



La actual crisis crediticia y la recesión en EUA: algunos elementos sobre sus causas, efectos y profundidad

Arturo Huerta G. *

A toda crisis de deuda, le antecede un boom crediticio que se da ante expectativas de crecimiento económico y de ingreso, que terminan por no cumplirse, o no realizarse en la magnitud suficiente para asegurar el reembolso de la deuda. El análisis de las causas y los efectos de la actual crisis es el objetivo de este trabajo.

El boom crediticio y la flexibilidad de las medidas precautorias, como antecedentes de la crisis hipotecaria

EN EL PERÍODO de prosperidad, nos dice Minsky, se gesta la fragilidad e inestabilidad financiera y económica. (Minsky, 1986) Así, ante las expectativas de crecimiento económico que se conformaron en EUA por la expansión de la liquidez propiciada por la disminución de la tasa de interés (que llegó al nivel de 1 % en 2003) y el aumento del gasto deficitario del sector público (que llegó al 5,5% del PIB en el 2005), la banca y los corredores de casas reaccionaron

* Profesor de la División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México.

expandiendo el crédito y asumiendo posiciones de riesgo, ya que disminuyeron los márgenes de seguridad en el otorgamiento de los créditos, asumiendo que se cumplirían las expectativas de crecimiento esperadas y estas asegurarían el reembolso futuro de los créditos.

La ampliación de la cartera crediticia, la relajación de las medidas precautorias en el otorgamiento de los créditos, y la reducción de las primas de riesgo, se facilitaron también por la introducción de nuevos instrumentos financieros (dentro de la modernización del sistema financiero), en lo referente al surgimiento de nuevas formas de aseguramiento de los títulos y obligaciones emitidas.

En tal comportamiento se ubican los créditos hipotecarios *subprime* (de alto riesgo) otorgados a sectores de la población que antes no habían sido sujetos de crédito y además no se revisó su historial de trabajo y sus ingresos. De ahí que gran parte de la crisis crediticia tiene que ver con la actitud asumida por los banqueros de expandir los créditos y favorecer una estructura crediticia a favor de los créditos hipotecarios de alto riesgo, sin considerar las consecuencias que pudiese derivar. No consideraron los riesgos de insolvencia que podrían presentarse al aumentar la tasa de interés, y no concretarse las expectativas de crecimiento deseadas.

Por lo general la banca se cubre con los colaterales exigidos a los deudores, los cuales pasan a ser la referencia que garantiza el reembolso de los créditos, en caso de que los ingresos de los deudores no lo garanticen. Sin embargo, en estos créditos no se exigieron los colaterales suficientes que permitieran resarcir el costo de estos en caso de caer en insolvencia.

Tal comportamiento de la banca es inherente a la lógica del sistema capitalista en la perspectiva de aumentar ganancias ante acciones de riesgo, que a la larga, la historia ha demostrado una y otra vez la fragilidad, vulnerabilidad y crisis recurrentes que termina generando. Señala Kregel que el problema financiero tiene que ver más con la estructura básica de un sistema financiero que sobreestima la confiabilidad del deudor y desvaloriza (abarata) el riesgo. Se asume excesivo riesgo para proveer mayores rendimientos. (Kregel, 2008).

El problema es que el futuro es incierto. No hay certidumbre de que las expectativas de crecimiento generen los ingresos suficientes para asegurar el reembolso de los créditos. A la actitud especulativa asumida por los banqueros, se suman los problemas de insolvencia generados por las características

asumidas por la dinámica económica configurada, por lo que se configura un contexto de fragilidad financiera que termina en crisis bancaria y en recesión económica.

Los elementos endógenos al sistema contribuyen a la actual crisis financiera

Las bajas tasas de interés establecidas a partir de mediados de 2003 y la expansión de créditos a la vivienda, dieron pauta al boom en el mercado de casas, así como a la industria de la construcción.

El período de crecimiento alcanzado en la economía estadounidense del 2004 hasta mediados del 2007, iba gestando una estructura crediticia y financiera cada vez más frágil, dados los altos niveles de endeudamiento, sobre todo en las familias. Además de la expansión del crédito hipotecario *subprime*, creció el crédito al consumo y en menor medida a la industria manufacturera, por lo que no se encaminaba a la generación de riqueza que aumentara el poder adquisitivo y la capacidad de reembolso de los deudores, por lo que las características crediticias predominantes, colocaban al sistema bancario en una situación de alta vulnerabilidad y fragilidad ante cualquier cambio de las condiciones financieras y económicas.

La expansión crediticia, aumentó el gasto de consumo, lo que junto a la pérdida de competitividad de los productos estadounidenses frente a los productos asiáticos (sobre todo de China, dado que estos tienen sus monedas subvaluadas frente al dólar, lo que abarata sus productos frente a los de EUA), ha llevado a que se drene la demanda hacia importaciones, las cuales han pasado a tener una participación creciente en el mercado estadounidense, y a duplicar el déficit comercial de EUA entre 2001 y 2006 (que representa en el 2006 el 6,5% del PIB) (Tabla I). Ello ha hecho que el dinamismo impulsado no impactara significativamente a la industria manufacturera (Tabla II), ni al ingreso de los trabajadores. Las tasas de desempleo en el período de crecimiento 2004-2007, no disminuyeron significativamente en relación con el período de recesión 2001-2003. (Tabla III).

Tabla I
Saldo Comercial de Estados Unidos
(miles de millones de dólares)

2001	-384,6
2002	-459,4
2003	-522,1
2004	-640,2
2005	-754,8
2006	-811,5

Fuente: INEGI

Tabla II
EUA: Industria Manufacturera
(variación porcentual real anual)

2001	-5,56
2002	2,78
2003	1,13
2004	6,47
2005	2,17
2006	3,33

Fuente: BEA

Tabla III
Tasa de desempleo en EUA

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,7

Fuente: Federal Reserve.

El sector productivo manufacturero de EUA está siendo desplazado por productos importados, por su falta de competitividad, lo que afecta sus ganancias, y desestimula la inversión en tal sector. Las grandes empresas transnacionales maximizan sus ganancias a partir de sus operaciones globales. De ahí que han venido trasladando inversiones y procesos productivos a aquellos países que ofrecen mejores ventajas competitivas de localización, menor costo de mano de obra, así como por el trato preferencial a sus inversiones, bajos impuestos, subsidios y mejor régimen cambiario entre otros elementos que influyen en ello. Tal situación lleva a las compañías de EUA a trasladar empresas e inversiones hacia el extranjero, para a partir de ahí exportar hacia el mercado estadounidense, lo que redundará en menor crecimiento económico y generación de empleos internamente, originando ello problemas de sobreendeudamiento y de insolvencia que revierten contra el sector bancario.

Las filtraciones de demanda que se dan al exterior manifestadas en el déficit de comercio exterior creciente, vienen a explicar lo señalado por Godley, de que “el gasto deficitario y la disminución de la tasa de interés dirigido a reactivar la economía de EUA, no tuvieron gran efecto en el ahorro del sector privado” (Godley, et. al, 2007). Tal situación impactó desfavorablemente en el ingreso de los deudores, por lo que no se concretaron las expectativas de los acreedores de ver recuperado el reembolso de los créditos hipotecarios otorgados. El sobreendeudamiento generado, terminó en problemas de insolvencia manifestados en los créditos hipotecarios *subprime*, de alto riesgo.

De tal forma, el déficit comercial externo de EUA va aparejado de menor dinámica manufacturera, de desempleo (5% en diciembre de 2007), de mayores niveles de endeudamiento, de problemas de insolvencia que están afectando al sistema bancario y están restringiendo el crédito y la actividad económica. A las filtraciones de demanda que frenan el ingreso de los deudores y su capacidad de pago se suma el hecho especulativo, antes señalado asumido por los banqueros, de que la expansión crediticia se dio en mayor proporción que el crecimiento del ingreso de los deudores. Los salarios no crecieron a pesar del crecimiento de la productividad (Palley, 2007a) y a pesar de ello los créditos se expandieron, lo que terminaría generando el problema de insolvencia de las hipotecas de alto riesgo, que desestabilizan a los bancos que otorgaron dichos créditos.

Por su parte la Reserva Federal tuvo que modificar su política monetaria ante las presiones de precios y en el déficit de comercio exterior, por lo que procedió a aumentar en forma paulatina las tasas de interés a fin de encarar tales presiones. A pesar de que tales alzas fueron graduales (a fin de no frenar drásticamente la actividad económica), si tuvo impacto sobre las familias, dado su alto nivel de endeudamiento al cual habían caído en el período previo, lo que empezó a manifestarse en las hipotecas *subprime* en el 2007.

La respuesta de los banqueros más que mejorar su situación, la empeoran

Los bancos que enfrentan los problemas de las hipotecas *subprime*, tratan de mejorar su liquidez y su capitalización para fortalecer su posición financiera, por lo que restringen créditos y aumentan la tasa de interés. Si bien el *boom* crediticio hacia la vivienda, no podía continuar indefinidamente, ya que estaba en función de las condiciones económicas que asegurasen el reembolso de los créditos, la respuesta de los bancos solo viene a recrudecer los problemas de insolvencia, pues restringe la liquidez de la economía, incrementa el costo de la deuda, lo que disminuye consumo e inversión, así como la capacidad para hacer frente al pago de las obligaciones financieras, por lo que la contracción de demanda continuará y tiende a profundizarse. Los deudores tienen que disminuir consumo para poder pagar sus créditos, por lo que se contrae la demanda, lo que afecta a las empresas y los ingresos de los deudores y de la banca, configurando un contexto recesivo. Así, los problemas de los créditos a las hipotecas de alto riesgo han trastocado ya al sector productivo y al conjunto de la economía. La industria de la construcción, que fue favorecida en el 2004-2006, ha caído drásticamente y tal situación proseguirá, dado que continúan los problemas de insolvencia, como la restricción crediticia.

El encadenamiento y generalización de la crisis financiera

Los bancos que otorgaron las hipotecas *subprime* se fondearon con emisión de títulos, que fueron adquiridos por instituciones financieras internas y externas.

Los bancos cubrían el riesgo de tales créditos hipotecarios *subprime*, a través de la venta de papel comercial con la garantía de los activos que representaban los colaterales, de ahí que no había interés de evaluar el crédito (Kregel, 2008). Los colaterales eran los factores que aseguraban los préstamos. Se genera una cadena de autoprotecciones que terminan fragilizando al sistema financiero y llevándolo a una crisis. Los que compraban los colaterales de las hipotecas *subprime*, emitían obligaciones para fondear dichas compras, teniendo que ofrecer un rendimiento atractivo para que fueran adquiridas. Así, compañías de seguros e inversionistas que manejan los fondos de pensión, adquieren los activos emitidos por los bancos y las corredoras del mercado de casas, lo que permitía el financiamiento de estos. De ahí que ante cualquier problema de insolvencia, se vería afectado el reembolso de las obligaciones emitidas por todos ellos, con la consecuente desvalorización de los activos, afectándose las instituciones financieras que adquirieron dichos activos. Nos dice Whalen que:

...los principales elementos que están detrás de la crisis crediticia incluye el boom reciente de vivienda, los acreedores creativos, las hipotecas de alto riesgo, los corredores hipotecarios no regulados, el aseguramiento de las hipotecas (ya que los créditos eran vendidos a fondos de inversión tales como fondos protegidos) y un conflicto de intereses entre agencias de crédito.¹

Los créditos hipotecarios *subprime* no calificaron para la garantía del gobierno (Kregel, 2008) de ahí que al caer en insolvencia tales créditos, pasan a significar pérdidas directas para la banca que los otorgó (ya que muchos se otorgaron sin garantías), como para aquellos que adquirieron los activos emitidos por tales bancos.

Al generalizarse el problema de las hipotecas *subprime*, los poseedores de los títulos emitidos por los bancos y las corredoras de vivienda, se apresuraron a venderlos, lo que llevó a la caída de su valor, afectándose los mercados de capitales, como los emisores y poseedores de dichos títulos. Asimismo, la manifestación del problema de las hipotecas *subprime*, va aparejado a la caída del precio de las casas, lo que ha agravado más la situación. La depreciación de los activos acentúa los problemas de insolvencia, de descapitalización de la banca,

¹ Ch. Whalen: "The US Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment", en *The Levy Economics Institute of Board Collage*.

de restricción crediticia y de demanda. Ello retroalimenta la vulnerabilidad de los mercados financieros y coloca a la economía en un contexto de recesión.

Las pérdidas de la banca tienen efectos en la bolsa, dada su participación en dicho mercado. Al desvalorizarse su capital y sus acciones, arrastra al conjunto del mercado, dadas las expectativas que se generan y la interrelación que existe entre los diferentes sectores de la economía. En tal contexto, la banca y los sectores afectados no pueden colocar deuda y papel comercial para refinanciarse (para apalancarse frente a la expansión crediticia generada, así como ante los problemas de insolvencia que enfrenta), lo que le acentúa sus problemas financieros, afectando ello el precio de sus acciones, y de ahí la vulnerabilidad y la caída de los mercados financieros internacionales.

Los problemas de insolvencia mandan señales de que se acrecentarán las pérdidas de los bancos, lo que impacta sobre el mercado de capitales, como en las expectativas de la economía (Whalen, 2007). Ante la desvalorización de activos, se contrae la inversión, y por lo tanto la actividad económica y el empleo.

La caída del precio de las acciones y activos, desestimula la inversión y los créditos, por lo que más se contrae la economía y menos condiciones tienen los deudores para hacer frente a sus obligaciones financieras, lo que agrava los problemas del sistema bancario. Menos perspectivas de creación de empleo hay, por lo que no habrá ingresos y capacidad de pago para encarar las hipotecas *subprime*. Las empresas reajustan personal ante los problemas de restricción financiera (tanto de ganancia como de restricción crediticia) que enfrentan, lo que lleva a que el problema de insolvencia surja también en los créditos al consumo.

El impacto de las hipotecas 'subprime' en otros países

La crisis de las hipotecas *subprime* ha repercutido en otros países desarrollados, debido a que bancos de Japón, Inglaterra, Alemania y otros, aprovechando sus superávits comerciales frente a EUA, adquirieron los títulos que emitieron los bancos estadounidense (Pollin, 2008a) para apalancarse de los créditos hipotecarios *subprime* que estaban otorgando. De ahí que al enfrentar estos problemas de insolvencia y desvalorizarse sus activos, ha afectado a los bancos

e instituciones que los adquirieron. Al generalizarse el problema terminan negándose entre ellos préstamos para apalancarse unos y otros, porque cada quien requiere la liquidez para capitalizarse. Ello obliga a los bancos centrales del mundo a inyectar liquidez a los mercados para evitar la mayor desvalorización de los activos financieros. China no adquirió esos títulos, sino que ellos compran bonos del Tesoro estadounidense, y los mecanismos de control al capital limita que los inversionistas individuales accedan y se expongan en los mercados financieros de EUA (Palley, 2008a).

Los países que adquirieron los títulos emitidos por los bancos estadounidenses que están ahora en problemas, pasan a ser vulnerables al comportamiento que siga el mercado crediticio de EUA. De generalizarse los problemas de insolvencia, se recrudecerán las pérdidas de los bancos lo que pasa a afectar a los poseedores de los activos y títulos de dichos bancos.

La actuación de la Reserva Federal y del resto de los bancos centrales de los países desarrollados

La Reserva Federal reduce la tasa de interés que cobra a los bancos a fin de que estos vean aligerados sus problemas financieros, pero ello no se traduce en menores tasas de interés sobre los deudores, ni en mayor crecimiento económico, por lo que continúa el problema de insolvencia.

El problema crece cuando los deudores tienen que vender activos para pagar pasivos, lo que lleva a la caída de los precios de los activos y de los mercados bursátiles, con la consecuente disminución de riqueza y agravamiento de los problemas de insolvencia, pues menos capacidad pasan a tener para encarar el pago de sus deudas, lo que pasa a afectar más a los bancos. De ahí que los bancos centrales de los países desarrollados actúan como prestamistas de última instancia, inyectando liquidez a los mercados, para evitar la venta de activos y la caída de sus precios y de las bolsas a nivel mundial. Están también apoyando a los bancos con problemas, a fin de evitar su descapitalización y la contracción crediticia de los bancos, así como la caída del valor de los títulos emitidos, como la de las bolsas de valores a nivel mundial. Actúan a favor del capital financiero, y no para asegurar condiciones de reembolso y para la reasignación crediticia a favor de la esfera productiva.

La recesión de EUA y su impacto en el resto del mundo

Las economías cuyo crecimiento depende de sus exportaciones hacia el mercado de EUA serán afectadas por la recesión de la economía estadounidense, ya que esta verá disminuido su consumo y sus importaciones, por lo que se contraerán las exportaciones hacia dicho mercado.

Algunas verán disminuido su superávit comercial y otras verán incrementado su déficit comercial externo y aumentarán sus requerimientos de entrada de capitales, lo que les llevará a aumentar su tasa de interés. Ello frenará su actividad económica y les generará problemas de insolvencia que trastocará a su sistema bancario y crediticio. El problema es que muchas de las economías han perdido el manejo económico de su política económica, por lo que no tienen viabilidad de instrumentar políticas anti-cíclicas.

En América Latina, México y los países Centro Americanos dependen fundamentalmente de sus exportaciones hacia EUA y de las remesas recibidas, por lo que se verán seriamente afectadas por la recesión de su principal socio comercial, que no es el caso de la mayoría el resto de los países latinoamericanos que tienen más diversificadas sus exportaciones. México será la economía más golpeada, pues en 2006, el 85% de sus exportaciones se dirigió al mercado estadounidense. La caída de exportaciones a dicho mercado frenará la actividad económica y aumentará las presiones sobre la balanza de comercio exterior en este y otros países del área. A ello se suma, que los flujos de capital actuarán en forma negativa dada la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales, como las condiciones de riesgo que pasaran a ofrecer los países, ante la falta de opciones de inversión atractivas para el capital, dados los problemas que pasan a enfrentar. Ello originará presiones sobre las paridades cambiarias, que obligará a aumentar la tasa de interés para frenar las acciones especulativas que puedan desarrollarse. La reacción defensiva de los países frenarán más sus economías. Hay que señalar que el libre movimiento de capitales y mercancías, impide a los países tener políticas contra-cíclicas capaces de contrarrestar la caída de sus exportaciones y para encarar los demás embates que reciben del exterior. Se ven obligados a mantener la estabilidad de sus monedas y trabajar con disciplina fiscal, y por lo tanto con políticas monetarias y fiscales restrictivas, lo que las lleva a actuar en forma pro-cíclica, por lo que a la caída de sus exportaciones hay que sumar la contracción del mercado interno, lo que frenará la actividad económica en la gran mayoría de los países latinoamericanos.

La recesión económica en EUA y la vulnerabilidad de los mercados financieros y el impacto que ello tiene sobre la actividad económica de los países del área, genera una oportunidad para el cambio de la política económica predominante. Para encarar la vulnerabilidad externa en que se ha caído, tanto por el comportamiento de la dinámica económica de los Estados Unidos, como de los flujos de capitales, se requiere replantear nuestra inserción en el proceso de globalización para regular el flujo de mercancías y capitales, tanto para disminuir las presiones sobre el sector externo y los estragos negativos sobre la esfera productiva y el empleo, como para retomar el manejo soberano de la política económica a favor del crecimiento hacia el mercado interno. El problema es de correlación de fuerzas y de voluntad política para anteponer los objetivos nacionales a los del gran capital transnacional, que buscará nuevamente salidas económicas que le favorezcan, donde el costo del ajuste lo seguirán pagando los mismos de siempre, es decir, las grandes mayorías de nuestros países.

¿Podrán China e India ser el nuevo pivote del crecimiento económico mundial?

El Banco Mundial en su estudio sobre Perspectivas Económicas Mundiales 2008, señala que la continua expansión en los países en desarrollo (refiriéndose sobre todo a China e India), contribuirá a compensar la desaceleración en EUA este año. El problema es que gran parte del dinamismo de tales países depende de sus exportaciones hacia el mercado de EUA y al resto del mundo, por lo que al desacelerarse la economía de EUA y de otros países desarrollados, se afectará el crecimiento de China e India, ya que si bien están avanzando en dinámicas endógenas dirigidas hacia su mercado interno, estos no son aún de gran poder adquisitivo capaces de convertirse en motores de la economía mundial.⁸

¿Que pasará con el dólar?

La distorsión de precios relativos (tipo de cambio apreciado) comúnmente termina en crisis, ya que afecta la dinámica de acumulación del sector productivo y la economía queda sujeta a los flujos de capital y a la aceptación de su moneda.

Hasta ahora EUA no ha tenido problemas en torno a la distorsión que el dólar guarda frente a las monedas de China y otros países asiáticos, donde ellos tienen sus monedas subvaluadas frente al dólar y este está sobrevaluado frente a estas monedas, lo que coloca en desventaja competitiva a EUA y la lleva a tener déficit comercial frente a ellos, y a ver mermada su dinámica productiva. Estados Unidos no ha tenido problemas en mantener su déficit comercial y en evitar fuerte corrida frente a su moneda, ya que el dólar sigue siendo aceptado como moneda de transacción comercial y financiera a nivel mundial y como reserva de valor, ya que es demandada y utilizada en las reservas internacionales por la gran mayoría de países. Nos dice Palley que las corridas contra el dólar no pueden generalizarse, dado que dos terceras partes de las reservas internacionales de los bancos centrales a nivel mundial, están en dicha moneda. La mayoría del comercio internacional y los precios de las mercancías están en dólares (Palley, 2007b). La devaluación del dólar y la consecuente apreciación del euro, como del yen, está afectando la competitividad de Japón y de las economías europeas, por lo que estas mismas se encargan de frenar las presiones contra el dólar, a fin de no ver agravados sus problemas de crecimiento y del sector externo.

Los países que tienen muchos activos en dólares y que están perdiendo por la devaluación de dicha moneda, han venido disminuyendo su demanda por dólares y están diversificando sus inversiones en una canasta más amplia de monedas. China ha venido diversificando sus reservas internacionales, ha comprado yens y euros, pero no lo hace en una proporción que comprometa al dólar y a su sistema financiero, ya que ello también afectaría su economía. La especulación contra el dólar y la menor demanda por esta moneda y por activos en dólares, tiene límites, ya que con una fuerte devaluación de dicha moneda se desvalorizarían los activos en dólares que el resto del mundo tiene en su poder.

La devaluación del dólar mejoraría la posición competitiva de EUA, lo que frenaría las exportaciones del resto del mundo hacia el mercado estadounidense. EUA tendría superávit de comercio exterior, lo que implicaría que el resto del mundo enfrentase déficit de comercio exterior, lo que afectaría sus exportaciones, su dinámica económica y los haría altamente vulnerables al flujo de capitales.

Al no ser aceptado el dólar y al provocarse una fuerte devaluación de su moneda, podría llevar a EUA a aumentar su tasa de interés, lo que acentuaría la recesión económica, y afectaría más el crecimiento de las exportaciones del resto del mundo hacia dicho mercado.

Los países cuya dinámica depende en gran medida de las exportaciones hacia EUA, apoyan al dólar para seguir creciendo hacia el mercado estadounidense. China y Hong Kong tienen bonos del Tesoro estadounidense por 455 mil millones de dólares, mientras Japón tiene 582 mil millones de dólares (Palley, 2007b).

De ahí que es poco probable que se produzca una corrida generalizada contra el dólar. Esta moneda sigue siendo aceptada, para evitar una fuerte contracción en la economía de EUA y la desvalorización de los activos denominados en dicha moneda que están en poder de los asiáticos y de países desarrollados. Al resto del mundo le es importante que EUA siga con déficit de comercio exterior, para seguir creciendo hacia dicho mercado a través de sus exportaciones, lo cual tiende a limitar, como decíamos, la especulación contra el dólar.

La reducción de la demanda por dólares seguirá, pero no en forma tal que comprometa a la economía de EUA, al sistema financiero de dicho país y a los mercados financieros internacionales. Además, la caída del dólar origina sus propios límites, ya que ello incrementa la demanda por activos denominados en dicha moneda dado su abaratamiento, lo que origina mayor entrada de capitales a EUA, lo que aumenta la demanda por dólares para adquirir activos, actuando a favor de la estabilidad de dicha moneda.

Las presiones de EUA sobre China

China mantiene subvaluada su moneda frente al dólar, para favorecer su posición competitiva en el mercado estadounidense y en todos los países, y ello le permite a su vez incentivar la entrada de inversiones (empresas) a su país para potenciar sus exportaciones, aprovechando tanto dicha paridad cambiaria, como la mano de obra barata y la infraestructura que está desarrollando.

China representa una causa importante de los problemas recesivos que enfrenta la economía de EUA, dado el bajo crecimiento que tiene la industria, así como el creciente déficit comercial, como los menores ingresos de los trabajadores y el mayor desempleo, que los ha colocado con problemas de sobre endeudamiento e insolvencia que está trastocando al sector bancario. A ello se suma la gran acumulación de bonos del Tesoro de EUA que le da un gran poder de negociación a China frente a EUA, en el sentido que una venta de dichos bonos (que suman más de 400 mil millones de dólares) podría ocasionar una crisis financiera, en la que la economía de EUA no saldría bien librada.

Ante tal situación, EUA presiona al gobierno de China para que liberalice su moneda, en la perspectiva de que se aprecie el yuan y se encarezcan los productos chinos, para que dejen de tener la posición competitiva con que han contado al trabajar con tipo de cambio subvaluado, para así EUA pueda ver disminuido el déficit comercial que tiene con ellos y así dinamizar su industria, su economía y empleo, y disminuir el control de bonos del Tesoro estadounidense con que cuenta China.

A la presión al gobierno Chino para que modifique su política cambiaria, se han sumado los países europeos, dados los crecientes déficit comerciales que tienen estos frente a tal país. No obstante estas presiones, el gobierno de China no modifica su política cambiaria, dadas las grandes ventajas que le representa. Solo ha realizado un ligero ajuste cambiario que no altera su posición competitiva.

China puede ver disminuido su dinamismo debido a los problemas inflacionarios que enfrenta, tanto por la subvaluación de su moneda (que le encarece sus importaciones), como por el alza del precio de las materias primas que su propio dinamismo ha provocado. Si procede a controlar la inflación apreciando su moneda, sería a costa de perder competitividad y frenar sus exportaciones y su dinámica económica, por lo que no optará por ello. Si decide aumentar la tasa de interés para frenar la demanda y así la presión sobre precios, ello estimularía la entrada de capitales financieros a tal país. El gobierno, para evitar que ello aprecie su moneda, tendría que esterilizar dicha entrada de capitales, lo que aumentaría la emisión de deuda pública. Tal política frena el mercado interno, y al mantener intacto el régimen cambiario, continuaría con sus niveles de competitividad para seguir creciendo hacia el mercado externo, lo que dependería del comportamiento de las economías hacia donde exporta, por lo que al desacelerarse estas, afectaría el crecimiento de su economía, ya que su mercado interno estaría con menor dinamismo ante el aumento de la tasa de interés. De tal forma, China no podrá mantener su crecimiento, si los mercados hacia donde exporta, no crecen.

¿Podrá la devaluación del dólar ser factor que frene la recesión?

La devaluación del dólar frente al euro y al yen y a otras monedas, derivado de especulaciones efectuadas en los últimos años contra el dólar, favorece la competitividad de EUA frente a tales países y lleva a disminuir presiones sobre

su déficit comercial frente a ellos. Godley señala que ello mejorará los ingresos de empresas e individuos y que puede contrarrestar los problemas de las hipotecas *subprime*, por lo que después del 2009, la economía de EUA puede volver a mantener su dinamismo (Godley, et al., 2007). Tal situación no es compartida por Kregel, quien menciona que el incremento de exportaciones que pueda darse en EUA ante la caída del dólar, no sería suficiente para evitar una recesión (Kregel, 2008)

Efectivamente, para ver si la devaluación del dólar puede amainar los problemas de carteras vencidas que enfrente la economía estadounidense en las hipotecas *subprime*, dependería de la efectividad de la devaluación en dinamizar exportaciones y que tanto frenará importaciones, para ver el impacto sobre la industria manufacturera, así como en la balanza de comercio exterior. Es difícil que las exportaciones aumenten sustancialmente, considerando el entorno de menor dinámica económica mundial y que además esta situación recrudecerá el clima de competencia en los mercados internacionales. En lo referente al freno a importaciones, el problema que enfrenta EUA es con los países asiáticos, en especial con China. Esta tiene anclada su moneda al dólar, por lo que la devaluación de esta moneda no merma la posición competitiva de los productos de China y de otros países del sudeste de Asia en el mercado estadounidense. Ello puede aminorar el efecto positivo que se alcance con la mejor posición competitiva frente a Japón y Europa, y reducir su impacto en la dinámica manufacturera y en el sector externo de EUA, como en el ingreso de empresas e individuos y en la capacidad de estos de encarar sus obligaciones financieras. Ello hará que siga un bajo dinamismo de la demanda de las familias y el freno a la actividad económica.

La recesión y el comportamiento de los precios

EUA ha venido comprando (importando) productos baratos, dado que la mayoría de los países asiáticos tienen anclada su moneda y subvaluada frente al dólar. Ello le ha permitido contrarrestar el impacto inflacionario que se deriva de las importaciones provenientes de otros países con los cuales ha devaluado su moneda. Sin embargo, enfrenta presiones inflacionarias, tanto derivadas

de la devaluación del dólar, como por el alza del precio internacional de alimentos, del petróleo y otras materias primas. Ello ha llevado a que la inflación del 2007 haya sido de 4,1%, la más alta desde 1990. Tal situación limita la viabilidad de que la Reserva Federal siga con bajas sustanciales de la tasa de interés para frenar así los problemas de insolvencia y de contracción de la actividad económica. Resurge el contexto de presiones inflacionarias con bajo o nulo crecimiento, que recrudece los problemas de carteras vencidas y de inestabilidad bancaria y financiera.

La desaceleración de la actividad económica de EUA no repercutirá en la caída de los precios, ya que, como hemos dicho, los precios de los energéticos, de las materias primas y de los alimentos básicos están aumentando y de hecho están presionando sobre la inflación a nivel mundial. Como la contracción económica no será generalizada, no se dará en todos los países. China e India, que son las de mayor crecimiento, tienen sus exportaciones muy diversificadas, por lo que no serán muy afectadas y seguirán ejerciendo presión sobre los precios. Estos no pueden disminuir en un contexto donde hay escasez de productos y no hay capacidad suficiente para aumentar su producción, y además la demanda que enfrentan supera su capacidad de respuesta. En el caso del petróleo y muchas otras materias primas se encuentran en esta situación, por lo que se mantendrán altos los precios de tales productos.

La caída de la demanda puede bajar precios, solo en los sectores competitivos, no en los oligopólicos, tal como aconteció en la Gran Depresión, donde los precios de los productos agrícolas cayeron más que los industriales. La caída de los precios de los bienes industriales se debió sobre todo a la baja de los precios de las materias primas provenientes del campo, no por la caída de la demanda (Sylos Labini, 2001). La cuestión es que ya no hay estructuras competitivas en la producción de bienes agrícolas y en materias primas, y además se presentan problemas de escasez de muchos de estos productos, no obstante la desaceleración de la demanda que pueda presentarse en EUA y otras economías, por lo que se mantendrán altos estos precios, con su impacto en los precios de los bienes industriales y finales, lo que impedirá reducir a bajos niveles la tasa de interés para retomar la dinámica económica y aligerar los problemas de insolvencia y de los bancos.

¿Qué tanto puede disminuir la tasa de interés en EUA?

Se plantea la urgencia de la disminución de la tasa de interés para aligerar el problema hipotecario. Sin embargo, la respuesta de la Reserva Federal ha sido de cautela. Como la inflación está presente en EUA, la reducción de la tasa de interés ha sido leve, y no como la que esperaría el mercado, por lo que se manifiestan la vulnerabilidad de los mercados de capitales.

La baja de la tasa de interés que se ha dado está dirigida a aligerar los problemas de los créditos de alto riesgo para que no desvaloricen el mercado de las casas, y para frenar las pérdidas de la banca y que no lleven a la economía a una recesión. Sin embargo, como dijimos, la reducción de la tasa de interés que aplica la Reserva Federal a los bancos comerciales no se ha traducido en una menor tasa de interés de estos para sus deudores. Ni la política de tasa de interés, ni la mayor liquidez que se ha inyectado a los mercados de dinero y a los bancos con problemas, han sido suficiente para frenar el problema de las hipotecas *subprime*, así como las pérdidas de la banca, las caídas de las bolsas a nivel mundial y la recesión que ya se presenta en la economía de EUA.

Surge la pregunta de si las autoridades monetarias y del Tesoro podrán de nuevo reducir la tasa de interés en niveles tales que permitan disminuir las presiones sobre los créditos hipotecarios de riesgo y para evitar la recesión?

Como hemos dicho, la inflación pone límites a la reducción de la inflación. Sin embargo, puede trabajar con tasas de interés por debajo de la inflación, lo que flexibilizaría más al dólar.

Es decir, ocasionaría mayor devaluación de este frente al yen y al euro, lo que evitaría mayores presiones sobre la balanza de comercio exterior y permitiría recuperar cierto dinamismo, tanto por la disminución de la tasa de interés (la cual reduciría las presiones sobre las hipotecas de riesgo y frenaría los problemas de insolvencia, lo que favorecería consumo e inversión), como por la mejor posición competitiva del dólar, que frenaría ciertas importaciones e incrementaría exportaciones. Hay quienes señalan que de reducir la tasa de interés, se daría pauta a que se retroalimentasen las prácticas crediticias de alto riesgo, lo que sobre-endeudaría más a empresas y familias, y retroalimentaría el contexto de incertidumbre y riesgo, que volvería a manifestarse en problemas

de insolencia e inestabilidad y fragilidad financiera. La cuestión es que eso está dentro de la lógica del sistema capitalista, y ante los problemas que se enfrentan, la disminución de la tasa de interés tiene que darse, aunque no vendrá a ser la panacea para salir de los problemas que enfrentan.

¿Qué tanto puede aumentar el gasto deficitario para frenar la recesión?

Si se quiere evitar que la crisis hipotecaria y bancaria se expanda y se convierta en crisis económica, la política fiscal debe ser contra-cíclica, para lo cual debe expandir el gasto deficitario, para incrementar la demanda y así contrarrestar la caída de la demanda del sector privado, para poder aumentar el empleo y el ingreso, y la capacidad de pago de los que deben los créditos hipotecarios de alto riesgo. Hay quienes se oponen a ello, porque consideran que el gasto público deficitario ha sido la cusa de presiones inflacionarias, del déficit de comercio exterior creciente que enfrenta EUA y de la debilidad del dólar, y de ahí que el gobierno de Bush se ha pronunciado por la reducción del déficit fiscal, así como los precandidatos a la presidencia de dicho país. De restringirse el déficit público, no habría crecimiento de demanda suficiente para mejorar el ingreso de empresas e individuos y la capacidad de pago de la deuda que enfrentan, por lo que se acentuaría la recesión en dicho país.

Algunos precandidatos a la presidencia se han pronunciado por que el gobierno siga reduciendo los impuestos a las ganancias de las empresas, para privilegiar el ahorro y así la inversión y el crecimiento. El problema es que ello ya ha venido aconteciendo en el gobierno de Bush y no ha alcanzado los resultados esperados, sino que ha favorecido la mayor concentración de la riqueza. Si no hay inversión y crecimiento económico en los niveles deseados y en forma sostenida, no es por falta de ahorro o porque los impuestos a las empresas sean altos. Los mayores recursos de los sectores que concentran la riqueza, no van a la esfera productiva, al no ofrecer esta niveles de rentabilidad y crecimiento, lo cual está íntimamente relacionado con la capacidad competitiva de la producción manufacturera, como con el crecimiento de la demanda, por lo que la disminución de impuestos a los sectores de altos ingresos no resolvería el problema de falta de crecimiento.

La problemática por la que atraviesa la economía de EUA, va a llevar a republicanos y a demócratas a dejar de lado su propósito de disminuir el déficit fiscal, dado que tendrán que incrementar el gasto público y disminuir impuestos (sobre todo a trabajadores) para aumentar demanda y así mejorar el ingreso de empresas e individuos, y frenar el problema hipotecario y la recesión económica.

No pueden asumir políticas defensivas de restricción del gasto público a favor de estabilizar el dólar. De hecho, ello no ha sido su preocupación. Mientras el dólar siga siendo aceptado, y continúe la demanda por bonos del Tesoro de dicho país y creciendo la demanda por activos en dólares, EUA puede continuar trabajando con gasto público deficitario a favor del crecimiento del mercado interno. Ello no tendría fuertes presiones sobre el sector externo, si se trabaja con un dólar competitivo. El déficit externo no es resultado del déficit público. Todo depende de a dónde se destine la expansión del gasto público y del tipo de cambio con que se trabaje. Si el gasto se canaliza a incrementar productividad y competitividad, conjuntamente con un tipo de cambio competitivo, mejoraría la esfera productiva y el empleo, y reduciría las presiones sobre el sector externo.

En principio las finanzas públicas serán presionadas por los menores ingresos tributarios que se derivarán de la contracción económica y esto va a aumentar el déficit fiscal. Sin embargo, es diferente que el gasto deficitario se de como consecuencia del aumento del gasto público, lo cual sí impacta favorablemente la actividad económica, a que el déficit público aumente como consecuencia de la menor captación tributaria derivada de la menor actividad económica.

Surge la pregunta, ¿qué tanto puede aumentar el gasto público deficitario?, ¿podrá llevar a niveles de 8 ó 9% del PIB? Mientras el dólar siga siendo aceptado a nivel mundial y no haya moneda y activos que lo sustituyan, podrá incrementarse el gasto deficitario del sector público en EUA. El problema está en las filtraciones al exterior que origina el incremento de importaciones, lo que reduce el impacto multiplicador interno sobre el ingreso nacional. Surge otra pregunta, ¿en qué medida un dólar competitivo evitaría las filtraciones de demanda hacia el exterior? Eso lo puede hacer con productos provenientes de Japón y Europa, pero no con los productos provenientes de China y de aquellos países asiáticos que tienen anclada su moneda al dólar, por lo que con estos seguirán creciendo las importaciones, a no ser que instrumente medidas

proteccionistas, que de hecho hay precandidatos presidenciales en dicho país que se están pronunciando por ello. En consecuencia, será la política monetaria de menores tasas de interés, junto con mayor gasto público y medidas proteccionistas, lo que se instrumentará en la perspectiva de frenar el proceso recesivo de la economía de EUA.

¿Cómo disminuirá el gobierno de EUA las presiones sobre el sector externo?

Para reducir las presiones sobre el sector externo y favorecer la producción nacional y el empleo, van a tener que acentuar las políticas proteccionistas para frenar la entrada de productos sobre todo donde tiene desventaja competitiva. Esto lo ha venido haciendo y es de predecir que se ampliará, tal como ha estado presente en varios precandidatos a la presidencia de dicho país que han cuestionado los tratados de libre comercio, ya que han afectado su dinámica económica y la generación de empleos. Han enfatizado (en el caso del Senador Edwards) el problema ocasionado por las compañías que abandonan a EUA, y generan inversión y empleo fuera. En cambio, para Hillary Clinton la globalización lleva a la prosperidad, provee importaciones baratas, el boom bursátil beneficia a todos por el aumento del precio de las acciones y las mayores ganancias de las corporaciones deriva en mayor inversión que incrementa el crecimiento y el ingreso (Palley, 2008b). Si fuera como la Senadora dice, Estados Unidos no estaría enfrentando los problemas hipotecarios y de recesión económica.

El Senado de dicho país ha venido discutiendo la viabilidad de evitar la competencia injusta en el comercio internacional, en relación con prohibir el uso del tipo de cambio como herramienta competitiva, en clara alusión a China y otros países del sudeste asiáticos que mantienen sus monedas subvaluadas en relación con el dólar. El problema es que el propio EUA ha venido devaluando su moneda para mejorar competitividad y favorecer a su sector productivo y disminuir su déficit de comercio exterior manufacturero. Ellos sí utilizan su manejo soberano de la política económica y quieren impedir que el resto del mundo lo haga, para no ver afectados sus intereses.

Los problemas de las filtraciones de demanda y los menores efectos multiplicadores internos del gasto e inversión, que afectan los niveles de ingreso y la capacidad de reembolso de las deudas contraídas y han acentuado los problemas de las hipotecas de alto riesgo, obligarán a dicho país a trabajar con tipo de cambio competitivo, a seguir presionando a China a que modifique su política cambiaria, así como a instrumentar políticas proteccionistas, para disminuir las presiones sobre el sector externo y favorecer su producción y empleo nacional

¿Qué tan profunda será la recesión de EUA?

Para el Banco Mundial (2007), la repercusión de los problemas del mercado estadounidense de la vivienda sobre la demanda de los consumidores será limitada. Anticipa que la economía de EUA recobrará impulso y se recuperará. A pesar de que la mayoría de los economistas subestimaba la amplitud del impacto económico de los problemas de insolvencia aparecidos en los créditos a las hipotecas de alto riesgo en julio del 2007 en EUA, la realidad está reflejando otra cosa. El número de propietarios que cayeron en cartera venida en torno a los créditos hipotecarios, ha crecido rápidamente, lo que se ha traducido en pérdidas para los bancos que realizaron tales prácticas. Nos dice Godley que “la crisis que se está presentando en la economía de EUA al parecer es más seria de la que se presentó en el 2001-2003. Muchos bancos e instituciones financieras están revelando enormes pérdidas como resultado de créditos imprudentes” (Godley, et al, 2007). A ello se suma el hecho de que los precios de las casas están cayendo, así como de los activos y de las acciones en las bolsas de valores a nivel mundial. Kregel señala que a finales del 2007 las pérdidas derivadas de los créditos *subprime* a los deudores, a los acreedores y a los bancos ascendían a 900 mil millones de dólares y que de caer el precio de las casas en un 30%, las pérdidas llegarían a 3 trillones de dólares, sin considerar las carteras vencidas adicionales (Kregel, 2008).

El problema de los créditos hipotecarios de alto riesgo continuará por un tiempo. Las familias de EUA están sobre-endeudadas, por lo que seguirá el problema de las hipotecas *subprime* y se generalizará el problema de insolvencia a los créditos de consumo, por lo que aumentará la cantidad de casas

que tengan que ser desalojadas, llevando a la baja sus precios, y seguirá la caída del precio de los activos y de las bolsas. Esto agrava más el problema de insolvencia, de contracción de consumo e inversión, así como la fragilidad e inestabilidad del sistema financiero y la recesión de la economía de EUA con su impacto en la economía mundial.

La liquidez que están inyectando la Reserva Federal y el resto de los bancos centrales de los países desarrollados, si bien está encaminada a evitar la caída generalizada del precio de los activos, no encaran los elementos que están detrás de la problemática financiera que ha desatado los actuales problemas, como son la propia lógica especulativa seguida por los banqueros, permitida por el proceso de desregulación y liberalización económica predominante, como por los problemas de baja dinámica de acumulación del sector productivo y de ingresos de los trabajadores, ante la pérdida de competitividad frente a importaciones que impide asegurar el reembolso de los créditos contraídos en el caso de las hipotecas *subprime*, como de consumo. Los problemas son inherentes al proceso de globalización predominante, que afecta a la principal economía del mundo, situación que afectará más a aquellos países que están insertos en la misma lógica de comportamiento y que no tienen manejo soberano de su política económica para hacerle frente.

Bibliografía

- Banco Mundial: *Perspectivas Económicas Mundiales*, 2008. NY, EUA, 2007.
- Godley, W.; Papadimitriou, D.; Hannsgen, G, Zezza, G: “The US Economy: Is there a way out of the woods?”, en *The Levy Economics Institute of Board College*. Strategic Analysis, Nov., 2007.
- Kregel, J.: “Minsky’s Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market”, en *The Levy Economics Institute of Board College*. Public Policy Briefs, No. 93, Jan., 2008.
- Minsky, H.: *Stability an Unstable Economy*. Yale University Press, 1986.
- Palley, T.: “The Fed and America’s Distorted Expansion”, en www.thomaspalley.com, 2007.
- _____ : “Sub-prime –trade déficit connection”, en www.thomaspalley.com, 2008.
- _____ : “Don’t bet against the dollar”, en www.thomaspalley.com, 2007.
- _____ : “Democrats and the Meaning of Change”, en www.thomaspalley.com, 2008.
- Sylos Labini: *Underdevelopment: a strategy for reform*. Cambridge University Press, 2001.
- Whalen, Ch.: “The US Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment”, en *The Levy Economics Institute of Board College*. Public Policy Briefs, No. 92, oct., 2007.