

La Magnitud de la crisis financiera internacional

The **Trillions** Dollar Babe (Debt)

Alberto Graña ¹

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	2
<i>Cuadro 1 Inversión extranjera directa neta de los países emergentes 1996-2004</i>	5
UNA HIPÓTESIS SOBRE EL CICLO DE LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA	5
ALGUNAS CIFRAS	7
<i>Cuadro 2 Flujos de inversión extranjera a los Estados Unidos 1996 a 2003</i>	8
<i>Cuadro 3 Datos macroeconómicos de los Estados Unidos de América</i>	11
GLOBALIZACIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA	12
<i>Cuadro 5 Evolución y montos de los mercados de derivados financieros</i>	15
<i>Cuadro 6 Montos del mercado de derivados financieros</i>	16
<i>Cuadro 7 Estructura del mercado mundial de capitales, 2003</i>	19
ANEXO 1 TÉRMINOS FINANCIEROS CONTEMPORÁNEOS	20
ANEXO 2 APÉNDICE ESTADÍSTICO. FLUJO MUNDIAL DE CAPITALES (1981-2005)	20

Lima 21 de abril de 2005

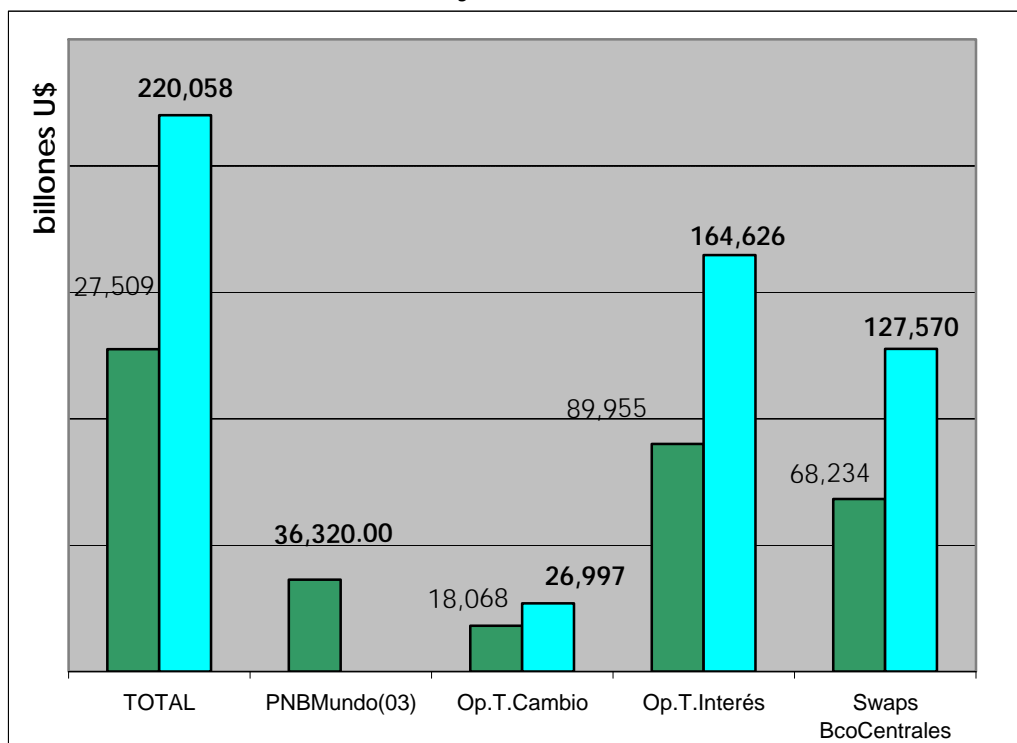
¹ albertograna@gmx.net

Introducción

En los últimos reportes sobre la situación financiera mundial publicados por el FMI y BM e incluso en la presentación del Presidente de Banco Central Norteamericano al Senado², es posible identificar un consenso básico respecto de que los desequilibrios fiscales y externo norteamericanos han alcanzado niveles récord, poniendo en serio riesgo la economía mundial.

Basado en un par de hipótesis de trabajo sobre la evolución de economía mundial y con la información especializada recientemente publicada³ el presente ensayo explora el escenario de la desaceleración de la economía mundial en un contexto de extrema debilidad del sector productivo, fiscal y externo de la economía norteamericana.

Aumento y magnitud del mercado de derivados financieros versus la Producción Mundial (2002 y 2004)



Precisamente, se considera que el factor clave para reducir el riesgo de recesión de la economía mundial se relaciona al esfuerzo real que haga el gobierno norteamericano para reducir sus déficits estructurales⁴ acumulados durante más de dos décadas y las medidas de política

² 21/04/05

³ Las fuentes: FMI Reporte sobre la estabilidad financiera internacional Setiembre de 2004; FMI Reporte sobre la estabilidad financiera internacional abril 2005; BM, Global Development Finance 2005. Documento de la discusión del Executive Board del FED sobre el documento del FMI Global Financial Stability Report. Marzo de 2005.

⁴ Comercial (exportaciones menos importaciones) en la Cuenta corriente de la balanza de pagos y fiscal

cambiaría y monetaria que adopte, vale decir, la depreciación del dólar y el aumento de la tasa de interés básica.

A no dudarlo, el aumento de la tasa de interés básica y el ritmo devaluación del dólar, serán claves para definir que tan profunda podría ser un escenario de la desaceleración mundial e incluso llegar a una situación de "recesión global", para usar los mismos términos planteados por el FMI⁵

Sin embargo, existen otros jugadores en la economía mundial que también son importantes y pueden –como ha sido en el pasado- ser detonantes de una situación recesiva.

En ese preciso sentido los especuladores internacionales que realizan operaciones de alto riesgo mediante pools (o grupos de inversores) y que operan en paraísos financieros con la finalidad de evadir o eludir las regulaciones al capital y las disposiciones tributarias, pueden llevar a una "corrida" del debilitado dólar hacia otras monedas más fuertes como el EURO.

Otros factores de riesgo que pueden alterar los precios y rentabilidades relativas entre países (o bloques) dependen de la política cambiaria que adoptará la China –como mostramos más adelante- un país "adicto" a los bonos del Tesoro NA- como también a los probables aumentos en el precio de barril de petróleo

En este contexto, un aumento brusco de las tasas de interés o una devaluación del dólar detonaría un deslizamiento más rápido hacia una recesión global. Como es fácil advertir existen un conjunto de factores que permite suponer la extrema complejidad de la situación internacional.

Como un signo de los tiempos merece mencionarse el ritmo impresionante al que los bancos centrales de países emergentes acumulan dólares hasta llegar a niveles récord sobrepasando largamente los límites internacionalmente aceptados a la tenencia de reservas en dólares, como se muestra más adelante.

Esta última situación plantea presiones al tipo de cambio y la inflación interna de los países tenedores de bonos del Tesoro NA, además de quedar los países acreedores sujetos a pérdidas de capital cambiarias en el caso de una devaluación (brusca o gradual) del dólar en relación a otras monedas⁶.

La devaluación del dólar es un indicador de la pérdida de productividad y competitividad de la economía NA la misma que muestra déficits comerciales desde hace 24 años, dato fáctico que hace suponer la naturaleza crónica y estructural de tales déficits.

Una situación semejante desde el punto de vista de la acumulación de papeles en dólares de parte importante de los

⁵ Overview and Policy Messages: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability 2005:3

⁶ U otras posibilidades como la devaluación de la moneda China y de los países asiáticos o una guerra comercial entre el bloque asiático o salidas o entradas de capital de corto plazo, para mencionar sólo algunos eventos que podrían ser detonantes.

mayores bancos centrales —guardando las distancias y particularidades históricas — se produjo en 1971, fecha en la que R. Nixon desconoció unilateralmente la paridad fija oro / dólar y las tasas fijas de interés estipuladas en los acuerdos internacionales de Bretton Woods, en un momento en el que el resto de países socios mantenían sus reservas mayormente en papeles y valores denominados en dólares.

En aquel momento el aumento del déficit cuasi fiscal y las pérdidas de capital privado (producto de la devaluación masiva y abrupta del dólar) y en la actividad económica y financiera del resto de países socios que creyeron que el "*dólar era tan bueno como el oro*", fueron inmensas⁷.

En verdad son varios los escenarios internacionales posibles pero no cabe duda que la mayor o menor volatilidad financiera depende, en buena cuenta, de si las autoridades NA son capaces de reducir su adicción al gasto público ⁸ y de recurrir crónicamente desde hace casi dos décadas y media al financiamiento del resto del mundo.

El financiamiento del déficit mediante aumento de la deuda pública de los EU deviene no solo del aumento del gasto público antes mencionado si no también de la reducción de los ingresos tributarios directos en 2002 y 2003, producto de sendas leyes de estímulo económico o paquetes tributarios en los años mencionados. El impacto en el aumento del déficit fiscal puede observarse en el Cuadro 3.

El peligro entonces consiste en la incapacidad de generar ingresos tributarios para financiar su nivel impresionante de gasto, situación que para distintos analistas, incluido quién escribe, el FMI-BM y el propio directorio del FED, resulta insostenible.

En la actualidad, el financiamiento del déficit crónico en cuenta corriente de los EU principalmente se realiza mediante adquisición de bonos o títulos de deuda NA por parte de otros Bancos Centrales, principalmente de países superavitarios en sus cuentas externas, principalmente asiáticos y en particular, de la China.

De continuar esta situación, el riesgo de un ajuste de proporciones aumenta, considerando que el 70% de las reservas mundiales se encuentra denominada en dólares.

La situación resulta volátil por donde se le mire ya que el panorama de crecimiento de la economía mundial es hacia la desaceleración en la producción, el comercio y flujos de capital.

⁷ En un seminario sobre deuda y financiamiento internacional llevado a cabo en la Habana Cuba en 1987, a propósito de una ponencia presentada por quien escribe, Fidel Castro me preguntó en plena asamblea si había cuantificado el impacto económico del "perdonazo" al resto de países, refiriéndose al desconocimiento unilateral del déficit cuasifiscal que el FED había ocasionado al resto de bancos centrales que confiaron en la fortaleza del dólar.

⁸ The Economist ha calificado como *adicta al gasto* a la economía de los EU.

Claramente se vienen años de elevado costo de los combustibles, del dinero y de desaceleración de los flujos de capital.

Cuadro 1 Inversión extranjera directa neta de los países emergentes

	1996-2004 (billones de U\$)									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
Todos los PED	128.6	168.1	171.5	182.4	166.2	174.8	154	151.8	165.5	
Asia Pacífico	58.6	62.1	57.7	49.9	44.2	48.2	55.6	59.6	63.6	
de los que China es:	40.2	44.2	43.8	38.8	38.4	44.2	49.3	53.5	56	
Europa del Este y Asia central	16.4	22.6	26.1	28.4	29.2	31.4	35	35.6	37.6	
L. América y Caribe	44.2	66.7	74	88.2	78.9	70.2	45.7	36.5	42.4	

Fuente: Tabla a.28 Net Inward direct Investment

Como se observa en el Cuadro 1 las mayores cifras absolutas de IED se concentran de lejos en los países del Asia Pacífico y en particular en la China y Europa del Este que mantiene un aumento sostenido de IED desde 1996 (se ha más que duplicado entre 1996 y 2004). Y por último, tenemos que en América Latina el flujo de IED llegó a un pico en 1999 (88.2 billones de U\$) para después ir disminuyendo prácticamente a la mitad de la IED en el año 2004 (42.4 billones de U\$)

Una hipótesis sobre el ciclo de la economía norteamericana

Desde la óptica del ciclo económico de largo plazo no parece haber duda que el "motor" de la economía mundial se ha trasladado de los EEUU a Asia⁹, confirmando la disminución de la importancia de los EEUU como exportador de capitales en el mundo.

La hipótesis plantea un escenario de declinio de la economía norteamericana, en la que esta requiere de la inyección de paquetes fiscales e incentivos tributarios o contratos públicos con la industria la producción privada de armamento sofisticado. Valga la oportunidad para mencionar en relación a la reconstrucción de Irak, las extremas barreras a la entrada de corporaciones o empresas que no fueran integrantes de la coalición, básicamente las empresas norteamericanas o inglesas.

Este hecho dejaría de ser significativo si no fuera porque las empresas ganadoras pertenecen precisamente a algunos de los connotados miembros del gabinete y de la familia del propio

⁹ ver: Graña A. "Competitividad: compulsión peligrosa". En: Revista de la Facultad de Economía de la UNMSM. Año X N° 25. Marzo 2005, páginas:7 a 27.

Presidente Bush. Este significativo hecho admite además dos comentarios adicionales. En primer lugar, la importancia de la mano visible del Estado en la "creación destructiva" de mercados, en este caso, de mercados para empresas preseleccionadas en base a relaciones familiares¹⁰. El segundo y más importante, indica una economía norteamericana en la fase de declinio económico e industrial ¹¹.

Dejando de lado lo anecdótico, desde la perspectiva del ciclo de largo plazo (Kondratieff) de la "economía mundo" de Wallerstein, este la divide en dos etapas diferenciadas¹² (Wallerstein 1995:54) El Kondratieff A que abarca de 1941-45 a 1968-71, se considera el subciclo expansivo, liderado claramente por la economía de los EUA. El subciclo decreciente o Kondratieff B abarca de 1968-1971, y es la fase de declinio en el ciclo en el que estamos inmersos y del que debemos pensar en salir mediante una estrategia inteligente de regionalización anticíclica.

Anticíclica desde el punto de vista de estrechar una mayor relación con países o bloques comparativamente más dinámicos, y desde la perspectiva de largo plazo, de una paulatina retirada del área de influencia de los EUA.

Nuestra propia periodización del Kondratieff de la economía global coincide con aquella de Wallerstein en lo general. No obstante, existe un matiz de diferencia en lo que respecta al punto de quiebre (turning point) y posible desenlace del Kondratieff de la economía EUA¹³.

Más recientemente, a mediados de la década de 1990, la economía de los EU se encontraba en una especie de "segundo debut" en el contexto del ciclo largo (Kondratieff B de 1971 en adelante). No obstante la tasa de crecimiento del PIB en la década de 1990 se situó, en promedio, por debajo del crecimiento observado de 1941 a 1968, considerado el ciclo expansivo largo de la economía norteamericana.

La tasa de crecimiento per cápita de la década de 1990, se mantuvo por debajo del tres por ciento al año y la "expansión a media

¹⁰ Dicho con todo respeto, la situación podría ser descrita y extrapolada a una suerte de "Panaca" incaica, solo que ubicada desde el centro del poder político mundial.

¹¹ Para ponerlo en términos técnicos y del economista del MIT Paul Krugman, la economía norteamericana se encuentra en la fase de "expectativas decrecientes". Paul Krugman. "Peddling Prosperity: Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations", 1993.

¹² Immanuel Wallerstein After Liberalism New Press, New York 1995: 54.

¹³ Nosotros pensamos que 1968 es un buen referente para ubicar el punto de inflexión de la economía mundo, del mundo occidental (Europa y EUA). Sin embargo para la economía norteamericana nos parece más preciso 1971, como punto de quiebre, por dos razones: 1. 1971 es el año del desconocimiento unilateral de los EUA de los acuerdos de Bretton Woods 2. Es el año de la derrota de los EUA en Vietnam. Ambos eventos está relacionados ya que fue el costo de esta guerra que llevó a los EUA a desconocer Bretton Woods.

caña" duró casi una década, para caer nuevamente en 2001. Sin embargo, lo que resulta familiar pero no por ello deja de ser paradójico es el hecho de que la tasa de desempleo abierto entre el año 2000 a 2003 no ha dejado de aumentar: 3.98%, 4.76%, 5.78%, y 5.99%, respectivamente.(ver Cuadro 3)

Un fenómeno similar -- de desempleo estructural observado en la última década puede decirse que se produce también en la economía japonesa, no obstante mantener tasas de interés muy bajas para reactivar su economía.

El fenómeno descrito que no es más que el antiguo problema del crecimiento, el empleo y la distribución que enfrenta tanto el capitalismo maduro cuanto el "emergente" o incipiente. Este fenómeno no requiere verificación empírica ya que es tan evidente que incluso está presente en el imaginario de los analistas y periodistas especializados. A menudo se escucha decir que cuando suben los índices de empleo los salarios se produce automáticamente una baja en la bolsa de valores.

Algunas cifras

Pasemos rápida revista de algunas magnitudes de la producción mundial y de la deuda NA.(ver Cuadro 6)

La producción mundial (el PNB del mundo) ascendió en 2003 a 36,319.7 *billones* de dólares, el de la Unión Europea a 10,530.5 *billones*, el de Estados Unidos de Norteamérica y Japón ascienden a 11,004.1 y 4,299.6, respectivamente, el de Alemania 2,406, el de Inglaterra 1,799.8, el de España 842.2 y el de Canadá a 873. Toda Latinoamérica produjo 1,742.6 *billones* GDF 2005:37-38 ¹⁴). Para tener una idea de magnitud, el PNB peruano asciende a aproximadamente a 70 *billones* de dólares

Desde el inicio de la década de 1980¹⁵, es decir desde hace 24 años, la economía NA ha mostrado déficits consecutivos comerciales y en cuenta corriente de la balanza de pagos, con excepción de 1990.

Este hecho explica en parte por qué los EU de ser exportador neto de capitales durante el ciclo expansivo hasta 1970, se convierte cada vez en mayor medida en el mayor y más importante deudor del mundo.

En 2004 la deuda total de los EU ascendió a 2.7 *trillones* de dólares, cifra que representa la cuarta parte de la producción mundial de ese año, más precisamente el 23% del PNB mundial de 2004. (op cit 2005 : 38)

El aumento sostenido durante 24 años de su déficit en cuenta corriente de la Balanza de pagos ascendió en el año 2004 a un récord de 666 *billones* o 5,6% de su PNB, cifra equivalente al PNB de Canadá y cerca de 10 veces el PNB peruano.

¹⁴ A efecto de definir las magnitudes monetarias entenderemos las cifras como: millón 1000000 billón (mil millones) y trillón (mil billones). Global Development Finance GDF 2005: 37-38)

¹⁵ Período que coincide con el triunfo conservador de R. Reagan y M. Thatcher

Como puede observarse en el Cuadro 2 hasta el año 2001 el déficit de la cuenta corriente de los EU se financió principalmente mediante entradas de inversión extranjera directa (IED), pero a partir de este año esta forma de financiamiento cambio radicalmente hacia el aumento absoluto y relativo de la entrada de *inversión de portafolio* y otros ingresos (incluidos préstamos y depósitos bancarios).

Basado en las cifras del Cuadro 2 es posible sostener que a partir de 2003 la inversión de portafolio (y otros ingresos) son —por lejos— la principal forma de financiamiento externo de la economía NA, quedando la inversión extranjera directa relegada a una mínima importancia y muy lejos del pico de IED alcanzado en el año 2000.

Cuadro 2 Flujos de inversión extranjera a los Estados Unidos 1996 a 2003

Entrada de capitales (billones de U\$)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Inversión extranjera directa (IED)	86.5	106	179	289.4	321.3	167	72.4	39.9
Inversión de portafolio	332.8	333.1	187.6	285.6	436.6	428.3	427.9	545
Otros ingresos incluidos préstamos bancarios y depósitos	132	268	57	165	289	188	268	245
Activos de reserva	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total entrada de capitales	551.3	707.1	424	740	1047	783.3	768.3	829
Salida de capitales (total)	-413	-486	-348	-504	-570	-367	-198	-284

Fuente: FMI, WEO Data-Base Marzo 11 del 2005. Ver Tabla 1 Global Capital Flows: inflows and Outflows. Statistical Appendix

El cambio absoluto y relativo en la *estructura del financiamiento externo* desde 1996 resulta indicativo también del cambio en la *naturaleza* de la intervención externa en la economía NA.

En efecto, no es lo mismo la IED que crea valor, nuevo empleo e innovaciones tecnológicas, que el capital financiero. La naturaleza especulativa del financiamiento crea pasivos financieros que deberán ser redimidos por las generaciones futuras.

El cambio en la naturaleza del financiamiento del déficit externo NA indica algo más que el explosivo desarrollo de mercados secundarios, implica mega negocios relacionados al financiamiento del déficit NA que no crean valor agregado o empleo a la economía. Crea papeles financieros que aumentan la ya abultada burbuja especulativa en torno a los mercados de crédito de derivados financieros (Credit Default Swaps o CDS). El rápido crecimiento de este importante mercado se produjo entre 2002 y 2004. Aumentó de 2002 a 127,509 a 220,058 billones de U\$ en 2004¹⁶ (Cuadro 5).

Pero su importancia no radica únicamente en el hecho que su magnitud sextuplicó la producción mundial del año 2004 (Cuadro 6).

Según el GDF (2005:42) el mercado de créditos de derivados financieros ha seguido desarrollándose en términos de número de participantes y de estructura organizacional. Existen en la actualidad 20

¹⁶ Entre final de junio 02 y final de junio 04

distintos “market makers¹⁷” cada uno con distinto nivel de sofisticación, propensión al riesgo y capacidad para proveer adecuadamente precio y *liquidez*. Hasta ahora la profundización del mercado y la disponibilidad de liquidez ha permitido mantener una oferta suficiente y diversa para atender situaciones de quiebra (ejemplo, Pharmalat en 2003) sin ocasionar serios trastornos al mercado.

Empero se sostiene que el aumento desproporcionado del mercado de CDS plantea dos riesgos:

1. resulta difícil determinar en que medida este mercado de Credit default swaps y el mercado crediticio que le subyace continuarán operando fluidamente en el caso de una gran quiebra (ejemplo un evento de insolvencia en la industria automotriz).

2. Existe la percepción entre algunos importantes participantes en el mercado que la cantidad de seguros vendidos o adquiridos exceden el monto de los activos que los amparan. Ergo, para usar los mismos términos del GDF de ocurrir algún “gran evento crediticio”(quiebra o insolvencia de gran magnitud) no habrían activos suficientes para la cantidad de acreedores existentes (GDF 2005:42¹⁸)

Desde la perspectiva del flujo de capitales a nivel global, como mencionamos antes, los Estados Unidos se han convertido actualmente en el principal importador o “sifón” de capitales del mundo, absorbiendo el 71.5% del total excedente generado en los mayores exportadores de capital en este caso del Japón (20.5%), Alemania (7.8%), China (6.9%), entre otros de menor importancia.

A esta tasa de endeudamiento externo los EUA estarán hipotecados al resto del mundo en el largo plazo. De no mediar grandes ajustes que internacionalicen o socialicen el costo y las consecuencias de dicha deuda.

Si bien el Japón sigue siendo el país exportador de capital más importante del mundo, otros países emergentes con superávits en sus cuentas corrientes exportan actualmente el 25.2% de los capitales mundiales, es decir, una magnitud mayor que la del Japón, poniendo de manifiesto la importancia que adquieren los países emergentes en los mercados de capital globales y en el financiamiento de la deuda norteamericana.

La deuda externa latino americana difiere de la actual deuda externa de los EEUU en su naturaleza, magnitud y capacidad de amplificación a otros países. Sobre la naturaleza de la deuda externa, la deuda externa latinoamericana involucro a los bancos privados y los Estados

La crisis de la deuda externa LA coincidió o acentuó la reestructuración de la ISI de los años 1980 y dio lugar al ajuste de AL en

¹⁷ Organizaciones que ejecutan aproximadamente la mitad de las transacciones diarias en los mercados de CDS y en las instituciones de crédito involucradas. Las transacciones en 2004 fueron 220,000 billones de US\$, lo que significan 602 millones de dólares al día.

¹⁸ Box 2.4 Credit Derivatives Market came on Age in 2004. 2005

el libreto del Consenso de Washington, durante toda la década de 1990.

La magnitud del ajuste requerido por la economía NA resulta inmensamente mayor y mucho más complejo.

No se reduce al reciclaje de *petrodólares* (por el alza del crudo en 1974 y 1978) en deuda pública externa intermediada por la banca norteamericana asentada en la City de Londres.

El financiamiento de la enorme deuda NA se realiza mediante la colocación de bonos del tesoro NA a bancos centrales de los países emergentes principalmente China, India, Indonesia, entre otros de menor importancia. De consecuencia cualquiera que sea la magnitud de ajuste requerido por la economía NA, implican directamente a estos países acreedores.

Según el Global Development Finance (2005:4) no todos los ingresos de capital en los países han sido destinados a la inversión o al consumo interno.

Parte de los ingresos de capital a los países superavitarios han sido destinados a aumentar sus reservas internacionales en títulos de deuda NA a niveles considerados récord, en el preciso sentido que han excedido largamente los estándares convencionales de lo que podría considerarse un adecuado portafolio de reservas internacionales.

Una de las razones mas importantes por la que resulta insostenible e inadecuada la acumulación de papeles en dólares en los bancos centrales es el elevado costo diferencial entre el rendimiento de los activos denominados en dólares en relación a lo que el banco central debe pagar a sus tenedores de bonos internos, precisamente emitidos para compensar el impacto monetario.

El FMI calcula que la diferencia entre tasas de interés que reditúan los bonos del Tesoro NA, en relación a lo que debe pagar por bonos colocados en el mercado interno puede oscilar entre tasas de 6 a 8%. El monto absoluto promedio del costo (déficit cuasi fiscal) de un banco central se estima en 100 millones por cada 10 billones de U\$ papeles o bonos del FED (op cit:5)

Entre 2001 y 2004 se estima que la mitad del total de bonos del tesoro NA ha sido colocada a los bancos centrales de los países superavitarios antes citados.

Como mencionamos antes, solo para ilustrar mejor el argumento, una situación similar de produjo en 1971, fecha del desconocimiento unilateral del presidente Nixon de los convenios internacionales suscritos en Bretton Woods.

En 1971 el gobierno NA literalmente "licuó" el déficit acumulado por el escalamiento de la guerra de Vietnam en el resto del mundo occidental en un momento histórico que puede ser recordado como

“el principio del fin” de la hegemonía económica norteamericana a nivel global¹⁹.

En efecto, después de Bretton Woods la economía norteamericana ha caído sistemáticamente en casi todas las magnitudes: llámese participación en la producción y el comercio mundial u otros indicadores de desempeño económico, financiero, social y ambiental.

Cuadro 3 Datos macroeconómicos de los Estados Unidos de América

Estados Unidos de Norteamérica				
Cifras macro económicas 2000-2003				
	2000	2001	2002	2003
PNB per capita (\$ a PPP)	34,770	35,438	36,432	37,831
PNB %cambio real p.año	3.66	0.51	2.19	3.12
Consumo gobierno/PNB	17.54	17.97	18.44	18.72
Déficit fiscal (% PNB)	3.37	1.27	-1.52	-3.46
IPC (% cambio anual)	3.37	2.83	1.58	2.28
Deuda pública (% PNB)	57.98	57.47	59.75	62.43
Costos laborales (U\$ día)	19.76	20.6	21.33	21.83
Desempleo abierto (% PEA)	3.98	4.76	5.78	5.99

Fuente: Información oficial de países. Elaboración de The Economist Intelligence Unit.

Desde el punto de vista de la capacidad de amplificación por ajustes exógenos, en la actualidad resulta notorio y peligroso una mayor relación de dependencia entre el déficit externo norteamericano y su financiamiento con los bancos centrales de otros países.

A la rigidez o incapacidad para aumentar sus ingresos tributarios directos se debe agregar la preocupación generalizada respecto que no existen signos de cambio de la adicción norteamericana al aumento de su *gasto público improductivo*²⁰.

¹⁹ En aquella ocasión los bancos centrales de la inmensa mayoría de países mantenían sus reservas internacionales en dólares, en el entendido que el “dólar era tan bueno como el oro”. En la práctica el efecto del desconocimiento de la paridad fija oro / dólar (algo más de 12 dólares por onza troy de oro) significó una devaluación abrupta del dólar cuyas pérdidas económicas y cambiarias fueron enteramente asumidas por los países tenedores de activos denominados en esa moneda

²⁰ Mayormente intereses, defensa, pensiones, etcétera

So far, not so good. Tanto el FMI como el BM²¹ reconocen que en lo relativo a la reducción de tales déficits gemelos²², el resultado logrado por las autoridades económicas norteamericanas ha sido hasta ahora “decepcionante”.

Cuadro 4 Balanza mundial de Cuenta Corriente de Balanza de Pagos

1981-2003 (% PNB)	Promedios 1981-2003									Estimados	
	1981-90	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Unión Europea	0	-0.1	0.6	-0.4	-0.9	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	
Japón	2.3	2.5	3	2.6	2.5	2.1	2.8	3.2	3.7	3.4	
China	0.2	1.6	3.3	2.1	1.9	1.5	2.8	3.2	3	2.3	
Otros países altos ingresos	3.2	1.7	2.9	3.7	4.2	4.3	4.4	6.6	6.6	6.4	
Asian NIC´s	-0.1	3.4	4.1	4.8	3.6	4.9	5.9	8.4	5.8	5.9	
L. América y Caribe	-1.8	-2.8	-4.5	-3.1	-2.4	-2.8	-1	0.5	1.5	0.7	
Estados Unidos	-1.9	-1.8	-2.4	-3.2	-4.2	-3.8	-4.5	-4.8	-5.6	-5.5	

Fuente: Tabla A.18 Global Account Balances, 1981-2005. Elab autor

En el Cuadro 4 se puede verificar que el estimado de déficit en la cuenta corriente de los EEUU para el 2005 será casi igual al déficit estimado del de 2004, es decir, 5.5% del PNB. También resulta evidente que la economía NA es la única que muestra en los últimos 25 años déficits crecientes y consecutivos en la *Cuenta corriente de balanza de pagos*.

Resulta notoria la magnitud absoluta y relativa de déficit externo NA estimado del año 2005 (5.5% del PNB), el mismo que casi triplica el promedio anual observado entre 1981-1990 y 1991-2000, que ascendieron al 1.9% y 1.8% del PNB, respectivamente.

En el mismo Cuadro 4 se puede observar el contraste entre la creciente situación deficitaria de los EU en los últimos 25 años, en relación al resto de bloques de países industrializados de altos ingresos (UE y Japón), los países asiáticos e incluso de América Latina, que logró ligeros superávits en su cuenta corriente en 2003, estimándose cifras similares -aunque decrecientes- para 2004 y 2005.

Globalización de los desequilibrios de la economía norteamericana

Tan delicada situación de la economía NA pinta un escenario forzoso de corrección a estos desajustes, sea por manipulación de política o por algún evento exógeno, como una alza súbita del precio del petróleo o una retracción de capitales o de préstamos oficiales. Las preguntas que deseamos resaltar se relacionan a los mecanismos de

²¹ Y también The Economist, entre otros tótems de la economía mundial

²² En el que está incluido el déficit comercial estructural

transmisión de tales desajustes ²³ sus consecuencias en el resto del mundo y quien será el prestamista de última instancia (*lender of last resort*) que absorba el costo internacional de tales desajustes.

En 1928, al inicio el boom de las acciones en Wall Street ocasionó el corte de los préstamos a Alemania y América Latina desencadenándoles una recesión. En la última crisis asiática, después que estalló la burbuja financiera en 1997, los bancos centrales de dichos países tuvieron que realizar devaluaciones masivas de sus monedas ²⁴.

Durante el período (1970-1990) se producen sucesivas crisis económicas y financieras internacionales relacionadas: en 1974 y 1978, sendas crisis del petróleo, de la deuda, el crack bursátil de Wall Street, la caída del mercado de la crisis del mercado de valores de débito y crédito de las bolsas de los Tigres asiáticos, los mega fraudes de las instituciones de ahorro y crédito (Savings and Loans), entre otras crisis nacionales que sería largo enumerar.

Quizá la más notable crisis fue la abrupta devaluación del peso y la caída del mercado de obligaciones y de valores de México al final de 1990 y el año nuevo de 1991.

En EUA entre 1980 y 1985 se produjeron la quiebra del Penn Square 1982, Seattle First Bank 1983, Continental Illinois 1984, y la crisis generalizada de instituciones de ahorro y crédito, entre muchas otras. Después de 1985, se produjo el rescate del Bank of Texas de Dallas, el crack bursátil de Wall Street en 1987 y el subsecuente hundimiento de los bonos de chatarra (Junk Bonds) en 1989, hasta el desplome del dólar en 1995.

En los nuevos países industrializados se producía una seguidilla de moras unilaterales y refinanciaciones de deuda, iniciada con la moratoria unilateral mexicana, y en el mismo año de 1982 también ocurrió algo similar con la declaratoria de incumplimiento unilateral de Polonia a los bancos alemanes, además de otros países.

Durante nueve años consecutivos, en la década de 1990, la economía crece sostenidamente hasta que la "burbuja norteamericana estalla en el año 2000".

Las acciones tecnológicas también se desploman en ese año. En setiembre de 2001, el ataque a las torres gemelas de Nueva York, y en diciembre, el escándalo ENRON (el fraude financiero más grande de la historia norteamericana, seguido por otros escándalos similares en Alemania, y otros países) terminan por minar la confianza de los inversionistas, en este caso de millones de ancianos pensionistas, y marcan claramente un nuevo punto de inflexión en la economía norteamericana. (The Economist. En America's Economy August 11 2004).

²³ El mecanismo de transmisión puede ser el comercio exterior, el mercado de capitales, flujo de capitales de corto plazo. Cambios en las reservas internacionales de oro, tasa de interés y tipo de cambio interno

²⁴ La abrupta devaluación de las monedas asiáticas desde julio de 1997 fue como sigue: la rupia indonesia cayó (68%), el Won de Corea 50%, el peso filipino 40% (Salgado 1999)

En la actualidad son varios los escenarios potenciales de ajuste y de situaciones volátiles debido a los desequilibrios financieros crónicos acumulados por la economía norteamericana.

En el caso hipotético de una devaluación brusca del dólar habría que mediar los efectos combinados que tendría en las economías nacionales.

Si la deuda externa esta denominada en dólares la devaluación podría reducir el stock y servicio las deudas en dólares. Contrariamente, si el o los bancos centrales, las familias o empresas, mantienen sus activos en dólares, resulta altamente probable que puedan sufrir *pérdidas de capital en relación a la moneda local* cuya magnitud estaría en relación al tamaño de la devaluación. Algo es cierto sin embargo, una hipotética devaluación del dólar afectaría al 70% de las reservas mundiales denominadas en dólares.

A las condiciones de devaluación del dólar se debe agregar el obligado aumento del costo del dinero que de forma casi inexorable debe aplicar el FED para no seguir aumentando los déficits *cuasi fiscales* de los bancos centrales acreedores en su intento por esterilizar el exceso de reservas en dólares.

Uno de los problemas más importantes de la economía NA es el elevado grado de endeudamiento de las empresas y familias y sus bajísimos niveles de ahorro. De forma que existen también presiones para ajustar hacia arriba las tasas de interés el asunto es cuánto, cuándo y ¿cual será el efecto sobre el servicio de la deuda externa e interna de los países, incluido EU ?.

El propio FMI formula una voz de alerta al gobierno de los EEUU. En su análisis global de la situación financiera y recomendaciones de política para disminuir la vulnerabilidad financiera internacional plantea aprender de la historia de recientes crisis en el sentido de que son "irrupciones sorpresivas que nadie (o muy pocos) esperan, tal como sucedió en la crisis asiática de 1997"

La devaluación masiva del dólar (para ganar competitividad comercial²⁵ o por una corrida internacional hacia otras monedas) licuaría parte del déficit de sus cuentas externas y fiscales de los EEUU pero aumentando las perdidas cambiarias de sus países acreedores debido a la reducción del valor internacional de las reservas denominadas en esa moneda.

En este escenario queda expedita la internacionalización o "socialización" global del déficit NA desde el momento en el que cerca de las tres cuartas partes de las reservas mundiales están en dólares.

Debido a esta situación nos inclinamos a creer que en la actualidad en su fase descendente del ciclo de largo plazo existen condiciones de mayor *volatilidad* que en crisis anteriores debido a una mayor profundización de los desajustes y de los mecanismo de

²⁵ Hacer mas baratas sus exportaciones y mas caras sus importaciones

transmisión monetaria y cambiaria la debilidad de la economía norteamericana.

No obstante verificarse una impresionante sofisticación de los instrumentos de acumulación financiera a nivel global, su *valor final* depende de un conjunto de cotizaciones *subyacentes* de otros activos y pasivos financieros, tasas de interés de los swaps²⁶, tasas de cambio e índices de mercado.

Depende en última instancia de valoraciones subjetivas ya que se trata de expectativas futuras de ganancias²⁷ Este es precisamente el mercado de derivados financieros (Derivatives Credit Default Markets o CDS).

Como puede observarse en el Cuadro 5 la evolución y montos de los mercados de derivados²⁸ entre junio de 2002 y junio de 2004, casi se duplicó de 127,509 a 220,058 billones de dólares, respectivamente.

Cuadro 5 Evolución y montos de los mercados de derivados financieros²⁹
(billones de U\$)

	Cantidades referenciales ³⁰		Valor Bruto de mercado	
	End Junio 2002	End Junio 2004	End Junio 2002	End Junio 2004
Total	127,509	220,058	4,450	6,395
Tasa de cambio	18,068	26,997	1,052	867
Outright & forex swaps	10,426	13,926	615	308
Tasa de interés	89,955	164,626	2,467	3,951
Credit default Swaps	68,234	127,570	2,213	3,562
Equity Linked	2,214	4,521	243	294
Commodity	777	1,270	79	166

Fuente: BIS.Tabla 4 Global Over-the-Counter Derivatives markets: Notional Amounts and Gross Market Value of Outstanding Contracts.

En un contexto de caída de los márgenes de ganancia³¹, los especuladores internacionales usan una serie de modelos y técnicas de

²⁶ Interest rates swaps: arreglo entre las partes para cambiar la forma de pago periódico a tasas de interés variables tomando como referencia un monto principal denominado en dólares (denominado notional principal amount).

²⁷ Cuyo indicador son los forward price earning ratios.

²⁸ Contratos financieros para asegurar posibles incumplimientos de pago de un determinado crédito sea por riesgo cambiario o de tasa de interés,

²⁹ Derivatives: contratos financieros cuyo valor (final) depende de distintas cotizaciones de activos y pasivos financieros, tasas de interés, tasas de cambio, índices de mercado o títulos subyacentes.

³⁰ "Notional Amounts"

³¹ Las ganancias corporativas en la mayor parte de los mayores mercados han empezado a declinar, después de observar fuertes ganancias en 2002 particularmente en EEUU. En 2005 según Moody's el "Speculative Grade Corporate Default Rate" para el 2005 será menor del 5% habiendo estado en 12 y 13% en el año 2004(ver: Figura 2.9 en: Developments and Risks in Mature Financial Markets.2005:17). La misma figura de rendimientos bruscamente decrecientes se presenta en todos los índices de rendimientos, en EEUU(S&P), Inglaterra(FT Europe Index) y

ingeniería financiera que combinan transacciones en mercados especulativos (derivatives) así como riesgosas operaciones de apalancamiento financiero con la finalidad de aumentar su rentabilidad y los colchones financieros para el caso de default³².

Kindleberger³³ (1989) uno de los más acuciosos historiadores contemporáneos de las crisis capitalistas, seguramente tipificaría la actual fase de especulación maniaca, es decir aquella en la que el "apetito por correr riesgos de los inversionistas" es peligrosamente alta debido a una disminución de los márgenes de ganancia. La fase maniaca precede la fase del pánico, la que a su vez lleva al estallido de la crisis propiamente dicha.

Para tener una idea de la *magnitud* de tales swaps relativa a la producción mundial del año 2003, puede apreciar, amigable lector, al Cuadro 6.

Cuadro 6 Montos del mercado de derivados financieros

(Notional Amounts. Credit default swaps en relación a la Producción Mundial)

	PNB billones de U\$	Monto referencial Credit default swaps billones de U\$	Ratio: Credit Default Swaps / PNB
	2003	Junio 2004	Junio 2004
Total mundo	36, 319.70	220,058	6.1
Unión Europea	10,530.50		20
Norteamérica	11,876.40		21
Estados Unidos	11,004.10		20
Japón	4,299.60		53
Países emergentes	8,456.70		26
Asia NICs (inc China)	3,917.80		56
L. América y Caribe	1,742.80		130

En efecto el riesgo de incumplimiento aumenta cuando se trata de operaciones de palanca financiera en las que el préstamo se usa para comprar títulos valores cuyo *rendimiento futuro* debe ser mayor que el costo de la compra. Como sucede en la actualidad los especuladores siempre son mas avezados en épocas de caída de sus márgenes. " *Its in the Nature of the Beast*".

Japón(Topix index). Las razones que explica este decrecimiento tienen que ver con el ciclo de rendimientos decrecientes en el que ya no es posible reducir costos mas allá de las drásticas reducciones ya realizadas()

³² Cash securitización o también denominado (securitización sintética) combinando distintas tasas de interés, tipos de cambio y fechas futuras de vencimiento de los papeles financieros o tasas de interés de operaciones de swap.

³³ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes A History of Financial Crises*, Basic Books N York 1989

Los resultados del Cuadro 6 revelan la desproporción de los papeles financieros derivados emitidos en junio del año 2004.

Así los montos referenciales³⁴ de los papeles en los mercados de derivados financieros representan 6 veces el PNB mundial, 20 veces el PNB de la Unión Europea o 130 veces la producción anual total de América Latina.

Hemos mencionado antes que creemos que en los últimos 20 años es posible que la debilidad estructural mas importante de la economía NA sea su pérdida de productividad y competitividad. Sin embargo habría que considerar también el otro aspecto de la debilidad estructural , es decir, la perdida de importancia de la economía NA en el mercado mundial de capitales de 2003 (Cuadro 7).

En efecto, la *posición deudora* neta de los EU coexiste con su bajísimo nivel de reservas internacionales las que únicamente representaron en 2003 a menos del 3% de las reservas mundiales, cifra que es la mitad de las reservas de América Latina de ese mismo año.

La reducción notable de la participación NA el nivel de reservas mundial, contrasta con el monto de las reservas de la UE y de los nuevos países emergentes de Asia, incluida la China. Solo este último bloque explica casi el 40% de las reservas mundiales. Este fenómeno está relacionado al aumento de las reservas denominadas en dólares, cuyo importancia relativa – como reiteramos- asciende al 75.1% de las reservas mundiales.

De ahí el peligro de una devaluación brusca del dólar o, peor aún, de un aumento súbito de la tasa de interés. O peor que todo lo anterior, situaciones de tensión comercial que lleven a EEUU (por fuertes presiones de lobbies industriales en el Senado) a adoptar políticas neoproteccionistas de penas y castigos (conocidas en el ambiente especializado como " retaliatorias³⁵ ") a los países reacios a adoptar determinadas políticas acordes con los intereses de las empresas NA , en esta caso, como a la China, su más importante socio comercial. Como es un hecho conocido, este país explica la tercera parte de déficit comercial de los EEUU.

Los brotes neoproteccionistas saltaron a la luz pública en abril de 2005. En este mes la prensa especializada³⁶., The Economist, el Financial Times y un editorial del influyente NYT, daban cuenta del surgimiento de tendencias proteccionistas en el Congreso de los EEUU presionadas por lobbies industriales internos.

El 7 de abril 67 senadores votaron –afortunadamente- en contra del proyecto de Ley Presentado por el senador demócrata Charles Schumer, que proponía imponer una tarifa de 27.5% a todos los bienes

³⁴ Denominados "Notional Amounts" en las estadísticas.

³⁵ "Retaliación" viene del término del inglés "Retaliation" , pero sus raíces se remontan a la Ley del Talión: ojo por ojo, diente por diente. En esta línea el Congreso NA y el gobierno del P. Bush estudian medidas neoproteccionistas principalmente contra China. En: Is America turning protectionist? The Economist. The Economist Global Agenda April 22nd 2005.

³⁶ Putting up the barricades Apr 22nd 2005 From The Economist Global Agenda. *Blame China?* Editorial del NYT del 19 de abril 2005

provenientes de China, a menos que Beijing ajuste su moneda "artificialmente baja" en relación al dólar NA.

Afortunadamente, hasta ahora existe consenso que de llevarse a la práctica esta propuesta causaría serios estragos a ambas economías y al mundo, debido a la tremenda dependencia entre ambas economías, además de ser una propuesta legislativa contarla a los acuerdos de la OMC.

Para terminar con el aspecto del déficit comercial externo NA, de continuar tales políticas proteccionistas en los EEUU ellas podrían desencadenar una guerra comercial cuyo desenlace sería muy posiblemente una situación de recesión mundial.

En el lado de la China, resultan ya evidentes los límites a la expansión indefinida de la producción y también al financiamiento del déficit en cuenta corriente NA. Además, ya se conoce que la burbuja financiera inmobiliaria de los centros como Shanghai, la expansión relacionada al boom de la construcción de nueva infraestructura y el ingreso de neto de capitales, muestra signos de decrecimiento, como informa el mismo diario oficial del PC Chino ³⁷.

Como puede observarse en el Cuadro 7 otro dato notorio es la pérdida de importancia de la banca norteamericana en el mercado mundial de capitales: el monto de los activos bancarios de los EU representan actualmente solo la cuarta parte los activos bancarios que posee la Unión Europea. En general, en el contexto mundial los activos bancarios NA son los menos importantes, con excepción de América Latina, cuyos activos son los más pequeños de la muestra de bloques de países exhibidos en el Cuadro 7 .

La sofisticación financiera permite "crear" nuevos paquetes de papeles financieros (securities genéricos) sobre la base de instrumentos existentes. Por ejemplo en un primer default (FTD) de una canasta de créditos, un inversionista puede comprar o vender protección para un primer default de esa canasta de crédito.

El costo del FTD depende no solo de la probabilidad de insolvencia o quiebra y de las garantías de cada ente emisor si no de la correlación de eventos crediticios que lo afectan y subyacen.

³⁷ Five (5) imminent problems in China's Economy Diario del PC Chino 21 abril 2005. En la Página del Financial Times.

Entonces ante márgenes bajos de ganancia³⁸ obliga a crear nuevos instrumentos financieros que consideran la hasta el enésima posibilidad de default o incumplimiento de una canasta de obligaciones.

Cuadro 7 Estructura del mercado mundial de capitales, 2003

(billones U\$)	Reservas (menos ORO)	Capitalización en Bolsas de valores	Títulos Deuda	Activos Bancarios	Bonos, Acciones y Activos Bancarios
Total mundo	3,155.90	31,202.30	51,304.70	47,834.30	130,341.30
Unión Europea	285.3	7,754.00	16,676.00	22,361.10	46,741.10
Norteamérica	111.1	15,154.70	21,694.50	7,160.20	44,009.40
Estados Unidos	74.9	14,266	20,714.60	5,836.30	40,816.90
Japón	663.3	4,904.60	8,087.70	7,239.90	20,232.30
Países emergentes	1,937.10	3,947.30	3,068.80	8,074.70	15,090.80
Asia NICs (inc China)	1,248.60	2,942.80	1,681.00	5,648.30	10,272.10
L. América y Caribe	195.70	608.1	837.4	904.4	2,349.80

Fuente: Tabla 3 BIS Selected Indicators on the Size of Capital Markets, 2003.

Para terminar, una reflexión sobre el telón de fondo. Los triunfos electorales de Reagan y Thatcher inician la consolidación del capital financiero, bancario y particularmente especulativo. Creemos que este rasgo de la globalización financiera aún se mantiene, siendo su especificidad la inmensa adicción de la economía norteamericana al gasto y de los bancos centrales del mundo a financiarlos, creando los mecanismos de transmisión de crisis desde la estructura misma del sistema monetario y financiero del resto del mundo y de manera directa a los países acreedores.

Como suele suceder en las crisis financieras, durante los períodos de endeudamiento acelerado (etapa maníaca) abunda la liquidez (ejemplo, petrodólares), sucediendo lo contrario en la fase de pánico, en la que todos venden sus papeles o activos financieros buscando dinero o activos de refugio como el oro. El *crack*³⁹ se produce cuando el estallido de la burbuja se extiende a otros sectores de la economía, al empleo y la inversión. En este caso lo que está en juego es quién carga con el ajuste de los *2.7 Trillones de dólares de deuda*

Una conocida revista especializada inglesa termina su informe (sobre la economía norteamericana) apelando a que cuando los ciudadanos norteamericanos sean capaces de ajustarse a vivir con sus propios medios, quizá obliguen a su gobierno a hacer lo propio. Pero, si los EEUU no muestran voluntad política para ajustarse, ¿quién pagará la cuenta?. Quién es, en última instancia, el "lender of last resort" (el prestamista de última instancia internacional).

³⁸ Sreads entre compra y venta

³⁹ Moratoria mexicana de 1982, "Octubre negro" Wall Street 1929 y 1987, crisis Asiática 1997, entre otros

ANEXO 1 Términos financieros contemporáneos

Credit <i>default swap</i> : contrato financiero bajo el cual un agente compra la protección contra <i>riesgos de no pago de una obligación</i> a una tasa periódica recibiendo a cambio un pago de parte de la institución vendedora en el caso de la ocurrencia de incumplimiento de pago (default) de un determinado crédito.
Riesgo crediticio: riesgo de no pago de una acreencia de la contraparte del asegurador debido a que este no puede o no quiere honrar su acreencia.
Forward price earnings ratio: múltiples <i>expectativas futuras de ganancias</i> a que se vende una acción. Se calcula dividiendo el valor actual corriente de la acción (ajustada por correcciones de mercado) entre las ganancias por título esperadas o futuras generalmente en un periodo de 12 meses.
Hedge funds: Pooles de inversores, típicamente organizadas en asociaciones privadas y a menudo legalmente domiciliadas en paraísos financieros para efecto de evadir o eludir las regulaciones al capital y disposiciones tributarias. Estos capitales no tienen mayores restricciones para manejar sus portafolios y transacciones financieras. Consecuentemente son libres de usar una serie de técnicas financieras, incluidas operaciones de muy corto plazo(short positions), transacciones en mercados especulativos (derivatives) y apalancamiento financiero- con la finalidad de aumentar la rentabilidad y los colchones de riesgo.
Hedging: Neutralizar la exposición de un riesgo de incumplimiento (default) adoptando una posición opuesta en el mismo o similar riesgo, por ejemplo, comprando contratos en el mercado de derivados.
Leverage (palanqueo financiero): La proporción de deuda sobre el patrimonio. El Leverage aumenta en relación directa al endeudamiento(medido por ratios de capital / deuda) o por la utilización de transacciones fuera los estados financieros.
Nonperforming loans : Prestamos no pagados o con sospecha de no poder cumplir con sus pagos (típicamente 90 días o mas).
Carry trade: transacción de <i>palanca financiera</i> en la que los fondos prestados se usan para comprar títulos valores cuyo rendimiento se espera que exceda el costo de la compra de ese título.
Cash securitization : la creación de "securities" de un pool de activos y pasivos financieros existentes que se ponen bajo el control legal (administración judicial) de inversionistas a través de un intermediario oficial creado para este propósito. El "cash securitization" se compara con la "secutirización sintética" en la que la creación de securities genéricos (nuevos) se hace sobre la base de instrumentos derivados(existentes).

ANEXO 2 Apéndice estadístico. Flujo mundial de capitales (1981-2005)

