



Recesión y crisis hipotecaria en Estados Unidos

ARTURO HUERTA G.*

Atoda crisis de deuda le antecede un auge crediticio propiciado por expectativas de crecimiento económico y de ingreso que terminan por no cumplirse, o no en la magnitud suficiente para asegurar el reembolso de la deuda.

En el periodo de prosperidad, según Minsky, se gesta la fragilidad e inestabilidad financiera y económica.¹ Así, ante las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos por la expansión de la liquidez propiciada por la disminución de la tasa de interés (que llegó a 1% en 2003) y el aumento del gasto deficitario del sector público (que alcanzó 5.5% del producto interno bruto en 2005), la banca, las compañías inmobiliarias y las empresas financieras reaccionaron con una expansión del crédito y adoptaron posiciones de riesgo a pesar de que disminuyeron los márgenes de seguridad en el otorgamiento de los créditos, pues consideraban que se

* Profesor de posgrado, Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.

1. H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.

cumplirían las expectativas de crecimiento, lo que aseguraría 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 que dieron lugar a la emisión y venta de más títulos y obligaciones a otros inversionistas para cubrirse y asegurarse (el llamado proceso de *titularización*) ante las prácticas especulativas en las que estaban incurriendo.

En estas prácticas se ubican los créditos hipotecarios *subprime* (de alto riesgo), los cuales se otorgaron a sectores de la población que antes no habían sido sujetos de crédito y de los cuales además no se revisó su historial de trabajo ni sus ingresos. De ahí que gran parte de la crisis crediticia tenga que ver con la actitud de los banqueros para expandir los créditos y favorecer una estructura crediticia en favor de las hipotecas de alto riesgo, sin considerar las consecuencias que pudiesen derivar de ello. No pensaron en los riesgos de insolvencia que podrían presentarse al aumentar la tasa de interés y al no concretarse las expectativas de crecimiento deseadas. Según Palley, el problema es que las empresas individuales no consideran el efecto que tiene sobre otros su toma de riesgo.²

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 los créditos 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 generan fragilidad, vulnerabilidad y crisis recurrentes, como ha demostrado la historia una y otra vez. Señala Kregel que el problema tiene que ver más con la estructura básica de un sistema financiero que sobreestima la confiabilidad del deudor y desvaloriza (abaratada) el riesgo. Se toma excesivo riesgo para conseguir mayores rendimientos.³

Pero el futuro es incierto. No se sabe si las expectativas de crecimiento generarán los ingresos suficientes

para asegurar el reembolso de los créditos. A la actitud especulativa de los banqueros, se suman los problemas de insolvencia generados por la dinámica económica, por lo que se configura un contexto de fragilidad financiera que termina en crisis bancaria y recesión económica.

ELEMENTOS ENDÓGENOS AL SISTEMA Y 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 auge en el mercado de casas, así como a la industria de la construcción. El periodo de crecimiento que alcanzó la economía estadounidense de 2004 a mediados de 2007, fue gestando una estructura crediticia y financiera cada vez más frágil, dados los altos niveles de endeudamiento, sobre todo de 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 una generación de riqueza que aumentara el poder adquisitivo y la capacidad de reembolso de los deudores. 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 asiáticos (sobre todo de China, que tiene su moneda subvaluada frente al dólar, lo que abarata sus productos ante los de Estados Unidos), ha llevado a canalizar la demanda hacia las importaciones. Éstas tienen una participación creciente en el mercado estadounidense y han duplicado el déficit comercial de Estados Unidos de 2001 a 2006. En consecuencia el dinamismo impulsado no afecta de manera significativa a la industria manufacturera, ni al ingreso de los trabajadores. Las tasas de desempleo en el periodo de crecimiento, de 2004 a 2007, no disminuyeron demasiado en relación con el periodo de recesión, de 2001 a 2003 (véase el cuadro).

Los productos importados están desplazando al sector productivo manufacturero de Estados Unidos por su falta de competitividad, lo que afecta sus ganancias y desalienta la inversión en el sector. Las grandes empresas transnacionales maximizan sus ganancias a partir de sus operaciones mundiales; de ahí que han estado trasladando inversiones y procesos productivos a aquellos

2. T. Palley, "Welfare for Wall Street, Federal Reserve-Style", en <www.thomaspalley.com>, 2008.

3. J. Kregel, "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market", *Public Policy Briefs*, núm. 93, Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

**ESTADOS UNIDOS: SALDO COMERCIAL, INDUSTRIA
MANUFACTURERA Y DESEMPLEO**

	Saldo comercial ¹	Industria manufacturera ²	Tasa de desempleo
2001	- 384.6	- 5.56	4.7
2002	- 459.4	2.78	5.8
2003	- 522.1	1.13	6.0
2004	- 640.2	6.47	5.5
2005	- 754.8	2.17	5.1
2006	- 811.5	3.33	4.6

1. Miles de millones de dólares. 2. Variación porcentual real anual.
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, Oficina de Análisis Económico y Reserva Federal de Estados Unidos.

países que ofrecen mejores ventajas competitivas de localización, menor costo de mano de obra, trato preferencial a sus inversiones, bajos impuestos, subsidios y mejor régimen cambiario, entre otros estímulos. Esta situación lleva a los inversionistas de Estados Unidos a trasladar empresas y capitales hacia el extranjero, para exportar de ahí hacia el mercado estadounidense, lo que redundará en menor crecimiento económico y generación de empleos internos, y origina problemas de sobreendeudamiento e insolvencia, que se revierten contra el sector bancario.

Las filtraciones de demanda al exterior, que se manifiestan en el déficit de comercio exterior creciente, explican lo que señala Godley: "El gasto deficitario y la disminución de la tasa de interés dirigido a reactivar la economía de Estados Unidos no repercutieron mucho en el ahorro del sector privado".⁴ Esta situación afectó de manera desfavorable el ingreso de los deudores, por lo que no se concretaron las expectativas de los acreedores de recuperar 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 este modo, el déficit comercial externo de Estados Unidos entraña menor dinámica manufacturera, desempleo (5% en diciembre de 2007), mayores niveles de endeudamiento y problemas de insolvencia que están afectando al sistema bancario y restringen el crédito y la actividad económica. A las filtraciones de demanda que frenan el ingreso de los deudores y su capacidad de pago, se

Las corridas contra el dólar no pueden generalizarse, dado que dos terceras partes de las reservas internacionales de los bancos centrales del mundo están en dólares

suma la especulación de los banqueros acerca de que la expansión crediticia se dio en mayor proporción que el crecimiento del ingreso de los deudores. Los salarios no se incrementaron a pesar del aumento de la productividad,⁵ y no obstante los créditos se expandieron, lo que generó el problema de insolvencia de las hipotecas de alto riesgo, que desestabilizan a los bancos que las otorgaron.

Por su parte la Reserva Federal tuvo que modificar su política monetaria ante las presiones de precios y el déficit de comercio exterior, por lo que procedió a aumentar de modo paulatino las tasas de interés. A pesar de que las alzas fueron graduales (con el fin de no frenar de manera drástica la actividad económica), se afectó a las familias por el alto nivel de endeudamiento que habían adquirido en el periodo previo, lo que empezó a manifestarse en las hipotecas *subprime* en 2007.

LA RESPUESTA DE LOS BANQUEROS

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 auge crediticio dirigido a la vivienda no podía

4. W. Godley, D. Papadimitriou, G. Hannsgen y G. Zezza, "The US Economy: Is There a Way out of the Woods?", *Strategic Analysis*, Levy Economics Institute of Bard College, noviembre de 2007.

5. T. Palley, "The Fed and America's Distorted Expansion", en <www.thomaspalley.com>, 2007.

continuar de manera indefinida porque estaba en función de las condiciones económicas que asegurasen el reembolso de los créditos, la respuesta de los bancos sólo recrudece y generaliza los problemas de insolvencia. Al restringir la liquidez de la economía se incrementa el costo de la deuda, lo que disminuye el consumo y la inversión, así como la capacidad para hacer frente al pago de las obligaciones financieras, por lo que la contracción de la demanda continúa y tiende a profundizarse. Los deudores tienen que disminuir su 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, configurándose un ambiente 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 creció de 2004 a 2006, ha caído de manera drástica y así continuará dado que persisten los problemas de insolvencia, como la restricción crediticia.

ENCADENAMIENTO Y GENERALIZACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA

Los bancos que otorgaron las hipotecas de alto riesgo se fondearon con emisión de títulos, adquiridos por instituciones financieras internas y externas. Los bancos cubrían el riesgo de los créditos hipotecarios de alto riesgo mediante venta de papel comercial y títulos a otros bancos y empresas financieras, con la garantía de los activos que representaban los colaterales, de ahí que no había interés en evaluar el crédito.⁶ Así se genera una cadena de autoprotecciones que hacen más frágil al sistema financiero y lo llevan a una crisis. La banca que otorgaba los créditos hipotecarios de alto riesgo emitía títulos y obligaciones para fondearse. Los que adquirirían estos títulos emitían a su vez papeles y obligaciones para protegerse ante estas compras, y tenían que ofrecer un rendimiento atractivo para que las adquirieran. Así, las compañías de seguros y los inversionistas que manejan los fondos de pensión adquirieron los activos emitidos por los bancos y por empresas financieras y otros inversionistas en este proceso de titularización. 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 títulos y obligaciones emitidos, lo que erosionaba el activo de las instituciones financieras que adquirieron los activos. Según Whalen "los principales elementos

6. J. Kregel, "Minsky's Cushions...", *op. cit.*

que están detrás de la crisis crediticia incluyen el auge 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 como son los fondos protegidos) y un conflicto de intereses entre agencias de crédito".⁷

Los créditos hipotecarios de alto riesgo no calificaron para la garantía del gobierno, de ahí que al caer en insolvencia implicaron pérdidas directas para la banca que los otorgó (ya que muchos se dieron sin garantías) y para aquellos que adquirieron los activos emitidos por los bancos.⁸

Al generalizarse el problema de las hipotecas de alto riesgo, 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, los emisores y los poseedores de los títulos. Asimismo, la manifestación del problema de las hipotecas de alto riesgo se acompaña por 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, de restricción crediticia y de demanda. Ello retroalimenta la vulnerabilidad de los mercados financieros y coloca a la economía en recesión.

Las pérdidas de la banca tienen efectos en la bolsa, por su participación en ese mercado. Al desvalorizarse el capital y las acciones de la banca, de los inversionistas y de las demás empresas financieras que participan en el proceso, se arrastra al conjunto del mercado, dadas las expectativas que se generan y la interrelación de los diferentes sectores de la economía.

Entonces la banca y los sectores afectados no pueden colocar deuda y papel comercial para refinanciarse (para apalancarse con la expansión crediticia generada, así como ante la insolvencia), lo que acentúa sus problemas financieros y afecta el precio de sus acciones. De ahí la vulnerabilidad y caída de los mercados financieros internacionales, lo que cuestiona el mecanismo de titularización muy en boga en los últimos años en el ámbito financiero.

Los problemas de insolvencia mandan señales de que crecerán las pérdidas de los bancos, lo que afecta el mer-

7. Ch. Whalen, "The US Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment", *Public Policy Briefs*, núm. 92, Levy Economics Institute of Bard College, octubre de 2007.

8. J. Kregel, "Minsky's Cushions...", *op. cit.*

cado de capitales y las expectativas de la economía.⁹ Ante la desvalorización de activos se contrae la inversión y por tanto la actividad económica y el empleo.

La caída del precio de las acciones y los activos desestimula la inversión y los créditos, por lo que se contrae más la economía y los deudores tienen menos condiciones para hacer frente a sus obligaciones financieras, lo cual agrava los problemas del sistema bancario. Hay menos perspectivas de creación de empleo, y menos ingresos y capacidad de pago para encarar las hipotecas de alto riesgo. Las empresas reajustan su personal ante los problemas de restricción financiera (tanto de ganancia como de restricción crediticia), lo que provoca que el problema de insolvencia surja también en los créditos al consumo.

EL EFECTO DE LAS HIPOTECAS DE ALTO RIESGO EN OTROS PAÍSES

La crisis de las hipotecas de alto riesgo ha repercutido en otros países desarrollados, debido a que los bancos de Japón, el Reino Unido, Alemania y otros países aprovecharon sus superávit comerciales con Estados Unidos y adquirieron los títulos emitidos por los bancos estadounidenses para apalancarse con los créditos hipotecarios de alto riesgo que estaban otorgando. De ahí que al enfrentar estos problemas de insolvencia se desvalorizaron sus activos y afectaron a los bancos y a las instituciones que los adquirieron. Al generalizarse el problema, se niegan entre ellos préstamos para apalancarse unos y otros, porque cada quien requiere liquidez para capitalizarse. Ello obliga a los bancos centrales del mundo a aportar liquidez a los mercados para evitar una mayor desvalorización de los activos financieros. China no adquirió ese tipo de títulos, sino que compró bonos del Tesoro estadounidense, y los mecanismos de control al capital limitan la exposición de los inversionistas individuales a los mercados financieros de Estados Unidos.¹⁰

Los países que adquirieron los títulos emitidos por los bancos estadounidenses que están en problemas ahora son vulnerables al comportamiento que siga el mercado crediticio de Estados Unidos. De generalizarse la insolvencia, se recrudecerán las pérdidas de los bancos, lo que afecta a los poseedores de los activos y títulos de esas instituciones.

9. Ch. Whalen, "The US Credit...", *op. cit.*

10. T. Palley, "The Sub-prime-trade Deficit Connection", en <www.thomaspalley.com>, 2008.

LA ACTUACIÓN DE LA RESERVA FEDERAL Y OTROS BANCOS CENTRALES

La Reserva Federal reduce la tasa de interés de referencia y la que cobra a los bancos, con el fin de que éstos aligieren sus problemas financieros. De hecho, en la segunda quincena de enero bajó la tasa de interés de referencia de 4.25 a 3.5 y a 3 por ciento para paliar las tensiones de los mercados financieros y los riesgos de la eventual recesión en la economía. Ello responde más a los intereses de Wall Street, para frenar la caída de la bolsa y la



desvalorización de los activos financieros. Esta política monetaria se orienta a que la banca comercial también baje su tasa de interés para aminorar así la presión sobre los deudores. Se trata de evitar que éstos tengan que vender activos para pagar pasivos, ya que ello llevaría a una mayor caída de los precios de los activos y de los mercados bursátiles, con la consecuente disminución de riqueza y el agravamiento de los problemas de insolvencia, pues tendrían menos capacidad para pagar sus deudas, lo que afectaría más a los bancos. De ahí que los bancos centrales de los países desarrollados actúen como prestamistas de última instancia, aportando liquidez a los mercados para evitar la venta de activos y la caída de sus precios y de las bolsas en el mundo. Están apoyando también a los bancos con problemas, con el fin de evitar su descapitalización y contracción crediticia, así como la caída del valor de los títulos emitidos y la de las bolsas de valores en escala mundial. Actúan para favorecer al capital financiero, y no para asegurar condiciones de reembolso ni para la reasignación crediticia a favor de la esfera productiva.

El banco central de Europa decidió mantener su tasa de interés en 4%, por la inflación que enfrenta. El diferencial de tasas entre Estados Unidos y Europa favorece al euro y presiona más al dólar, lo que afectará la competitividad de Europa frente a Estados Unidos y terminará generando problemas de insolvencia, ya que el ingreso de sus empresas e individuos tenderá a crecer en menor proporción que el costo de sus deudas. La preocupación de la inflación de la banca central de Europa le resultará muy cara ante los problemas que enfrenta.

LA RECESIÓN DE ESTADOS UNIDOS Y SU EFECTO EN EL MUNDO

Las economías cuyo crecimiento depende de sus exportaciones hacia el mercado de Estados Unidos serán afectadas por la recesión de este país, ya que descenderán su consumo e importaciones. Algunas economías sufrirán una disminución de su superávit comercial y otras, un incremento de su déficit comercial externo; también aumentarán sus requerimientos de capitales, lo que les llevará a elevar su tasa de interés. Ello frenará su actividad económica y les generará problemas de insolvencia que trastocarán su sistema bancario y crediticio. El problema es que muchas de las economías han perdido el manejo de su política económica, por lo que no pueden aplicar políticas anticíclicas.

En América Latina, México y los países de América Central dependen demasiado de sus exportaciones hacia Estados Unidos y de las remesas, por lo que serán gravemente afectados por la recesión de su principal socio comercial, que no es el caso de la mayoría de los países latinoamericanos que tienen más diversificadas sus exportaciones. México será la economía más golpeada, pues en 2006 envió al mercado estadounidense 85% de sus exportaciones. La caída de exportaciones frenará la actividad económica y aumentará las presiones sobre la balanza de comercio exterior en este y otros países del área. A ello se sumará la salida de los flujos de capital, dada la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales, y las condiciones de riesgo de los países ante la falta de opciones de inversión atractivas para el capital. Esto presionará las paridades cambiarias, lo que obligará a aumentar la tasa de interés para detener las acciones especulativas. La reacción defensiva de los países frenará más sus economías. Hay que señalar que el libre movimiento de capitales y mercancías impide a los países aplicar políticas contracíclicas capaces de contrarrestar la caída de sus exportaciones y para encarar los demás embates que reciben del exterior. Así que se ven obligados a mantener la estabilidad de sus monedas y a trabajar con disciplina fiscal; por lo tanto, con políticas monetarias y fiscales restrictivas, que actúan de modo procíclico, a la caída de sus exportaciones hay que sumar la contracción del mercado interno, que frenará la actividad económica en la mayoría de los países latinoamericanos.

La recesión económica en Estados Unidos, la vulnerabilidad de los mercados financieros y el efecto en la actividad económica de los países del área abre una oportunidad para el cambio de la política económica predominante. Para encarar la vulnerabilidad externa provocada por el comportamiento de la dinámica económica de Estados Unidos y por los flujos de capitales, es necesario replantear la incorporación en el proceso de mundialización para regular el flujo de mercancías y capitales, tanto para disminuir las presiones sobre el sector externo y los estragos en la esfera productiva y el empleo, como para retomar el manejo soberano de la política económica en favor del crecimiento hacia el mercado interno. Sin embargo, no hay un planteamiento nacional en este sentido; se seguirá optando por políticas restrictivas que actuarán de manera procíclica, lo que conformará una situación de estancamiento, mayor vulnerabilidad y fragilidad externa.



CHINA Y LA INDIA, ¿NUEVO PIVOTE DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL?

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

EL DÓLAR Y OTRAS MONEDAS

Por un lado, en los últimos cinco años el dólar se ha devaluado alrededor de 60% frente al euro y el yen, lo que mejora la posición competitiva de los productos estadounidenses en esos países. Pero por el otro lado, tiene una distorsión de precios relativos (tipo de cambio sobrevaluado) frente a China, que se ha convertido en su principal socio comercial. Un tipo de cambio sobrevaluado casi siempre 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 Estados Unidos no ha tenido problemas en torno a la distorsión que el dó-

lar guarda frente a las monedas de China y otros países asiáticos, donde ellos tienen sus monedas subvaluadas ante el dólar y éste se encuentra sobrevaluado frente a esas monedas, lo que coloca en desventaja competitiva a Estados Unidos y lo lleva a tener déficit comercial respecto a ellos, y a ver mermada su dinámica productiva. Estados Unidos no ha tenido problema en mantener su déficit comercial y en evitar una fuerte corrida frente a su moneda, ya que ésta sigue siendo aceptada para la transacción comercial y financiera en todo el mundo y como reserva de valor, pues se utiliza en las reservas internacionales de la mayoría de los países. Dice Palley que las corridas contra el dólar no pueden generalizarse, dado que dos terceras partes de las reservas internacionales de los bancos centrales del mundo están en dólares. Como la mayoría del comercio internacional y los precios de las mercancías están en dólares, la devaluación de esta moneda, y la consecuente apreciación del euro y 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, con el fin de no agravar sus problemas de crecimiento y del sector externo.

Los países que tienen muchos activos en dólares, y que están perdiendo por la devaluación de esa moneda, han estado disminuyendo su demanda de dólares y diversificando sus inversiones en una canasta más amplia de monedas. China está diversificando sus reservas internacionales; ha comprado yenes y euros, pero no lo hace en una proporción que comprometa al dólar

y a su sistema financiero, ya que también afectaría su economía. La especulación contra el dólar y la menor demanda por esta moneda y por activos en dólares tiene límites, pues con una fuerte devaluación de esa 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 Estados Unidos, lo que frenaría las exportaciones del resto del mundo hacia el mercado estadounidense. Estados Unidos tendría superávit de comercio exterior, y eso implicaría que el resto del mundo enfrentase déficit, lo que afectaría sus exportaciones y 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, Estados Unidos podría aumentar su tasa de interés, lo que acentuaría la recesión económica y afectaría más el crecimiento de las exportaciones del resto del mundo hacia ese mercado.

Los países cuya dinámica depende en gran medida de las exportaciones hacia Estados Unidos apoyan al dólar para seguir creciendo hacia el mercado estadounidense. China y Hong Kong tienen bonos del Tesoro estadounidense por 455 000 millones de dólares y Japón por 582 000 millones de dólares.¹¹

De ahí que es poco probable que se dé una corrida generalizada contra el dólar. Esta moneda sigue siendo aceptada, para evitar una fuerte contracción en la economía de Estados Unidos y la desvalorización de los activos denominados en esa moneda que están en poder de los países asiáticos y desarrollados. Para el resto del mundo es importante que Estados Unidos continúe con déficit de comercio exterior, para seguir creciendo hacia ese mercado por medio de sus exportaciones, lo cual tiende a limitar la especulación contra el dólar.

La reducción de la demanda de dólares seguirá, pero no en modo tal que comprometa a la economía de Estados Unidos, a su sistema financiero y a los mercados financieros internacionales. Además, la caída del dólar origina sus propios límites, ya que incrementa la demanda por activos denominados en esa moneda dado su abaratamiento. Esto ocasiona mayor entrada de capitales a Estados Unidos y aumenta la demanda por dólares para adquirir activos, lo que actúa en favor de la estabilidad de esa moneda.

11. T. Palley, "Don't Bet against the Dollar", en <www.thomaspalley.com>, 2007.

LAS PRESIONES DE ESTADOS UNIDOS SOBRE CHINA

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

China es causa importante de las dificultades que enfrenta la economía de Estados Unidos, dado el bajo crecimiento de la industria y el creciente déficit comercial, así como los menores ingresos de los trabajadores y el mayor desempleo, que los ha colocado en problemas de sobreendeudamiento e insolvencia, que a su vez están trastocando al sector bancario. A ello se suma la gran acumulación de bonos del Tesoro de Estados Unidos, la cual le da un gran poder de negociación a China frente a ese país, en el sentido de que una venta de los bonos (que suman más de 400 000 millones de dólares) podría ocasionar una crisis financiera, de la que la economía de Estados Unidos no saldría bien librada.

Ante esta situación, Estados Unidos presiona al gobierno de China para liberar su moneda, en el sentido de que se aprecie el yuan y se encarezcan los productos chinos, para que dejen de tener la posición competitiva derivada de trabajar con un tipo de cambio subvaluado, y así Estados Unidos pueda reducir el déficit comercial con ellos y dinamizar su industria, su economía y su empleo, así como disminuir el control de los bonos del Tesoro estadounidense que tiene China.

También los países de Europa están presionando a China para que modifique su política cambiaria, dados los crecientes déficit comerciales que acumulan frente a ese país. No obstante, el gobierno chino no modifica su política cambiaria, por las grandes ventajas que le representa. Sólo ha realizado un ligero ajuste cambiario que no altera su posición competitiva.

China puede disminuir 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 fortaleciendo su moneda, perdería competitividad y frenaría 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 los precios, estimularía la entrada de capitales financieros. Para evitar que se revalúe su moneda,

el gobierno tendría que esterilizar la entrada de capitales, lo que aumentaría la emisión de deuda pública. Eso frenaría 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 que le compran; por tanto, al desacelerarse éstas, se afectaría el crecimiento de su economía, ya que su mercado interno tendría menor dinamismo ante el aumento de la tasa de interés. De esa manera, China no podrá mantener su crecimiento si los mercados hacia donde exporta no crecen.

LA RECESIÓN Y LA DEVALUACIÓN DEL DÓLAR

La devaluación del dólar frente al euro, el yen y otras monedas, derivada de especulaciones efectuadas en los últimos años contra el dólar, lleva a disminuir presiones sobre su déficit comercial frente a esos países. Godley señala que ello mejorará los ingresos de empresas e individuos y que puede contrarrestar los problemas de las hipotecas de alto riesgo, por lo que después de 2009 la economía de Estados Unidos puede recuperar su dinamismo.¹² En cambio, Kregel menciona que el incremento de las exportaciones que pueda darse en Estados Unidos ante la caída del dólar no sería suficiente para evitar una recesión.¹³

Que amainaran los problemas de carteras vencidas que enfrente la economía estadounidense en las hipotecas de alto riesgo dependería de la eficacia de la devaluación del dólar para dinamizar las exportaciones y de qué tanto frenara las importaciones para evaluar el efecto en la industria manufacturera, así como en la balanza comercial. Es difícil que las exportaciones aumenten demasiado, 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 las importaciones, el problema que enfrenta Estados Unidos es con los países asiáticos, en especial con China. Ésta tiene anclada su moneda al dólar, por lo que la devaluación de esta moneda no merma la posición competitiva de los productos chinos 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 com-

petitiva frente a Japón y Europa, y reducir su efecto en la dinámica manufacturera y en el sector externo de Estados Unidos, así como en la capacidad de las empresas e individuos para encarar sus obligaciones financieras. Ello inducirá un bajo dinamismo de la demanda de las familias y el freno a la actividad económica.

LA RECESIÓN Y EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS

Estados Unidos ha estado importando productos baratos, dado que la mayoría de los países asiáticos tiene su moneda anclada y subvaluada frente al dólar. Ello le ha permitido contrarrestar el efecto inflacionario que se deriva de las importaciones provenientes de otros países con los que ha devaluado su moneda. Sin embargo, enfrenta presiones inflacionarias, tanto derivadas de la devaluación del dólar como del alza del precio internacional de los alimentos, del petróleo y de otras materias primas. Por eso la inflación de 2007 alcanzó 4.1%, la más alta desde 1990. Esta situación limita la viabilidad de que la Reserva Federal siga con bajas significativas de la tasa de interés para frenar así los problemas de insolvencia y de contracción de la actividad económica. Resurgen las presiones inflacionarias con bajo o nulo crecimiento, que recrudecen los problemas de carteras vencidas y de inestabilidad bancaria y financiera.

Para reducir las presiones sobre el sector externo y favorecer la producción nacional y el empleo, Estados Unidos tendrá que acentuar las políticas proteccionistas para frenar la entrada de productos

12. W. Godley *et al.*, *op. cit.*

13. J. Kregel, *op. cit.*

La desaceleración de la actividad económica de Estados Unidos no repercutirá en la caída de los precios, ya que los precios de los productos energéticos, de las materias primas y de los alimentos básicos están aumentando, y de hecho están presionando la inflación en todo el mundo. Como la contracción económica no será generalizada, no se dará por igual en todos los países. China y la India, los de mayor crecimiento, tienen sus exportaciones muy diversificadas y, por tanto, mejores condiciones para sortear el efecto negativo por la caída de exportaciones hacia Estados Unidos, y al mantener cierto dinamismo seguirán presionando los precios de las materias primas. Éstos no pueden disminuir cuando hay escasez de productos y no hay capacidad suficiente para aumentar su producción, y además la demanda que enfrentan supera su capacidad de respuesta. El petróleo y muchas otras materias primas se encuentran en esta situación, por lo que se mantendrán altos sus precios.

La caída de la demanda puede bajar los precios. Pero sólo en los sectores competitivos, no en los oligopólicos, como aconteció en la gran depresión, cuando 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 de las materias primas provenientes del campo, no a la caída de la demanda.¹⁴ 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 Estados Unidos y otras economías. Por ello se mantendrán altos estos precios, con su efecto en los de los bienes industriales y finales, lo que impedirá reducir la tasa de interés para retomar la dinámica económica y aligerar los problemas de insolvencia y de los bancos.

¿CUÁNTO PUEDE DISMINUIR LA TASA DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS?

Se plantea la urgencia de bajar la tasa de interés para aligerar el problema hipotecario. Al principio, la respuesta de la Reserva Federal fue cautelosa. Ante las presiones inflacionarias, la reducción de la tasa de interés era leve y no como esperaba el mercado, por lo que se manifestaba la vulnerabilidad de los mercados de capitales. Pasó a ser tal la caída de éstos y la presión del capital financiero, que la Reserva Federal tuvo que bajar la

tasa de interés a 3% el 30 de enero de 2008, para defender a los mercados.

La baja de la tasa de interés tiene el propósito de evitar mayores caídas de los mercados de capitales y la desvalorización de los capitales que ahí operan, así como a aligerar los problemas de los créditos de alto riesgo, para que no depriman el valor de las casas y para frenar las pérdidas de la banca y que no lleven a la economía a una recesión. La baja de la tasa de interés va a incentivar la restructuración de los créditos hipotecarios, lo que ocasionará pérdidas de los poseedores de los títulos que respaldaron las hipotecas y habría que ver cuánto bajará la banca comercial sus tasas de interés para favorecer a los deudores.¹⁵ El propio director del Fondo Monetario Internacional afirmó en el Foro Económico Mundial de Davos que la problemática económica de Estados Unidos no se va a resolver sólo con la política monetaria, pues se requiere de mayor gasto público deficitario, considerando que ese país ha registrado déficit fiscal en los últimos años.

Ni la política de tasa de interés ni la mayor liquidez que se ha proporcionado a los mercados de dinero y a los bancos con problemas ha sido suficiente para frenar el problema de las hipotecas de alto riesgo, así como las pérdidas de la banca, las caídas de las bolsas mundiales y la recesión que ya se presenta en la economía de Estados Unidos. La tasa de interés por sí sola no resolverá el problema de los créditos hipotecarios de riesgo ni evitará la recesión.

¿CUÁNTO PUEDE AUMENTAR EL GASTO DEFICITARIO PARA FRENAR LA RECESIÓN?

El gobierno estadounidense y su Congreso han aprobado un aumento presupuestario de cerca de 150 000 millones de dólares de devolución de impuestos para mejorar el ingreso y el gasto de las familias. El propio director del Fondo Monetario Internacional ha dicho que es insuficiente; se reivindica la política fiscal por la propia ortodoxia.

Si se quiere evitar que la crisis hipotecaria y bancaria se expanda y se convierta en crisis económica, la política fiscal debe ser contracíclica, para lo cual es necesario expandir el gasto deficitario, con el fin de incrementar la demanda del sector privado para aumentar el empleo y el ingreso, así como la capacidad de pago de los que deben los créditos hipotecarios de alto riesgo. Se han dejado de lado aquellos planteamientos que consideran

14. Labini Sylos, *Underdevelopment: A Strategy for Reform*, Cambridge University Press, 2001.

15. T. Palley, "Welfare for Wall Street...", *op. cit.*



el gasto público deficitario como causa de presiones inflacionarias, del déficit de comercio exterior creciente que enfrenta Estados Unidos y de la debilidad del dólar, con la consecuente defensa de la reducción del déficit fiscal. Por último, reconocen que de no incrementarse el gasto público, no crecería la demanda lo suficiente para mejorar el ingreso de las empresas y los individuos para poder pagar su deuda, por lo que se acentuaría la recesión en el país.

Mientras se siga aceptando el dólar, continúe la demanda por bonos del Tesoro estadounidense y aumente la demanda por activos en dólares, Estados Unidos puede seguir con un gasto público deficitario en favor del crecimiento del mercado interno. Ello no provocaría fuertes presiones sobre el sector externo, si se trabaja con un dólar competitivo. El déficit externo no es resultado del déficit público; todo depende del destino de la expansión del gasto público y del tipo de cambio. Si el gasto se canaliza para incrementar la productividad y la competitividad, junto con un tipo de cambio competitivo, mejoraría la esfera productiva y el empleo y se reducirían las presiones sobre el sector externo.

¿El gasto público deficitario podrá llegar a 8 o 9 por ciento del producto interno bruto? Mientras el dólar siga siendo aceptado en todo el mundo y no haya moneda y activos que lo sustituyan, podrá incrementarse el gasto deficitario del sector público en Estados Unidos. El problema son las filtraciones al exterior que origina

el incremento de importaciones, lo que reduce el efecto multiplicador interno sobre el ingreso nacional. ¿En que medida un dólar competitivo evitaría las filtraciones de demanda hacia el exterior? Eso se puede hacer con productos provenientes de Japón y Europa, pero no con los de China y de aquellos países asiáticos que tienen anclada su moneda al dólar; con éstos seguirán creciendo las importaciones, a menos que se apliquen medidas proteccionistas (hay precandidatos presidenciales en ese 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 implantaría con el propósito de frenar el proceso recesivo de la economía de Estados Unidos.

LAS PRESIONES SOBRE EL SECTOR EXTERNO ESTADOUNIDENSE

Para reducir las presiones sobre el sector externo y favorecer la producción nacional y el empleo, Estados Unidos tendrá que acentuar las políticas proteccionistas para frenar la entrada de productos, sobre todo donde hay desventaja competitiva. Ya se hace, pero se ampliará, como han mencionado varios precandidatos a la presidencia de ese país, quienes han cuestionado los tratados de libre comercio, porque han afectado su dinámica económica y la generación de empleos. El senador Edwards ha destacado el problema ocasionado por las compañías que abandonan a Estados Unidos y generan inversión y

empleo fuera. En cambio, para Hillary Clinton la mundialización lleva a la prosperidad, provee importaciones baratas, el auge 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.¹⁶ En este caso, Estados Unidos no estaría enfrentando los problemas hipotecarios y de recesión económica.

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

Los inconvenientes 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 Estados Unidos a trabajar con un tipo de cambio competitivo, a seguir presionando a China para que modifique su política cambiaria, así como a implantar políticas proteccionistas, para disminuir las presiones sobre el sector externo y favorecer su producción y empleo nacional.

LA PROFUNDIDAD DE LA RECESIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Para el Banco Mundial, la repercusión de los problemas del mercado estadounidense de la vivienda en la demanda de los consumidores será limitada, y anticipa que la economía de Estados Unidos se recuperará. A pesar de que la mayoría de los economistas subestimaba la amplitud del efecto económico de los problemas de insolvencia de los créditos a las hipotecas de alto riesgo de julio de 2007 en Estados Unidos, la realidad está reflejando otra cosa. El número de propietarios que cayeron en cartera vencida en torno a los créditos hipotecarios ha crecido con rapidez, lo que se ha traducido en pérdidas para los bancos. Según Godley, “la crisis que se está

presentando en la economía de Estados Unidos al parecer es más grave que la de 2001 a 2003. Muchos bancos e instituciones financieras están revelando enormes pérdidas como resultado de créditos imprudentes”.¹⁷ A ello se suma el hecho de que los precios de las casas están cayendo, así como el de los activos y de las acciones en las bolsas de valores del mundo. Kregel señala que a fines de 2007 las pérdidas derivadas de los créditos de alto riesgo para los deudores, los acreedores y los bancos ascendían a 900 000 millones de dólares y que, de caer el precio de las casas en 30%, las pérdidas llegarían a tres trillones de dólares, sin considerar las carteras vencidas adicionales.¹⁸

La cuestión de los créditos hipotecarios de alto riesgo continuará por un tiempo. Como las familias de Estados Unidos están sobreendeudadas, seguirá el problema de las hipotecas de alto riesgo y se generalizará el de insolvencia a los créditos de consumo. Ello provocará un aumento de la cantidad de casas que tengan que ser desalojadas, una baja en sus precios y la consiguiente caída del precio de los activos y de las bolsas. Esto agrava más la insolvencia, la contracción del consumo y la inversión, la fragilidad e inestabilidad del sistema financiero y la recesión de la economía de Estados Unidos, con su efecto en la economía mundial.

La reducción de la tasa de interés y la liquidez que están aportando la Reserva Federal y el resto de los bancos centrales de los países desarrollados, si bien pretenden evitar la caída generalizada del precio de los activos, no encaran los elementos que están detrás de la situación financiera que ha desatado los actuales problemas. Entre ellos se encuentra la propia lógica especulativa seguida por los banqueros, y permitida por el proceso de desregulación y liberalización económica predominante, así como las condiciones de baja dinámica de acumulación del sector productivo y de los ingresos de los trabajadores, ante la pérdida de competitividad frente a las importaciones, que a la vez impide asegurar el reembolso de los créditos contraídos en el caso de las hipotecas de alto riesgo y los de consumo. Los problemas son inherentes al proceso de mundialización predominante, que afecta a la principal economía del mundo, y que perjudicará más a aquellos países que siguen la misma lógica de comportamiento y que no manejan de manera soberana su política económica para hacerle frente. ◀CE

16. T. Palley, “Democrats and the Meaning of Change”, en <www.thomaspalley.com>, 2008.

17. W. Godley *et al.*, *op. cit.*

18. J. Kregel, *op. cit.*