

EEUU

crónica de una debacle anunciada

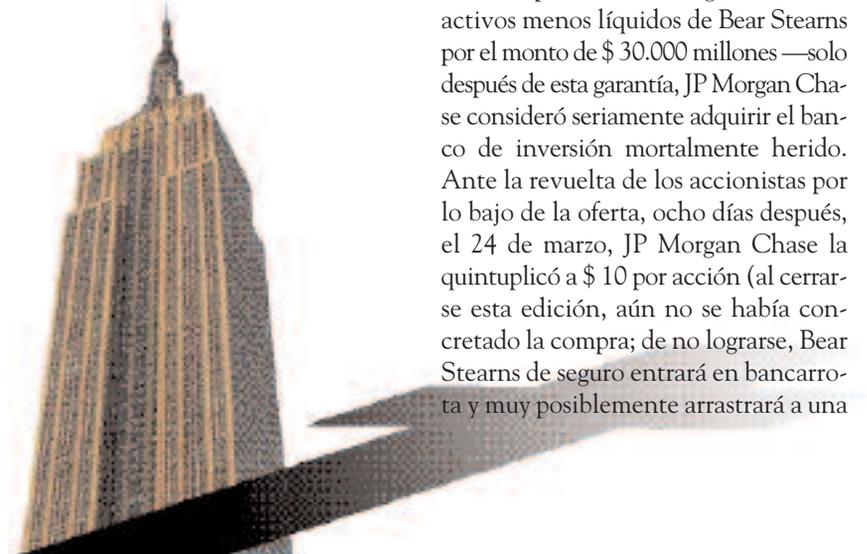
< POR MA. LORENA CASTELLANOS
Y EDUARDO URGILÉS >

“Nuevo récord del oro... Repunte del precio del petróleo... *Commodities* siguen al alza... Acelerada depreciación del dólar... Fed: el mayor ritmo de recortes desde 1982... Sube desempleo en EEUU... Débil crecimiento norteamericano... Economía mundial se desacelera... Cae el banco Bear Stearns... Agresivas inyecciones de liquidez para salvar el sistema financiero... Nuevo récord del oro... El precio del petróleo sobrepasa los \$ 105”: titulares como éstos se han visto día tras día en los periódicos y en la televisión. ¿Qué sucede en la economía de EEUU y qué se puede esperar? Este artículo lo explica todo.

“Lo que empezó como una crisis en el mercado hipotecario estadounidense se combinó con un dólar en caída libre y un desempeño económico mediocre para convertirse en una dura recesión, cuyas consecuencias no serán nada atractivas para el sistema financiero mundial”, es la descripción más apretada de la crisis de la economía estadounidense.

Y su símbolo más poderoso es lo que sucedió en Nueva York, el 16 de marzo de 2008: Bear Stearns, el quinto banco de inversión más grande de Wall Street, recibió una “atractiva” oferta del leviatán financiero JP Morgan Chase: vender sus acciones a un precio casi ridículo: \$ 2 por acción (alrededor de \$ 236 millones), cuando un año antes las acciones de Bear Stearns llegaron a valer \$ 170.

La adquisición casi se concreta ese domingo bajo la tutela y presión de la Reserva Federal (Fed), con el fin de evitar la bancarrota de Bear Stearns y así minimizar el impacto de su caída al día siguiente, al abrir los mercados. De hecho, la Fed tuvo mucho que ver en el éxito del acuerdo al tomar la decisión sin precedentes de garantizar los activos menos líquidos de Bear Stearns por el monto de \$ 30.000 millones —solo después de esta garantía, JP Morgan Chase consideró seriamente adquirir el banco de inversión mortalmente herido. Ante la revuelta de los accionistas por lo bajo de la oferta, ocho días después, el 24 de marzo, JP Morgan Chase la quintuplicó a \$ 10 por acción (al cerrarse esta edición, aún no se había concretado la compra; de no lograrse, Bear Stearns de seguro entrará en bancarrota y muy posiblemente arrastrará a una



parte considerable del mercado financiero mundial).

Los mercados, por supuesto, están temblando ante la posibilidad de la caída del pequeño gigante. Por esta razón, el 18 de marzo, la Fed realizó la mayor disminución en los tipos de interés en décadas: tres cuartos de punto porcentual para dejar la tasa de los Fed Funds en 2,25% —el banco central estadounidense ya había realizado varios cortes en la tasa de interés desde mediados del año pasado cuando inició la crisis del mercado hipotecario o *Credit Crunch*. Sin embargo, la Fed no se detuvo ahí y extendió sus préstamos a través de la ventanilla de descuento (mecanismo a través del cual un banco central presta dinero a la banca para aumentar la liquidez en la economía). Este instrumento de política solía estar reservado solamente para la banca comercial... hasta ahora. Ante la tensión en los mercados financieros, la política monetaria estadounidense dio un giro radical: por primera vez la banca de inversión tiene acceso a un prestamista de última instancia. Esta situación nunca antes vista sacó a la luz algo que comenzó como una crisis en el mercado hipotecario estadounidense y se convirtió en una avalancha capaz de sacudir el sistema financiero de la primera economía mundial.

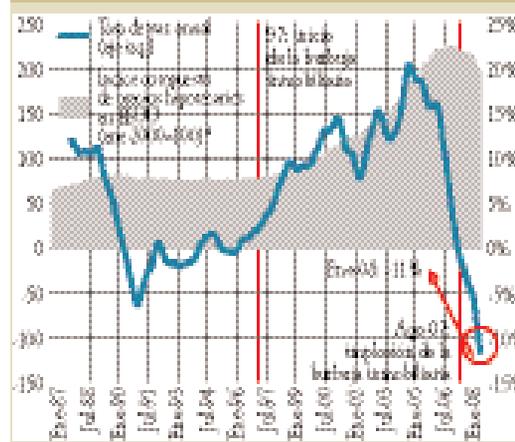
¿DE DÓNDE PROVINO EL CAOS?

En 2005, dos años antes de la crisis del mercado hipotecario estadounidense, **Alan Greenspan**, en ese momento cabeza de la Fed, afirmó que “instrumentos financieros cada vez más complejos habían contribuido al desarrollo de un sistema financiero mucho más flexible, eficiente y resistente a las crisis que el sistema que existía veinticinco años antes”. Esta afirmación demostró estar muy lejos de la realidad en 2008, pues los mercados sucumbieron al pánico y a la incertidumbre generada por un mercado financiero caótico e impredecible. El sacudón que sufrió Wall Street y el sistema financiero estadounidense en

2008 es la consecuencia de un paradigma de libre mercado fuera de control que permitió a los servicios financieros innovar y dispersarse prácticamente sin restricciones a niveles casi fraudulentos.

La crisis viene gestándose desde hace once años. En 1997, los precios en el mercado de bienes raíces empezaron a inflarse y para 2006, nueve años después, el valor de las propiedades inmobiliarias en EEUU habían crecido en \$12.000 millones: la burbuja inmobiliaria estaba a punto de explotar (*Gráfico 1*). Como sucede en todas las burbujas financieras, siempre terminan en desastre y, en el caso del mercado hipotecario, los bancos e inversionistas empezaron a pagar por ignorar el riesgo y prestar imprudentemente durante casi una década, creyendo que los precios en el mercado hipotecario nunca dejarían de subir. Se equivocaron.

GRÁFICO 1
EEUU: PRECIO DE LAS VIVIENDAS RETROCEDE POR CRISIS HIPOTECARIA



* S&P/CASE - SHILLER INDEX.
FUENTE: STANDARD & POOR'S.

Antes, las burbujas inmobiliarias usualmente afectaban al país en el que se desarrollaban. Hoy, los efectos de su implosión son globales. En la crisis actual, inversionistas de todo el mundo apostaron al mercado inmobiliario estadounidense, gracias a la ayuda de bancos de inversión (como Bear Stearns), que desarrollaron nuevos tipos de ingeniería financiera, empacando o titularizando casi todo tipo de deuda en activos que

podían ser vendidos y comprados en cualquier parte del planeta. Muchas de estas deudas eran préstamos hipotecarios de alto riesgo otorgados a personas con bajo perfil crediticio o pequeños ingresos (por esta razón, se denominó a este mercado como *subprime*, es decir: de menor calidad, o sea de más alto riesgo). Para hacer que estos activos sean más atractivos a inversionistas conservadores como los de la banca comercial, la banca de inversión combinó estos préstamos de alto riesgo con préstamos supuestamente más seguros, para así crear nuevos instrumentos financieros llamados “obligaciones colateralizadas” que se esparcieron por el mundo con éxito.

Según la revista inglesa *The Economist*, las hipotecas *subprime* eran un desastre anunciado. Muchas de ellas tenían tasas de interés atractivas al comienzo, que se reajustaban en el segundo o tercer año del préstamo, subiendo considerablemente. El razonamiento con que se las colocaba a los clientes era que no importaba la posterior alza de interés, porque el valor de las viviendas crecería mucho más y siempre saldrían ganando... Pero, en 2007, la economía estadounidense se desaceleró, el precio de las viviendas cayó y, con las tasas altas, muchos prestatarios entraron en mora en el pago de sus hipotecas. Esto, a su vez, afectó la calidad de los activos financieros que incluían estos préstamos, como las obligaciones colateralizadas. De la misma manera, el mercado de estas obligaciones estaba basado en complejos modelos financieros y calificaciones de riesgo que perdieron total credibilidad a partir de la mora masiva en el mercado hipotecario. En consecuencia, como estos activos estaban diseminados por todo el mercado financiero, la desconfianza se esparció con un efecto dominó y se desencadenó el pánico.

En conclusión, la semilla de la crisis financiera mundial fue la “desintermediación” del riesgo ejercida por los

bancos, sin ningún tipo de control. Pero el riesgo del mercado hipotecario no fue eliminado, solo se dispersó en todo el sistema financiero, especialmente en fondos de inversión de riesgo (*hedge funds*), aseguradoras y fondos de pensiones. En consecuencia, la banca comercial y la de inversión, en lugar de tornarse más seguras gracias a la desintermediación del riesgo, vieron crecer su exposición al riesgo. Al mismo tiempo, el mercado interbancario también vio decrecer su dinamismo de manera preocupante. Los bancos estadounidenses se han mostrado renuentes a prestarse entre ellos, debido a la desconfianza que se ha apoderado del sistema. La Fed ha realizado varios recortes a la tasa interbancaria desde el año pasado, con el fin de mantener un mercado interbancario saludable. Mientras que los recortes de la tasa de los fondos federales ha sido calificada como la más agresiva desde 1982.

Y PARA COLMO... EL DÓLAR SIGUE EN CAÍDA LIBRE

A medida que se profundiza la crisis financiera en EEUU, el euro, el yen y otras divisas siguen marcando cotizaciones récord frente al dólar. ¿Será que se aproxima el fin de la era del billete verde? La acelerada depreciación del dólar podría motivar a los agentes económicos a realizar sus transacciones en otra moneda y a buscar refugio en otras monedas o bienes específicos como el oro.

La crisis hipotecaria norteamericana obligó a la Fed a más de recortar las tasas de los fondos federales, a inyectar liquidez para calmar a los mercados; lo que aceleró la depreciación del dólar. A su vez, el Banco Central Europeo (BCE), aunque ha preferido mantener las tasas en 4% desde el 13 de junio de 2007, al igual que la Fed, ha inyectado importantes sumas de dinero al sistema. Esta situación indica una clara divergencia entre las políticas de los bancos centrales mundiales (Gráfico 2), algo inusual ya que antes la Fed marcaba el paso en la política monetaria global. La razón de esta diferencia de políticas se debe a que el mundo no es el mismo de hace un

RECUADRO 1

DÓLAR DE FACTO

Un breve recuento de la primacía mundial de la moneda estadounidense

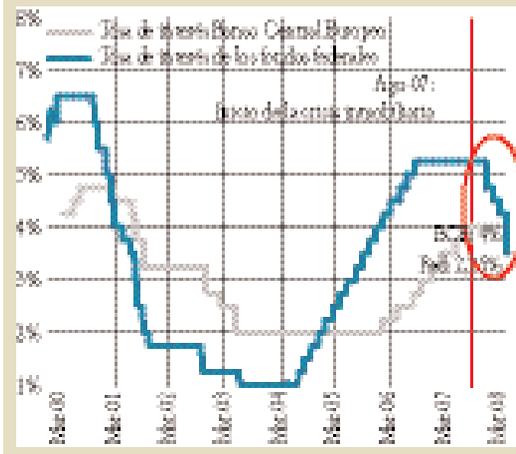
Después de la Segunda Guerra Mundial, el poderío económico de EEUU se plasmó en los acuerdos de Bretton Woods de 1944. Allí, además de la creación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, se estableció un tipo de cambio fijo del dólar con respecto al oro. El resto de divisas se anclaron al dólar. Así, el sistema monetario internacional se reguló bajo un sistema dólar *de facto*. Para entonces, EEUU contaba con las dos terceras partes de las reservas de oro a nivel mundial. Para la década de los 50, el volumen de intercambios mundiales superó el volumen de liquidez disponible para satisfacerlos, ocasionando una relativa escasez de dólares. A inicios de los 60, EEUU aumentó la oferta monetaria para compensar la presión internacional de dólares y para cubrir los gastos de la guerra de Vietnam, lo que desató problemas inflacionarios. Esto, sumado al tipo de cambio fijo dólar-oro, se tradujo en crecientes déficits en la balanza de pagos. A inicios de la década de los 70, el aumento del precio del oro y del petróleo, el elevado déficit comercial norteamericano y el tipo de cambio fijo dólar-oro hicieron la situación insostenible. Así, en 1971, el presidente estadounidense **Richard Nixon** decretó el fin de la conversión de dólares en oro, situación que permitió devaluar la moneda y disminuir los déficits comerciales. En 1973 se abandonó el tipo de cambio fijo.

En los años siguientes, el mercado internacional de capitales tomó fuerza. En los 80, la desregulación del sistema financiero internacional produjo un aumento de bonos norteamericanos en manos extranjeras, impulsó las transacciones financieras transfronterizas y estimuló el flujo de inversión extranjera directa de EEUU, Japón, Alemania, Francia y Reino Unido. El dólar se consolidó como moneda internacional: se lo utilizaba para realizar transacciones comerciales y financieras en todo el mundo, tenía una participación importante en las reservas internacionales de los países y la mayoría de los precios a nivel internacional se expresaba en dólares.

Hoy, los enormes déficits comercial y fiscal estadounidenses han inundado el globo de dólares baratos, en especial, en China, Japón y ciertas economías emergentes que han aprovechado los booms en los precios de *commodities* como el petróleo y otras materias primas. Esta situación, sumada al delicado trance de los sectores financiero y real de la primera economía del mundo, está haciendo cada vez menos atractivo al dólar como reserva de valor y medio de pago. Sin embargo, los países que más reservas de dólares tienen, como China y Japón, son los más dependientes a nivel comercial y financiero del mercado estadounidense. Mientras esta situación no cambie, la economía mundial seguirá en una relación de "odio y amor" con el dólar.

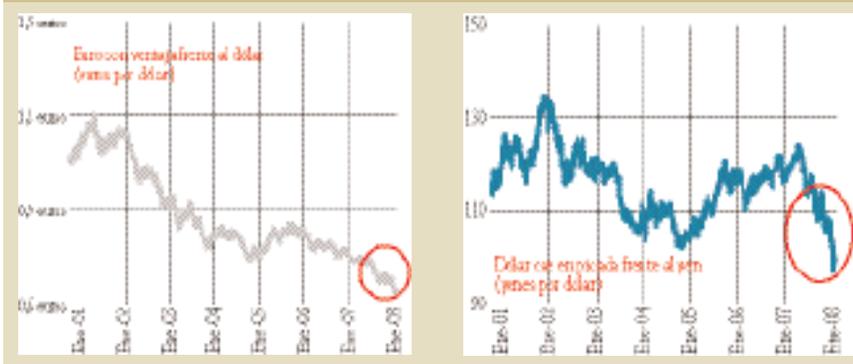


GRÁFICO 2
AGRESIVA POLÍTICA DE LA FED, CONSERVADORA POLÍTICA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO



FUENTE: RESERVA FEDERAL DE ESTADOS UNIDOS, BANCO CENTRAL EUROPEO.

GRÁFICO 3
DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR SE ACENTÚA POR LA CRISIS



FUENTE: BASES MULTIPLICA.

cuarto de siglo. Hoy, la Fed está empeñada en evitar una recesión mientras el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, a pesar de también haber inyectado liquidez a sus mercados, siguen teniendo como prioridad el control de la inflación.

Crisis financiera pone en jaque al billete verde

35 años después del inicio de la era de la flotación cambiaria (Recuadro 1), parece que tambalea la vigencia del dólar como moneda internacional. El euro —creado en 2000 y respaldado por un proceso de integración de más de 50 años— poco a poco va ganando acogida, tanto en los mercados internacionales

como en las reservas de los países e incluso en las transacciones diarias. ¿Fortaleza del euro o debilidad del dólar? El yen también avanza a grandes pasos, pero todavía se sitúa por detrás del euro. En los últimos cinco años (2003-2008), el dólar se depreció 17% frente al yen, 38% frente al peso colombiano y 43% frente al euro (Gráfico 3). En marzo, la depreciación del dólar marcó récords históricos. El dólar llegó a cotizarse hasta en \$ 1,58 con respecto al euro, una depreciación del dólar de 35% desde el 4 de enero de 1999 (\$ 1,17), primer día de la coti-

RECUADRO 2

¿SEGUIRÁ EN EL LARGO PLAZO LA HEGEMONÍA DEL DÓLAR?

La fortaleza de una moneda está determinada por su función como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor. Así, en el plano internacional, la hegemonía del dólar ha significado que:

1. La mayor parte de bienes y servicios se expresen en esta moneda (dólar como unidad de cuenta).
2. Alrededor de 60% de las transacciones comerciales mundiales se realicen en esta moneda (dólar como medio de pago) y una buena parte de las transacciones financieras también se realice en ella.

3. De las reservas internacionales del mundo, 65% esté en esta unidad monetaria (dólar como reserva de valor).

Además, 49 monedas en el mundo están ancladas al dólar (versus 37 ancladas al euro).

En los últimos años, otras divisas han ido ganando espacio en el mercado internacional, en especial el euro. La División Económica y Financiera de la Unión Europea cita un par de ejemplos que lo comprueban:

1. Mientras en 1999 18% de las reservas internacionales mundiales estaba en euros, en 2007 esta cifra fue de 25%.
2. A fines de 2006, 31,4% de la deuda contraída en mercados internacionales (mercado de bonos) estaba denominada en euros, versus 44,1% denominada en dólares.

El dólar sigue siendo la moneda internacional dominante, pero está perdiendo su posición, y una profundización de la crisis financiera actual podría hacerla retroceder aún más. Sin embargo, no es probable una caída estrepitosa del dólar, al menos en el corto plazo.

zación oficial del euro. Mientras que el yen se cotizó hasta en ¥ 99,01 por dólar, una apreciación de 88% con respecto a 1999 (¥ 113,28). La preferencia por el dólar baja con el pasar de los días y otras divisas, particularmente el euro, van tomando fuerza en el mercado internacional a costa de un dólar barato. Sin embargo, el desempeño de Europa y Japón no ha sido de envidiar durante la última década. De hecho, la economía japonesa recién empieza a salir de la deflación y estancamiento de los 90, y la zona euro no está en su mejor momento, pese a la fortaleza relativa de su moneda.

Para **Jean François Ponsot**, maestro de conferencias de la Universidad Pierre Mendès-France y experto en temas financieros, la caída del dólar seguirá en el mediano plazo por tres razones:

1. Los desequilibrios globales —fuente de esta crisis— no están en vía de resolverse. A medida que crece el déficit comercial norteamericano, el mundo se alimenta de dólares. Además, EEUU tiene la posibilidad de pagar su propia deuda, expresada en dólares.

2. La principal preocupación de las autoridades estadounidenses es sanear el sistema financiero doméstico y, a cualquier precio, evitar la deflación (como la de la crisis japonesa de los 90).

3. Al momento no se observa ninguna acción de cooperación internacional de gran amplitud capaz de frenar la caída del dólar o favorecer su apreciación. La alianza implícita entre China y EEUU está siempre vigente. Además, la coordinación entre la Fed, el BCE y otros bancos centrales se limita a evitar el hundimiento violento del dólar y no tiene el propósito de revertir la tendencia. Una acción concertada entre los bancos centrales puede prevverse, como lo muestran las inyecciones de centenas de miles de millones de liquidez para hacer frente a la crisis financiera. El dólar seguirá debilitándose este año.

Así, a pesar de la acelerada depreciación del dólar observada en los últimos meses, éste mantendrá su posición como moneda internacional, al menos en el corto y mediano plazo (*Recuadro 2*). Pero en el largo plazo esto podría cambiar (como ya sucedió a principios del siglo XX cuando reemplazó a la libra esterlina como medio de cambio global), lo que supondrá importantes costos. Según Ponsot la estrategia del *switching* de moneda es limitada y está inscrita en el tiempo (*Recuadro 3*).

ORO, COMMODITIES Y PETRÓLEO EN SU MEJOR MOMENTO

Los recortes de las tasas de los fondos federales y las inyecciones de liquidez traen consigo un riesgo potencial de inflación. La depreciación del dólar encarece las importaciones norteamericanas, lo que también presiona la inflación. Con el fin de cubrirse de este ries-

RECUADRO 3

“ESTA CRISIS ES TAN PROFUNDA QUE LAS RECETAS TRADICIONALES NO DAN RESPUESTAS SATISFACTORIAS”¹

DR. JEAN FRANÇOIS PONSOT

Maestro de conferencias de la Universidad Pierre Mendès-France, Laboratorio de Economía de la Producción e Integración Internacional

DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR

Es una tendencia de largo plazo, no del último semestre. Estamos acostumbrados. El rebasamiento del umbral de \$ 1,5 por euro ha tenido un efecto psicológico innegable y ha reforzado la impresión de una caída sin fin del dólar. Otros umbrales también han sido rebasados (yen, dólar canadiense). Los mercados financieros son muy dependientes de los factores psicológicos. Estos saltos nos conducen a pensar que nada se ha hecho para frenar esta bajada o, peor, que los instrumentos eventualmente utilizados son ineficientes. Los economistas franceses **André Orléan** y **Michel Aglietta** lo llaman “confianza jerárquica” (confianza vinculada al emisor del dólar, la Fed). La principal razón de la debilidad del dólar está vinculada con el déficit norteamericano. Otro factor es el recorte de las tasas de los fondos federales.

A mediano plazo, el dólar debería quedarse como moneda internacional dominante, a pesar de su pérdida de valor. Un proceso de reequilibrio en favor del euro está en marcha, pero el dólar aún representa más de las dos terceras partes de las reservas de cambio. Las declaraciones repetidas de conversión de dólares a euros u otros activos que no se deprecian (como el oro) son, en buena parte, veleidosas. En los hechos, esta estrategia de *switching* es limitada y está inscrita en el tiempo. Los países que poseen grandes reservas en dólares (China, India, etc.) no tienen interés de realizar conversiones masivas y urgentes —suponiendo que fuese posible técnicamente—, porque precipitarían la caída del dólar y desvalorizarían sus carteras financieras. El dólar aún es atractivo: es abundante internacionalmente por el déficit estadounidense y la liquidez de los Bonos del Tesoro. Además, es la moneda más importante de facturación (la única en mercados como el petrolero). Una moneda internacional no pierde su supremacía de un día a otro. La libra esterlina fue una moneda internacional importante

durante buena parte del siglo XX, aunque su decadencia y la de Gran Bretaña estaban confirmadas desde la Primera Guerra Mundial. Decisiones exógenas a EEUU podrían acelerar la erosión del dólar como moneda internacional: la facturación del petróleo en euros, la renuncia de China a mantener su alianza implícita con EEUU y la renuncia de anclaje fijo al dólar y a la dolarización de los países emergentes.

REACCIÓN DE LA FED Y EL BCE

Hay diferencia de visiones estratégicas. El BCE parece resistirse a bajar sus tasas, dejando a las consecuencias de la crisis en segundo plano. La Fed ha priorizado los riesgos de deflación en EEUU y no duda en bajar fuertemente su tasa directriz. En ambos casos se corre el riesgo de que las estrategias se vuelvan contraproducentes en el mediano plazo. En EEUU, los recortes muy rápidos de las tasas de interés podrían limitar el margen de maniobra en caso de deflación prolongada. Entonces, se tendría un escenario “a la japonesa”: tasas de interés nulas sin posibilidad de reimpulso económico. Asimismo, la rigidez de la política monetaria europea tiene la ventaja de preservar el margen de maniobra en caso de recalentamiento pronunciado, pero con tasas elevadas se podría afectar el crecimiento y mantener un euro fuerte desfavorable a las exportaciones de la zona euro.



Esta crisis financiera es tan profunda que las recetas tradicionales no parecen dar respuestas satisfactorias. Es necesaria la inyección masiva de liquidez a tasas preferenciales para refinanciar instituciones financieras. El fin de los prestamistas de última instancia es intervenir en caso de crisis de liquidez. Pero actualmente los bancos americanos y otros bancos internacionales no soportan una crisis de liquidez pasajera sino de solvencia, lo que es mucho más grave. Deben asumir pérdidas no recuperables de miles de millones de dólares. En este caso, la única solución es recapitalizar los bancos, ya sea a través de planes de salvataje bancario supervisados por las autoridades públicas (por ejemplo, nacionalizaciones temporales o no y financiadas por los prestatarios) o por dinero proveniente del extranjero. Otra opción es flexibilizar las condiciones de refinanciamiento y préstamos en última instancia. La Fed ha entendido perfectamente: ha flexibilizado los criterios de selección de títulos de refinanciamiento, proveyendo a los bancos de títulos líquidos y de seguros tales que los Bonos del Tesoro se han intercambiado por títulos que han perdido valor.

Es difícil imaginar que los grandes bancos europeos estén al margen de la crisis, debido a su integración en el sistema financiero internacional y su estrecha conexión con los *hedge funds*.

PERSPECTIVAS FUTURAS

Las pérdidas de los bancos son la punta del iceberg: las pérdidas reales serán muy pesadas. La profundización de la crisis dependerá de la capacidad para capitalizar de nuevo a los bancos en dificultades. Si eso es posible, se podría evitar una crisis profunda, pero habría un serio problema de riesgo moral. ¿Hay otra posibilidad? A largo plazo, se necesitará una ambiciosa reforma, con el fin de encuadrar las prácticas de los mercados financieros y limitar los instrumentos que han favorecido esta crisis financiera. El proceso de titularización de acreencias es el principal efecto negativo que ha conducido de un exceso de crédito a la crisis actual. Se requiere poner fin a eso rápidamente.

¹ Traducción por Stéphane Boisson, profesor de Ciencias Económicas y Sociales del Colegio La Condamine.

go, varios inversionistas están optando por cambiar sus portafolios e invertir (y en muchos casos, especular) en petróleo, oro y otros *commodities*, en lugar de hacerlo con el dólar. Otro factor contribuye a esta decisión: según **Shawn Rubin**, asesor de la corredora Smith Barney: “los bonos del Tesoro están sobrevalorados, la gente no quiere acercarse a los mercados accionarios y teme a los mercados de dinero, así que se interesan en *commodities*” (citado en la página del Wall Street Journal, *El Comercio*, 29 de febrero de 2008).

El oro: reserva de valor inigualable

En marzo, el oro se transó hasta en \$ 1.000 por onza, cifra récord nunca antes registrada. El precio del oro aumentó 50% en el último año (Gráfico 4). ¿Qué impulsó esta escalada? La idea generalizada de que la Fed está priorizando el crecimiento por sobre la inflación ha motivado a varios inversionistas a cambiar sus dólares por oro como medio de protección contra la inflación. La acelerada depreciación del dólar (moneda internacional) se ha traducido en una creciente desconfianza en su capacidad de conservar valor. A nivel mundial, el oro sigue siendo la reserva de valor por excelencia. *The Economist* señala, además, que muchos están preocupados por la estabilidad del sistema financiero, por lo que prefieren mantener oro físico, en lugar de depósitos bancarios.

La subida del petróleo no es solo por la caída del dólar

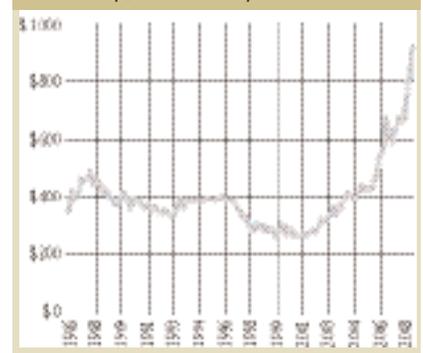
En marzo, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) alcanzó \$ 110 y el Brent del Mar del Norte, \$ 109. Esto agrava aún más la preocupación de las autoridades norteamericanas (Gráfico 5).

¿Quién hubiera pensado que en diez años el precio del WTI pasaría de \$ 15 el barril (marzo 1998) a \$ 105 el barril (marzo 2008)? Al igual que en el caso

del oro, la depreciación del dólar ha motivado la demanda de contratos a término de combustible como herramienta para protegerse contra el riesgo de inflación. Esto ha presionado el precio del petróleo que, además, de alguna forma está anclado al euro (Gráfico 6).

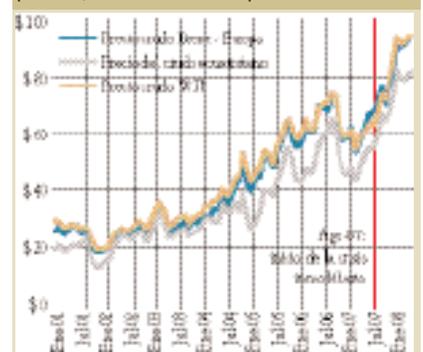
Pero hay otros factores geopolíticos y estructurales que también han presionado el precio del petróleo. Entre los geopolíticos, los más importantes son

GRÁFICO 4
EL ORO: REFUGIO FRENTE A LA CAÍDA
DEL DÓLAR (\$/ONZA DE ORO)



FUENTE: GLOBAL INSIGHT.

GRÁFICO 5
REPUNTE DEL PRECIO DEL PETRÓLEO
(\$/BARRIL, PROMEDIO MENSUAL)

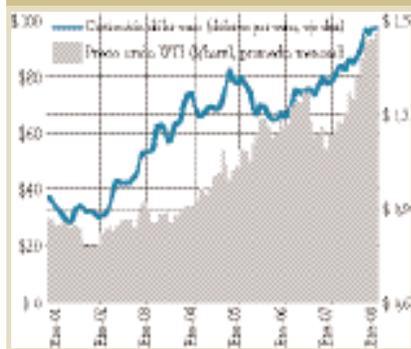


FUENTE: BASES MULTIPLICA.

las guerras de Afganistán e Irak, que se iniciaron en 2001 y 2003, respectivamente y aún no concluyen, y, más recientemente, los atentados a pozos petroleros en Nigeria y la amenaza venezolana de interrumpir las exportaciones a EEUU, tras la disputa con Exxon Mobil. Otro factor coadyuvante, aunque momentáneo, fue la inestabilidad generada por Venezuela e Irán al proponer al resto de miembros de la

Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) que coticen el petróleo en euros, en lugar de dólares. El rechazo de Arabia Saudita, el mayor productor mundial, tranquilizó a los mercados.

GRÁFICO 6
SUBE EL CRUDO,
SUBE EL EURO



FUENTE: BASES MULTIPLICA.

Entre los factores estructurales se destacan dos: la reinversión insuficiente en pozos petroleros ha limitado la capacidad de producción, y la emergencia de China e India como importantes consumidores de energía. El 5 de marzo, la OPEP decidió mantener la producción, pues considera que el mercado está bien abastecido y los precios actuales no reflejan sino la debilidad del dólar, la creciente inflación y un significativo flujo de fondos en el mercado de bienes. Esto hizo que el precio del petróleo permaneciera sobre los \$100.

¿UN IMPACTO NO MEDIBLE EN LA ECONOMÍA MUNDIAL?

La crisis financiera norteamericana ha sido calificada por algunos analistas como la más grave desde la Segunda Guerra Mundial. De hecho, desde 1930 la Fed no había salido al rescate de un banco de inversión. Ya se vislumbran algunos efectos en la economía mundial.

Con seguridad, este año el crecimiento mundial se desacelerará y probablemente también el próximo.

Además, existen otros factores de carácter estructural que aquejan a la

RECUADRO 4

“LATINOAMÉRICA ESTÁ RELATIVAMENTE BIEN POSICIONADA PARA ENFRENTAR UNA DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA GLOBAL”

CAROLA SANDY

Directora del Departamento de Investigación Económica para Mercados Emergentes, Credit Suisse

Durante los últimos seis años, ha habido una mejora notable en la situación macroeconómica de la región. Esto se debe al crecimiento rápido de la economía global, la mayor liquidez y los altos precios de las materias primas. También a la adopción de políticas fiscales y monetarias más responsables. El déficit fiscal se ha reducido significativamente en la mayoría de países de Latinoamérica (algunos han tenido superávits fiscales consecutivos). Esto ha permitido una caída de la relación deuda pública / PIB y una mejora en su composición. Superávits en la cuenta corriente y un aumento en la inversión extranjera directa han permitido que el stock de reservas internacionales en los bancos centrales aumente significativamente. Y la mejora en la situación macroeconómica se ha reflejado en la subida de calificaciones soberanas (Brasil, Chile, México y Perú). América Latina se ha beneficiado del incremento de ingresos y del efecto riqueza del aumento de los precios de las materias primas. Esto explica, en parte, el crecimiento robusto de la demanda doméstica de la región (en particular del consumo privado y la inversión). Latinoamérica está relativamente bien posicionada para enfrentar una desaceleración de la economía global y una caída de los precios de las materias primas. Esto no quiere decir que sea inmune, sino que posiblemente el impacto va a ser menos pronunciado comparado con crisis globales anteriores.

Esperamos que, a pesar del estímulo monetario y fiscal, la economía de EEUU solo crecerá 1,1% en 2008 (creció 2,2% en 2007 y 2,9% en 2006). Esperamos una desaceleración similar de la Unión Europea y Japón. Probablemente la desaceleración de las economías emergentes sea más moderada. Con estos supuestos, proyectamos que la economía global crecerá 3,8% en 2008 (en 2007

creció 4,8%). Pero dada la incertidumbre sobre qué tan profunda será la crisis, el balance de riesgos de nuestra proyección de crecimiento global está sesgado a la baja. Una desaceleración relativamente moderada de EEUU —según la proyección de Credit Suisse— debería tener un efecto limitado en América Latina, con excepción de México. Si el crecimiento global y los precios de las materias primas no caen mucho (lo más probable), el PIB latinoamericano crecería 4% en 2008 (creció 5,2% en 2007).

El mayor factor de riesgo para América Latina es que la recesión en EEUU sea lo suficientemente fuerte como para dar lugar a una caída sustancial del crecimiento global y de los precios de las materias primas. En los últimos dos años, cerca de 40% de las exportaciones latinoamericanas fue de productos primarios y casi 20% adicional de manufacturas de origen agropecuario. Si el precio de los productos primarios cae con fuerza, el efecto negativo sobre los ingresos y el efecto riqueza tendría implicaciones negativas para el crecimiento de la demanda doméstica y el PIB latinoamericano.

EL ECUADOR: NO MUY OPTIMISTAS

No esperamos que haya un deterioro significativo de las cuentas externas o de crecimiento de la economía ecuatoriana por la recesión de EEUU. Estimamos que el Ecuador creció menos de 2% en 2007 y no somos muy optimistas para este año. Como esperamos un deterioro moderado del crecimiento global, el crecimiento del Ecuador dependerá de la dinámica de confianza del sector empresarial y del consumidor ecuatoriano. La debilidad del dólar debería hacer más competitivo al sector exportador manufacturero ecuatoriano, compensando en parte la caída de la demanda global.

economía norteamericana y que constituyen potenciales riesgos para la economía mundial: el creciente déficit comercial y el profundo déficit fiscal norteamericanos. La acelerada depreciación del dólar abarata las exportaciones estadounidenses, dando un respiro al elevado déficit comercial que mantiene con el resto del mundo (-\$ 711.000 millones). Se trata de una competitividad artificial con efectos inmediatos en el corto plazo, pero no sostenible en el largo plazo. Ante el encarecimiento de las exportaciones europeas y japonesas, estos países podrían verse motivados a impulsar políticas proteccionistas para frenar la invasión de productos estadounidenses. Así, según **Moisés Naím**, editor de la revista FOREIGN POLICY, un dólar más débil podría oscurecer las perspectivas de liberalización del comercio.

En momentos de crisis, el pago de la deuda externa puede volverse un dolor de cabeza. Pero para EEUU, el hecho de que el dólar siga siendo la moneda internacional es una gran ventaja, pues pagan su deuda en dólares. Y, en caso de insuficiencia de recursos, la Fed tiene la opción de imprimir billetes.

Por otro lado, la depreciación del dólar encarece los viajes a países que no funcionan con esta moneda. Por eso, el flujo de viajeros estadounidenses al resto del mundo ha bajado en los últimos meses, particularmente a Europa.

La apreciación del euro es bienvenida por los países que reciben remesas desde ese continente, como el Ecuador. Asimismo, la situación se complica para los migrantes residentes en EEUU, porque en la coyuntura actual, corren el riesgo de que los despidan y porque el dinero que envían vale menos.

¿América Latina está preparada para enfrentar esta situación? Según **Carola Sandy**, directora del Departamento de Investigación Económica para Mercados Emergentes del Credit-Suisse, la región está relativamente bien posicionada para enfrentar una desaceleración de la economía global (Recuadro 4).

RECUADRO 5

¿EL ECUADOR PUEDE SACARLE EL JUGO A LA CRISIS?

La depreciación del dólar y la reducción de las tasas de interés en EEUU trae al país más ventajas que desventajas, al menos en el mediano plazo. GESTIÓN destaca las más importantes.

VENTAJAS	DESVENTAJAS
<ul style="list-style-type: none"> • Exportaciones más competitivas por la depreciación del dólar. • Mayor monto de remesas provenientes de Europa. Los migrantes reciben el mismo salario en euros, pero sus remesas representan un mayor monto al cambiarlas a dólares en el Ecuador (Ver Cifras, p. 68). • El Ecuador se vuelve más atractivo (barato) para los turistas no estadounidenses. • El Ecuador también se vuelve atractivo para la inversión extranjera, sobre todo aquella proveniente de Europa. • Mayor monto de exportaciones petroleras, debido al aumento del precio del crudo referencial para el Ecuador (WTI). • Reducción del costo de la deuda por tasas norteamericanas más bajas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Posible contracción de las exportaciones dirigidas a EEUU (principal socio comercial del Ecuador). • Encarecimiento de las importaciones ecuatorianas, sobre todo aquellas provenientes de Europa, China y Japón. • Encarecimiento de los derivados de petróleo importados (combustibles, fertilizantes, plásticos, etc.).

¿QUÉ PASARÁ MAÑANA?

Los efectos de la crisis financiera todavía son inciertos. La Fed aún trabaja de manera agresiva recortando las tasas de interés, inyectando miles de millones de dólares en el sistema financiero y aceptando como colateral préstamos de baja liquidez y alto riesgo, con el único fin de revertir la espiral negativa que la crisis del mercado hipotecario y la desintermediación iniciaron el año pasado. Esto crea presiones inflacionarias que han llegado a generar una percepción de que la Fed está más interesada en el crecimiento económico que en la estabilidad de precios, lo cual es riesgoso a nivel macroeconómico. Para **Alberto Ramos**, vicepresidente de la división de América Latina de Goldman Sachs “el sistema tiene los instrumentos y la resiliencia para recuperar-

se. Pero, la crisis no será corta” (Recuadro 6).

Mas la crisis financiera no es el único problema sistémico de la economía estadounidense. Su alarmante déficit comercial y fiscal ha debilitado fuertemente el valor del dólar, en especial, frente al yen y al euro. La opción de los inversionistas por euros o *commodities* para mejorar sus rendimientos, claramente erosionados por las pérdidas cambiarias generadas por un dólar débil, dificulta aún más la balanza de capitales estadounidense, la cual siempre ha financiado el déficit comercial de ese país.

De hecho, algunos expertos pesimistas afirman que la situación actual de la economía estadounidense se asemeja peligrosamente a la de Japón a fines de los 80 y comienzos de los 90, cuando la banca nipona prestó indiscriminadamente y el riesgo del sistema

RECUADRO 6

"LOS CICLOS ECONÓMICOS SIEMPRE SE RECUPERAN EN EL MEDIANO PLAZO"

ALBERTO RAMOS

Vicepresidente de la división de América Latina,
Goldman Sachs

EEUU ya está en recesión. Probablemente, habrá una contracción del producto en el primer y segundo trimestre. Pero creo que habrá una recuperación suave en el segundo semestre de 2008, por el paquete de estímulo fiscal impulsado por el gobierno norteamericano y también por el efecto del relajamiento agresivo de la política monetaria. Permanece el riesgo de que la economía se contraiga otra vez en el primer semestre de 2009, cuando se pierda el efecto del estímulo fiscal. Pienso que la política de la Fed ha sido bastante acertada en bajar agresivamente la tasa de los fondos federales y también por crear varios mecanismos innovadores para proveer liquidez al sistema. En su próxima reunión, estimamos un recorte de 0,25%, hasta 2%. El Banco Central Europeo ha sido un poco más resistente a la hora de adoptar una política monetaria más acomodaticia.

La depreciación del dólar se debe al debilitamiento del ciclo económico en EEUU y la política de la Fed de bajar de forma agresiva las tasas de interés, lo que disminuyó considerablemente el diferencial de las tasas de interés contra otras monedas. En el

caso del oro, éste es un activo de reserva cuyo precio tiende a subir cuando hay incertidumbre. El aumento del precio del petróleo se relaciona más con factores estructurales, una demanda superior a la oferta y costos marginales de producción más elevados en el proceso de extracción de petróleo. Un dólar débil también aporta en el incremento del precio del petróleo. En 2008, estimamos que el precio del petróleo se mantendrá sobre \$ 100. Para marzo de 2009, el dólar se podría recuperar hasta \$ 1,40 con respecto al euro, debido a una cierta recuperación de las cuentas externas en EEUU.

El desencadenante de la crisis fue la contracción profunda del sector de la construcción. La alta volatilidad en los mercados y la crisis financiera en sí llevó a los bancos a ser más restrictivos y selectivos en la concesión de créditos. En el largo plazo, me parece que la crisis no tendrá grandes consecuencias. El sistema tiene los instrumentos y la resiliencia para recuperarse. Pero, por lo general, las crisis crediticias tienden a ser relativamente largas. Creemos que ésta durará todo 2008 y quizás algo de 2009.

China sigue apoyando la actividad global. América Latina, Asia y el mundo, en general, siguen creciendo a un ritmo moderado. Es importante que no se manipulen los sistemas, en particular las tasas de cambio, que se dé un manejo ortodoxo a las políticas domésticas para que la economía global pueda crecer de forma balanceada. Ni las crisis ni los booms duran para siempre. Los ciclos económicos siempre se recuperan en el mediano plazo.

financiero se disparó, generando un círculo perverso de crecimiento económico mediocre y deflación.

Otros consideran urgente el restablecimiento de regulaciones —abandonadas durante la extrema liberalización de fines de los 90—, con el fin de evitar que el mercado estadounidense se salga de control. Pero una excesiva regulación podría desembocar en otras formas de especulación.

De acuerdo con *The Economist*, la industria financiera muy posiblemente no crecerá o inclusive se contraerá en los próximos años. Esto se debe, en parte, a que la última fase del crecimiento del sector financiero estadounidense, a partir de la explosión de la burbuja tecnológica a comienzos de este siglo, se basó en un nivel de endeudamiento insostenible. De hecho, la revista inglesa considera que, si el mercado vuelve a ser regulado de una manera no inteligente, el costo será mayor.

<
ESTÁ EN MARCHA
EL MAYOR PLAN DE
REGULACIÓN FINANCIERA
DESDE LOS AÑOS 30.
>

Las regulaciones financieras son urgentes. Las autoridades norteamericanas lo saben. Por ello, el 31 de marzo, el secretario del Tesoro, **Henry Paulson**, expuso el mayor plan de regulación financiera desde la Gran Depresión de los años 30. El plan contempla una consolidación de los siete reguladores financieros en solo tres: la Fed, la creación de un segundo ente regulador y un tercero de protección al consumidor y prácticas empresariales. ¿Este ambicioso proyecto será suficiente? Solo el tiempo lo dirá.

De todas maneras, el precio que la economía mundial está pagando por los excesos financieros estadounidenses es demasiado alto y esto aún no termina. La crisis recién empieza.



Las regulaciones vienen marchando

< POR JULIO GODOY >

BERLÍN.- En Alemania ya se observan señales del cambio, parte de una tendencia que se extiende rápidamente a través de Europa y por otros países.

En medio de una creciente preocupación por la posibilidad de la que la crisis arrastre a más instituciones financieras a la quiebra, banqueros y líderes políticos alemanes reclaman la intervención del Estado para evitar una recesión severa, tanto nacional como internacional.

El presidente del Deutsche Bank, el mayor banco de Alemania, **Josef Ackermann**, dijo que ya no cree más en “la capacidad de autorregulación del mercado”. Dada la magnitud que ganó la crisis en los últimos meses, “los gobiernos deben intervenir para influir sobre él”, agregó.

El economista jefe del banco, **Norbert Walter**, y otros expertos se hicieron eco de las palabras de Ackermann. Walter señaló en conferencia de prensa que la crisis podría extenderse hasta fines de 2009.

“Necesitamos una nueva organización y nuevas ideas sobre la regulación de los mercados financieros”, aseguró.

Michael Heise, economista jefe del Allianz/Dresdner Bank, advirtió que muchas instituciones financieras internacionales podrían ir a la quiebra en los próximos meses, tanto en Alemania como en el resto del mundo, como consecuencia de la crisis.

Sus comentarios se conocieron luego de que el banco privado estadounidense Bear Stearns cayera en una grave iliquidez, a causa de su fallida especulación con hipotecas de alto riesgo, otorgadas a personas con escasas posi-

La crisis financiera en curso en los mercados mundiales marca el fin de la globalización neoliberal y el comienzo de una nueva era de regulaciones, según economistas y dirigentes políticos.



bilidades de hacer frente a la devolución de esos créditos.

Muchos otros bancos en Alemania, EEUU, Francia y Gran Bretaña, entre otros países, afrontan dificultades similares a causa del dinero colocado en los llamados “derivativos”, instrumentos financieros especulativos y de alto riesgo que se apoyan en las hipotecas estadounidenses.

En Gran Bretaña, el gobierno nacionalizó el mes pasado el banco Northern Rock, prácticamente en quie-

bra por sus riesgosas colocaciones en el mercado hipotecario de EEUU.

Se calcula que el costo de la nacionalización será de entre \$ 110.000 y 220.000 millones. Alrededor de 100.000 pequeños accionistas del Northern Rock iniciaron una investigación sobre las operaciones del banco.

Instituciones financieras privadas y estatales de Alemania enfrentan problemas parecidos. El banco estatal IKB recibió del gobierno garantías por \$ 15.000 millones para evitar su colapso

a causa de los fondos que colocó en el mercado hipotecario estadounidense.

El gobierno alemán ha buscado en vano un comprador interesado en el banco IKB. Sus directivos admitieron el 20 de marzo que debieron pasar a pérdida préstamos por un total de \$ 1.000 millones.

Bancos públicos pertenecientes a los estados de Bavaria, Renania del Norte-Westfalia y Sajonia también recibieron abundantes fondos públicos para salvarlos de la quiebra.

A la luz del fracaso de las políticas neoliberales, **Oskar Lafontaine**, ex ministro de Finanzas alemán entre 1998 y 1999, quien en 2005 se separó del Partido Socialdemócrata y fundó el Partido de Izquierda, invitó al banquero Ackermann a unirse a su agrupación.

“Con comentarios como los de Ackerman, podemos ver la profundidad de la crisis”, declaró Lafontaine al diario *Saarbruecker Zeitung*.

El dirigente del Partido de Izquierda reclamó la reintroducción de regulaciones para controlar los movimientos de capitales.

También propuso la aplicación de un impuesto a las transacciones financieras especulativas, una propuesta lanzada por el fallecido economista estadounidense **James Tobin** (1918-2002), quien obtuvo en 1981 el Premio Nobel de Economía.

“Necesitamos inversiones en la economía real, no transacciones especulativas”, aseguró Lafontaine.

El líder del Partido Verde alemán, **Juergen Trittin**, ex ministro de Ambiente (1998-2005), dijo a IPS que la crisis actual representa la bancarrota de la globalización neoliberal.

“Primero, los bancos apostaron el dinero de sus clientes en riesgosas especulaciones y ahora esperan que esos mismos clientes, a través de los impuestos, se hagan cargo de la factura”, señaló.

Trittin destacó que, hasta hace muy poco tiempo, Ackermann y Walter decían al Estado que no pusiera sus manos en la economía. “Ahora es el Estado el que debe actuar como salvador”, agregó.

También en Francia los bancos afrontan las consecuencias de la falta de control sobre sus maniobras especulativas. En enero, el Société Générale perdió más de \$ 9.000 millones y estuvo a punto de perder otros \$ 75.000 millones en operaciones canceladas a último momento.

El banco admitió que había ignorado 74 advertencias de su propio sistema de supervisión y permitió que siguiera adelante con las transacciones realizadas por uno de sus ejecutivos, **Jerome Kerviel**. Episodios similares de fracasos de los controles internos se han repetido en otras instituciones en todo el mundo.

Esto se suma a la incapacidad del mercado para autorregularse. **Ferdinand Lancina**, ex ministro austriaco de Finanzas entre 1985 y 1996, declaró al diario vienés *Der Standard* que “el neoliberalismo ha muerto y por mucho tiempo”. (IPS) 