

Federico Muñoz  
& asociados

Coyuntura y Perspectivas

Nº 93

Resumen Económico Mensual

Febrero de 2008

El foco de la atención global está puesto en la marcha de la economía de los EE.UU. La posibilidad de que caiga en una profunda recesión comienza a ser considerada seriamente por un creciente número de analistas.

Dedicaremos entonces la presente edición de *Coyuntura y Perspectivas* a repasar los principales indicadores de la economía americana, prestando especial atención a los tres frentes en los que las tensiones resultan más evidentes:

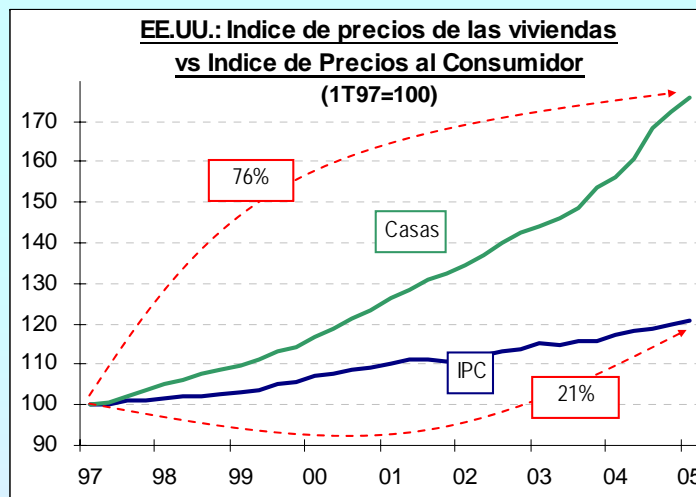
- i) la implosión de la burbuja bursátil y sus derivaciones;
- ii) los problemas con que carga el sistema financiero; y
- iii) algunos desequilibrios macroeconómicos de larga data que trascienden a los desórdenes sectoriales.

Antes de finalizar, analizaremos las chances de contagio de los problemas en EE.UU. al resto de la economía global y, en particular, a la economía argentina.

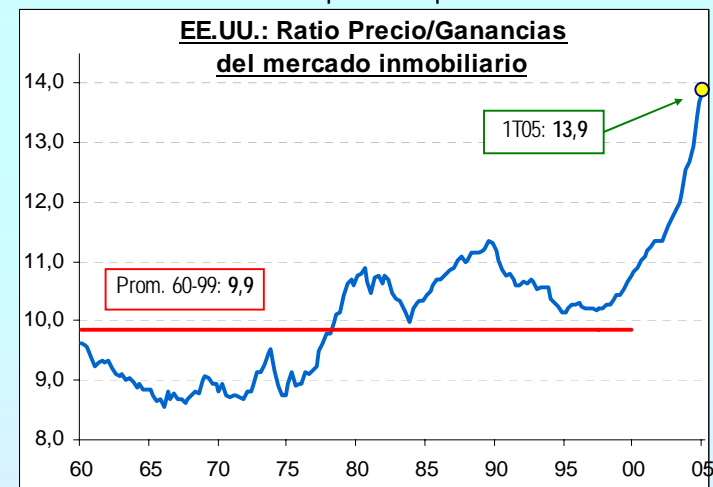
El 26 de junio de 2005 dedicamos la sección *Investigando* de nuestro *Panorama* semanal a intentar dilucidar la pregunta: ¿Existe una burbuja en el mercado inmobiliario de EE.UU.?

El análisis de unos cuantos indicadores del sector nos empujaba, ya por entonces, a afirmar que el mercado de propiedades había ingresado claramente en tierra de excesos..

Destacábamos en aquel *Investigando* que, entre 1997 y 2005, los precios de las casas en EE.UU. habían crecido 76% frente a un aumento de apenas 21% en el IPC



Producto de esa fenomenal apreciación de las propiedades, la relación entre el precio de los inmuebles y el valor imputado de los servicios de vivienda (una suerte de ratio Precio/ Ganancias del mercado inmobiliario) había escalado hasta valores exorbitantes para los parámetros históricos.



Cabe apuntar que por algo más de un año tras la confección de aquel *Investigando*, la burbuja inmobiliaria de los EE.UU. continuó inflándose.

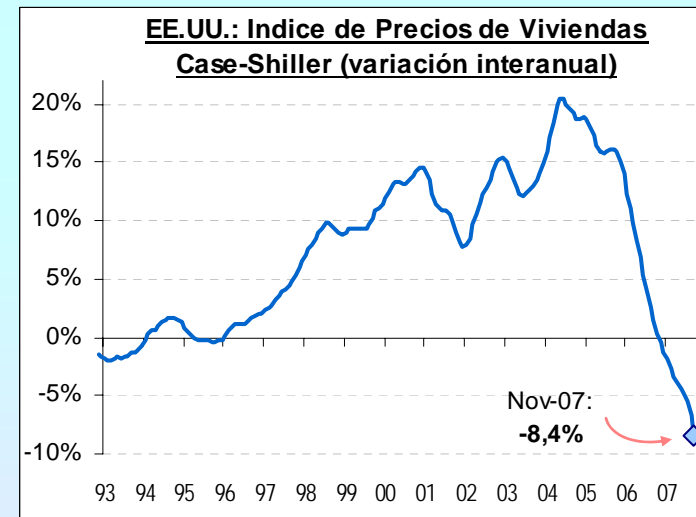
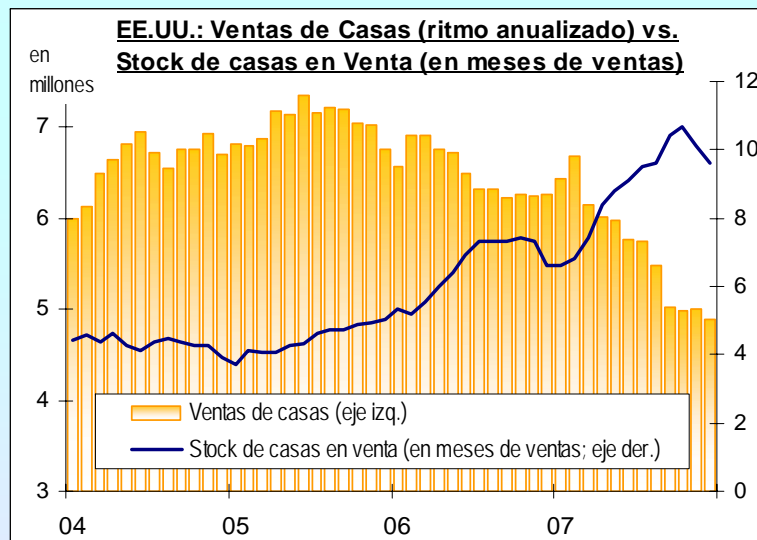
- ✓ Los precios de las propiedades subieron casi 14% adicional hasta mediados de 2006.
- ✓ El ratio Precio/Ganancias al que hicimos referencia subió del 13,9 de inicios de 2005 hasta 14,6 a fines de 2006 (frente a un promedio de largo plazo de 9,9)..

Sin embargo, desde mediados de 2006 (y de manera mucho más sensible, a partir de 2007), el mercado inmobiliario comenzó a mostrar señales claras de enfriamiento.

En 2005, se llegaron a vender en EE.UU. más de 600.000 casas mensuales; a fines de 2007, el ritmo de ventas había caído a unas 400.000 mensuales.

El drástico enfriamiento de la demanda llevó a una fuerte acumulación de casas en venta. En 2005, el stock de propiedades ofrecidas por las inmobiliarias apenas superaban los 4 meses de ventas; hoy equivalen a unos 10 meses.

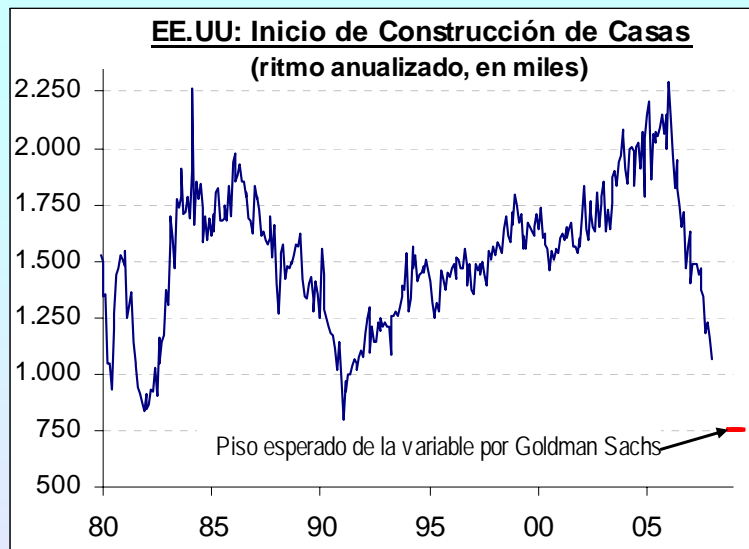
La abrupta caída de la demanda derivó en un fenómeno que pocos creían posible en el mercado inmobiliario: la depreciación nominal de las propiedades. La tendencia de los precios se tornó bajista desde mediados de 2006 y a partir de comienzos de 2007, comenzaron a mostrar variaciones interanuales negativas. A Noviembre de 2007, la caída acumulada en el Índice de Precios Nacional totalizaba 9,4% desde el techo de 2006.



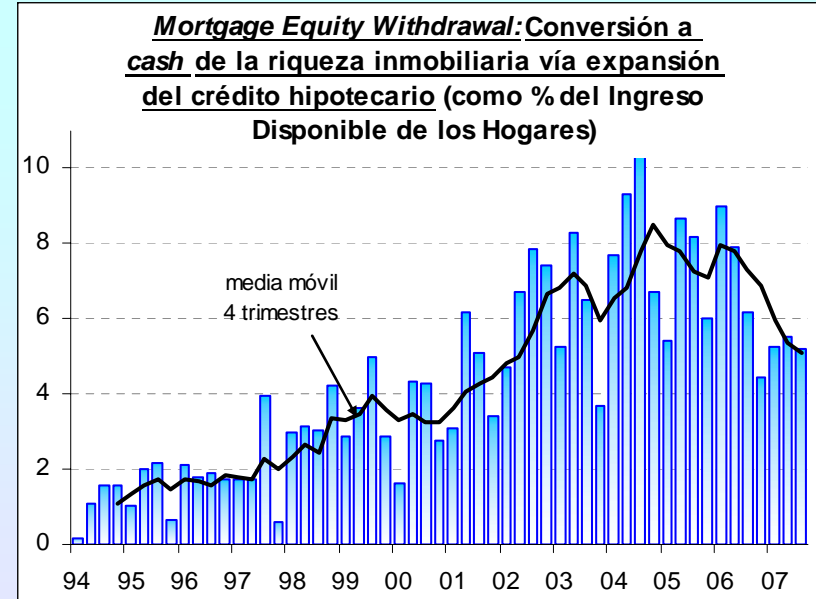
Puesto en términos crudos, la burbuja inmobiliaria está en franco proceso de implosión

La implosión de la burbuja inmobiliaria provoca múltiples impactos negativos sobre el devenir de la economía de los EE.UU.

Un primer impacto directo es la menor actividad de la construcción. El mercado inmobiliario debe digerir un enorme exceso de oferta, por lo que en estas condiciones, los incentivos a construir son virtualmente nulos. Los datos de inicio de nuevas casas reflejan que el sector de la construcción atraviesa una dramática contracción, con el consecuente impacto negativo sobre los niveles de actividad y empleo.



Un segundo impacto (menos directo pero más significativo) es el desincentivo al Consumo por la reversión del "efecto Riqueza". Las familias de los EE.UU. se habían acostumbrado en los últimos años a utilizar a sus hogares como una suerte de cajeros automáticos; es decir, se endeudaban poniendo a sus casas como garantía y destinaban los fondos conseguidos a financiar gasto corriente. Con la caída de los precios de las propiedades y la restricción al crédito hipotecario, este mecanismo (conocido como *Mortgage Equity Withdrawal*) está condenado a morigerarse hasta desaparecer.



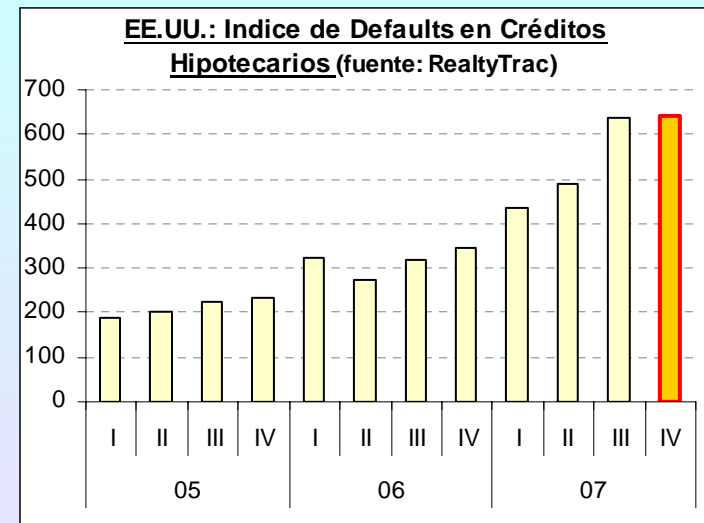
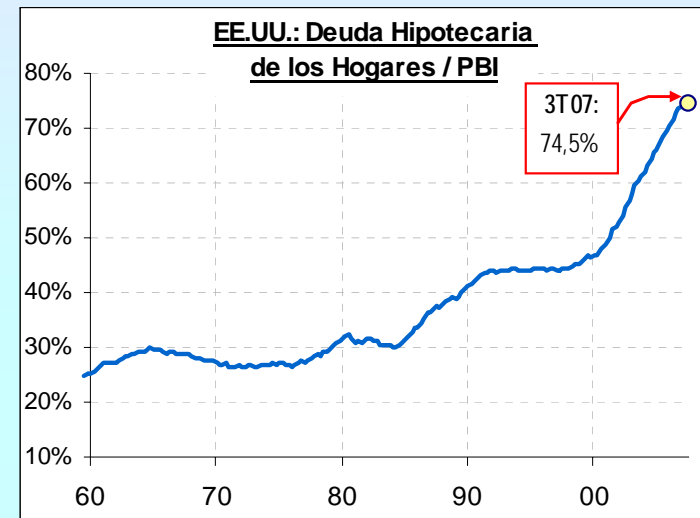
La implosión de la burbuja inmobiliaria también tiene serias repercusiones en el plano financiero.

El *boom* del crédito hipotecario fue pieza clave de la gestación de la burbuja inmobiliaria. En los últimos años, rigieron condiciones muy laxas para la concesión de créditos hipotecarios (especialmente, aunque no únicamente, en los préstamos orientados al nicho *subprime*).

Mucho tuvo que ver en esta conducta irresponsable de los prestamistas el auge de la securitización: Los bancos hipotecarios estaban poco preocupados en constatar las chances de repago de los préstamos porque, en última instancia, los créditos se “empaquetaban” (securitizaban) y el riesgo se terminaba trasladando a inversores incautos. Se organizó así un circuito en el que todos sus participantes -brokers inmobiliarios, brokers hipotecarios, bancos de inversión (que organizaban los instrumentos financieros) y brokers financieros (que vendían esos instrumentos)- percibían suculentas comisiones por generar negocios, no por chequear la solvencia de los deudores. Para que este circuito perverso cerrara, se requería la complicidad de un actor clave, las calificadoras de riesgo, que accedieron a otorgar un rating de AAA a paquetes de hipotecas securitizadas, pese a que el activo subyacente era de muy dudosa cobrabilidad.

La ficción se quebró en 2007...

Cuando la burbuja inmobiliaria comenzó a desinflarse, se verificó un muy fuerte crecimiento de la tasa de defaults de los créditos hipotecarios. Esta masa de incobrables, empaquetada en exóticos instrumentos, aparece dispersa como residuo tóxico por todo el sistema financiero global.

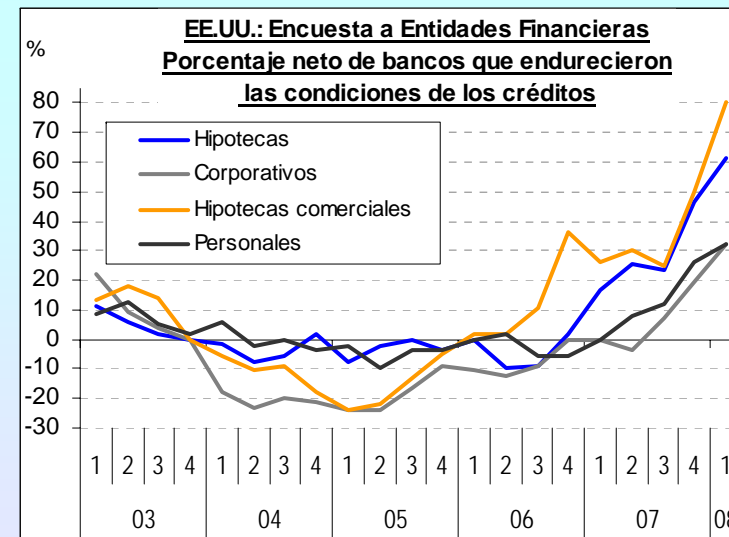
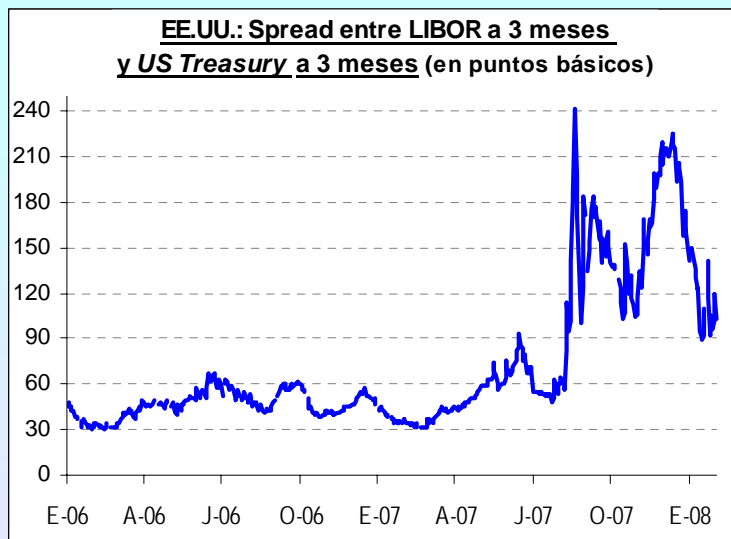


El fuerte aumento de los *defaults* de los créditos hipotecarios nos lleva al segundo gran problema que amenaza a la economía americana: el sensible deterioro de las condiciones financieras y el consecuente endurecimiento de las prácticas crediticias.

En teoría, la securitización de las hipotecas llevaba el riesgo crediticio fuera del sistema financiero y lo transfería a inversores. La paradoja es que los bancos también compraron masivamente estos instrumentos financieros con hipotecas como activos subyacente y volvieron a quedar fuertemente expuestos a la implosión de la burbuja inmobiliaria.

Una profunda desconfianza y un fuerte aumento del riesgo de contraparte invadieron al sistema bancario, tal como queda en evidencia en el drástico encarecimiento de los préstamos inter-bancarios.

Con la calidad de sus carteras de activos seriamente amenazada, los bancos están virando hacia comportamientos netamente defensivos. Por ello, están endureciendo de manera ostensible las condiciones de concesión de créditos, escatimando el lubricante vital que necesita la economía.



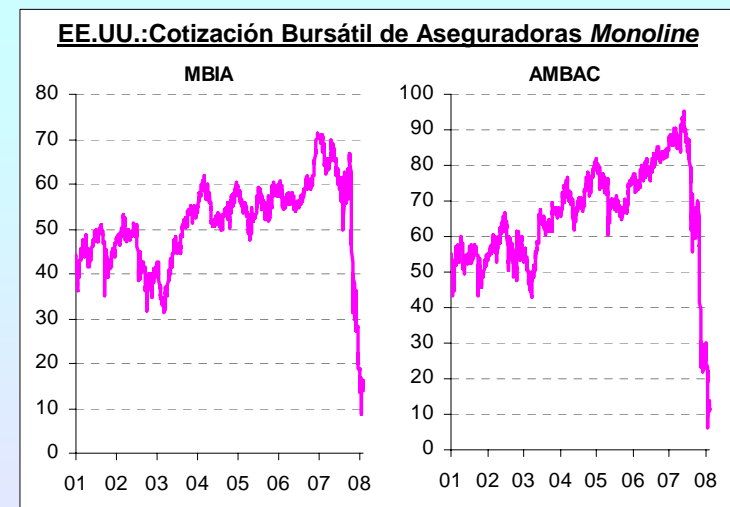
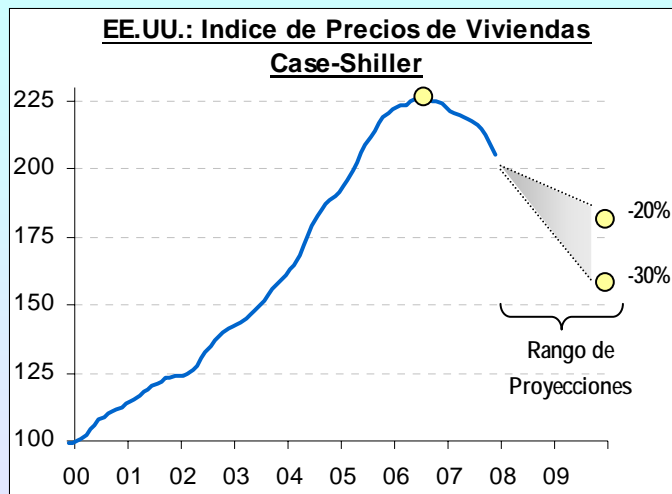
Tanto en el plano inmobiliario como en el financiero,  
el panorama todavía puede empeorar mucho más...

El desplome de los precios de los inmuebles todavía  
tiene mucho camino por recorrer.

Contrariamente a lo que ocurría meses atrás, hoy nadie es considerado un lunático al sostener que los precios de las viviendas acumularán caídas de entre 20% y 30% desde sus máximos (llevan un -9%). Con el avance de este proceso de depreciación, un número creciente de familias se encontrarán con que sus casas tienen patrimonio negativo (es decir, la deuda hipotecaria es superior a su valor de mercado), aumentando las chances de caer en *default* y agudizar así el desplome del mercado inmobiliario.

En el sector financiero, existen todavía varios flancos débiles cuya caída en desgracia haría recrudecer las turbulencias.

Uno de ellos es el de las aseguradoras *monoline*; firmas de nicho que "alquilaban" sus rating AAA a emisores de deuda. El problema es que muchas de las garantías que concedieron fueron a deudores insolventes (con un capital total de US\$25.000 millones, su exposición a activos respaldados por hipotecas se estima en US\$70.000 millones), por lo que su propia calificación crediticia está seriamente amenazada. Según el CEO del Deutsche Bank, un eventual *downgrade* de las *monoliners* desataría un verdadero Tsunami en los mercados.



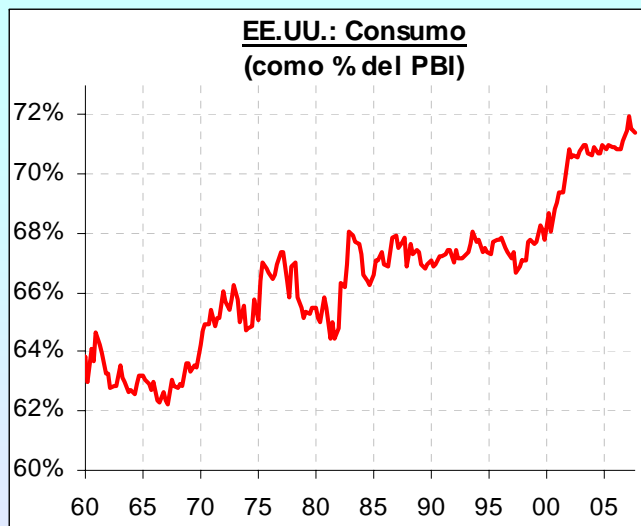


Más allá de las desventuras de los sectores inmobiliarios y financieros, la economía americana presenta un desequilibrio de fondo o estructural cuya corrección parece inminente.

En la última década, los hogares de los EE.UU. se han estado regalando una fiesta de gasto fenomenal e insostenible.

**El Consumo rompió todos los records.**

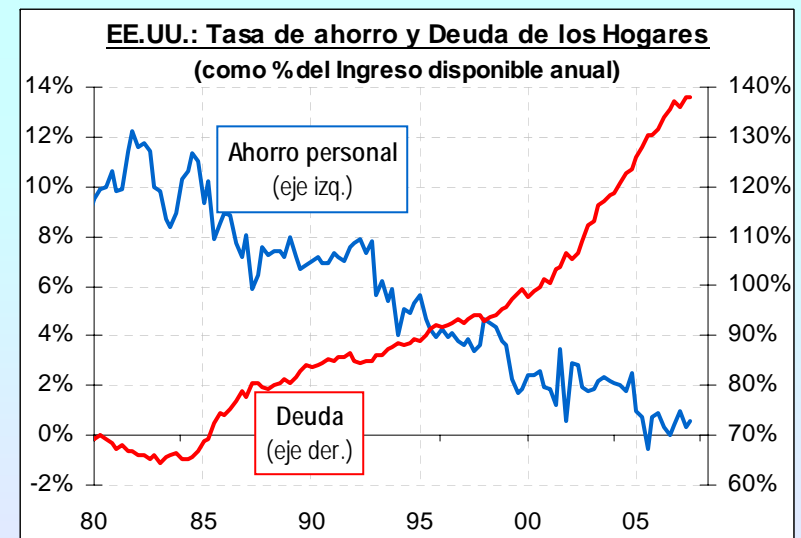
El ratio Consumo/ PBI ha tocado en 2007 un máximo histórico de 72%, cuando el promedio de las décadas de los '80 y '90 había sido de 67%



**La tasa de Ahorro de los hogares es nula.**

En los últimos años, las familias de los EE.UU. han estado gastando prácticamente la totalidad de su ingreso disponible.

Por otra parte, el ratio Deuda de los Hogares/ Ingreso Disponible se ha duplicado en 20 años.



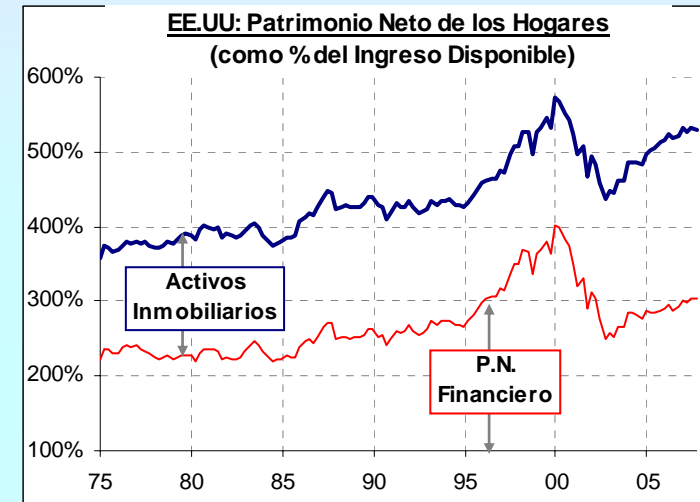
Pero las condiciones excepcionales que permitieron este comportamiento tan dispendioso de los hogares están en vías de reversión.

Los hogares de los EE.UU. gastan mucho y ahorran poco y nada porque confían en la valorización de sus activos para engrosar su patrimonio.

En efecto, al último dato, el Patrimonio Neto de las Familias representaba poco más de 5 veces su ingreso disponible anual, un valor relativamente elevado para los parámetros históricos.

El problema es que, en el futuro inmediato, esta solidez patrimonial enfrenta varias amenazas serias...

- ✓ Si el derrumbe del valor de las propiedades totaliza un 30% desde su pico de 2006, puede erosionar el patrimonio de los hogares en hasta US\$6 billones (más de 10% del total).
- ✓ El valor de los activos financieros tampoco puede darse por seguro. No nos extrañaría que, en las actuales circunstancias, Wall Street se sumerja en un profundo *bear market* que castigue duramente las tenencias de acciones de las familias.
- ✓ El único de los renglones del Balance de los hogares que seguramente no se depreciará es su pesada deuda.



Estado Patrimonial de los Hogares (en US\$ billones)

	1995	2000	3T07
<b>Activos Totales</b>	<b>31,5</b>	<b>49,6</b>	<b>72,8</b>
Act. Financieros	20,4	34,2	45,3
Act. Inmobiliarios	8,6	12,2	23,2
Otros	2,4	3,1	4,2
<b>Pasivos</b>	<b>4,9</b>	<b>7,2</b>	<b>14,2</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>26,6</b>	<b>42,4</b>	<b>58,6</b>

El fin de la fiesta de gasto que se regalaron los hogares de los EE.UU. luce impostergable.

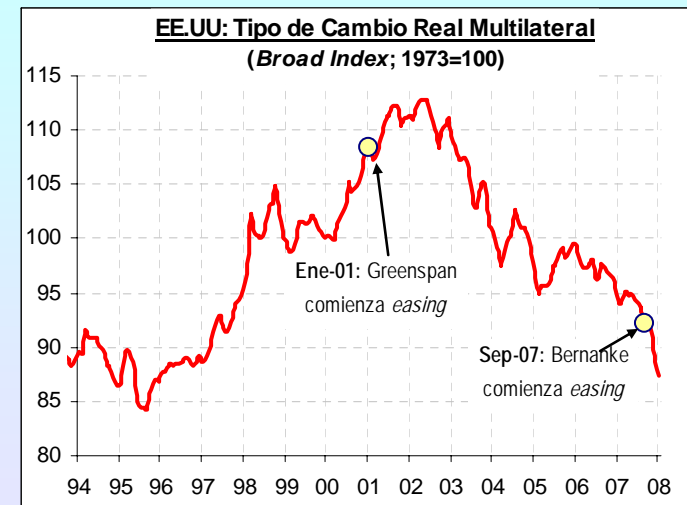
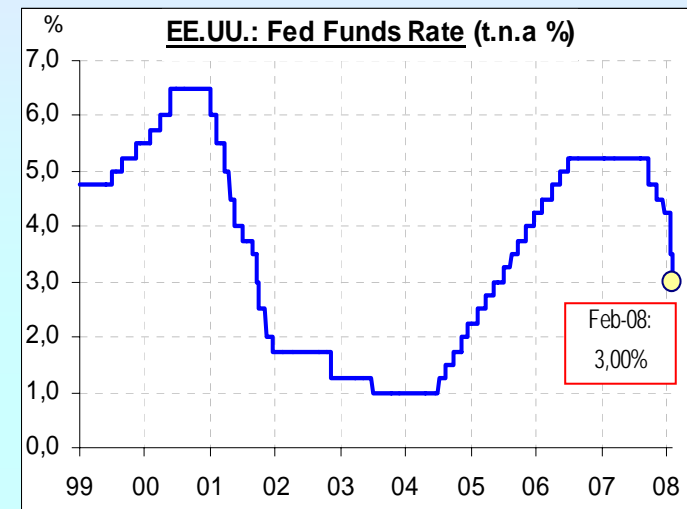
La Reserva Federal está haciendo denodados esfuerzos para frenar la debacle...

Bernanke arrojó *baldazos* de liquidez intentando evitar el colapso financiero: La Reserva Federal recortó la tasa de interés de referencia en 225 puntos básicos en apenas cuatro meses. Semejante sentido de urgencia da la pauta de que la autoridad monetaria de los EE.UU. es plenamente conciente del enorme potencial dañino que plantea la actual coyuntura de la economía americana.

De todos modos, Bernanke enfrenta un par de obstáculos a sus políticas reflacionarias:

- ✓ **Inflación alta:** Empujado por alimentos y energía, el aumento del IPC en 2007 (+4,1%) fue el mayor de los últimos 17 años. Si bien el enfriamiento de la economía que se avecina debiera aplacar las presiones inflacionarias, el escenario de una estanflación no puede descartarse ligeramente
- ✓ **Dólar débil:** Bernanke se ve obligado a llevar adelante una política monetaria expansiva con un dólar que se ha depreciado sensiblemente. Tasas de interés mucho más bajas que las actuales podrían derivar en un quiebre de confianza en el dólar y una agudización de la fuga de capitales.

Más allá de estos factores que ponen límites a la munición con que cuenta la *Fed*, Bernanke enfrenta un problema adicional: **la impotencia de la política monetaria para lidiar con los problemas específicos que aquejan a la economía.** En última instancia, la Fed no está luchando contra una situación de iliquidez que pueda destrabar con rapidez, sino con problemas de insolvencia (deudores que no están en condiciones de servir sus pasivos) y con el excesivo crecimiento del gasto de la última década.



Por todo lo expuesto (implosión de la burbuja bursátil, crisis financiera y hogares viviendo años por encima de sus medios), la contracción de la demanda doméstica luce inevitable.

Probablemente, el ajuste adquiera una magnitud tal que empuje a los EE.UU a una profunda recesión.

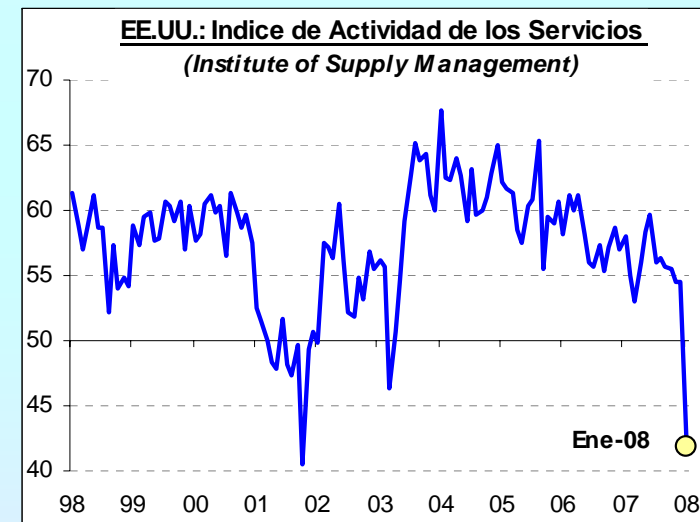
Hay varios indicios que invitan a pensar que la recesión ya habría comenzado:

- ✓ El informe de empleo anunció que en enero se destruyeron en términos netos 17.000 puestos de trabajo;
- ✓ Existe abundante evidencia anecdótica que da la pauta de un sensible enfriamiento del consumo en el comienzo de 2008;
- ✓ Acaso en el indicador más elocuente, el índice de actividad de los Servicios del ISM literalmente se desplomó en enero.

Probablemente, la contracción que se avecina sea más profunda y severa que las dos últimas recesiones (relativamente suaves) que padecieron los EE.UU. en 1990 y 2001.

EE.UU.: Fases recesivas – Duración y Profundidad

Fecha de inicio	Duración (en meses)	Caída acumulada del PBI
4T69	11	-0,6%
4T73	16	-2,7%
1T80	6	-2,2%
3T81	16	-2,3%
3T90	8	-1,3%
1T01	8	-0,2%
1T08	?	?



En síntesis: atentos a la entidad de los problemas y desbalances que presenta la economía americana, creemos que el escenario más probable es el de un verdadero *hard landing*; una profunda recesión que se extendería por todo el 2008, sazonada por serios problemas financieros.

¿Qué repercusiones tendría un *hard landing* de la economía de los EE.UU. en el resto de la economía global?

Ante una recesión en los EE.UU., muchos confían en el argumento del *decoupling*; es decir, que los problemas quedarían básicamente encapsulados en Norteamérica, y que el resto de la economía global se las arreglaría para salir indemne.

El argumento no nos convence...

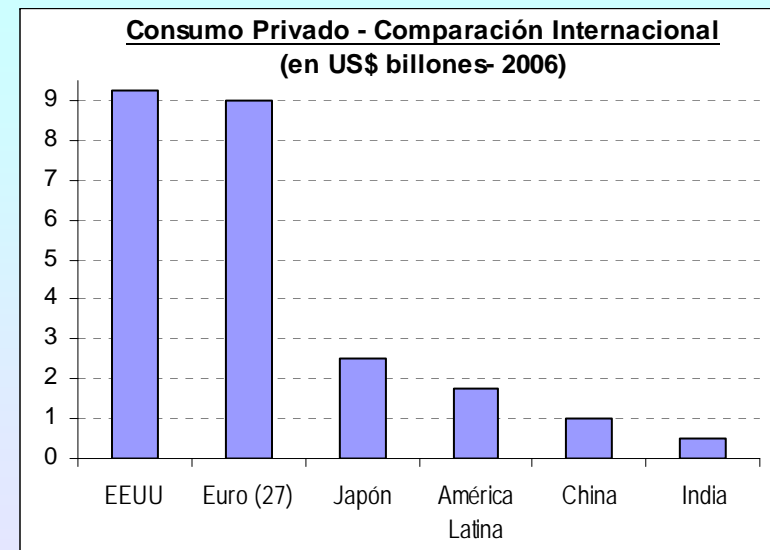
**El canal de contagio financiero ya se ha hecho sentir en el resto del globo (en particular, en Europa)**

En pleno auge de la globalización financiera, no puede extrañar a nadie que las turbulencias originadas en los EE.UU. ya hayan alcanzado escala mundial. En efecto, unos cuantos bancos y fondos de inversión europeos con exposición a activos basados en hipotecas *subprime* ya han acusado el impacto. Si bien las restricciones crediticias perceptibles en Europa por ahora son menores que las de América, debieran ser suficientes para afectar el ritmo de crecimiento económico; máxime con el Banco Central Europeo resistiéndose tozudamente a relajar la política monetaria.

**El canal de contagio real (comercial) también debiera operar activamente.**

Las familias de los EE.UU. se comportaron en los últimos años como una poderosa aspiradora de bienes y servicios de todo el mundo. De alguna manera, oficiaron como consumidores de última instancia de la economía global. Si finalmente llega el tiempo de la moderación en sus pautas de consumo, ningún otro país o región estará en condiciones de ocupar ese rol.

Nótese que los hogares de los EE.UU. consumieron US\$9,5 billones en el 2006. Medido en dólares corrientes, el gasto combinado de los consumidores chinos e indios representa apenas un sexto de esa cifra. Es poco razonable apostar a que estos mercados, más allá de su notable dinamismo, puedan cubrir la merma en la demanda asociada a la capitulación del consumidor americano.



### Finalmente, ¿cómo repercutirá en Argentina el posible *hard landing* de los EE.UU.?

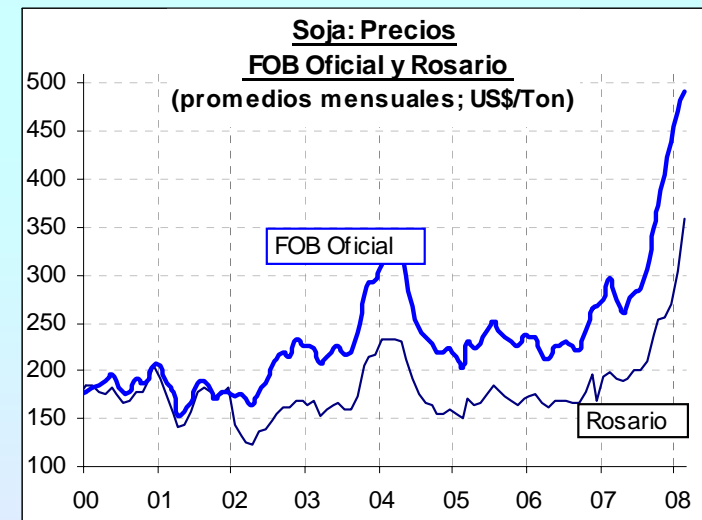
#### Nuestro país está en buenas condiciones de amortiguar el contagio financiero.

Históricamente, frente a fases de turbulencia financiera global como la que atravesamos en la actualidad, la economía argentina era candidata firme a verse arrastrada por el nerviosismo. En la actual coyuntura, sin embargo, nuestro país aparece en buenas condiciones de neutralizar el contagio. Esto obedece a una conjunción de factores que han reducido de manera sensible nuestras necesidades de financiamiento externo, a saber:

- ✓ Vigencia de superávit gemelos (fiscal y externo);
- ✓ Perfil de vencimientos de deuda muy desahogado;
- ✓ Stock de reservas tranquilizador;

#### Tampoco hay indicios todavía de que Argentina se esté viendo afectada por el canal de contagio real (comercial).

El impacto directo de una recesión en los EE.UU. debiera ser muy tenue. Argentina envía apenas un 9% de sus exportaciones a los EE.UU. Las repercusiones indirectas derivadas del consecuente enfriamiento de la economía global son potencialmente más peligrosas. Sin embargo, hasta el momento, resulta sorprendente la resiliencia de la extraordinaria coyuntura que atraviesan los precios de nuestros principales exportables. Por caso la soja ni se ha enterado de la crisis y continúa rompiendo records. De todos modos, la cautela invitaría a no dar por sentada la vigencia de este escenario por tiempo indefinido. Hacia el segundo semestre, esperaríamos un enfriamiento de los precios de nuestros commodities (aunque manteniéndose bien por encima de los valores vigentes entre 2005 y 2007).



En síntesis, si bien no podemos hablar de una completa inmunidad frente a las crisis externas, en esta oportunidad la economía argentina quedaría claramente fuera del ojo de la tormenta.