

# Desempeño reciente de la economía norteamericana

Posible impacto sobre Venezuela

Adriana Arreaza\*



Desde 2006 la economía estadounidense presenta signos de desaceleración cuyo origen se centra en el sector inmobiliario. Los problemas en ese sector terminaron por generar una crisis en el mercado hipotecario que finalmente logró propagarse hacia los mercados globales para julio de 2007. Si bien hasta ahora la crisis en los mercados financieros no ha repercutido significativamente sobre el crecimiento mundial, tal situación podría cambiar en los próximos meses. Hasta ahora, la debilidad del crecimiento en Estados Unidos se ha centrado en el sector inmobiliario, que no tiene fuertes vínculos con la demanda global.

Por una parte, la caída del precio de las viviendas en América del Norte ha afectado la riqueza de los consumidores, limitando ello su capacidad crediticia. Sin embargo, por otra parte, las sólidas ganancias de los sectores comercial e industrial se tradujeron en mayores dividendos que junto a la robustez del empleo y la fortaleza de los salarios han permitido que los consumidores mantengan relativamente inalterada su demanda de bienes y servicios. Esto ha contribuido a mantener estable la demanda de bienes y servicios que Estados Unidos importa del resto del mundo, de manera que la producción mundial no se ha visto mayormente afectada por la desaceleración en el sector inmobiliario. No obstante, si los mercados crediticios no logran estabilizarse, los problemas actuales de solvencia y liquidez en algunos segmentos de los mercados financieros podrían seguir extendiéndose hasta ocasionar recortes importantes en los flujos de créditos para la inversión en el sector productivo, generando ello una contracción económica de mayor envergadura en Estados Unidos que podría tener un significativo impacto en la economía mundial.

La mayor parte de los analistas han reducido sus proyecciones

centrales para el crecimiento en Estados Unidos en 2007 y 2008, y elevado la probabilidad que asignan a la ocurrencia de una recesión global. El propósito de este artículo es reseñar brevemente los antecedentes de esta crisis, su propagación a los mercados y las posibles implicaciones de una desaceleración global sobre la economía venezolana.

## LOS ANTECEDENTES DE LA CRISIS

A diferencia de los episodios de crisis financieras globales que han ocurrido en las últimas décadas, esta crisis tuvo su origen en Estados Unidos. Comencemos por uno de los factores que inicialmente desató los sucesos que condujeron a la crisis: las tasas de interés. Luego de los sucesos de septiembre de 2001, la economía estadounidense mostró algunos signos de debilidad. Ante esto, la Reserva Federal redujo progresivamente las tasas de interés con la finalidad de calmar a los mercados e impulsar la economía mediante la reducción del costo del crédito. Las bajas tasas de interés y la disponibilidad de crédito generaron un auge en el sector inmobiliario.

Como suele suceder en momentos de abundancia de liquidez, las entidades financieras rebajaron sus estándares de riesgo y otorgaron créditos a clientes que en condiciones normales probablemente no los hubiesen obtenido. Así, se incrementó el volumen de créditos al denominado mercado hipotecario de alto riesgo (subprime) en Estados Unidos. Estos clientes, obtuvieron financiamiento pero, claro está, a un costo mayor que los clientes regulares<sup>1</sup>. Mientras las tasas de interés de sus contratos permanecieron fijas o las tasas variables siguieron bajas, estos clientes no presentaron mayores problemas de solvencia.

Pero si bien los deudores hipotecarios se beneficiaron de las bajas tasas de interés, ese no es el caso de los ahorristas

que requerían mayores rendimientos para sus inversiones. En particular, aquellos quienes viven de las rentas provenientes de fondos de inversiones, cuyo volumen crece a medida que la población envejece.

Esto coincidió con el surgimiento en los mercados de los llamados instrumentos financieros estructurados. De manera simple, puede decirse que estos instrumentos financieros combinan múltiples activos en forma tal que permiten una mayor diversificación del riesgo con altos rendimientos. Entre estos instrumentos, tuvieron particular aceptación aquellos que aglutinaban activos respaldados por créditos hipotecarios de alto riesgo. La globalización de los mercados financieros permitió que estos vehículos financieros fuesen transados no sólo en el mercado estadounidense, sino también a nivel internacional.

Por su parte, las agencias internacionales calificadoras de riesgo asignaron grado de inversión (garantía de seguridad) a buena parte de estos vehículos financieros, lo cual incrementó su demanda por parte de inversionistas institucionales, fondos de cobertura y fondos de inversión. Con esto, las dos puntas del mercado lograron satisfacer sus necesidades: mayores rendimientos para los ahorristas y acceso al crédito para los deudores hipotecarios.

#### **EL INICIO DE LOS PROBLEMAS Y LA PROPAGACIÓN DE LA CRISIS**

Los problemas comenzaron cuando las tasas de interés comenzaron a repuntar en 2005. Obviamente, las señales de alarma se evidenciaron primero en el mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos, donde comenzaron a incrementarse las tasas de morosidad. La caída en el precio de las viviendas que opera desde 2005, junto con el incremento de las tasas de interés para hipotecas a tasas fijas y variables, dificultaron el refinanciamiento de la hipotecas o la

venta de las propiedades para cancelar la deuda, siendo que el valor de mercado de los inmuebles se situó por debajo de las deudas. La tasa de morosidad para este tipo de hipotecas subió de forma significativa durante 2006 y recientemente superó el 11%. Ante los crecientes problemas de impagos, algunos emisores de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos se declararon en quiebra, y se estima que aproximadamente 30 entidades financieras de hipotecas de alto riesgo han cerrado en el último año.

La crisis en el mercado hipotecario de alto riesgo en EEUU se propagó entonces hacia los mercados financieros globales a través de la cadena de instrumentos financieros estructurados, cuyos activos subyacentes estaban vinculados con hipotecas de alto riesgo. La complejidad de los instrumentos estructurados hace en realidad difícil una precisa valoración del riesgo y grado de exposición al sector hipotecario de alto riesgo. En consecuencia, el colapso de varios fondos de cobertura con fuertes inversiones en instrumentos estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo desató una corrida general de vehículos estructurados hacia activos menos riesgosos.

El episodio fue precedido por una serie de rebajas en las calificaciones de riesgo de instrumentos respaldados por activos asociados con hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Diversos analistas y académicos han criticado fuertemente el desempeño previo de las calificadoras de riesgo, que otorgaron grado de inversión a instrumentos cuyos riesgos eran más bien difíciles de sopesar.

La corrida implicó el ensanchamiento de los diferenciales de rendimiento de los productos financieros estructurados en general, generando ello importantes pérdidas para los inversionistas. El derrumbe de los precios de los valores estructurados que la corrida acarrió,

forzó entonces la venta de otros activos más líquidos (incluyendo bonos y acciones), así como el desvío de fondos de los mercados de dinero para cubrir pérdidas y compensar cuentas de margen en los bancos de inversión. Esto indujo recortes en el crédito entre instituciones financieras, ante el desconocimiento del grado de exposición de los inversionistas al mercado hipotecario de alto riesgo. La escasez de fondos en los mercados de dinero se tradujo en una escalada en las tasas interbancarias que motivó la inyección de fondos y la reducción de tasas de descuento por parte de bancos centrales en América, Europa y Asia.

Se produjo además una disminución de la demanda de inversiones en activos financieros sujetos a riesgo, lo cual se reflejó en la caída en la cotización de acciones, bonos de alto rendimiento y monedas a nivel global. El efecto final de la crisis sobre el crecimiento global dependerá de la intensidad y duración del racionamiento de crédito.

Los bancos centrales tendrán la difícil tarea de mantener las condiciones de liquidez para el normal funcionamiento de los mercados, sin que la asistencia financiera degenera a futuro en conductas poco responsables por parte de los bancos, dado que esperarán ser finalmente auxiliados por los bancos centrales. En una agresiva movida que sorprendió a los mercados, la Reserva Federal rebajó las tasas de interés en 50 puntos básicos en septiembre pasado con la finalidad de apaciguar los problemas de iliquidez en los mercados de dinero.

En cambio, otros bancos centrales como los de Europa, Inglaterra, Nueva Zelanda, Canadá y China, que incrementaron los tipos de interés en los meses precedentes a la crisis para prevenir problemas inflacionarios, mantuvieron estables sus tasas luego del episodio de turbulencia reciente. Esto generó diferenciales de rendimientos entre

el dólar estadounidense y otras monedas agudizando la tendencia a la baja que desde hacía unos meses venía experimentando el dólar, cuya cotización alcanzó mínimos históricos de US\$ 1,42 y US\$ 2,06 frente al euro y la libra esterlina respectivamente.

### ¿CUÁLES PODRÍAN SER LAS IMPLICACIONES DE UN DÓLAR DÉBIL Y DE UNA DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA?

Por una parte, un dólar más débil debería contribuir a corregir uno de los grandes desbalances globales, como lo es el déficit comercial de Estados Unidos, al hacer más competitivas sus exportaciones y encarecer las importaciones. Ello tendería a reforzar el crecimiento al incrementar la producción doméstica de bienes comerciables, lo cual compensaría la debilidad que ha experimentado el sector inmobiliario.

Pero por otra parte, un dólar débil podría restar confianza en esta divisa como valor de reserva, lo cual podría conducir a una recomposición de la cartera de activos de los países a nivel global hacia activos denominados en otras monedas como la libra y el euro. Según señalan los analistas, desde que se inició la crisis en julio los inversionistas foráneos han abandonado posiciones a largo plazo en activos denominados en dólares en Estados Unidos, ante el riesgo de recesión, optando por instrumentos de más corto plazo. Esto acarrea una mayor volatilidad para el dólar, al estar más expuesto a movimientos de capitales de corto plazo. Vale destacar que los capitales extranjeros han financiado hasta ahora el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, por lo que una retirada de capitales podría debilitar aún más la posición de esta moneda.

Todo esto sugiere que el reacomodo de los mercados aún no ha finalizado. Tales ajustes podrían tener lugar a través de

una transición gradual o de manera abrupta. Según prevén la mayor parte de los analistas, un escenario de transición gradual implicaría un restablecimiento progresivo de las condiciones de crédito en los mercados globales, una desaceleración de la economía norteamericana en los próximos meses con una posterior recuperación, y el mantenimiento del crecimiento global aunque a tasas más moderadas. Una corrección abrupta pasaría, en cambio, por un severo racionamiento del crédito y por una fuerte recesión en Estados Unidos con repercusión global. Si bien el crecimiento de Asia y Europa hasta ahora han compensado la desaceleración en Estados Unidos, ello obedece en parte al hecho de que las importaciones de ese país no se han visto mayormente afectadas, como se reseñó anteriormente. Sin embargo, una recesión en Estados Unidos implicaría una caída significativa en la demanda global que sí tendría implicaciones en el crecimiento global. Aunque buena parte de los analistas se inclinan por un ajuste gradual, la probabilidad de un ajuste fuerte no es descartable en estos momentos.

Para una economía altamente dependiente de la colocación de sus exportaciones en el mercado mundial como es el caso de la economía venezolana, una recesión de su principal socio comercial, Estados Unidos, tendría severas repercusiones. Recordemos que Venezuela es altamente vulnerable a las fluctuaciones de los precios del petróleo siendo que las exportaciones están altamente concentradas en hidrocarburos (más de 90%). Asimismo, la oferta doméstica de bienes se nutre en buena medida de importaciones financiadas por las exportaciones petroleras. Por otra parte, más de la mitad del ingreso fiscal depende de los ingresos derivados de las exportaciones petroleras. Finalmente, el gasto fiscal que se financia a partir de los ingresos petroleros es lo que impulsa la demanda

agregada doméstica (consumo en inversión), que termina siendo el motor del crecimiento del producto interno bruto.

Una recesión en Estados Unidos podría generar una caída en los precios del crudo asociada con una reducción global en la demanda de hidrocarburos. Esto obviamente terminaría por afectar negativamente el crecimiento en Venezuela, a través de los canales antes descritos. Adicionalmente, la revaloración del riesgo en los mercados globales ha afectado ya el precio al cual Venezuela puede financiarse en los mercados internacionales, encareciendo el precio del crédito.

Dicho esto, hay que acotar que Venezuela ha acumulado importantes cantidades de activos financieros en los últimos años (reservas internacionales y activos acumulados en fideicomisos), lo cual le permite a la nación una base relativamente holgada para afrontar los embates de una crisis, al menos en el corto plazo. No obstante, en el mediano plazo los problemas que enfrentaría la economía nacional estarían más asociados con la pérdida de eficiencia derivada de las distorsiones que se han venido acumulando en el sistema de precios relativos y en el aparato productivo a raíz de la implantación de los controles de precios, el anclaje cambiario, entre otras regulaciones que afectan negativamente el clima de negocios. Con recursos abundantes, estas distorsiones pueden encubrirse. Cuando escasean los recursos, las pérdidas de eficiencia y productividad afloran, y su corrección resulta costosa.

\* Profesora de la UCAB

- 1 Las hipotecas de alto riesgo representan el 14% del total de préstamos hipotecarios. El mercado subprime está conformado por clientes con historiales de crédito deficientes, que no califican para créditos a las tasas ofrecidas en el mercado regular (prime).