

Economía política de la reactivación económica internacional

Germán Alarco Tosoni
Economista

Las señales de recuperación, a juicio de la banca comercial, las calificadoras de riesgo, los organismos financieros internacionales y los ministros de Hacienda o Economía en general, están sobre la mesa a la vista de todos. Sin embargo, no solo la realidad es diferente para los ciudadanos de a pie y para las propias oficinas de estadística de los diferentes países, sino que detrás de esas golondrinas, que anuncian una nueva temporada primaveral, se esconde la percepción e intencionalidad de señalarnos que esta fue una crisis cualquiera, que los instrumentos y medidas en el campo de la política monetaria y fiscal han sido suficientes, y que ya no es necesario acudir a nuevas medidas que mejoren la presencia y regulación del Estado sobre la economía. Nada más equivocado.

¿SEÑALES DE RECUPERACIÓN?

Los mercados de valores, del petróleo, commodities como los metales y los graneles agrícolas están al alza. Las primas de riesgo sobre las tasas de interés están a la baja, pero los factores que están detrás de estos movimientos son específicos y no reflejan una señal inequívoca de que la recuperación se ha iniciado. Repasemos lo ocurrido con cada uno de estos elementos. Los mercados de valores internacionales, sin excepción, han superado los índices de cotizaciones que se observaron a finales de diciembre del 2008. El Dow Jones y S&P norteamericano son los que menos han crecido, luego le siguen

los índices europeos y los que muestran mayores incrementos son, a la segunda semana de agosto del 2009, China, Indonesia, Brasil y Perú.

Efectivamente, detrás de estos crecimientos, hay expectativas positivas sobre el valor de las acciones, que a su vez reflejarían que las empresas empiezan a valer más, ante utilidades previstas como mayores, por futuras ventas superiores y/o ahorro en los costos y gastos. Hasta aquí, se trataría de una señal positiva. Sin embargo, por ejemplo, no hay que olvidar que, desde el origen de la crisis en EE. UU., el valor de capitalización de las empresas, aún con estas alzas, habría caído más de 25%, equivalente a más de US\$ 3,000 billones americanos (20% del PBI norteamericano). Tampoco debemos omitir que los mercados se están ajustando a la realidad, luego de sobreajustarse (overshooting)

en el tercer y cuarto trimestre del 2008, cuando todo era incertidumbre.

Ahora, la magnitud, por ejemplo, de la caída del PBI norteamericano está dimensionada y estabilizada entre -2.5 y -3% para 2009. Por estas razones, es obvio que los mercados de valores deben recuperarse, pero hay que recordar que no son perfectos, y que el ajuste – si se llega a dar – a los “precios de equilibrio” no es instantáneo. Se podrían presentar continuas alzas que podrían calificarse como excesivas y posteriores reducciones también pronunciadas. Es imprescindible la convergencia entre los factores macroeconómicos detrás de la determinación de los precios de los títulos accionarios en general con sus fundamentos microeconómicos por sector y acción específica (donde operan las razones tradicionales, tales como precio de mercado/utilidad, pre-

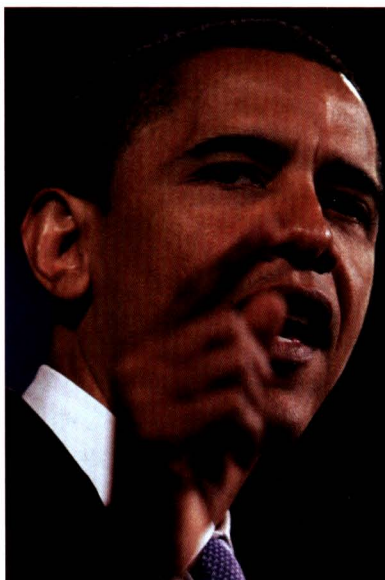


cio de mercado/precio valor en libros, entre otras). Asimismo, este proceso de ajuste debería realizarse descontando o sin considerar el efecto de las bajas tasas de interés de corto plazo que incrementarían el valor de estas acciones.

Aunque sin analizar mercados de valores en particular, se debe comentar que estos pueden ser más o menos profundos (por volúmenes de operación, valores de capitalización, entre otros), desarrollados o diversificados, dependiendo de las opciones existentes para canalizar los excedentes financieros y la estructura de propiedad del capital de las empresas en cada país. Los factores en consideración son numerosos y los grados de volatilidad también son variables. Llama la atención lo que viene ocurriendo con el índice de cotizaciones de la Bolsa de Valores de Lima, ya que parece crecer por encima del incremento de los precios de los metales (cobre, plomo, zinc y oro), que serían su principal fundamento y al doble de la tasa de una Bolsa de Valores como la chilena, que también está vinculada al desempeño de dichos bienes.

En el caso de los commodities, incluimos al petróleo, los metales y graneles agrícolas, es obvio que la demanda de países, como China, está contribuyendo a su alza. Sin embargo, no hay que olvidar que este país no solo está adquiriéndolos para atender sus necesidades productivas, sino que al parecer está acumulando inventarios de los mismos para atender futuras demandas y como forma de aprovechamiento parcial de parte de sus reservas internacionales. No hay que olvidar que la operación con estas mercancías rebasa, desde algunos años atrás, la atención de las necesidades productivas o alimentarias. Se trata de bienes sujetos a la especulación, cuyos precios actuales, como antes de la detonación de la crisis en 2008, reflejarían variaciones superiores a las que se derivarían de su demanda real.

Los peligros en relación con esta circunstancia es que, al tratarse de insu-



mos importantes para la producción de bienes, el incremento de los precios eleva los costos, generaría presiones inflacionarias, que, ante un poder de compra deprimido, implican negativamente presiones hacia el estancamiento productivo y la inflación (estanflación). El otro riesgo es el de la incubación de burbujas especulativas, que posteriormente explotan, elevando la incertidumbre y afectando a todos los mercados financieros y productivos mundiales.

Las tasas de interés efectivamente se vienen reduciendo desde sus niveles máximos de noviembre del 2008. Efectivamente, la incertidumbre y riesgos son ahora menores, razón por la cual el spread sobre los rendimientos de los bonos del tesoro es más pequeño. Sin embargo, no debemos olvidar que las tasas de interés de corto plazo difieren de las del largo plazo y que las primeras son resultado de la política explícita de mantener bajas tasas de referencia y de la política monetaria expansiva.

BASES REALES PARA LA REACTIVACIÓN

A fines de julio, hubo una noticia muy esperanzadora asociada a que por primera vez la tasa de desempleo abierta norteamericana se redujo de 9.5% a 9.4%. Esta cifra omitió que son 6.7 millones las personas que han perdido el empleo a propósito de la crisis, desde

diciembre del 2007, y que sumadas a las previamente desocupadas totalizan 14.5 millones de personas. Nos olvidamos también, como señaló Schuldt (13/8/2009), de los subempleados y de los que ya no buscan empleo hace más de cuatro semanas que sumarían 24.8 millones de norteamericanos (23.8% de la fuerza laboral). En la misma dirección, en la segunda semana de agosto, se anunció, luego de nueve meses de números negativos, que la producción industrial estadounidense creció en 0.5% en julio respecto del mes de junio. Hay también algunas noticias positivas relativas a que la producción europea decreció menos en el segundo trimestre del 2009, a que la inflación norteamericana fue de 0% en julio, pero igualmente -contrario a lo esperado- cayó nuevamente el índice de confianza al consumidor de la Universidad de Michigan.

A la fecha, lo que sí es claro es que las proyecciones para el Producto Bruto Interno (PBI) en 2009 de los principales países y de la economía mundial están convergiendo. Ya no varían hacia abajo de mes en mes, y las diferencias entre los resultados anunciados por los diferentes organismos o analistas internacionales son cada vez menores. Esto es positivo para la economía mundial, ya que la incertidumbre parece menor y nos alejamos de una depresión como la de los años treinta. The Economist

señala que la caída del PBI norteamericano sería de -2.6%, las economías europeas en -4.4%, Japón -6.4%, Gran Bretaña en -4.2%, entre otros.

ALGUNAS ENSEÑANZAS DE OTRAS CRISIS

Con la crisis de los años treinta, en los EUA, el Pdte. Roosevelt estableció en el New Deal algunos de los programas e instituciones que, en este momento, evitan que la crisis actual se haga más profunda: refinanció las hipotecas de las viviendas, estableció sistemas para hacer frente al descenso de los precios agrícolas, legisló sobre el papel de los sindicatos, estableció salarios mínimos, creó pensiones para los trabajadores jubilados y un seguro contra el desempleo; también, estableció el sistema de seguros de depósitos para los ahorristas de los bancos y una comisión para supervisar los mercados de valores, programas de gasto e inversión pública que proporcionaron empleo a 14.5 millones de trabajadores. Luego de otra crisis, en diciembre de 1913, se creó el Sistema de la Reserva Federal (Banco Central) con los objetivos múltiples de procurar la estabilidad en los precios; promover mayores niveles de empleo; y moderar las tasas de interés a largo plazo, con claros objetivos anticíclicos.

Otro caso paradigmático se produjo con la detonación de la pequeña crisis a propósito de los problemas, y posterior quiebra, de la empresa de energía Enron en 2001, la cual también arrastró a Arthur Andersen, una de las empresas de auditoría más grandes del mundo. A estas, se sumaron problemas en otras empresas como WorldCom y Tyco, que condujeron a la promulgación de la ley Sarbanes Oxley en 2002. Esta norma estableció nuevas reglas de contabilidad y de protección al inversionista, que exigían no sólo más transparencia, también mayores responsabilidades a los directivos de las empresas. En el Perú, en cambio, seguimos contando solo con unos principios (recomendaciones) del buen gobierno corporativo que no son de carácter obligatorio y de un informe sobre el grado de cumplimiento de estas

normas que se basa en una autoevaluación de la propia empresa.

LECCIONES PARA LA ACTUAL COYUNTURA

Las marchas y contramarchas con relación al rescate financiero actual nos proporcionan enseñanzas sobre lo que se debe y puede hacer. El programa inicial del Pdte. Bush para la compra de activos tóxicos solo se ejecutó parcialmente; sin embargo, al retirar malas deudas de los bancos, premiaba a los que actuaron con descuido, generando problemas de riesgo moral e incentivos perversos. De ahí se pasó a un esquema intermedio, donde el gobierno norteamericano entró a participar en el capital de los bancos y garantizó pasivos contingentes (probables deudas sin posibilidad de recuperación). La tercera etapa fue la del programa de compra de malas deudas a través del mercado propuesto por Geithner y Summers, sujeto aún a fuertes críticas. Al respecto, lo primero que debería hacerse es decidir si se debe apoyar a los bancos o simplemente a los depositantes. ¿Existe realmente riesgo sistémico? Luego, si se opta por la primera alternativa, se debería exigir que los bancos se capitalicen y, después, otorgar líneas de crédito que podrían convertirse en patrimonio, si los bancos incumplen en sus compromisos (Alarco, 31/5/2009).

La exclusiva aplicación de políticas monetarias y fiscales contracíclicas puede

ser insuficiente. Shaikh -retomando a J.M. Keynes- plantea que no se ha hecho frente a la problemática de la desigual distribución del ingreso, que es la raíz de los problemas de demanda efectiva y de bajo crecimiento que agobian a la economía norteamericana. La agenda en lo internacional no solo debe limitarse a la mejora de los mecanismos de regulación y de supervisión; debería incluir la problemática de la reestructuración del sistema financiero internacional, discutir el rol de los mercados y la ética global, tratar los viejos temas del desarrollo que competen a los países pobres, entre otros.

El Pdte. Obama está dando pasos en la dirección correcta. Las reformas del sistema financiero y del sistema de salud son importantes para EUA y ejemplos a considerar en el resto del mundo. Sin embargo, los grupos de interés, en especial los financieros, están empeñados en demostrarnos que la reactivación ya se inició. La Financial regulatory reform (a new foundation), presentada en la primera semana de julio, parece archivada. Es poco probable que la reactivación se inicie rápidamente, aunque es deseable que la realidad nos desmienta. Esta crisis financiera internacional no solo ha generado problemas; incuba la oportunidad de reflexionar, diseñar y actuar para hacer frente a los problemas de fondo. No hay que desaprovecharla. ■

