán buscar uno. En Estados Unidos, la porción de desempleo de largo plazo ha aumentado significativamente durante la crisis, desde niveles que anteriormente eran bajos. Por esta razón, debiese priorizarse un mayor fomento a la creación de empleos, antes de que tengan que enfrentar un escenario más complejo como lo es actualmente en Europa.

Después de la "Depresión" (1981-1982), la creación de nuevos empleos creció 579.000 en promedio en agosto de 1984. Además, luego de la leve recesión de 1990-1991, el promedio mensual ajustado fue de 373.000 nuevos trabajos en noviembre de 1994. Desde esta perspectiva, los actuales 109.000 empleos creados por mes a fines de abril de 2011 y la poca participación que proviene del sector privado (38.000 en mayo) hacen aún dudar de si realmente se está en un periodo de recuperación. Aún cuando, la creación de empleos creciera a 250.000 por mes en promedio de doce meses desestacionalizado, el nivel de empleo caería en 4.000.000 desde los niveles logrados en enero de 2008, junto con la adición de 3.000.000 de empleos más necesarios para alcanzar un grado óptimo de ocupación. Esto lleva a que hoy exista un déficit en el empleo cercano a los 7.000.000 con respecto a las condiciones existentes en enero de 2008, por lo que al menos se necesitaría un crecimiento cercano a los 373.000 nuevos empleos por mes para mantener un crecimiento estable.

El empleo por parte del gobierno disminuyó, nuevamente, esta vez en 29.000, la mayoría a nivel local y se espera que decline aún más durante el segundo trimestre. El empleo en el sector industrial se contrajo en 5.000 luego de expandirse 24.000 en abril. Mientras que la contratación en servicios disminuyó de 213.000 a 80.000. La creación de empleos fue completamente de puestos de trabajos part-time, mientras que los de tiempo completo disminuyeron en 142.000. El desempleo subió en 167.000, tanto por personas que han quedado sin trabajo como por personas que

no han logrado encontrar uno. Mientras, el número de personas que no pertenecen a la fuerza de trabajo pero que busca un empleo sigue aumentando, aquellos desempleados que han buscado trabajo en los últimos doce meses han disminuido. Esta situación ha llevado a mantener una tasa de participación de 64,2% durante cinco meses seguidos. Por otra parte, el cociente entre empleados y población se mantuvo en 58,4%. En el caso de la tasa de desempleo, ésta alcanzó 9,1% en mayo, luego de registrarse un 9% en abril.

El factor clave a evaluar luego de la escasa creación de empleos y el débil consumo, es si esta disminución se mantendrá durante el segundo trimestre de 2011 o si la moderación de los precios del petróleo, junto con una mayor recuperación de Japón, será suficiente para incentivar el crecimiento.

Riesgos de Default

A diferencia del gobierno federal, el cual puede solicitar préstamos para ajustar su presupuesto, la mayoría de los Estados deben equilibrar sus balances. Por una parte, sus ingresos se han visto menoscabados por la recesión, mientras que los estímulos fiscales expiraron a fines de 2010 y los gastos por la reforma de salud siguen en aumento. La tendencia a subir los impuestos ha empezado a ser propuesta como una salida rápida, mientras que los recortes de presupuestos en áreas sensibles como la educación y seguridad se han descartado por parte de los políticos para mantener su popularidad durante los próximos 18 meses que faltan para las elecciones presidenciales.

Por otra parte, el gobierno federal, si no llega a un acuerdo entre demócratas y republicanos para aumentar el límite de la deuda pública, de US\$14.300 mil millones, el gobierno caerá en default (agosto 2). Esto implicaría una disminución en el presupuesto para gastos de seguridad social, salud y militares reduciéndose drásticamente a la mitad. Esta situación afectaría, además negativamente al empleo, considerando que durante 1995 y 1996 fueron removidos de sus cargos más de un millón de empleados tras no alcanzarse un acuerdo en el presupuesto.

Joe Biden, vicepresidente de los Estados Unidos, ha buscado lograr consensos desde mayo para aumentar el nivel de endeudamiento. Mientras la mayoría de los demócratas busca aprobar la medida sin grandes reformas, los republicanos desean establecer condiciones que permitan reducir el gasto antes de aumentar aún más la deuda. Actualmente las negociaciones han alcanzado a acordar recortes cercanos a US\$ 1.000 billones del presupuesto propuesto por Obama. Los republicanos exigen recortes de US\$ 2.500 billones en la próxima década.

El contexto político, antes aludido, mantiene nerviosos a los inversionistas, quienes a partir de marzo comenzaron a adquirir derivados para protegerse del riesgo de default. El monto de los Credit Default Swaps transados se han duplicado con respecto al nivel del año 2010 y triplicado con respecto a 2009, alcanzando los US\$24 mil millones en abril. Esto si bien en términos históricos es alto, comparado con los US\$ 78 mil millones de Grecia o US\$ 284 mil millones de Italia, es una cifra menor para las economías durante 2010.

Por ahora, las encuestas no han castigado a los políticos por su falta de consenso debido a que las presiones sociales han disminuido tras registrarse una baja en el precio del petróleo y la muerte de Osama Bin Laden. Ronald Reagan fue el único presidente que logró ser reelegido enfrentando una tasa de desempleo superior al 6% en 1984, y lo logró convenciendo a la ciudadanía con respecto a la dirección que debiese mantener la nación. Hoy, Obama parece estar intentando repetir, con menos credibilidad, la misma fórmula por medio de su nuevo mensaje “ganar el futuro”.

El sentimiento actual es de alto pesimismo. La proporción de estadounidenses que creen que estarán mejor en 10 años más disminuyó de un 72% en 2009 a 54% este año. Mientras que menos de la mitad cree que sus hijos disfrutarán de un estándar de vida mejor. Ambos elementos son propios del “sueño americano”.

Dificultades de la recuperación económica

La reciente crisis financiera ha dejado en evidencia la dificultad de la economía estadounidense para recuperarse a sus niveles pre-crisis. La persistencia de bajos niveles de reactivación, plantea dudas sobre si efectivamente será capaz de lograr nuevamente las tasas de crecimiento anteriores a 2007. En especial, considerando las más importantes y recientes reformas sociales, que han tenido lugar en la economía más grande del mundo.

Lejos de avanzar en una política económica centrada en el desarrollo económico, como lo fue durante gran parte de su historia, se han establecido reformas más cercanas a un modelo de estado de bienestar, característico de la Europa de los 70'. Aquellas que mantienen una alta participación del Estado, mediante grandes esfuerzos tributarios y fuertes regulaciones, como las actuales propuestas iniciadas tras la crisis financiera, otorgan mayores responsabilidades a entidades como la FED y buscan mantener una mayor regulación sobre los mercados, o la reforma al sistema de salud, el cual se justifica mediante un rol del Estado que debe participar activamente en satisfacer las necesidades de las personas.

Extrañamente, Estados Unidos está aproximándose en forma gradual a una vía que mantiene, hoy día, a gran parte de Europa con agudos problemas soberanos, débiles sistemas bancarios y rigidez económica.

Cuadro Nº 1

Indicadores Económicos

 Estados Unidos	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
PIB real (var%)	2,6	0,9	-2,6	2,9	2,4	3,0
Demanda doméstica (var%)	2,5	-0,7	-3,4	3,2	2,9	3,0
Consumo privado (var%)	2,6	-0,2	-0,6	2,2	2,6	2,6
Precios al consumidor (%T4/T4)	4,1	1,5	1,5	1,4	3,0	1,4
Inversión (var%)	-2,1	-5,1	-18,4	3,0	9,5	-
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-4,9	-2,9	-3,2	-3,8	-
Gasto público (var%)	1,7	3,1	1,9	1,6	-0,1	-
Importaciones (var%)	2,0	-3,2	-14,2	12,6	5,2	7,2
Exportaciones (var%)	8,7	5,4	-9,9	11,7	8,1	8,7
Deuda pública (% del PIB)	36,25	37,66	53,52	62,30	67,80	-

Fuente: JP Morgan, FMI, EIU.

Cuadro Nº 2

Cuentas Públicas

Año	Balance Fiscal (% del PIB)	Deuda Pública Bruta (% del PIB)
2009	-12,455	84,577
2010	-9,958	91,552
2011	-7,567	99,519

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 3

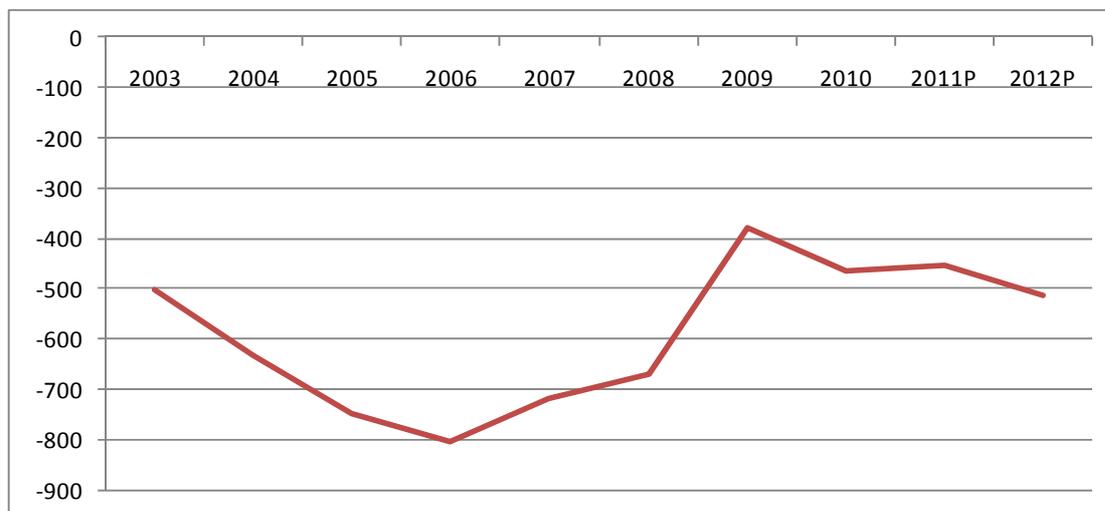
Reporte Laboral Mayo 2011

Reporte Laboral (Miles)	Marzo	Abril	Mayo
Nuevos Empleos	194	232	54
Nuevos Empleos Privados	219	251	83
Producción de Bienes	40	38	3
Construcción	5	5	2
Industria	20	24	-5
Servicios	154	194	51
Servicios Privados	179	213	80
Ventas Mayoristas	14	5	3
Retail	-6	64	-8
Servicios Profesionales	75	50	44
Ayuda Temporal	30	-2	-1
Educación/Salud		54	34
Ocio y Recreación	46	32	-6
Gobierno	-25	-19	-29
Promedio de Horas Semanales (%m/m)	34,3	34,4	34,4
Tasa de Desempleo (var%)	8,8	9,0	9,1

Fuente: Bloomberg, FMI

Gráfico Nº 1

Balance Cuenta Corriente (US\$ MM)



Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 2

Balance Fiscal (% del PIB)

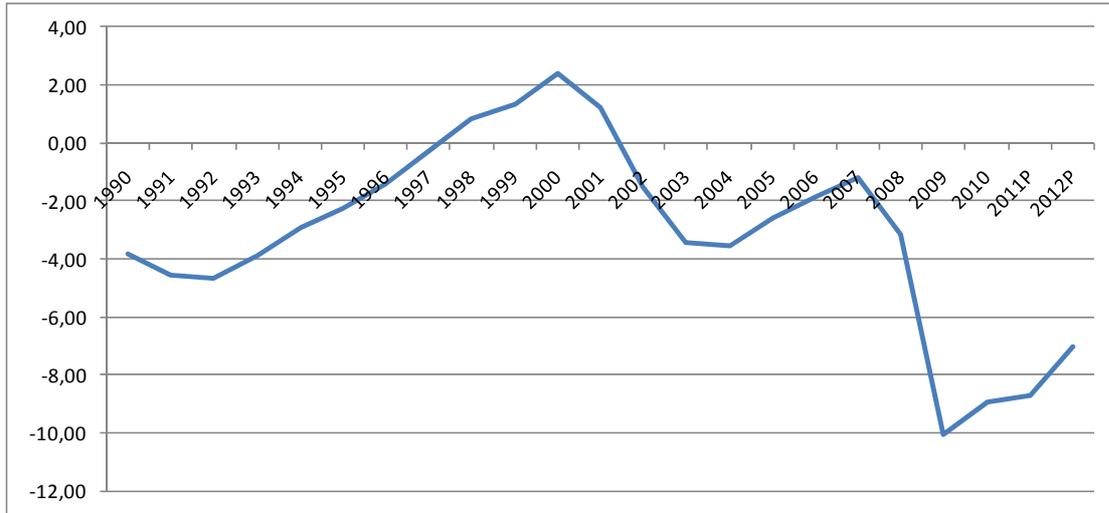
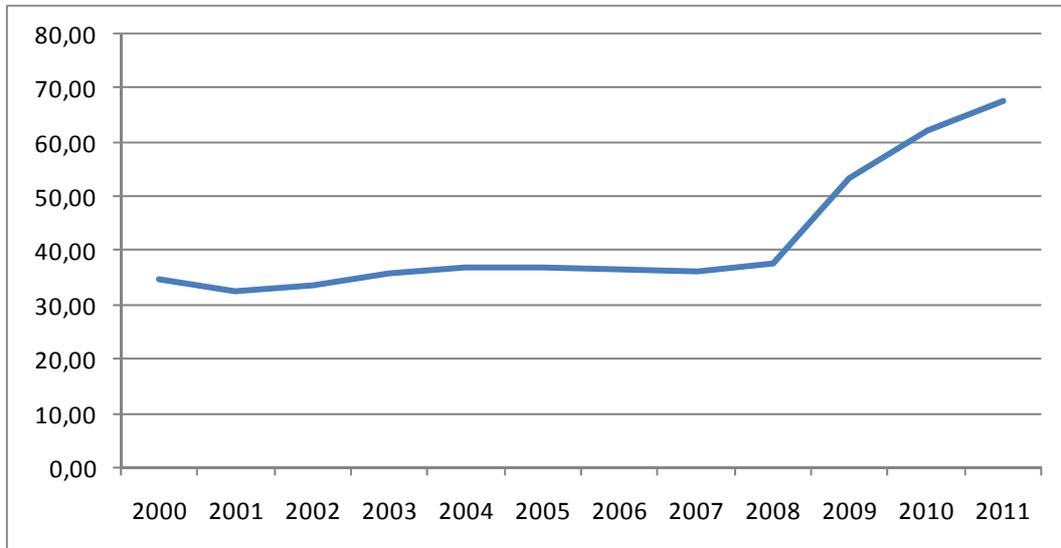


Gráfico N° 3

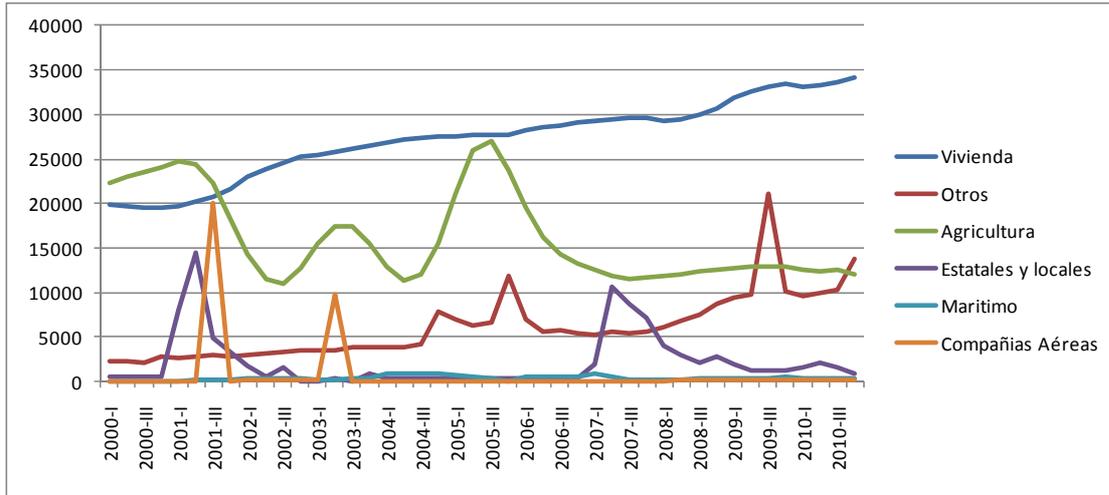
Deuda Pública (% del PIB)



Fuente: Bureau of Economic Analysis, Economic Report of the President

Gráfico Nº 4

Subsidios en Estados Unidos (Millones de dólares ajustados a tasa anual)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Cuadro Nº 4

Los Bancos con Mayor Exposición a los Bienes Raíces

Ranking	Banco	Clasificación	Prestamos bienes raíces comerciales*	Prestamos sobre hipotecas*	Total de prestamos en bienes raíces*	Prestamos bienes raíces comerciales**	Prestamos sobre hipotecas**	Total de prestamos en bienes raíces**
1	Astoria Financial Corporation	A3 negativa	199%	792%	991%	20%	80%	100%
2	New York Community Bancorp, Inc.	A2 negativa	786%	163%	949%	80%	17%	97%
3	Citizen Republic Bancorp, Inc.	Ba3 negativa	386%	485%	871%	23%	28%	51%
4	BancWest Corporation	A1 estable	291%	525%	816%	15%	27%	42%
5	TD Banknorth inc	Aa2 negativa	319%	433%	752%	23%	32%	55%
6	American Savings Bank, FSB	A3 estable	98%	608%	706%	11%	70%	81%
7	M&T Bank Corporation	A2 estable	382%	315%	697%	29%	24%	53%
8	United Bankshares, Inc.	A3 engativa	352%	344%	696%	33%	32%	65%
9	Synovus Financial Corp	Ba3 estable	459%	227%	686%	41%	20%	61%
10	Regions Financial Corporation	Ba1 negativa	235%	422%	657%	20%	36%	56%

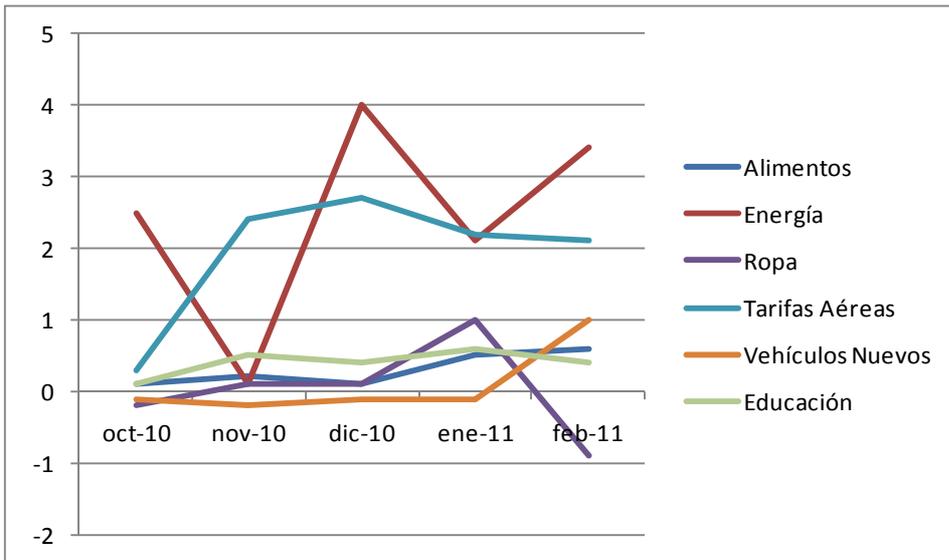
Fuente: Regulatory FR Y-9C, datos de TFR.

(*) % sobre el total de activos tangibles

(**) % sobre el total de préstamos

Gráfico N° 5

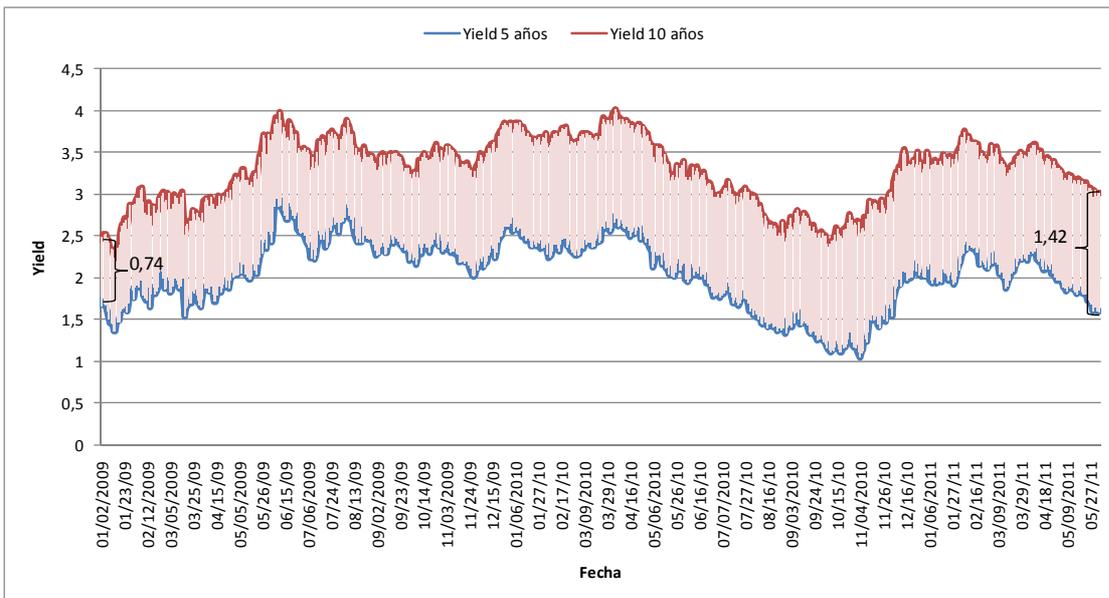
Aumento de los Precios por Sector (%m/m)



Fuente: BLS

Gráfico N° 6

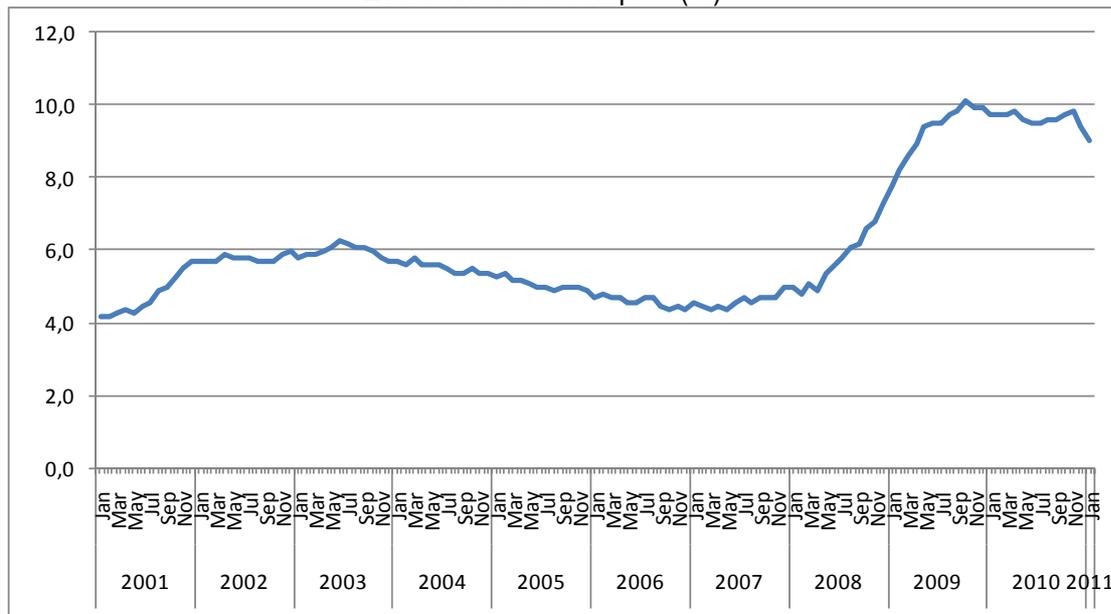
Spreads Bonos del Tesoro a 5 y 10 años



Fuente: Department of Treasury

Gráfico N° 7

Evolución del desempleo (%)



Fuente: Whitehouse

Cuadro N° 5

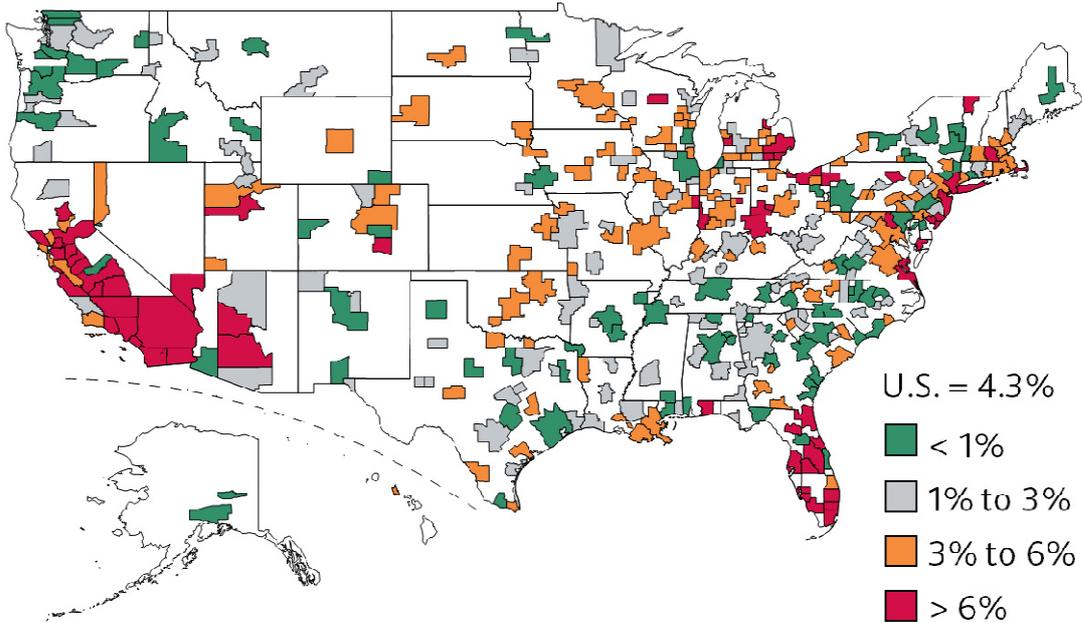
Proyecciones de Tasas de Interés

	30 de Junio 2011	30 de Septiembre 2011	31 de Diciembre 2011	31 de Marzo 2012
Tasa Efectiva	0,1	0,12	0,12	0,12
Libor 3 meses	0,22	0,3	0,3	0,35
Tesoro 3 meses	0,05	0,15	0,15	0,25
Tesoro 2 años	0,7	0,8	0,9	1,2
Tesoro 5 años	2,1	2,3	2,5	2,85
Tesoro 10 años	3,4	3,55	3,7	3,9
Tesoro 30 años	4,5	4,6	4,7	4,7

Fuente: JP Morgan

Gráfico Nº 8

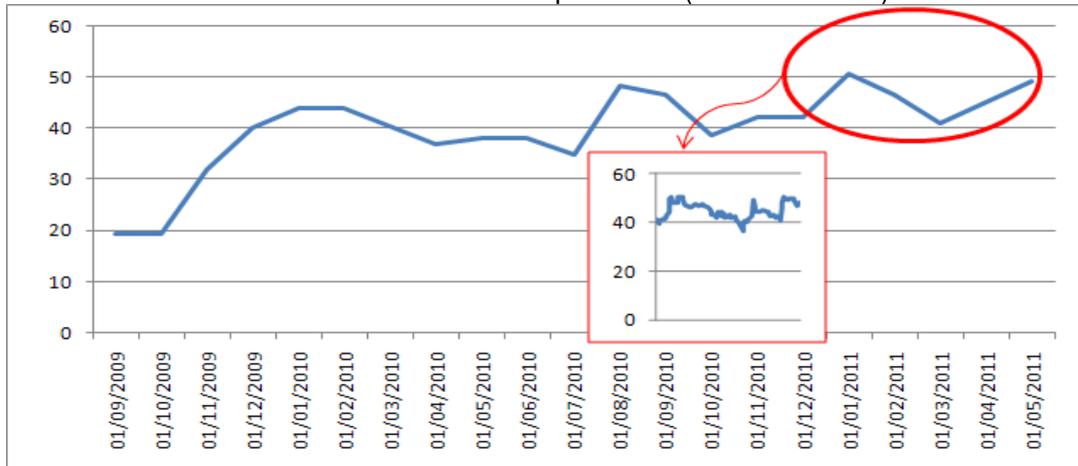
Porcentaje de Disminución en los Precios de Residencias



Fuente: Fiserv, FHFA, M. Analytics

Gráfico Nº 9

Evolución Credit Default Swaps 5 años (Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 6

Índice ISM (Institute for Supply Management) 1 Junio 2011

Sector Industrial	Marzo	Abril	Mayo
Índice Industrial Total	61,2	60,4	53,5
Producción	69	63,8	54
Nuevas Ordenes	93,3	61,7	51
Inventarios	47,4	53,6	48,7
Empleo	63	62,7	58,2
Entrega a Proveedores	63,1	60,2	55,7
Ordenes para Exportar	56	62	55
Importaciones	56,5	55,5	54,5
Precios	85	85,5	76,5

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 7

Intercambio Comercial con Chile (Millones de dólares)

EEUU	Mar-10	Abr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11
Exportaciones	515,6	550,6	602,2	535,0	587,6	452,8	401,7	439,2	533,4	642,1	812,1	660,0	932,8	1.021,3
Importaciones	823,1	878,0	768,8	716,5	1.013,2	815,0	717,0	901,4	763,9	765,6	741,9	889,5	1.173,0	1.300,5

Fuente: Banco Central de Chile, Aduana