

América Latina ante la crisis hipotecaria de Estados Unidos. Un primer atisbo de la coyuntura

Octavio A. Amador y Jessica Reyes García*

Evaluar resultados y fundamentos en medio de una bonanza externa no es una tarea fácil. Cuando un barco navega con vientos favorables es difícil evaluar qué tanto de su velocidad es atribuible a la destreza del capitán.
Izquierdo y Talvi, 2008.

Uno de los mayores focos de atención de los analistas económicos en el marco de la reciente crisis hipotecaria norteamericana ha sido el desempeño de las economías emergentes, dentro de las que destacan, además de otras, las latinoamericanas. La alta expectación se justifica, en parte, por la significativa dependencia que históricamente han exhibido las economías de la región respecto de la evolución de la economía de Estados Unidos (EU), pero también por la sensible reconfiguración del panorama macroeconómico latinoamericano, que sugiere notables diferencias frente al entorno que prevalecía hace apenas una década. Adicionalmente, las recientes condiciones de los mercados mundiales –especialmente los de *commodities*– parecen también colocar sobre pilares distintos el desenvolvimiento de los países de la zona. En este tenor, el clima económico adverso de EU registrado a lo largo de los últimos meses ha resultado novedoso desde el punto de vista de sus consecuencias, aparentemente disímiles de las observadas en coyunturas pasadas comparables.

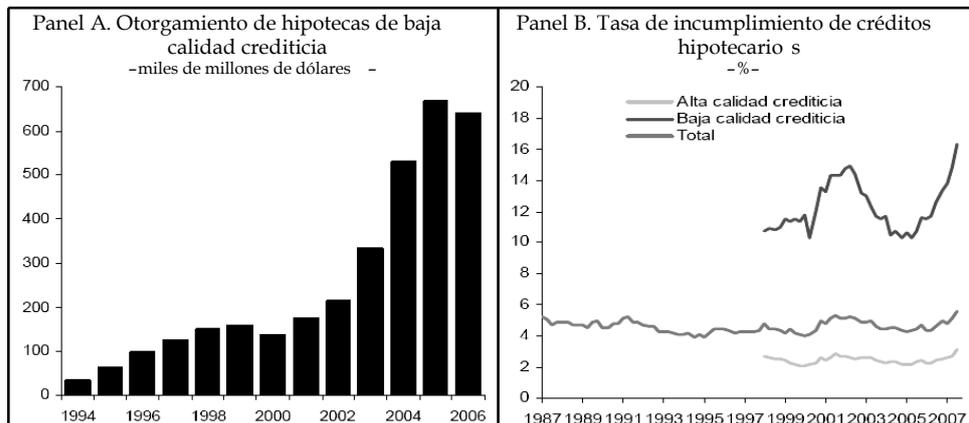
Con el ánimo de aportar algunos elementos básicos para el esbozo de este fenómeno, este trabajo presenta una descripción general de la situación macroeconómica latinoamericana y de algunas de las potenciales repercusiones en su exposición a la crisis *subprime* estadounidense. De este modo, el documento inicia con una reseña sucinta del clima financiero de EU a raíz de la también llamada crisis de las “hipotecas basura”; posteriormente se presenta un diagnóstico no exhaustivo de los entornos macroeconómico y financiero de las más importantes economías de Latinoamérica y finalmente se exponen algunas de las exégesis que se han vertido para caracterizar los presuntos efectos que la crisis hipotecaria podría estar teniendo sobre las economías de referencia. A manera de colofón y como producto de lo señalado, también se adjunta una reflexión global de carácter preliminar.

* Los autores son integrante del Seminario de Credibilidad Macroeconómica de la Facultad de Economía, UNAM y egresada de la Especialización en Economía Monetaria y Financiera de la misma entidad, respectivamente.

I. La crisis hipotecaria de EU: un breviario

Como se sabe, la turbulencia financiera observada prácticamente durante el último año en el mundo se encuentra fuertemente asociada a los desajustes originados en el sector hipotecario de EU. A mediados de 2007 los mercados se cimbraron frente a un abrupto golpe a la liquidez de diversas entidades financieras de ese país que se declararon incapaces de cumplir cabalmente con sus obligaciones de corto y mediano plazos, propiciándose con ello una reahíla de quebrantos económicos y una ola de pánico e incertidumbre que se propagó instantáneamente a los mercados internacionales. El menoscabo de la liquidez fue precedido por una burbuja financiera que tuvo su origen en la fuerte expansión de los créditos hipotecarios otorgados en altas condiciones de riesgo desde 2002 (véase gráfica núm. 1, Panel A).¹ Una de las principales causas de esta expansión fue, a su vez, el benévolo clima crediticio generado por las bajas tasas de interés que imperaron después del desastre del 11 de septiembre de 2001.

Gráfica 1
EU: mercado hipotecario y de vivienda, 1987-2007



Fuente: tomado de Banco de México (Banxico), 2008.

¹ Estas asignaciones, conocidas como *subprime*, se caracterizan por estar dirigidas a un público con un perfil crediticio bajo que entraña una probabilidad mayor de incurrir en una situación de impago. En EU, de hecho, su volumen es objeto de regulación por parte de la Reserva Federal.

Antes de ese año el fin de otra burbuja especulativa, la tecnológica, habría estimulado también la huída de capitales hacia el resguardo de activos considerados como más seguros en aquel momento: los inmobiliarios. La rentabilidad de los créditos de alto riesgo constituidos sobre garantías hipotecarias se vio favorecida así por la subida del precio de los inmuebles –en especial, los residenciales– y también por los atractivos diferenciales entre las tasas de interés activa y pasiva. Por otra parte, muchas de las hipotecas constituidas en este trance fueron vendidas por sus otorgantes originales –entidades especializadas no bancarias y algunos bancos– a otras firmas del ramo, quienes a su vez podían reagruparlas y “empaquetarlas” en instrumentos financieros con un alto grado de sofisticación, como los llamados “productos estructurados”, que suelen ofertarse a los inversores finales con distintos perfiles de riesgo y rendimiento.

Por supuesto, en las etapas más adelantadas del flujo de enajenación de este tipo de activos, la identificación de los riesgos inmanentes puede hacerse más confusa y difícil de ponderar, como en efecto lo fue en este caso. Así, en un principio estos instrumentos fueron altamente negociables,² por lo que, de hecho, se difuminó la percepción de alto riesgo que podrían haber entrañado y no representaron mayor problema hasta que las condiciones del entorno fueron cambiando. Una de éstas fue el paulatino incremento de las tasas de interés instrumentado por la Reserva Federal (Fed) –el banco central norteamericano– a partir de 2004 para hacer frente a las presiones inflacionarias de la economía estadounidense. El consiguiente encarecimiento del crédito impactó negativamente en la corriente de pagos de las hipotecas (véase gráfica núm. 1, Panel B) por lo que su tenencia generó minusvalía en los portafolios y, por tanto, una disminución en los índices de capitalización de varias instituciones bancarias.

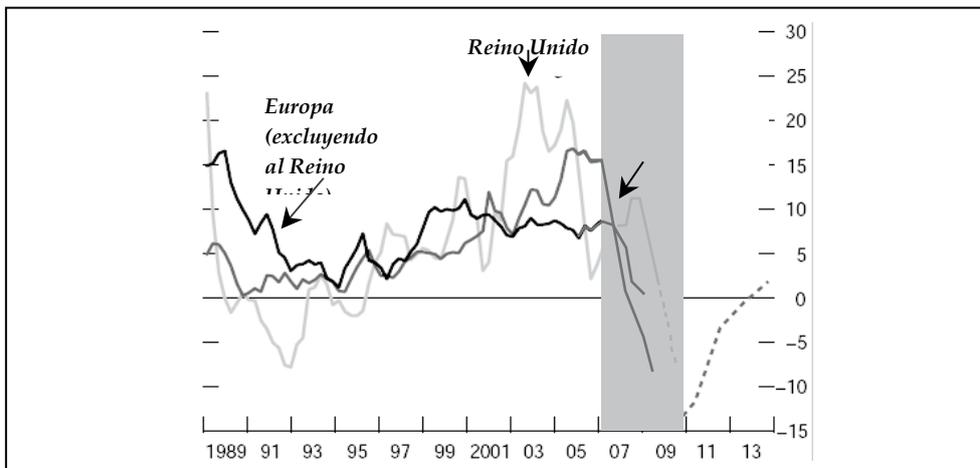
En esas circunstancias, la incertidumbre acerca del origen de las pérdidas que comenzaron a registrarse y la desconfianza en la gestión de la liquidez para cubrir sus compromisos pendientes provocaron en las firmas involucradas una mayor cautela al momento de otorgar préstamos y conducir sus recursos. En un frente relacionado, los precios de la vivienda comenzaron a desplomarse ante el elevado número de ejecuciones hipotecarias³ que co-

² En esta etapa, resalta la actuación de la mayoría de las calificadoras financieras, a quienes se señala por haber subestimado los riesgos de estos productos en el otorgamiento de sus notas.

³ La ejecución hipotecaria consiste en hacer valer la garantía que se constituye sobre el préstamo otorgado para la adquisición de un inmueble. Naturalmente, en el caso de los créditos hipotecarios la garantía es el propio inmueble.

menzó a suscitarse debido a la morosidad de los deudores de los créditos primigenios (véase gráfica núm. 2). El saldo inmediato fue la quiebra escalonada entre 2006 y 2007 de numerosas entidades especializadas en el sector y una contracción del crédito que se reflejó en la notable subida de la tasa de interés interbancaria, cuyo nivel acusaría un diferencial respecto a la tasa de fondos federales pocas veces visto.

Gráfica 2
EU y Europa: cambios en el precio de las viviendas, 1989-2013¹
-var. % anual-



^{1/} datos estimados a partir de 2008.

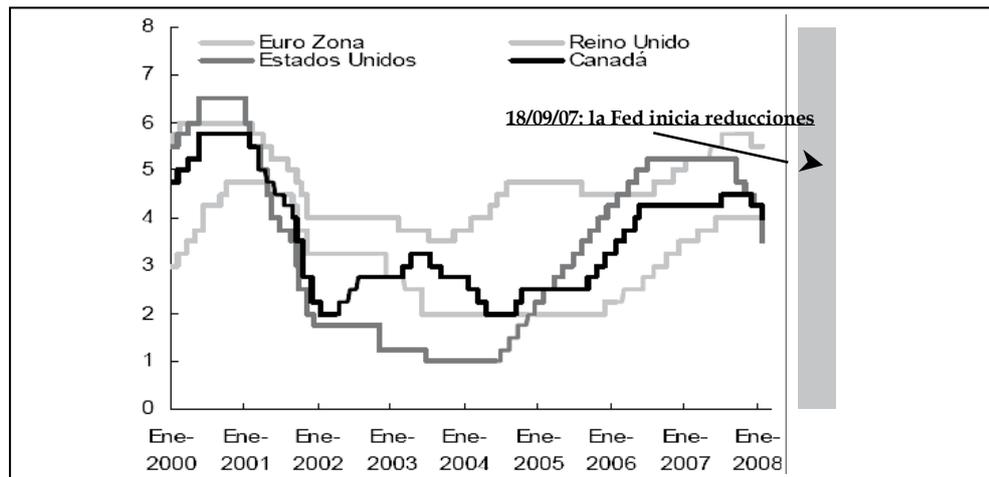
Fuente: tomado de IMF, 2008a.

Efectos relevantes. Como una consecuencia evidente del alto grado de interdependencia e integración de los mercados financieros de la actualidad era lógico esperar un significativo contagio global de esta crisis. De este modo, la distribución de los efectos negativos estaría fuertemente condicionada por la participación de diversos inversores establecidos fuera de EU en los procesos de compra y venta de los títulos financieros “contaminados”, cuya posesión terminó por deteriorar –en mayor o menor grado– sus balances de capital. A saber, en enero de 2007 el Fondo Monetario Internacional (IMF, por sus siglas en inglés) estimaba que existían 5.8 billones de dólares ligados a las hipotecas de alto riesgo y, de esa cantidad, 850 mil millones pertenecían, a mediados de 2006, a inversores no estadounidenses (IMF, 2007).

En este contexto, para la segunda mitad de 2007 se estimaba que las 15 mayores instituciones bancarias europeas habían perdido cerca de 10% de su

valor bursátil (alrededor de 100 mil millones de euros) a causa de sus vínculos –directos e indirectos– con los créditos *subprime*.⁴ Por su parte, en EU, un puñado de entidades bancarias y no bancarias –todas ellas relacionadas con la tenencia de títulos de baja calidad– se colapsaron, siendo la quiebra para muchas de ellas inminente.⁵ Ante este sórdido panorama y dada la contracción generalizada del crédito, bancos centrales como el europeo (BCE), el de Canadá, el de Japón y la Fed de EU comenzaron a actuar para tratar de paliar la crisis de liquidez con dos tipos de intervenciones: primero, inyectando fondos en operaciones de ventanilla y segundo, rebajando sus tasas de fondeo y de referencia (véase gráfica núm. 3).

Gráfica 3
 Regiones seleccionadas: tasa de interés de referencia
 -%/-



Fuente: tomado de Banxico, 2008.

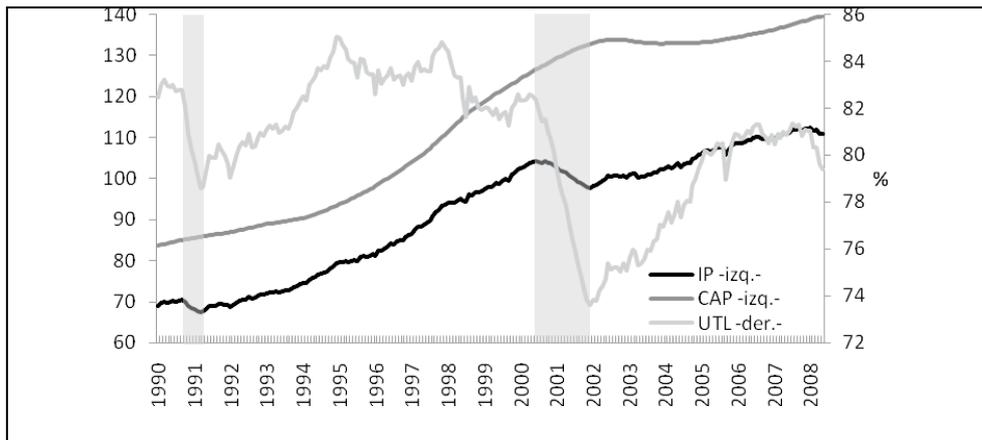
Hasta el momento, las rebajas más agresivas han sido las de la Fed, que acumulan 325 puntos base desde septiembre de 2007 hasta abril de 2008. El BCE, por su parte, ha sido más cauteloso y más bien se contuvo de aumentar su

⁴ Entre los principales perjudicados pueden mencionarse a la firma suiza UBS, a las francesas BNP Paribas y Société Générale, así como a la británica Barclays.

⁵ Entre muchos otros afectados, se encuentran las hipotecarias New Century, American Home Mortgage, National City Home Equity, First Magnus Financial, Freddie Mac o los fondos de inversión de Blackstone y Bear Stearns (que quebraría abruptamente en marzo de 2008).

tasa de referencia, la que elevó hasta principios de julio del presente año para hacer frente a las fuertes presiones inflacionarias de la Eurozona. De cualquier manera, las posturas de política se sumaron, en general, ante la marcada preocupación –aún presente– de que el desfaldo masivo de la esfera financiera contamine con fuerza el sector real de las economías en virtud de las nuevas limitaciones para disponer de recursos para el consumo y la inversión. Desde luego, el principal foco de alarma es el desempeño de la economía norteamericana, que comenzó a mostrar signos de debilidad desde el cuarto trimestre de 2007, mismos que de acentuarse más (como hasta ahora lo han hecho) pondrán a prueba el grado de acoplamiento del resto del mundo al ciclo económico estadounidense (véase gráfica 4).

Gráfica 4
 EU: producción industrial (IP), capacidad productiva (CAP)
 y utilización (UTL),¹ 1990-2008²
 -2002=100-



^{1/} medida como proporción (%) de la capacidad productiva.

^{2/} para 2008 se utilizaron los datos disponibles hasta el mes de mayo.

Nota: los sombreados indican los episodios recesivos más recientes.

Fuente: elaboración propia con base en Fed, 2008.

Aunque aún puede ser arriesgado aseverar que EU se encuentra en una recesión, el deterioro de su economía es evidente. En lo que va del año, la producción en la industria ha declinado en los meses de febrero, abril y mayo (-0.6, -0.7 y -0.2%, respectivamente), mientras que la tasa de utilización de la capacidad industrial se redujo de 81 a 79.4% de diciembre del año pasado a mayo del presente. En línea con ello, en el mismo lapso la nómina no

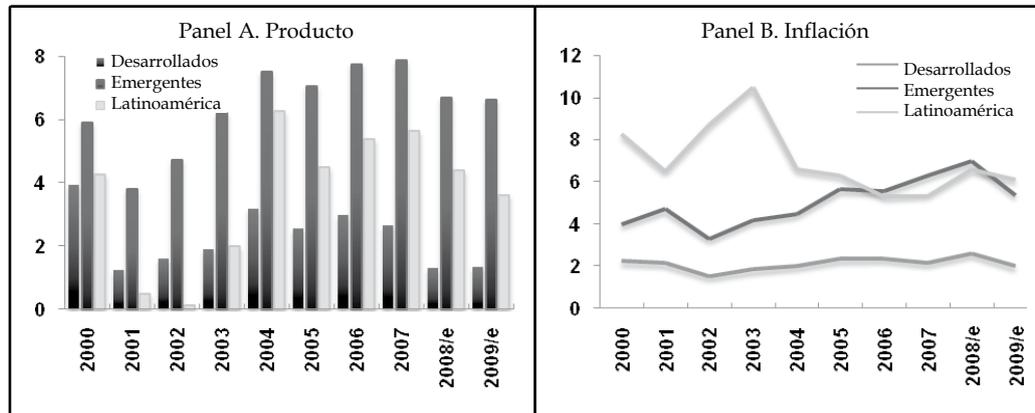
agrícola se redujo en 438 mil empleos (según cifras oficiales), siendo la manufactura, la construcción y los servicios los sectores de la economía más afectados. Paralelamente, la confianza del consumidor ha caído con fuerza desde julio de 2007 y, en específico, desde diciembre de ese año hasta junio de 2008 el índice que la mide se ha desplomado cerca de 44%, complementando con ello un panorama nebuloso que incrementa sensiblemente los riesgos para la economía global.

II. Latinoamérica: perfiles económicos

Las condiciones de las economías latinoamericanas boyantes frente a los trastornos de la crisis hipotecaria son sensiblemente distintas a las que las habían caracterizado en otros climas adversos. Ello llama la atención pues todo parece indicar que, si bien todavía ningún país de la región puede jactarse de no estar fuertemente ligado a los vaivenes de la economía norteamericana, los desajustes de ésta podrían estar ya capeándose sin enfrentar profundos colapsos. Esto puede explicarse, en parte, por unos fundamentos macroeconómicos que exhiben una razonable mejoría, aunque también por condiciones exógenas como el reciente auge en los mercados internacionales de materias primas, en los que la participación exportadora de varios países latinoamericanos es sobresaliente. Por otro lado, la recomposición de los flujos internacionales de capital impulsada por la mayor volatilidad de los mercados y por la política monetaria estadounidense podría también estar jugando un papel atendible en esta coyuntura.

Contexto macroeconómico. Desde hace ya algunos años los países emergentes vienen jugando un papel de suma importancia en el crecimiento económico mundial y existen fuertes argumentos para esperar que la tendencia persista en el futuro. Al menos en lo que va de la presente década, muchas de estas economías –varias de ellas latinoamericanas– han exhibido un gran vigor que se ha reflejado en unas tasas de crecimiento económico más altas que las observadas en las economías industrializadas (véase gráfica núm. 5, Panel A). Contiguamente, resalta también el esfuerzo que han llevado a cabo para estabilizar sus niveles de precios, lo que ha llevado a que éstos, en muchos casos, se asemejen a sus homólogos de naciones desarrolladas (véase misma gráfica, Panel B). En este marco, son varias las naciones de América Latina que han contribuido a que la región en su conjunto muestre un comportamiento como el citado.

Gráfica 5
Producto e inflación en grupos de países seleccionados, 2000-2009¹
 -variaciones %-



^{1/} los datos para 2008 y 2009 son estimados.

Fuente: elaboración propia con base en IMF, 2008b.

En los últimos años, los principales indicadores de las más importantes economías latinoamericanas⁶ han mejorado sustancialmente, lo que se constata al observarse promedios de inflación más bajos, de crecimiento del producto ligeramente más altos (con la excepción de México y Chile) y de saldos de la cuenta corriente más equilibrados, además de una menor volatilidad en todos los rubros para la mayoría de los casos (véase Tabla núm. 1). Es de destacarse la significativa reducción de la inflación, que se encontraba en niveles escandalosamente altos a principios de los noventa en países como Brasil, Perú o Argentina y bastante problemáticos en casi el resto de las economías. En cuanto al crecimiento del producto, la mayoría de los elementos de esta muestra reportó durante la década 1990-2000 trayectorias erráticas incapaces de seguir una tendencia definida, si bien los promedios de crecimiento fueron ligeramente positivos (quizá aquí sea la chilena nuevamente la economía excepcional). En el rubro del equilibrio de los balances externos y durante el mismo lapso, el saldo de la cuenta corriente fue en la mayoría de los casos negativo, acusando cierta debilidad del sector exportador.

⁶ Estas economías son: Brasil, México, Argentina, Chile, Venezuela, Colombia y Perú, dado que concentran 91% del PIB de Latinoamérica (según datos de 2006).

Tabla 1
Latinoamérica (países seleccionados): inflación,¹ producto²
y saldo de la cuenta corriente,³ 1990-2007
 -%/o-

| | 1990-2000 | | | 2001-2007 | | |
|-----------------|---|------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| | (promedio y desviación estándar) ⁴ | | | (promedio y desviación estándar) | | |
| | Inflación | Producto | Cta. corriente | Inflación | Producto | Cta. corriente |
| Brasil | 613.60 (858.53) | 1.95 (2.96) | -1.89 (1.95) | 7.20 (3.15) | 3.31 (1.81) | 0.00 (2.15) |
| México | 19.18 (13.23) | 3.67 (3.53) | 3.65 (2.22) | 4.35 (0.83) | 2.47 (1.81) | -1.30 (0.91) |
| Argentina | 132.91 (402.41) | 3.82 (5.12) | -2.56 (2.53) | 11.40 (13.79) | 4.12 (8.26) | 3.08 (3.44) |
| Chile | 10.30 (7.32) | 6.25 (3.51) | -2.60 (1.88) | 3.30 (2.13) | 4.33 (1.34) | 1.01 (2.23) |
| Venezuela | 43.23 (25.35) | 2.58 (4.60) | 3.94 (7.33) | 20.51 (6.85) | 4.88 (10.02) | 11.43 (5.37) |
| Colombia | 20.27 (7.07) | 2.89 (2.82) | -1.71 (3.58) | 5.95 (1.15) | 4.38 (2.15) | -1.80 (0.95) |
| Perú | 722.05 (2298.00) | 3.22 (4.91) | -5.33 (1.46) | 1.94 (1.43) | 5.38 (2.84) | 0.05 (1.95) |
| Promedio | 223.08 (308.20) | 3.48 (1.38) | -0.93 (3.44) | 7.81 (6.39) | 4.12 (0.97) | 1.78 (4.54) |

^{1/} definida como la variación diciembre-diciembre del índice de precios al consumidor.

^{2/} definido como el crecimiento anual del producto interno bruto (PIB) medido a precios constantes.

^{3/} medido como porcentaje del PIB.

^{4/} los valores de la desviación estándar están entre paréntesis.

Fuente: elaboración propia con base en IMF, 2008a.

Por cuanto toca a las posiciones fiscales, los datos también comunican una mejoría. En el período que va de 2000 a 2007 el balance fiscal global promedio de una muestra representativa similar de países de la zona experimentó un notable cambio al pasar de -4.6% a 0.2% como proporción del PIB (véase Tabla núm. 2). Si bien son sutiles, valen pena enfatizar tanto el aumento de los ingresos públicos como reducciones de los gastos del mismo tipo.

Tabla 2
Latinoamérica: posición fiscal,¹ 1995-2007
 -% de PIB-

| | 1995-01 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------------------------------|---------|------|------|------|------|------|------|
| Ingresos del sector público | 24.6 | 25.0 | 25.5 | 26.0 | 27.1 | 28.5 | 28.9 |
| Gastos del sector público | 27.6 | 29.6 | 28.7 | 27.9 | 27.9 | 28.2 | 28.7 |
| Balance fiscal global | -2.6 | -4.6 | -3.2 | -1.8 | -0.7 | 0.3 | 0.2 |
| Balance fiscal primario | 0.8 | -0.3 | 0.5 | 1.5 | 2.2 | 3.1 | 2.7 |

^{1/} promedios no ponderados de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

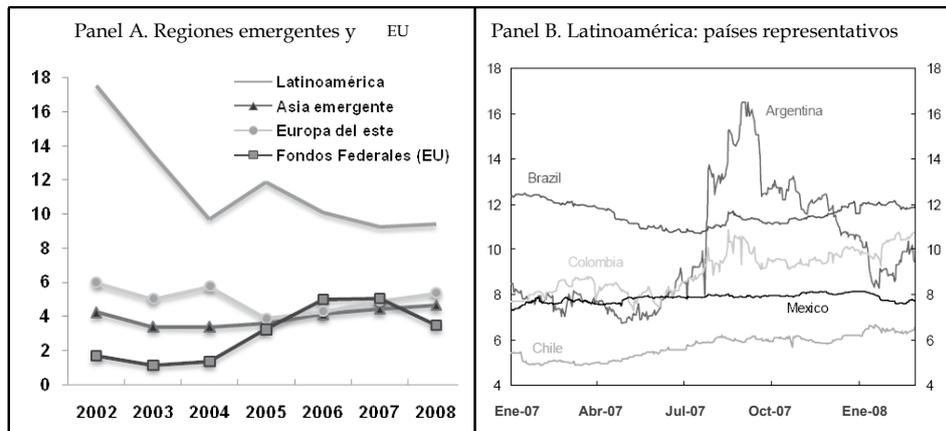
Fuente: elaboración propia con base en Vladkova-Hollar y Zettelmeyer, 2008.

Otro punto coyunturalmente destacado es la dinámica de los tipos de interés en la región, dada la incidencia que tiene en el comportamiento de los flujos financieros. Como se sabe, en economías abiertas dichos flujos encarnan efectos cruciales en la fijación de variables tan relevantes como el tipo de cambio y, por tanto, en la competitividad de los países. En este contexto, las reducciones de tipos efectuadas por la Fed en últimas fechas han ampliado el diferencial entre el promedio de rendimientos que ofrecen los mercados emergentes (incluidos los latinoamericanos) y el promedio que puede obtenerse en los mercados desarrollados (véase gráfica núm. 6), lo que ha impulsado la migración de capitales hacia aquéllos (los emergentes) y un aumento de sus reservas internacionales. Como es natural, una consecuencia de esto ha sido la presión alcista del importe expresado en dólares de las monedas de varios países latinoamericanos, o en otras palabras, la apreciación de éstas (las posibles consecuencias de esto se discuten más adelante).

En estas circunstancias, hasta ahora la mayoría de las economías latinoamericanas más importantes ha lidiado con relativo éxito los desajustes en el sector financiero y la economía estadounidenses e incluso se ha hablado de posibles efectos favorables. Ello puede ser lícito porque, en principio, la confianza en sus mercados financieros es mayor debido a unos fundamentos macroeconómicos más sólidos, capaces de sortear mejor los peligros potenciales de los choques que solían minar sus reservas internacionales y obligar a dolorosos reajustes que acarreaban ominosos efectos en el empleo y en el producto. Por otro lado, el clima de estabilidad también ha contribuido a generar cambios en las estructuras productivas internas que han permitido, en

algunos casos, cambiar sus centros de gravedad y aspirar a la reconstitución de las bases del crecimiento económico. Consecuencias de ello son el sutil fortalecimiento de los mercados internos y la diversificación de los destinos de exportación de varias economías de la zona, fenómenos que diluyen en alguna medida los riesgos focales.

Gráfica 6
Tasa de interés nominal de referencia¹ en grupos de países
seleccionados, 2002-2008
 -%/-



^{1/} definida como la tasa de interés de los bonos gubernamentales en el mercado secundario.

Fuente: Panel A elaboración propia con base en IMF, 2008b y Fed, 2008. Panel B tomado de IMF, 2008c.

Contexto comercial. Además de las vías de transmisión que representan los flujos financieros, los vínculos comerciales entre países también constituyen un canal de traspaso de los efectos de las condiciones adversas de las economías. Desde luego, la magnitud de éstos tiene que ver tanto con los patrones de comercio como con el grado de apertura y diversificación exportadora e importadora de las economías. En América Latina, como en otras regiones, el tráfico internacional de bienes y servicios se ha intensificado significativamente a partir de la puesta en marcha del libre comercio y actualmente tiene un peso medular en la mayor parte de sus economías (véase Tabla núm. 3). Por otra parte, cada una de estas tiene un perfil particular que se refleja en determinadas estructuras de exportaciones e importaciones y en carteras de

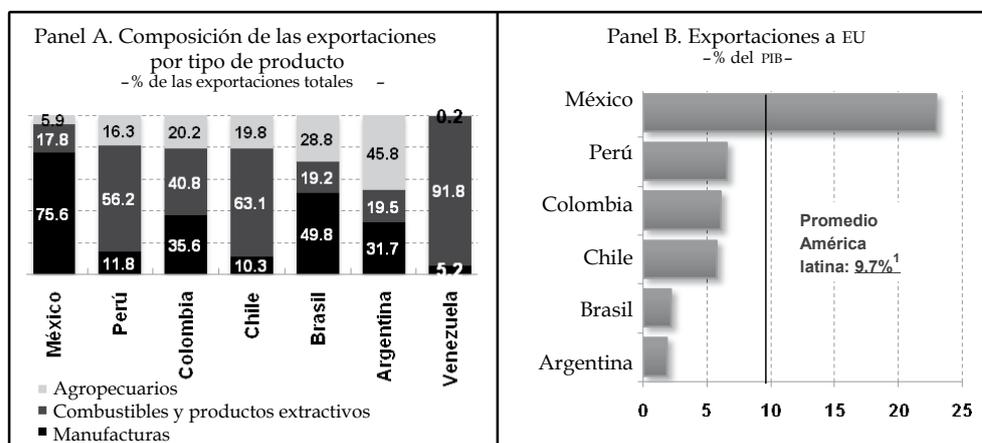
clientes y proveedores más o menos regulares (al menos en el corto plazo) (véase gráfica 7).

Tabla 3
Latinoamérica (países seleccionados): exportaciones, importaciones y relación entre comercio internacional y PIB, 2000-2006
-variación % anual-

| | Exportaciones (x) | | | Importaciones (m) | | | (x+m) 2004-2006 (% PIB) |
|-----------------|-------------------|------------|------------|-------------------|-------------|-------------|----------------------------|
| | 2000-2006 | 2005 | 2006 | 2000-2006 | 2005 | 2006 | |
| Brasil | 10.0 | 10.0 | 5.0 | 4.0 | 9.0 | 18.0 | 26.4 |
| México | 5.0 | 7.0 | 11.0 | 5.0 | 9.0 | 12.0 | 62.7 |
| Argentina | 7.0 | 14.0 | 12.0 | 2.0 | 20.0 | 12.0 | 44.2 |
| Chile | 6.0 | 4.0 | 4.0 | 10.0 | 18.0 | 9.0 | 73.2 |
| Venezuela | 1.0 | 5.0 | 9.0 | 10.0 | 27.0 | 28.0 | 57.3 |
| Colombia | 4.0 | 6.0 | 4.0 | 9.0 | 22.0 | 2.0 | 41.2 |
| Perú | 9.0 | 15.0 | 5.0 | 7.0 | 11.0 | 10.0 | 43.5 |
| Promedio | 6.0 | 8.7 | 7.1 | 6.7 | 16.6 | 13.0 | 49.8 |

Fuente: elaboración propia con base en OMC, 2007.

Gráfica 7
Latinoamérica (países seleccionados):
perfil exportador y exportaciones a EU, 2006

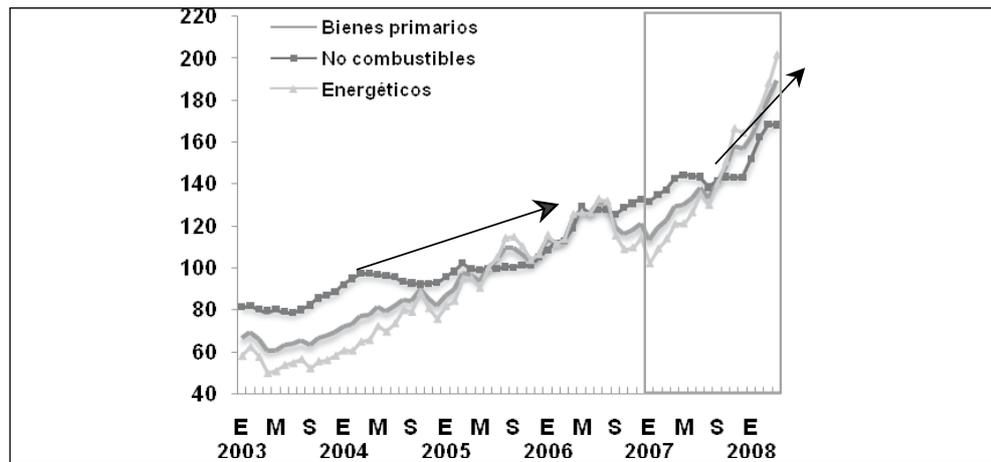


^{1/} si se excluye México el promedio es de 4.8 por ciento.

Fuente: elaboración propia con base en Organización Mundial del Comercio (OMC), 2006 y IMF, 2008c.

Como se puede apreciar en la gráfica recién señalada (Panel A), la composición de exportaciones de los países líderes de la región es heterogénea, pero resalta notablemente el papel de los bienes primarios (con la sola excepción de México). Asimismo, la exposición a la economía norteamericana también es disímil entre la muestra, de donde llama la atención la elevada proporción que para la economía mexicana representan las exportaciones a EU respecto del resto de los países (véase mismo gráfico, Panel B). Estos fenómenos configuran un segmento sustancial del actual mapa de riesgos de la zona, en donde también tiene que ver el desenvolvimiento reciente de los mercados internacionales de bienes primarios (véase Gráfico núm. 8).

Gráfica 8
Precios internacionales de los bienes primarios, 2003-2008
 -2005 = 100-



Fuente: elaboración propia con base en IMF, 2007d.

Como es evidente, los mercados internacionales de materias primas han registrado una tendencia alcista desde el año 2003, la que quizá se haya hecho más ríspida a partir de 2007. Pese a los efectos negativos que ha tenido en la inflación de muchas naciones alrededor del orbe, la subida internacional de los precios de los bienes primarios también puede favorecer a los países que participan activamente en su comercialización, como es el caso de varios latinoamericanos. Resaltan los casos de Argentina, Chile, Perú y Venezuela, en los que entre 70 y 90% de sus exportaciones se compone de este tipo de mercancías. De este modo, es claro que la vulnerabilidad coyuntural de los países está asociada tanto al tipo de influencia que reciben de los mercados internacionales como a su grado de vinculación con EU.

III. Sobre los posibles efectos de la crisis

Como ya vimos, las secuelas de la crisis hipotecaria y el debilitamiento de la economía de EU tienen dos vías de transmisión: los mercados financieros y el comercio real.⁷ En el primer caso, poseen especial importancia tanto la percepción de riesgo que se tiene de los mercados emergentes como el papel de las políticas monetarias norteamericana y locales. En tanto, en el segundo resulta trascendente la consideración de los patrones comerciales de los países, sus respectivas vocaciones productivas y las expectativas de precios en los mercados internacionales, sobre todo, los de bienes primarios. De este modo, el balance de riesgos de las naciones latinoamericanas en esta coyuntura se nutre tanto del papel de sus mercados financieros apoyados por su entorno macroeconómico doméstico, como de su grado de exposición a la demanda externa estadounidense. Sin embargo, no hay que olvidar que en un ambiente globalizado las afecciones económicas pueden transmitirse de manera directa e indirecta, por lo que siendo la norteamericana la mayor economía del mundo, es altamente probable que sus malestares finalmente se propaguen en alguna medida.

Una consecuencia visible de la turbulencia financiera en EU y varios mercados desarrollados, así como de la gestión de políticas que se ha llevado a cabo para contenerla ha sido el traslado de capitales hacia los mercados emergentes. No obstante, no todos resultan atractivos, pues la prevalencia de buenos pilares macroeconómicos no es generalizada.⁸ Incluso dentro de las economías latinoamericanas punteras, varias firmas de análisis de riesgo como Fitch Ratings o Standard & Poor's (S&P) advierten una clara distinción entre países como Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, que han mejorado sus calificaciones de riesgo en los últimos años,⁹ y otros como Venezuela,

⁷ Quizá una tercera podría ser la caída en el envío de remesas desde EU, no obstante, para la mayor parte de las economías latinoamericanas boyantes dicho rubro no resulta tan representativo. Aun en México, y aunque no debe menospreciarse en absoluto, el importe de las remesas representó en 2007 poco menos de 3% del PIB, a diferencia de economías como la hondureña en donde esa proporción llegó a 20 por ciento.

⁸ En particular, varios países de Europa del Este como Rumania, Hungría o Bulgaria han enfrentado recientemente problemas para encarrilar sus finanzas públicas, enrareciendo con ello el panorama financiero de esa región.

⁹ Destaca el caso de Brasil, que en abril de este año mejoró su calificación de riesgo de los títulos gubernamentales en moneda extranjera en la clasificación de S&P de BB+ (todavía en zona de riesgo) a BBB- (capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros), entrando con ello al "club de los países seguros para invertir".

Argentina, Ecuador y Bolivia, que “enfrentan distorsiones que ponen en peligro su crecimiento”.

De cualquier modo, el atractivo de varios mercados de la región ha traído como consecuencia un mayor flujo de dólares, lo que ha apreciado algunas monedas locales como el real brasileño o el peso mexicano. Ante esta circunstancia, diversos bancos centrales han estado absorbiendo la divisa con el propósito de atenuar la intensidad del efecto y minimizar así la pérdida de competitividad de sus economías. Sin embargo, países como Brasil han buscado también aprovechar el nuevo valor de su moneda (que desde 2004 hasta la fecha se ha apreciado casi 60%) para salir a los mercados internacionales a adquirir bienes de capital para modernizar sus trenes industriales.

Por otra parte, un peligro toral del atractivo de estos mercados es la potencial emergencia de una burbuja especulativa. Quizá por esta razón –por el frenesí de los inversionistas que han buscado refugiarse en ellos (los emergentes) ante el pesimismo de los desarrollados– los máximos representantes de las entidades de cooperación financiera internacional, el IMF y el Banco Mundial (BM), Robert Zoellick y Dominique Strauss Khan, respectivamente (además de otros funcionarios), han respondido a lo largo de 2008 con reiteradas advertencias de que el bloque de países en vías de desarrollo es aún muy vulnerable frente a la economía norteamericana. En el mismo sentido, diversos estudios de estas entidades y otras como el Banco Interamericano de Desarrollo han señalado que la bonanza latinoamericana podría estar apilada sobre fundamentos circunstanciales y transitorios más que estructurales (véanse Vladkova-Hollar y Zettelmeyer, 2008; Izquierdo y Talvi, 2008 e Izquierdo *et al.*, 2008).

En este marco, los principales señalamientos son que, en la historia reciente, las trayectorias de crecimiento de las economías latinoamericanas han estado fuertemente asociadas a los choques externos (por lo que se antoja difícil que puedan desacoplarse ahora) y que parte de la estabilidad macroeconómica, sobre todo la atribuible a la mejora en el segmento fiscal, se debe en gran medida al crecimiento de los ingresos tributarios derivados del *boom* en los mercados internacionales de materias primas y alimentos y no tanto a reformas estructurales que les otorguen sustentabilidad en el futuro. Por ello, es importante resaltar que aún las economías que no están visiblemente expuestas a la demanda estadounidense por exportaciones enfrentan el riesgo de una posible caída en los precios internacionales de los bienes primarios ocasionada por una eventual reducción de la demanda global de EU por estos productos. Ante esto, se sugiere que los gobiernos realicen o potencien

esfuerzos para mejorar sus políticas macroeconómicas y eviten caer en las tentaciones que a menudo subyacen a la abundancia de recursos.

Una reflexión global

En recientes años y después de haber sufrido importantes episodios de perturbaciones económicas, los mercados emergentes se han fortalecido de forma importante al grado de que ya suele atribuírseles el ser los motores del crecimiento económico mundial. Parte de este aliento se debe, en buena medida, a una reformulación destacable de sus políticas y también a la asunción del principio de que la estabilidad macroeconómica es la base para crecer de manera sostenida. Asimismo, tampoco puede omitirse el advenimiento de circunstancias externas favorables que han contribuido notablemente con las tareas de recuperación. No obstante, hay que señalar que los riesgos de antaño para estas economías no se han diluido todavía, principalmente porque ha pasado muy poco tiempo desde sus *shocks* más inmediatos y la mayoría no han terminado de resolver las transformaciones necesarias de sus estructuras económicas.

La crisis hipotecaria de 2007 en EU ha puesto el dedo en la llaga sobre las interrogantes que aún enfrentan países como los latinoamericanos. En estas circunstancias, los visos de un desacoplamiento menos tenue respecto de la economía estadounidense guardan relación tanto con la naturaleza y el carácter de los fundamentos macroeconómicos de la zona, como con su talante productivo. En la medida en la que pueda decirse con seguridad que sus variables macroeconómicas deban su desempeño exitoso a cambios institucionales de gran calado y que las transformaciones de su estructura económica favorezcan la eficiencia productiva y la diversificación de mercados, es posible que surjan las bases para abordar ese sendero. Por este motivo, debe ponerse especial atención en los estilos de gestión política y económica de los gobiernos involucrados, pues los mayores riesgos de fracasar en esta tarea podrían residir en aquéllos países en donde la bonanza se administre en el contexto de una comprensión deficiente de la ejecución y las consecuencias de las políticas económicas laxas e intemperantes.

Por último, no puede dejar de mencionarse la necesidad de exigir y promover una regulación más efectiva de los mercados financieros mundiales. La naturaleza de las anomalías en el sector hipotecario norteamericano y sobre todo las lecciones de las burbujas financieras del pasado, dejan la impresión de que la crisis era, en alguna medida, evitable. Ello ha puesto en vilo la credibilidad de instituciones tanto públicas como privadas (sobre

todo estadounidenses) quienes presumiblemente cometieron serios errores de acción y omisión en el suministro de las señales a los mercados, lo que definitivamente propició la incompleta medición de riesgos que ocasionaron su frenesí e incontinencia. La fortaleza de la recuperación económica local y del mundo estará, sin duda, ligada a las expectativas de que dichas fallas puedan corregirse y sean infrecuentes en el futuro.

Bibliografía

- Banco de México (2008), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2007 y Programa monetario para 2008*, México, enero.
- Federal Reserve (2008), *Statistical Release*, Washington, junio.
- International Monetary Fund (IMF) (2007), *Global Financial Stability Report. Market, Developments and Issues*, World Economic and Financial Surveys, Washington, abril.
- (2008a), *Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, World Economic and Financial Surveys, Washington, abril.
- (2008b), *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys, Washington, abril.
- (2008c), *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere*, World Economic and Financial Surveys, Washington, abril.
- (2008d), *Statistical Release*, Washington, abril.
- Izquierdo, Alejandro, Romero Randall y Ernesto Talvi (2008), "Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors", Working Paper 631, Inter-American Development Bank, febrero.
- Izquierdo, Alejandro y Ernesto Talvi (coords.) (2008), *All That Glitters May Not Be Gold. Assessing Latin American's Recent Macroeconomic Performance*, Inter-American Development Bank, abril.
- Organización Mundial de Comercio (OMC) (2007), *Perfiles comerciales*, Suiza.
- Vladkova-Hollar, Ivanna y Jeronim Zettelmeyer (2008), "Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved?", IMF Working Paper WP/08/137, mayo.
- Diario *Excélsior* (2007 y 2008), diversas notas, varias fechas, México.
- Diario *El país* (2007 y 2008), diversas notas, varias fechas, Madrid.
- Diario *Reforma* (2007 y 2008), diversas notas, varias fechas, México.
- Diario *El universal* (2007 y 2008), diversas notas, varias fechas, México.