



Por ahora la reserva federal mantiene estable la tasa de interés.

El país de las burbujas especulativas

Hace ya algo más de un año –con ocasión del cambio de Alan Greenspan cabeza de la Reserva Federal de EEUU, sugerimos que su sucesor² se encontraría ante la disyuntiva de controlar las presiones inflacionarias o de precipitar una crisis bursátil y, eventualmente, una desaceleración de la economía norteamericana y, como reflejo, de su socio comercial más importante: la economía China³.

Alberto Graña

Economista

El ánimo de este artículo es el de analizar críticamente una compleja situación del desarrollo capitalista actual, más que el de “predecir” catástrofes. Asimismo, creemos que la información brindada por la prensa es escasa (por no decir inexisten-

te). Para informar sobre la complejidad y magnitud de la situación deficitaria de los EEUU y sus posibles efectos en el crecimiento global hemos escrito esta breve nota. Establecido esto, entremos al tema.

LA BOLSA O LA DEUDA

En el libretto de la Reserva Federal, el control de las presiones inflacionarias implica el aumento del costo del dinero (la tasa de interés referencial). Sin embargo, hacerlo en esta particular coyuntura, derivaría dos efectos: a) aumento de la mo-

rosidad de las familias norteamericanas, en particular, de aquellas con créditos de dudosa recuperación (créditos “subprime”); y, b) la reducción de la liquidez en los mercados cambiarios y de dinero, situación que históricamente se asocia a la venta compulsiva de acciones como las experimentadas en los últimos días de “pánico” en las bolsas del mundo⁴.

No obstante la Reserva Federal ha mantenido invariable la tasa de interés de referencia por dos períodos consecutivos, los efectos en las familias de los aumentos anteriores (del petróleo, entre otros) parecen sentirse a juzgar por el aumento en el índice de morosidad y la caída de los índices de producción y de consumo, como es fácil comprobar en la prensa especializada internacional

A diciembre de 2006, la deuda total de los Estados Unidos de América (EUA) ascendió a 45 trillones de U\$ –en adelante tr U\$–, más de tres veces el valor de su PBI que ascendió en ese mismo período a 13 tr.

Asimismo, desde el 2002, la tasa anual de aumento del endeudamiento fue del 10%, más que el doble del crecimiento de la producción y los servicios totales de ese país para el 2006.

Si miramos el conjunto de la deuda norteamericana, sobresale largamente la deuda de las familias de 1 a 4 miembros; esta representa el 30% de la deuda total y su valor absoluto (nacional) es del tamaño del PBI de ese país, que ascendió a más de 13 tr U\$ en 2006.

Sector	(biliones de US\$)			
	2002 a	IV Trim 2006 b	b/a	Tasa anual %
No financiero	20593	28699	1.39	9.8
Financiero	10057	14129	1.4	10
Total	31,723	45,549	1.4	10

Fuente: FRB, Federal Reserve Statistical Release. Z1. Flujo de fondos de EEUU, Cuarto Trimestre Q4 2006. Elaboración propia

Luego, destaca la deuda del sector público (federal, estatal y local) que asciende a 8 tr U\$. El tercer sector en importancia es el empresarial corporativo cuyo monto adeudado asciende a 6 trillones de la misma moneda. Solo la deuda del sector público norteamericano equivale a más o menos cuatro veces el PBI de Alemania

>>

2. B. Bernanke

3. Ver A. Graña “El déficit Greenspan y la inevitable desaceleración económica mundial, AE | | 1/1/05; y Volatilidad externa, crecimiento y política económica, Nueva Sociedad 199 febrero de 2006.



El sector bursátil nacional: ¿a pruebas de burbujas?

>>

o de Francia o de Inglaterra, cuyos PBIs suman alrededor de 2 tr U\$ cada uno.

¿POR QUÉ AFECTA TANTO A LAS FAMILIAS NORTEAMERICANAS LAS CRISIS BURSÁTILES?

Desde otra perspectiva, las últimas crisis bursátiles –cada vez más globales– han puesto en evidencia la importancia que tienen sus bruscas oscilaciones en el ingreso de las familias e inversionistas.

Según Reuter⁵, la pérdida de patrimonio en las bolsas globales solo en la última semana de febrero del 2007 fue de 1.8 tr. De otro lado, según la Reserva Federal, en el cuarto trimestre de 2006, el aumento del patrimonio neto de las familias por tenencia de acciones corporativas fue de 1.4 trillones. Las cifras indican que lo que las familias ganaron en las bolsas, en un año, lo perdieron en solo unos días.

Se puede sostener que la relación entre el financiamiento de la deuda hipotecaria y el mercado de capitales ha sido creciente. Así entre el año 2000 y 2005, la proporción de deuda hipotecaria de las familias financiada en las bolsas de valores aumentó del 56 al 60 por ciento. Aún más, en diciembre del 2006, el monto de la deuda hipotecaria financiada en los mercados de capital fue tres veces mayor que el financiamiento total otorgado por la banca comercial y las instituciones de ahorro y crédito hipotecario¹.

Ahora bien, uno de los problemas más álgidos de la actual crisis bursátil (financiera y económica) consiste en que buena parte de la deuda hipotecaria total es deuda garantizada por el gobierno de los Estados Unidos, bajo distintas modalidades.

Deuda garantizada por EUA

Deuda total sector no financiero	28,699
Deuda hipotecaria de familias	12,816
Deuda hipotecaria c/garantía del gobierno	10,201

Según cifras de la Reserva Federal al final del 2006 la deuda total del sector no financiero fue de 28 tr de U\$, de los cuales 12 tr corresponden a las familias y 10 tr a deuda garantizada por el Estado. Según la encuesta de hogares de EUA (2005) un 10% de los créditos hipotecarios están pactados a tasas variables. De acuerdo con estas cifras, el valor absoluto de la deuda hipotecaria a tasa variable de las familias ascendería a 1.3 trillones de U\$, una suma equivalente al 76% de la deuda externa de los EUA (1.7 tr U\$).

No resulta casual que recientemente (06/03/07) B. Bernanke Presidente de la Reserva Federal haya demandado a la Comisión Supervisora de Títulos y Valores (en sus siglas en inglés SEC) una mayor regulación a las inversiones de estos mega fondos hipotecarios públicos o cuasi públicos (Ginnie Mae, Fannie Mae, etc), ya que solo un 30% de sus inversiones estarían destinadas a financiar las viviendas de los norteamericanos -que fue el propósito de su creación por el Congreso del momento- estando sus inversiones restantes en el riesgoso mercado de los derivados financieros, que es el siguiente tema de este artículo.

BANCOS Y FONDOS PRIVADOS DE INVERSIÓN (HEGDE FUNDS)

Al margen de la espectacularidad de la caída bursátil, la ocurrencia de eventos como el que comentamos también ponen en evidencia qué tanto control tienen -en reali-

dad- las autoridades regulatorias y las instituciones supranacionales⁶. En efecto, desde 1990 el capital especulativo no regulado que se mueve por el mundo no solo ha crecido exponencialmente, sino que ha contribuido a detonar serias crisis cambiarias y económicas (sudeste asiático, Tailandia, Rusia, Argentina) a un elevado costo para los países.

Echaremos mano de la historia reciente para ilustrar el punto. A. González (quien ha estudiado las crisis financieras de México, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina entre 1997/98), relata cómo en 1992 se creó un fondo privado de inversión de 7 mil millones de dólares, que al venderse, precipitó una caída de la Libra Esterlina al punto de casi hacer quebrar al Banco de Inglaterra. Dicho fondo privado obtuvo una ganancia de 950 millones de dólares, de un zarpazo⁷. La misma autora, sostiene que la quiebra del fondo privado Quantum, en 1998, requirió que la Reserva Federal -el Estado norteamericano- actuara como garante de última instancia, es decir, valga la analogía, quien apaga la luz y paga la cuenta final en caso de insolvencia del fondo privado⁸.

Existe creciente preocupación de las autoridades monetarias y bancarias⁹ por el aumento de los fondos de inversión privados, y por el riesgo sistémico que conllevan (una gran quiebra con efecto dominó), en particular, en los esquemas de elevado apalancamiento financiero.

Los fondos de inversión privados (denominados hedge funds), tienen tres características: a) son fondos privados de inversión ubicados en paraísos financieros y operan al margen de las regulaciones. En el caso de los bancos, son operaciones “fuera de balance” y generalmente “arreglos debajo de la mesa”, b) son fondos administrados, que cobran una comisión por resultados obtenidos, c) son fondos muy complejos, requieren modelos económicos porque implican transacciones en diversas monedas, distintas tasas, horarios, países, y actores.

EL MERCADO DE SEGUROS PARA RIESGO DE QUIEBRA/ S (CREDIT DEFAULT SWAPS)

Quizás el rasgo más importante e “innovador” de los fondos de inversión es

4. A diferencia de las épocas del crédito barato en las que se produce la fase de la euforia especulativa, característica de la última etapa de Greenspan, quizá el más importante arquitecto de la sobrevaluación inmobiliaria, el crédito barato y el consumo improductivo de los últimos años, que dicho sea de paso fue el motor del crecimiento de los EEUU.

5. REUTERS Stock Market Update 04/03/07

6. Departamento del Tesoro de EUA, el FED, la Comisión de Intercambio y Seguros, la Comisión de Comercio de Futuros, BMI/FMI, El Comité de Bancos de Basilea, entre otros.

7. Sería largo enumerar los casos en los que estos fondos privados han observado pingües ganancias, así como también enormes pérdidas. En 1998, en Tailandia, se indujeron fugas de capital y la devaluación masiva de su moneda (baht), con el consiguiente efecto espejo de la crisis cambiaria sobre los países vecinos

8. Cabe indicar que no sucedería lo mismo en caso de que el fondo privado obtuviera una ganancia especulativa e inesperada. Si este fuera el caso, la ganancia sería realizada enteramente por los agentes privados intervinientes. A la ganancia habría que descontar los impuestos, pero estos no parecen ser muy significativos, habida cuenta de la importancia que han adquirido las operaciones de los bancos que no aparecen en sus balances financieros y sus inversiones en fondos de inversión privados, no regulados.

9. Departamento del Tesoro de EUA, el FED, la Comisión de Intercambio y Seguros, la Comisión de Comercio de Futuros, BMI/FMI, el Comité de Bancos de Basilea

que se trata de contratos privados en los que se transfiere el riesgo de quiebra de una entidad a otra. Resulta difícil traducir el término para referirnos a este mega mercado pero, –literalmente– el riesgo de quiebra o insolvencia se “neutraliza” mediante un pago periódico de la entidad que desea disminuir su exposición (o la de un cliente deudor de un banco por ejemplo) a la entidad aseguradora, el mismo que debe responder con una suma alzada en caso de quiebra. Así, los créditos swaps de tasas de interés se orientan a reducir los riesgos de pérdidas ante oscilaciones en los mercados cambiarios. El capitalismo ha cambiado desde las épocas en las que se luchaba por la mora de los pagos de la deuda externa como medida política. Ahora –gracias a la globalización– existe literalmente un mercado de protección para quiebras. Y este es muy importante, como veremos.

Según el cuadro, el monto global nominal¹⁰ de los contratos de derivados financieros que solo los bancos norteamericanos mantuvieron –a dic del 2005– ascendió a 102 trillones de U\$, de los cuales, 85 trillones corresponden a swaps por tasas de interés¹¹.

sión privado, es el mismo banco). En otras palabras, el banco es el beneficiario y, al mismo tiempo, el asegurador

Esta innovación otorga un margen de maniobra ya que los mega bancos podrían operar indistintamente en los mercados de dinero, divisas y capital (o accionario). De lo que se trataría con la reforma financiera y regulatoria en EUA, Japón, China, entre otros, es justamente de romper las barreras para que las mega instituciones operen libremente a nivel global, como veremos más adelante.

Como se observa en el cuadro, por segundo año consecutivo, los créditos para financiar operaciones en el mercado de derivados duplicaron su valor llegando a alcanzar 5.8 trillones, cifra que representa algo más del 6 por ciento del total del mercado de derivados financieros. De este total –de 5.8 trillones– la gran banca recibió en calidad de beneficiario –como “crédito de protección”, 3.1 trillones de U\$ y, como “garante” o asegurador, 2.7 trillones de U\$¹².

Obsérvese que la tasa de crecimiento anual de los créditos bancarias al mercado de derivados aumentó por encima de 50

LA SALIDA DEL KAPITAL: ¿RECESIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA A FONDO?

No debe resultar casual que los mayores grupos bancarios –desde hace varios años– influyen en el congreso norteamericano para acelerar la reforma o liberalización financiera en ese país¹³. Ello implicaría modificar la ley vigente desde inicios de 1930– la ley Glass Steagall–. Lo paradójico es que precisamente el Congreso –del momento– puso en vigencia esta ley como respuesta regulatoria y normativa al crack del 29, y como prevención a desastres bursátiles económicos y sociales de esa magnitud¹⁴.

En el caso de prosperar la /s reforma /s financiera /s –como respuesta normativa a la actual crisis, ello ocasionaría una –nueva– ola de fusiones y adquisiciones. Más capital ficticio. En lo esencial, se conserva la tendencia a la sobre aceleración y sobre valoración de los mercados monetarios y financieros globales en relación a la creación de inversión, tecnología sostenible y empleo de calidad.

En lo coyuntural, un contexto caracterizado por la reducción de los márgenes de intermediación tradicionales en el mercado de capitales quizás explica la agresiva incursión de los bancos en los mercados no regulados, no registrados en los balances de los bancos, de derivados financieros de alto riesgo, sencillamente por ser mucho más rentables: este año se espera que la cuarta parte de las utilidades de los grandes bancos de inversión tengan como fuente este tipo de operaciones.

Sin embargo, creemos que la reforma financiera formalizaría una tendencia dominante –que es real– hacia la liberalización de los sistemas monetarios y financieros globales, tema particularmente vigente en países como Japón, EEUU (y China) y que sin duda después de la presente crisis lo será aún más.

Como hemos sostenido antes estamos en un punto de quiebre desde el punto de vista del proceso de globalización y regionalización. La magnitud cuantitativa y los cambios cualitativos de las últimas “correcciones del mercado” nos obligan a reflexionar sobre la inserción del continente y del Perú en la volátil escena internacional. **ae**

El 98% del total de los fondos de inversión que mantiene la banca se concentra en los 10 mayores bancos de inversión del mundo.

EUA: Tasa anual de crecimiento del Mercado de Derivados Financieros

Años	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Memo 2005
Tasa anual crecimiento	%	%	%	%	%	%	Trillones US\$
Total derivados financieros	17	12	24	26	23	15	102
Derivados de tasa de interés	19	16	27	28	22	12	85
Derivados de tasa de cambio	6	-7	7	18	21	8	9.7
Crédito bancario a mercado de derivados	48	-1.2	53	56	134	148	5.8
Otros							1.8

Una regularidad, observable en la estadística de flujo de fondos de la economía de los EUA desde el 2002, consiste en que el segmento que más crece, es el crédito bancario al mercado de derivados. En el caso de la banca, en el concepto mismo de este tipo de instrumentos es posible notar un rasgo “bipolar”, ya que el riesgo de insolvencia o quiebra se transfiere del beneficiario (el banco) a “otra” entidad que brinda el seguro que cubre la quiebra (que, en la lógica de los fondos de inver-

por ciento en 2001 y 2002 y, en el último año, este aumento fue de casi 150 por ciento (ver cuadro).

De acuerdo con la misma fuente oficial, otra regularidad observable desde 2004, y al final del 2005, es la elevada concentración de los más grandes bancos de inversión en los contratos de derivados financieros: el 98% del total de los fondos de inversión que mantiene la banca se concentra en los 10 mayores bancos de inversión del mundo.

10. En inglés, Notional Amount: Monto nominal. Es importante, ya que

es el valor que se toma en cuenta en los contratos financieros para calcular los pagos de créditos “swaps” y otros derivados financieros en mercado de alto riesgo.

11. 9.7 trillones de derivados por tipo de cambio, 5.8 trillones a créditos para derivados, entre otros mas pequeños. La tasa de aumento (en dic de 2005, en relación al 2004) de los swaps por tasa de interés estuvo debajo del promedio del aumento del mercado de derivados (que fue de 15%).

12. Boletín de la Reserva Federal 2006. Profits and Balance Sheet Developments at US Commercial banks in 2005:A86.

13. Proyecto RH10

14. La actual ley Glass-Steagall obliga a mantener una separación de las operaciones bancarias, del resto de la “industria financiera”.