



UNIVERSIDAD CENTRAL DE VENEZUELA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA
COMISIÓN DE INVESTIGACIÓN



LA DISCUSIÓN SOBRE LA CRISIS MUNDIAL 2007. PRIMERA PARTE

Guillermo Márquez

**Documento de Trabajo Escuela de Economía
DT – EE – 014 – Noviembre 2010**

La serie Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la siguiente dirección electrónica: http://www.faces.ucv.ve/economia/documentos_de_trabajo.html
Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from:
http://www.faces.ucv.ve/economia/documentos_de_trabajo.html

La Discusión sobre la Crisis Mundial 2007. Primera parte-

Guillermo Márquez

Dedico este escrito a mi fraterno sobrino Omar Alberto Corredor Villamediana, quien en el 2008 me escribió y me dijo: “Quiero tu opinión sobre la crisis.” Y yo le respondí: “La tendrás pero no serán tres páginas y no será mañana”.

Me place expresar mis agradecimientos a un conjunto de amigos que, con sus palabras de aliento, comentarios, observaciones y correcciones, me estimularon grandemente, enriquecieron mi conocimiento sobre el tema y me permitieron mejorar en buena medida el texto: Abdón Suzzarini, Carlos Ayala, Tabeila Brizuela, Omar Alberto Corredor, José Benjamín Escobar, Aura Cecilia Rengifo, Elba Rodríguez, María Victoria Sánchez.

Nota Introductoria

El objetivo principal de este escrito es examinar los diversos factores que se han adelantado como causantes de la crisis global que comenzó a manifestarse como una crisis financiera a mediados de 2007, ligada al estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. La estructura es similar a lo que hicimos en *La Discusión sobre Katrina* en este mismo blog, pero en este caso el fenómeno es mucho más complicado. En consecuencia, habrá una primera parte, relativamente breve, sobre sus antecedentes, inicio y evolución, para luego examinar, en la segunda parte, la discusión sobre sus causas y las políticas para enfrentarla; será en esa segunda parte donde expondré principalmente mis opiniones sobre el tema. En este sentido, me parece necesario enfatizar que, cuando el lector encuentre en esa primera parte un tema que se considere que no se ha tratado suficientemente, con mucha probabilidad se debería a que será examinado con más detenimiento en la segunda parte. Se incluirá también una sección de notas, especialmente para explicar algunos términos técnicos. Con excepción de los Estados Unidos, no habrá tratamientos específicos por países o regiones, pero sí referencias sobre el particular. Es necesaria también una explicación específica. Después de haber comenzado a darle seguimiento sistemático a la crisis desde enero del 2008, recibí la petición de mi sobrino, a que saludo en la dedicatoria, en marzo del mismo año. Esto me dio el toque definitivo para decidirme a escribir sobre la crisis. Por diversas circunstancias y ocupaciones sólo comencé la redacción en marzo del 2009. Mientras examinaba el período que va desde los años 90 hasta el 2008 me refería al pasado, lo cual se reflejaba en un cierto estilo del escrito. Al iniciar el examen del 2009 ya estaba tratando sobre un presente. Ello llevó a un cambio de estilo, en el sentido de la elaboración de lo que podríamos llamar “informes de progreso”, de un grupo de meses reunidos para el análisis, por ciertas similitudes entre ellos. Me parece también conveniente indicar que cuando se mencionan cifras en dólares, euros u otras monedas distintas al bolívar, la notación es la que se usa en español, a saber: miles de millones y no billones, billones y no trillones, como se dice en inglés.

En esta oportunidad publicó una primera entrega que, en lo que se refiere a los antecedentes y evolución de la crisis, abarca desde el decenio de los años 90 hasta el 17 de diciembre de 2009.

I-La Evolución

Una explicación inicial

La burbuja inmobiliaria, que se había venido gestando en los Estados Unidos, estalló a mediados del 2007, cuando varias instituciones financieras ligadas al negocio hipotecario colapsaron o tuvieron dificultades considerables. Antes de proceder al examen de esa evolución, es conveniente una explicación previa sobre el mecanismo que algunos consideran ser el causante de la crisis y otros como uno de los primeros factores, pero no único, a saber, las hipotecas de segunda categoría, llamadas *subprime*, (de aquí en adelante SP).

Para entender lo que significan las hipotecas subprime conviene señalar que el crédito hipotecario exige de la institución financiera que otorga ese tipo de crédito, un análisis cuidadoso del balance financiero del potencial deudor, para asegurar que con sus ingresos pueda realizar las amortizaciones mensuales que incluyen capital e intereses, por un largo número de años, pues se trata en general de préstamos de largo plazo, que pueden llegar hasta veinte años o más. Generalmente se considera que la proporción de los pagos hipotecarios respecto al ingreso de la unidad familiar debe estar entre 20 a 30 por ciento. Aunque en el concepto de hipoteca está implícito que por la falta de pagos por un determinado número de meses el inmueble pasa a posesión de la institución prestamista, éstas evitan encontrarse en esa situación, que supone costos hasta que se produzca su reventa o subasta.

En años previos al 2007 se incurrió en desviaciones importantes respecto a los principios señalados. Fueron otorgados masivamente créditos a unidades familiares que no cumplían con los requisitos y la relación amortizaciones/ingreso señalada fue superior, lo cual ponía en peligro la factibilidad de las amortizaciones. Peor aún, en numerosas ocasiones se incurrió en la irresponsabilidad de aceptar datos falsos de ingreso, sin verificarlos. Así mismo, ha sido una práctica sana que se exija una cuota inicial del comprador que puede llegar según el caso hasta 30 por ciento del valor del inmueble. Esa práctica se alteró, habiéndose otorgado créditos del 100 por ciento, y a veces hasta más, para incluir ampliaciones o reparaciones. Generalmente la política de tasa de interés establecía una tasa fija baja de dos años, al cabo de los cuales se imponía una tasa móvil más alta, de mercado. En algunos casos la falta de pagos del deudor comenzó antes de los dos años, pero las fallas masivas comenzaron cuando se impuso la tasa de mercado.

Otro aspecto tradicional de los préstamos hipotecarios ha sido que la institución prestamista mantiene el crédito hasta su finalización. Esto ha cambiado por un

procedimiento llamado de estructuración y titulación de créditos (securitization), que se ha estado aplicando en todo el sistema financiero. En el caso concreto de los préstamos hipotecarios, la institución prestamista original empaqueta un número de préstamos en títulos financieros, que generalmente han tomado la forma de garantías de obligaciones de deuda () (collateral debt obligations-CDO de aquí en adelante), las cuales son vendidas a otras instituciones inversoras, traspasándose así la posición acreedora al comprador de los títulos; la institución original se queda con una atractiva comisión. Ese mecanismo de estructuración es en sí mismo una innovación positiva, que permite la distribución del riesgo, por un mecanismo parecido pero no idéntico a los reaseguros, haciéndose posible, en el caso concreto del mercado inmobiliario, una ampliación de los créditos hipotecarios, pues el prestamista original libera su balance de los préstamos que ha vendido. Fue su uso irresponsable, los excesos cometidos, lo que lo convirtió en un camino hacia el desastre, como veremos posteriormente. A esto se agrega que las instituciones financieras comenzaron a operar con un arriesgado nivel de endeudamiento, lo que las ponía en peligro de quiebra de presentarse una situación crítica, como ocurrió. En este sentido, Axelrod y Shiller (2009) hacen una puntualización muy importante. Llevado por una motivación política de dotar de viviendas a los estratos más bajos, en 1999 Andrew Cuomo, Secretario del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano en la presidencia de Bill Clinton, habría presionado a las instituciones Fannie Mae y Freddy Mac, los brazos hipotecarios del gobierno federal, para que otorgaran créditos a esas capas de la población, haciendo caso omiso de los procedimientos para examinar la capacidad de pagos de esas unidades familiares, sin importar qué pasaría en el futuro con el precio de las casas. De manera que, desde el mismo gobierno se habría estado estimulando la concesión irresponsable de créditos hipotecarios, lo que posteriormente tendría efectos devastadores.

Adicionalmente a lo anterior, en la estructuración y venta de las SP a través de los CDOS había un problema básico importante, que contribuiría al desarrollo de la crisis. Por una parte, las transacciones en SP no tenían en el mercado un tiempo suficientemente largo para que se pudiera hacer una estimación de riesgo aproximadamente apropiada. Por otra parte, existía una diferencia importante entre ese tipo de transacciones con los préstamos tradicionales y las SP. Los primeros tenían suficiente información de cada cliente y de cada préstamo y en una serie muy larga, en tanto que con las SP, la información sobre las hipotecas vendidas era prácticamente inexistente, empaquetada casi anónima respecto a los deudores, lo que hacía cuesta arriba un examen apropiado por parte de las agencias calificadoras de riesgo crediticio.

Una vez hecha esta necesaria explicación, comenzamos a seguir la evolución de la crisis, comenzando con sus antecedentes hasta el estallido de la burbuja a mediados del 2007.

Evolución desde la década de los 90 hasta mediados del 2007

Uno podría alejarse mucho en el tiempo en relación con los antecedentes y orígenes de la burbuja, pero por motivos metodológicos comenzaremos en los años 90, cuando el mecanismo de las *SP* comenzó a aplicarse sistemáticamente.

Dos medidas legislativas son citadas por Brenda B White (Internet 2006) como facilitadoras de las operaciones *SP*. Por una parte el *Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act* en 1980, el cual eliminó los topes en las tasas de interés; de esta manera se hicieron posible los préstamos hipotecarios a familias de bajos ingresos, que hasta ese momento les estaban vedados, a los cuales había que cargar mas altas tasas por los mayores riesgos. En segundo lugar, el *Tax Reform Act*, que en 1986 permitió, a los efectos del impuesto sobre la renta, las deducciones por deudas hipotecarias.

En los años 90 se produjo un avance considerable en el mercado de *SP*, según se desprende de cifras también aportadas por White. Las transacciones *SP* aumentaron casi en un múltiplo de 10 al pasar de \$535 mil millones en 1994 a \$ 5125 mil millones en 1997, un crecimiento sorprendente. Las instituciones financieras participantes pasaron de 70 en 1994 a 210 en 1997. Este avance se vio frenado por la crisis financiera en 1998 relacionada con la cesación de pagos de la deuda externa de Rusia, pero luego continuó con más bríos en los primeros años del siglo XXI, como veremos.

En 1998 comenzó una tendencia alcista en los precios de los inmuebles, que se convirtió en boom a partir del año 2000. Cuando uno observa un gráfico de esas tendencias la línea es casi vertical hasta mediados del 2005. Según Morris (2008) los precios de los inmuebles se incrementaron en 50% en ese período, y de acuerdo con Shiller (2008), los precios reales de las viviendas, (ajustados por el índice de precios al consumidor, para tener en cuenta los cambios en el poder adquisitivo), tuvieron un incremento de 85 % entre 1997 y 2006, cuando llegaron a su nivel máximo, para luego comenzar a descender. Analistas no encuentran una explicación para esas alzas en la evolución de los precios de materiales de construcción o en el crecimiento de la población. Paralela a esta evolución, la importancia de las operaciones *SP* creció considerablemente, de 5% en 1994 a 23% en 2006, respecto a las transacciones hipotecarias totales. El porcentaje de propietarios de vivienda, respecto al total de unidades familiares pasó de 64%, donde se había situado por mucho tiempo a 69% en 2005. Por otra parte, la construcción de viviendas residenciales tuvo un fuerte crecimiento, según cifras del Departamento de Comercio de los Estados Unidos. Las cifras están expresadas en cada mes, en su equivalente anual, ajustadas por variaciones estacionales. La construcción finalizada fue en abril 2001 de 1.533.000 unidades. Alcanzó un máximo de 2.218.000 unidades en marzo del 2006, con fluctuaciones alrededor de los dos millones de viviendas hasta enero del 2007, cuando fue de

1.664.000 unidades, a partir de lo cual comienza una tendencia claramente decreciente, reflejando el deterioro del mercado hipotecario. En agosto del 2008 la producción bajó por primera vez del millón, al situarse en 961.000, llegando a su más bajo nivel en enero del 2009 con 776.000 unidades. La importancia del colapso del mercado inmobiliario para la economía estadounidense puede apreciarse cuando en un informe de Merrill Lynch, citado por Morris (2008), se estima que la mitad del crecimiento del producto en el primer semestre del 2005 estuvo relacionada, directa o indirectamente, con la construcción de viviendas y que más de la mitad de los nuevos empleos en el sector privado estuvieron también relacionados con esa misma actividad.

Si no fueron los factores antes señalados, ¿cuales entonces produjeron el boom? Se han señalado diversas causas, entre ellas: la política gubernamental de dotar de vivienda a las unidades familiares, como parte del sueño americano; una alta rentabilidad en el mercado inmobiliario y las bajas tasas de interés establecidas por la Reserva Federal. Pero hay causas más profundas que serán examinadas en la segunda parte de este escrito,

El comportamiento de los diversos agentes en el mercado era como si el boom nunca fuera a terminar, y ello llevó a excesos y abusos, que facilitaron el estallido de la burbuja. En este sentido, una pregunta indispensable es: por qué se cayó en tales excesos y abusos si el incumplimiento de pagos de los deudores hipotecarios y la toma de posesión de los inmuebles por parte de los otorgadores de préstamos no es deseable por todos los inconvenientes y costos en que se incurre? Los hechos e historias al respecto son innumerables. El analista financiero Michael Lewis relata que una familia pobre de Jamaica, adquirió cinco apartamentos en cinco años y a un inmigrante que no hablaba inglés y tenía un ingreso de \$14.000 anuales, le fue concedida una hipoteca para adquirir una vivienda de alrededor de \$700.000; por supuesto que en ambos casos se incurrió en incumplimiento de pagos posteriormente. En la audiencia que se llevó a cabo en marzo del 2007 en la subcomisión bancaria del senado sobre el mercado hipotecario, su presidente, Christopher Dodd, expresó en su alocución:

Riesgos exóticos y SP se esparcieron rápidamente en el mercado. Parecía que todo el mundo podía conseguir un préstamo. Tal como dijo un analista "si usted podía empañar un espejo, podía adquirir un préstamo". Los reguladores dicen que se dieron cuenta por primera vez de un deterioro en los niveles de calidad de los préstamos a fines de 2003...información recogida por la Reserva Federal indicaba que los prestamistas habían comenzado a aflojar sus criterios de calidad a principios de 2004...En junio de 2005 el Presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan habló sobre "espuma" en el mercado hipotecario y expresó ante un comité que estaba preocupado por el incremento en las hipotecas exóticas. La información indicaba que cerca del 25% de todas las hipotecas eran con pago sólo del interés...Sin embargo, en diciembre de 2005 los reguladores propusieron guías en contra del préstamo irresponsable. Y tuvimos que esperar siete meses más, hasta septiembre de 2005 para que esas guías estuvieran listas. Incluso ahora la respuesta de los reguladores es incompleta.

En esa presentación, Dodd, además de poner de manifiesto el deterioro en la calidad de los criterios para otorgar las hipotecas, levantó el tema de la ineficiente acción de los reguladores, lo cual también será tratado en la segunda parte. En los varios ejemplos que citó sobre el negativo comportamiento de los corredores, citaremos dos. En un caso, por una deuda pendiente de \$3000 de una señora, su corredor le aconsejó tomar un nuevo préstamo, cuyos pagos se elevaron por encima de sus posibilidades. En otro caso, a una señora le fue ofrecido un préstamo con pagos de \$927 por mes, los cuales resultaron en \$2.100, lo cual pone de manifiesto claramente un engaño.

Volviendo a la pregunta que hicimos antes, mientras se mantenía el aumento de los precios de las viviendas, los incumplimientos de pagos, fuertemente influenciados por el comportamiento irresponsable de los agentes, no tenía mayor repercusión. Ante la imposibilidad de cumplir con los pagos, la vivienda se podía vender por un precio mayor, se pagaba la hipoteca e incluso podía quedar un remanente para el propietario. Cuando la tendencia alcista de los precios se revirtió, el panorama cambió radicalmente y las entidades financieras se encontraron con deudas incobrables que fueron aumentando día a día y en forma también creciente las unidades familiares perdieron sus viviendas, cuya posesión fue tomada por los acreedores hipotecarios, como iremos viendo a lo largo de este escrito.

Cuando los precios comenzaron a bajar, concomitantemente los incumplimientos de pagos comenzaron a acelerarse con el consiguiente desalojo de los propietarios por parte de las instituciones prestamistas (esos desalojos habían estado en alrededor del 9 por ciento del total de hipotecas a principios del siglo XXI). Este deterioro se profundizó para culminar en 2007 cuando la burbuja estalló, no sólo en el ámbito de los Estados Unidos, sino a escala mundial. Las hipotecas estructuradas vendidas en todo el mundo, ahora en incumplimiento de pagos, comenzaron a ejercer un efecto devastador en el sistema financiero.

En junio de 2007, uno de los bancos de inversión más grandes del mundo, Bear Sterns, fue requerido por otro banco de inversión Merrill Lynch a que incrementara su respaldo a los préstamos que le había hecho y los cuales Bear había invertido fundamentalmente en SP a través de dos fondos de cobertura () (hedge funds); dicha petición no pudo ser cumplida. Posteriormente en agosto sucedieron hechos importantes: La American Home Mortgage se declaró en quiebra; tres fondos de inversión del banco francés BNP Paribas se desplomaron el 9 de agosto, acontecimiento que se considera el inicio claro de la crisis; e instituciones financieras importantes como Lehmann Brothers, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, admitieron pérdidas importantes ligadas a la actividad hipotecaria, y específicamente en SP. Fue opinión casi unánime que se había iniciado una crisis financiera, cuyos alcances y gravedad comenzaron a agigantarse a lo largo del tiempo. Una semana antes, tres bancos alemanes se vieron al borde del colapso por sus inversiones en SP: IKB Deutsche Industriebank, Sachsen LB and West LB. Las autoridades alemanas actuaron rápida y enérgicamente en cooperación con un consorcio de bancos, lográndose el financiamiento necesario y la crisis fue abortada.

Una característica de cómo se configuraron las SP estructuradas ha tenido efectos terribles. Las diversas “piezas” que se vendían contenían una mezcla de distintas calidades de hipotecas, primera categoría, SP, Alt-A (), y la proporción de cada una en el total era imposible precisar. Cuando las instituciones financieras se encontraron con una situación incierta sobre la calidad de sus acreencias, comenzaron a desconfiar de las otras instituciones financieras y el crédito interbancario, que es uno de los mecanismos indispensables para el funcionamiento de la economía, se paralizó (credit crunch). Pero no sólo fue el crédito interbancario el afectado; la banca comenzó a reducir los préstamos al sector privado no financiero, a reducir los sobre giros, lo cual comenzó a tener su efecto negativo sobre la economía general, en particular sobre el PIB, el empleo, el consumo y la inversión. En diciembre del 2008, la Oficina Nacional de Investigación Económica de los Estados Unidos, que es la única entidad autorizada para dictaminar oficialmente sobre el estado la coyuntura, declaró que a pesar de que no habían ocurrido los dos trimestres consecutivos de contracción del producto, que es lo que define técnicamente una situación de recesión, el país había entrado en recesión a fines de 2007.

Los efectos sobre el sistema financiero del fenómeno de las SP, se vieron ampliados con la situación de endeudamiento (*leverage*) de las instituciones financieras, no sólo en Estados Unidos, sino en el mundo, especialmente en Europa. La relación endeudamiento/capital había tenido en los últimos años una tendencia peligrosamente creciente que llegaba en algunos casos hasta 30/1. Así mismo, la relación préstamos/capital, cuyo nivel prudencial había sido estimado en una proporción de 55 por ciento, comenzó también a crecer, llegando en algunos casos a más del 100 por ciento, reflejando ambos indicadores un nivel de endeudamiento exagerado. Cuando las instituciones financieras comenzaron a ser afectadas con las pérdidas relacionadas con las SP, se encontraron también con que parte de las inversiones que habían hecho en esos títulos, había sido por endeudamiento, lo cual agravaba la situación. La combinación de ambos fenómenos condujo a la quiebra a algunas o a la necesidad de ser rescatadas por el Gobierno o por otras instituciones financieras.

Es interesante preguntarse si antes del estallido de la burbuja, algunas personalidades o instituciones avizoraron las amenazas que se cernían sobre la economía. Un caso es el del economista Nouriel Roubini, quien en septiembre de 2006 declaró en un seminario del Fondo Monetario Internacional que existían altas probabilidades de un estallido de la burbuja inmobiliaria, con repercusiones que sólo se producen en una generación. Roubini ha continuado con sus análisis pesimistas y al principio de 2009 consideró que la crisis no sería resuelta ese año; posteriormente veremos la evolución de su posición. Famosos economistas como Robert Schiller y Paul Krugman alertaron sobre los peligros que veían venir. Desde el lado oficial es importante la posición de Alan Greenspan, el Presidente de la Reserva Federal hasta enero de 2006. En diciembre de 1996 acuñó una frase que se hizo famosa, *exuberancia irracional*, para caracterizar el ambiente económico existente en ese momento, en lo cual podría entenderse que estaba implícita una cierta acción de política económica para enfrentarla. Pero en otra ocasión declaró

que es difícil detectar una burbuja, por lo cual hay que esperar su estallido para atacarla. Posteriormente, en una exposición ante el Congreso en 2008 declaró que se había equivocado al confiar demasiado en la capacidad del sector financiero para auto regularse.

El período de mediados de 2007 a finales de 2007

A partir del 9 de agosto el entorno financiero comenzó a deteriorarse rápidamente. Las bolsas se desplomaron, las instituciones financieras comenzaron a declarar pérdidas debido a las inversiones en SP; esto tenía un agravante, porque era difícil precisar cuáles eran esas pérdidas, puesto que los paquetes comprados tenían una mezcla de diversas calidades de hipotecas, cuya estructura era imposible determinar. El crédito se contrajo considerablemente, especialmente el hipotecario se paralizó y también el crédito interbancario, vital para el sector financiero, puesto que cada banco comenzó a dudar de la solidez del resto. Así se inició un congelamiento del crédito que, como ya mencioné, ha ejercido un efecto negativo sobre toda la actividad económica y que todavía en el 2009 no ha podido superarse.

Una de las primeras bajas importantes, a mediados de septiembre, fue la del banco británico Northern Rock, (NR). Este banco inició en años previos al 2007 una política de préstamos en SP. Cuando su capital no fue suficiente, comenzó a endeudarse en el mercado de capitales. Una vez que la burbuja estalló, esa fuente de fondos se paralizó y el banco se vio obligado a acudir al financiamiento del Banco Central. Sin embargo, eso no fue anunciado públicamente de inmediato y la BBC lo hizo conocer antes de la fecha que se había decidido para anunciarlo. La corrida contra NR se inició de inmediato, lo cual colocó al banco en una peor situación, despertando desconfianza hacia todo el sistema financiero. El gobierno anunció entonces que mientras durara la situación conflictiva, todos los depósitos de ese banco estaban garantizados. Se iniciaron conversaciones para que otro banco lo comprara, pero el gobierno consideró que las ofertas sobre la mesa no eran satisfactorias y NR fue nacionalizado temporalmente a principios del 2008. Esta medida significó un hecho sin precedentes en el gobierno laborista de Tony Blair y ahora de Gordon Brown, marcado por la apertura, especialmente en el sector financiero, que había convertido a la City de Londres, tradicionalmente un centro financiero mundial de primera categoría, a una posición mano a mano con Wall Street. Antes del inicio de la crisis, en noviembre del 2006, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Hank Paulson, declaró que programaba una flexibilización del mercado financiero norteamericano para preservar la competitividad global de los Estados Unidos, con lo cual seguramente estaba pensando en la City principalmente.

A pesar de que el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, había dado declaraciones optimistas en el transcurso del año 2007 sobre la solidez de la economía estadounidense, cuando estalló la crisis la reacción fue inmediata y enérgica, a través de los instrumentos de política monetaria. El banco redujo en dos ocasiones su tasa de

interés en 0.5 puntos porcentuales en el resto del año, para una reducción total de un punto porcentual y continuó reduciéndola en el 2008, como veremos luego. Así mismo, la Reserva Federal tomó medidas para asegurar la liquidez de la banca, lo que se manifestó en un fuerte financiamiento. Sin embargo, dichas medidas no lograron detener el deterioro que se agravó en el 2008. Igualmente, los bancos centrales de los principales países desarrollados activaron una política monetaria agresiva para hacer frente a la crisis.

Las cifras del comportamiento de la economía para 2007, no revelaban todavía el efecto de la crisis financiera sobre la economía en general. El Producto Interno Bruto (PIB) mundial, en términos de paridad del poder adquisitivo creció 4.9%. En Estados Unidos el crecimiento del PIB fue de 2.2 %, pero en el cuarto trimestre mostró un considerable debilitamiento, al crecer sólo en 0.6%, evolución que ocurrió también en los otros países desarrollados. La zona del euro tuvo un crecimiento de 2.6%, mientras que el correspondiente al Reino Unido fue superior, 3.1 %. Las economías emergentes y en desarrollo presentaron un fuerte crecimiento de 7.9%, lideradas por China e India, que tuvieron crecimientos superiores al 9%, lo que alimentó la opinión de que ese grupo de países podrían desconectarse de los efectos de la crisis y más bien neutralizarla parcialmente (decouple), lo que no resultó así, como veremos posteriormente. El debilitamiento de la economía en el último trimestre del año fue de dimensión mundial.

La Evolución de la Crisis en 2008

Primer Semestre

No fue auspicioso el inicio del año en términos de la crisis. En la tercera semana de enero las bolsas se derrumbaron en todo el mundo, considerada en Estados Unidos la más grande baja desde el 11 de abril del 2002, lo que luego repuntó parcialmente. La Reserva Federal, que ya había bajado su tasa de interés en 0.5 puntos porcentuales a principios del mes, la cortó nuevamente en una inusual reunión de emergencia en 0.75 puntos porcentuales, para llevarla al nivel de 3.5%. Se decidió una nueva baja a fines del mes, quedando la tasa en 3%. Estas acciones agresivas fueron criticadas en ciertos círculos, entre ellos el legendario inversor Georges Soros, porque a su juicio indicaba una situación de pánico por parte de las autoridades monetarias, que podría indicar que había situaciones preocupantes que no eran conocidas por la mayoría. El tiempo le daría la razón al Banco Central en su política, pero ni la baja en la tasa de interés ni el financiamiento a la banca producirían el efecto deseado. Para mediados de febrero la Reserva Federal había hecho préstamos a la banca por un monto de \$50.000 millones, dentro de un nuevo programa aprobado en diciembre, correspondiente a una serie de decisiones tomadas en coordinación con los principales bancos centrales del mundo. Los bancos, en lugar de reiniciar sus actividades crediticias, usaban esos préstamos para mejorar su deteriorado balance. Las instituciones financieras comenzaron también a recibir apoyo de los fondos soberanos () de Asia y del Medio Oriente, los primeros de los cuales, Citigroup y Merrill Lynch, fuertemente golpeados por sus inversiones en SP.

La política expansiva de los bancos centrales entraba en conflicto con las expectativas inflacionarias, presionadas por el boom de precios de las materias primas, especialmente el petróleo, lo cual duró durante todo el primer semestre del año, para cambiar radicalmente en el segundo semestre. La Reserva Federal se inclinó hacia una posición en que lo más importante era combatir la crisis financiera y los peligros de una recesión general, dejando para un más largo plazo el ataque a las presiones inflacionarias. En cambio, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo mantuvieron por un tiempo una política conservadora, porque en su estrategia le daban más importancia a las tendencias inflacionarias.

El aumento del desempleo no rural en enero en 171.000 trabajadores y un índice manufacturero por debajo de 50, indicando contracción, abonó a los indicios de que la crisis financiera estaba extendiéndose hacia la economía en general. Para tener una idea más precisa de la dimensión de la crisis en el sector hipotecario en Estados Unidos, incluyo algunas cifras suministradas en noviembre de 2007 por la organización civil *Center for Responsible Lending*, con información hasta el 2007..

- Número de familias con hipotecas SP (hasta noviembre de 2007) : 7.2 millones
- Proporción de hipotecas SP en situación de incumplimiento de pagos: 14.4%
- Valor de los Préstamos SP existentes (noviembre de 2007): \$1,3 billones
- Valor de los Préstamos SP en 2003: \$332 mil millones
- Porcentaje de incremento de los préstamos SP, 2003-2007: 292%
- Proporción de créditos aprobados sin la adecuada documentación: 43%-50%
- Número de créditos SP cuyas tasas de interés subirán en 2007 y 2008: 1.8 millones
- Incremento típico en la tasa de interés, después de los tres primeros años: 30%-50%
- Proporción de las SP en el total de créditos hipotecarios: 2003: 8%; 2006: 28%
- Número de viviendas que no están en situación de desalojo, cuyo valor bajará en el período 2008-2009, porque los desalojos influyen a la baja las viviendas alrededor: 45 millones
- Valor de esas bajas de precios: \$233 mil millones

A mediados de febrero el Congreso estadounidense aprobó un proyecto de estímulo fiscal que había sido propuesto por el Ejecutivo por un monto de \$170.000 millones con el objetivo de volver a una economía sana en el segundo semestre. Esa suma se dividiría en la siguiente forma:

- \$600 en rebaja de impuestos para individuos que ganen hasta \$75.000 anuales;
- \$1.200 en rebajas para parejas que ganen hasta \$150.000 anuales;
- subsidios de \$300 para personas de bajos ingresos, ancianos y personas que por su bajos ingresos no pagan ingresos más \$300 por cada niño;
- rebajas de impuestos para grandes compañías para estimular la inversión, \$43.900 millones;

- rebajas de impuestos para compañías pequeñas, \$900 millones;
- préstamos a unidades familiares \$50 millones.

Por otra parte, la Secretaria del Tesoro anunció su iniciativa *Project Lifeline*, destinado para aquellos propietarios que tenían más de 90 días de mora en sus hipotecas, ofreciéndoles una pausa de treinta días en el proceso de desalojo. Esta iniciativa contó con la participación de importantes instituciones financieras y fue una continuación del programa iniciado en los últimos meses de 2007, *Home New Alliance*, el cual según algunas opiniones no alcanzó satisfactoriamente los resultados esperados.

A mediados de marzo hubo un preaviso de las turbulencias que se desencadenarían a partir del segundo semestre. Un importante banco de inversiones, Bear Stearns se vio a punto del colapso por las pérdidas relacionadas con las SP y su estructuración, de lo cual había sido pionero. Se decidió entonces la concesión por parte de la Reserva Federal de una línea de crédito, que sería activada a través del banco JP Morgan, utilizando una regulación que había sido aprobada en los años 30 para prestar asistencia financiera a los “no-bancos”, como se denomina a las instituciones financieras que no son bancos comerciales. Así mismo, se decidió activar el descuento para todos esos tipos de instituciones. Pero Bear no tenía salvación y fue comprado por el Morgan a un precio, que inicialmente fue de \$2 por acción (humillante) y fue elevado posteriormente a \$10.

En general, el primer semestre de 2008 fue un período en que la economía estadounidense mostró un continuo deterioro en los principales indicadores: contracciones en la producción industrial; reducción del consumo privado, lo que produjo quiebras de cadenas comerciales; aumento del desempleo, los precios de las viviendas continuaron su descenso, los desalojos llegaron al millón de unidades y la morosidad en el pago de las hipotecas continuó aumentando. La bolsa mostraba signos de gran volatilidad y con una tendencia descendente respecto al más alto nivel obtenido por el índice Dow Jones, 14.000 en octubre de 2007; ya para el 1º. de octubre del 2008 se encontraba en 10.831.17, para luego bajar en forma impresionante a 8.175.77 el 27 de ese mismo mes. Las acciones de algunas instituciones financieras llegaron a precios de centavos. La Reserva Federal llevó su tasa de interés a 2% y continuó con su programa de financiamiento a los bancos. La política económica no logró vencer la reticencia de los bancos a otorgar préstamos, la congelación del crédito continuó.

En Europa las economías francesas y británicas mostraron una fortaleza relativa en tanto que las italianas y españolas, mostraron fuertes contracciones. En el caso español, que había tenido un crecimiento impresionante en la última década, influyó el desplome de la actividad de la construcción inmobiliaria y la consiguiente caída de los precios, que había sido uno de los principales factores de ese crecimiento

Con algunas excepciones, todavía en el primer semestre de 2008 no se tenía claro la magnitud que alcanzaría la crisis, que la convertiría en la más grave desde la Gran Depresión de los años 30. Muchos pensaban que quedaría circunscrita al sistema

financiero y que estaría resuelta en el mismo 2008. Por ejemplo, en un libro tan crítico del sistema financiero como el de Phillipe Waechter y Martial You, *Subprimes, la Faillité Mondiale*, publicado en mayo del 2008, se afirma que la baja en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal y la reducción de impuestos deberá permitir un crecimiento moderado en el segundo semestre del 2008; en contraste, la contracción del producto de Estados Unidos en el último trimestre de ese año fue de 6,1 por ciento. En cambio, Nouriel Roubini, en diversas oportunidades y escritos enfatizó que la crisis tenía un carácter sistémico y que la economía vendría a recuperarse hacia el final del año 2009, lo que en marzo de ese mismo año ya lucía optimista. Concretamente en un escrito del 5 de febrero del 2008, al asomar la posibilidad de una evolución catastrófica del sistema financiero decía: *Tal escenario –aunque extremo- tiene una creciente y significativa probabilidad de ocurrir. Es decir, no se describe un evento muy poco probable sino un resultado que es muy posible.* Y lo respaldaba con doce factores que a su juicio presionan hacia ese resultado catastrófico. En forma creciente, tanto en círculos privados como oficiales, entre ellos la Reserva Federal, se comenzaba a hablar de que la economía estaría ya en una situación de recesión, a pesar de que no se había cumplido con la definición establecida, al considerar un estado de recesión cuando se produce una contracción del producto en dos trimestres consecutivos. Y como ya hemos indicado, hacia fines del año la Oficina Nacional de Investigación Económica, (NBER), ratificó esas opiniones, al declarar que la economía estaba en situación de recesión desde fines del 2007.

Segundo Semestre

Como se ha adelantado en el párrafo anterior, en el segundo semestre de 2008 se desvanecieron las ilusiones y previsiones de que la contracción económica culminaría en un “aterrizaje suave” y la economía comenzaría a repuntar hacia fines del año. Los principales acontecimientos que condujeron a ese panorama comenzaron a desencadenarse en el mes de septiembre.

El primer acontecimiento ocurrió el 7 de septiembre, cuando el Director de la Agencia Federal para el Financiamiento de la Vivienda anunció que las entidades hipotecarias *Fannie Mae and Freddie Mac* habían sido puestas en un estatus de “conservación” (conservatorship). Esto es una figura legal en Estados Unidos, que consiste en que una institución es puesta bajo el control legal de otra, sin llegar a la estatización. Esos nombres corresponden a sus siglas en inglés de *Federal National Mortgage Association* y *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, respectivamente.

Fannie Mae fue fundada en 1938, como parte de la política económica del Presidente Franklin Delano Roosevelt para salir de la Gran Depresión, el denominado *New Deal*. La función de Fannie era ser el brazo gubernamental para facilitar los créditos hipotecarios, para lo cual no prestaba dinero directamente al público, sino que adquiría los créditos hipotecarios de otras instituciones financieras y luego los vendía en paquetes en el mercado, lo cual ampliaba considerablemente las posibilidades

crediticias con garantía gubernamental. En 1968 Fannie fue separada en dos entidades: una que fue privatizada en el período del Presidente Lyndon Johnson, se dice que para financiar la guerra en Vietnam. La segunda, la que aunque con nombre distinto al principio, fue Freddy Mac, establecida por el Congreso para competir con Fannie Mae, y establecer así un mercado más eficiente. Estas dos entidades, aunque ya privadas tenían el carácter de empresas patrocinadas por el gobierno, *Government Sponsored Enterprises*, lo cual les daba un papel especial en el mercado hipotecario y dotaba de gran confianza a sus operaciones. Tanto el Gobierno de Clinton como el de Bush hijo, presionaron fuertemente a estas entidades para que financiaran a los sectores más pobres a través de las SP. En un discurso de éste último en el 2002, entre otras cosas se dice:

...Los compradores de bajos ingresos pueden y deben tener una bella casa...El primero, el más grande obstáculo a la adquisición de una casa por la primera vez, es el pago inicial. Es difícil para muchas familias de bajos ingresos hacer un pago inicial elevado. Y nosotros estamos aquí para eliminar esos obstáculos...Nuestras dos grandes sociedades de financiamiento hipotecario, Fannie Mae y Freddy Mac están comprometidas a suplir la carencia de capital disponible para otorgar préstamos hipotecarios a las minorías latinas y afroamericanas.

Y ciertamente, en el total de unidades familiares que han estado en la situación de ser desalojadas de sus viviendas, figuran en forma importante las minorías latinoamericanas, caribeñas y negras.

Era ineludible que el derrumbe del mercado hipotecario y la crisis financiera consiguiente tuviera un efecto devastador sobre esas dos entidades. Comenzaron a tener pérdidas considerables que las pusieron al punto de la quiebra, lo cual indujo a la decisión gubernamental ya explicada. Esa decisión, aunque no llegó a la estatización, tuvo una significación cualitativa de la mayor importancia. En un gobierno cuya postura en materia de política económica estaba claramente en contra del intervencionismo estatal y en favor del libre funcionamiento de los mercados, fue la primera medida, entre varias como veremos, en que se volvió sobre sus pasos, para tomar decisiones no ortodoxas de intervención estatal en los mercados financieros, a fin de hacer frente a la crisis. En el transcurso de esos últimos meses de 2008 hubo declaraciones tanto del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, como del Gobernador del Banco de Inglaterra, en el sentido de que en algún momento los mercados financieros estuvieron a punto de un derrumbe total.

Apenas una semana después de la decisión comentada antes, el 15 de septiembre, vino un desarrollo más importante todavía, la declaración de quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la más grande en la historia de los Estados Unidos.

Lehman Brothers era una de las instituciones más prestigiosas e importantes de Estados Unidos y del mundo, fundada a mediados del siglo XIX por los hermanos Lehman, inmigrantes alemanes. El banco había expandido considerablemente sus

operaciones a escala mundial. Jean Marie Messier (2009) nos resume unos datos indicativos de su crecimiento extraordinario y de las causas de su caída: en 2007 participaba en una de cinco transacciones de fusión o adquisición de empresas en el mundo, era el más grande corredor de títulos en Londres y en general en Europa y había extendido considerablemente su actividad en la gerencia de operaciones financieras. En 2004 entra en el mercado inmobiliario y de venta estructurada de los préstamos hipotecarios, compra una empresa especializada en ese tipo de operaciones *Aurora Loan Services*, la cual en el primer semestre de 2007 otorgaba créditos hipotecarios por el orden de \$3.000 millones mensuales! Inexorablemente, con la caída del mercado hipotecario vendría la caída de Lehman Brothers. En 2008 sus pérdidas debido a las SP fueron considerables y con una deuda de \$613 mil millones, sus acciones perdieron 73% de su valor. En los días previos a la declaración de quiebra hubo intensas reuniones, con la participación del Presidente de la Reserva Federal de Nueva York, Timothy Geithner, relacionadas con la posibilidad de que el Bank of America o el Barclays Bank compraran el banco. Esas conversaciones colapsaron el domingo 14 de septiembre y el 15 se produjo la declaración de quiebra. Posteriormente a esa declaración, el Barclays anunció la compra de la rama estadounidense y el banco japonés Nomura la compra de la rama asiática.

En relación con la quiebra de Lehman Brothers, hubo una decisión de suprema importancia por parte del Gobierno Federal, específicamente del Tesorero Hank Paulson y de la Reserva Federal, al rechazar salvar al banco, otorgándole financiamiento a uno de los bancos mencionados antes para la operación, pues esas instituciones consideraban que Lehman estaba en una posición tan deteriorada, que era muy riesgoso hacer la operación por sí solos. Paulson mantuvo la posición de que había que dar una lección al sistema financiero, que las culpas había que pagarlas con la muerte de la institución, lo cual a su parecer produciría una reacción positiva en el sector. Por su parte, la Reserva Federal insistió en que no tenía atribuciones legales para prestar ayuda en ese caso. Es una opinión extendida de que dicha decisión fue un error descomunal que produjo un efecto dominó, pánico, que cambió definitivamente el curso de la crisis, como veremos con más detalle. En septiembre del 2009, con motivo del aniversario de la quiebra, fueron publicados numerosos artículos y ensayos, rememorando y examinando retrospectivamente el hecho. Varias de esas opiniones, entre ellas la de Geithner, ahora Secretario del Tesoro, afirman que la situación del sistema financiero en ese período era tan desastrosa, que de no haber sido Lehman, otro "siniestro" hubiera desatado igualmente la crisis con una magnitud a la que ocurrió. Una opinión similar había sido dada en 2008 por Greenspan, ya en su papel de consultor privado. Pero esto es una de esas interrogantes de "que hubiera pasado si...", que son imposibles de resolver con precisión. Sin embargo, efectivamente a partir de ese momento hasta el final del año, todas las variables económicas se deterioraron considerablemente, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo.

La quiebra de Lehman Brothers produjo otra consecuencia de la mayor importancia, un cambio estructural: la desaparición de los bancos de inversión. Goldman Sachs y JP

Morgan solicitaron autorización, que les fue concedida, para convertirse en bancos comerciales holdings; de esa manera podían beneficiarse de la asistencia financiera de que disfrutaban ese tipo de bancos por parte de la Reserva Federal. Inmediatamente, el 16 de septiembre, se tomó una decisión que contradecía la tomada en el caso de Lehman. La Reserva Federal anunció un paquete de asistencia financiera para AIG, la primera compañía de seguros de los Estados Unidos, con ramificaciones mundiales. Se le otorgó \$85 mil millones a cambio de participación accionaria y una tasa de interés muy elevada. AIG fue considerada demasiado grande para permitir que quebrara, *“too big to fail”*. Los problemas de AIG están relacionados con su incursión desde 1987 en el mercado de productos financieros sofisticados como las permutas para incumplimiento de créditos () (credit default swaps) y el aseguramiento de títulos financieros con componentes de SP. A pesar de ese financiamiento, AIG se vio posteriormente en nuevas dificultades, que llevaron al gobierno a otorgar un nuevo financiamiento, que estableció record a una compañía privada, de \$150 mil millones, incluyendo \$40 mil millones en participación accionaria gubernamental.

A partir de la quiebra de Lehman Brothers se produjo un pánico financiero que estableció récords históricos. El préstamo interbancario se paralizó y el rendimiento de las letras del tesoro de los Estados Unidos llegó a los niveles más bajos desde la segunda guerra mundial. Al producirse una aversión al riesgo, los fondos se dirigen a las inversiones más seguras, lo cual disminuye su rendimiento. El 15 de septiembre el índice Dow Jones bajó 500 puntos, la mayor contracción en un día desde el 11 de abril del 2002. A partir del nivel más alto de su historia, obtenido el 9 de octubre de 2007, el Dow cayó en forma vertical, para colocarse en niveles por debajo de los 9000 en el segundo semestre de 2008. Las autoridades financieras restringieron las ventas a corto (), a las cuales se acusaba de ser uno de los factores en la quiebra de Lehman, al presionar a la baja el precio de sus acciones. Un inversor declaró: “Nunca había visto tantos indicadores contraerse al mismo tiempo en tan corto período de tiempo”.

También en septiembre, Hank Paulson anunció un plan por un valor de \$700 mil millones a fin de comprarle a los bancos los llamados “activos tóxicos”, consistentes en títulos de las SP, lo cual era uno de los factores negativos que frenaban la posibilidad de reanudar la actividad crediticia. Sin embargo, el plan contemplaba una absoluta libertad a la Tesorería para tomar decisiones sobre la colocación de esos recursos, por lo cual fue rechazado por el Congreso. Ello produjo otro desplome de las bolsas. El 29 de septiembre el Dow Jones tuvo otra baja record de 3.6% en siete minutos, finalizando el día con una caída de 7%; el Standard & Poor bajó 8.8 %, el peor resultado desde el “crash” de 1987, mientras que las bolsas latinoamericanas cayeron 13.3%. Después de un proceso corto y frenético de negociaciones entre la Tesorería, la Reserva Federal y el Congreso, el Plan quedó aprobado el 3 de octubre con importantes modificaciones, particularmente en las atribuciones de la Tesorería para manejar los recursos. Las siguientes son sus principales características:

- Se mantiene la suma de \$700 mil millones.

- El principal objetivo del Plan es la compra de “activos tóxicos” de la banca por parte de la Tesorería, la cual podrá usar inmediatamente \$250 mil millones con ese objetivo y otros \$100 mil millones si el Presidente lo considera necesario.
- El resto, \$350.000 millones sólo pueden ser usados con autorización expresa del Congreso.
- Se eleva de \$100 mil a \$250 mil la garantía de los depósitos bancarios en caso de cierre o quiebra.
- Exención para los contribuyentes de ingresos medios de la “tasa mínima alternativa”, lo cual implica una rebaja de impuestos.
- Concesión de exenciones fiscales para los empresas o particulares que inviertan en energías renovables, como plantas solares o eólica, producción de etanol celulósicos o compra de coches eléctricos o híbridos.
- Se limitará los ingresos de los directivos de las compañías participantes en el programa. Asimismo los directivos de esas empresas no podrán recibir pagos multimillonarios cuando son despedidos.
- Se elevarán los impuestos a empresas que paguen a sus directivos más de \$500.000 al año. (Se establecerá un consejo de supervisión del programa que incluye al Presidente de la Reserva Federal, el Presidente de la Comisión de Mercado de Valores, el Director de la Agencia Federal de Financiación de Viviendas y el Secretario de Vivienda y Desarrollo Urbano)

La percepción en los mercados de que el plan había llegado muy tarde para evitar una recesión mundial, hizo tambalear las bolsas del mundo a mediados de octubre. Por esa época, Bernanke declaró que una clara recuperación de la economía no estaba a la vuelta de la esquina. Posteriormente, el Ejecutivo tomó una medida sorpresiva. Descartó la compra de activos tóxicos para en su lugar hacer inversiones directas en las instituciones financieras a cambio de participación accionaria. Ese cambio de dirección, disgustó a Wall Street, enfureció al Congreso y las bolsas se desplomaron nuevamente. En su réplica en el Congreso, Paulson manifestó que el rechazo inicial del programa por parte de los legisladores había hecho mucho daño, encontrándose después de aprobado con una situación distinta, que obligó al cambio señalado.

El plan, durante el proceso y después de su aprobación, fue atacado fuertemente en el sentido de que se estaba financiando, salvando, a las instituciones financieras que justamente eran las responsables del estado lamentable en que se encontraba la economía mundial, en lugar de ayudar a las víctimas del desastre, las unidades familiares que habían comprado bajo las condiciones establecidas en las SP. El argumento en pro fue que el desplome del sistema financiero, con sus consecuencias sobre la economía en general, traería a los afectados peores consecuencias que las que se estarían tratando de evitar al desviar esos recursos hacia ellos. Sobre las medidas tomadas para ayudar a estos últimos se comentará después. Por su parte, la Reserva Federal estuvo muy activa a través de diversos programas de financiamiento, para hacer frente a la crisis. Ya estaba convencida esa institución de que las medidas

ortodoxas de rebaja de la tasa de interés y la política de descuento, no eran suficientes, dada la magnitud y las características de la crisis. Había que ir más allá. Entre junio y noviembre aprobó los siguientes programas:

- Elevó a \$620 mil millones las líneas swap que había aprobado con otros bancos centrales para el uso temporal de dólares a cambio de moneda extranjera.
- Aprobó un fondo de \$1.800 millones para comprar papeles comerciales, deudas de corto plazo asumidas por las compañías para financiar sus operaciones diarias.
- \$540 mil millones para comprar activos de los fondos mutuales cortos en efectivo.
- \$1 billón para estimular los préstamos a los consumidores, comprando títulos financieros respaldados por tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes y otras deudas. La Reserva Federal continuó siendo muy activa en su política de tasa de interés y en octubre la bajó medio punto para situarla en uno por ciento; posteriormente, hacia fines de año, la llevó a un margen entre 0 y 0.25 por ciento, prácticamente cero. A principios de 2009 aprobó un programa para aliviar el problema de las SP, como veremos posteriormente.

El plan de estímulo fiscal que comenzó a ser diseñado e implementado durante el gobierno de Bush, esperaría hasta la asunción a la presidencia de Barak Obama para ser formulado e implementado definitivamente.

En relación con una de las peores consecuencias de la crisis, la pérdida de sus inmuebles por las unidades familiares estadounidenses, (foreclosures) las tendencias muestran un abrupto deterioro. En diciembre de 2007 los procedimientos de desalojo se incrementaron en 97% respecto al año anterior, estimaciones indican que la tasa de desalojos se ha incrementado alrededor de cuatro veces respecto a los años anteriores al estallido de la crisis y hacia el final del 2008 se estimaba que 12% de las hipotecas en Estados Unidos estaban en situación de mora o de desalojo. En el 2008 los desalojos llegaron a la suma de 2.3 millones de unidades habitacionales. Durante el período del Presidente Bush no hubo una política federal sistemática para enfrentar esa situación, como fue esbozado antes, y se descansó sobre todo en la iniciativa de los bancos privados. A este respecto, el Grupo Citi anunció a principios de noviembre que estaba imponiendo una moratoria en la mayor parte de los desalojos, como parte de una iniciativa para ayudar a los propietarios a permanecer en sus hogares. Esa medida sería aplicada si el propietario estaba trabajando de buena fe con el banco y tenía suficiente ingreso para pagar mensualidades moderadas. Asimismo, el Bank of America anunció que a partir del 1º de diciembre modificaría aproximadamente 400 mil préstamos en poder de la nueva compañía hipotecaria adquirida recientemente, *Countrywide Financial Corp.*, como parte de un arreglo con el gobierno federal. Habría que esperar al 2009, con la asunción a la presidencia de Obama, para que se estableciera una política federal para el alivio de los desalojos.

El consumo privado ha sido el motor del crecimiento económico de los Estados Unidos. En 2005 su proporción respecto al producto por la vía del gasto era de 70%. En el primer semestre del 2008 se comentaba que la coyuntura de la economía estadounidense dependía en gran medida del curso que tomara el consumo privado. Hasta el 2007 la tasa de ahorro privado era prácticamente cero y los consumidores estaban fuertemente endeudados, no sólo en términos de hipotecas, sino en sus tarjetas de crédito, préstamos para automóviles, etc. La contracción del crédito, el desempleo, con la consiguiente pérdida de ingresos y las pérdidas de capital de los fondos de pensiones, necesariamente tenía que marcar su huella sobre el comportamiento de los consumidores. En efecto, el consumo privado que había crecido 2.8 por ciento en 2007, se estancó prácticamente en el 2008, al crecer sólo 0.2%, a una tasa muy inferior a la del producto y en diciembre tuvo una contracción de 9.8%, a pesar de los descuentos navideños anunciados por las tiendas. Los pronósticos son de una contracción del 2.4% en el 2009. Tanto en los Estados Unidos como en el conjunto de la economía mundial se está produciendo una reformulación en las tendencias entre el gasto y el ahorro.

Las cifras económicas del 2008 confirmaron la situación crítica de la economía, tanto en los Estados Unidos como en el resto del mundo, como se indica en el siguiente cuadro:

PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO**Porcentaje de crecimiento**

	2007	2008
Mundo	5.2	3.2
Economías Avanzadas:	2.7	0.9
Estados Unidos	2.0	1.1
Área Euro	2.7	0.9
• Francia	2.1	0.7
• Alemania	2.5	1.3
• España	3.7	1.2
Japón	2.4	-0.6
Reino Unido	3.0	0.7
Canadá	2.7	0.5
Otras Economías Avanzadas	4.7	1.6
Nuevas Economías Asiáticas Industrializadas	5.7	1.6
Países Emergentes y en Desarrollo	8.3	6.1
África	6.2	5.2
• Sub-Sahara	6.9	5.5
Países del Centro y Este de Europa	5.4	2.9
China	13.0	9.0
Medio Oriente	6.3	5.9

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Las cifras del cuadro muestran que a pesar de la crisis el PIB mundial continuó creciendo en el 2008, pero tal crecimiento representó una marcada disminución respecto al del año 2007, incluso, en el caso de Japón se produjo una contracción del producto (0.6%). Ese país no estuvo involucrado en inversiones en SP, pero la reducción del comercio mundial lo ha afectado considerablemente pues es muy dependiente de sus exportaciones. Para determinar las diferencias en la baja de la actividad económica, utilizamos un indicador para determinar el porcentaje de crecimiento de 2008 respecto al que ocurrió en 2007, cuyos resultados pueden verse de seguidas.

PORCENTAJE DE CRECIMIENTO EN 2008 RESPECTO AL OCURRIDO EN 2007

Mundo	61.5
Economías avanzadas:	33.3
Área Euro:	33.3
<ul style="list-style-type: none"> • Francia • Alemania 	33.3 52.0
Japón	-0.25
Reino Unido	23.3
Canadá	18.5
Otras Economías Avanzadas	34.0
Nuevas Economías Asiáticas Industrializadas	26.3
Economías Emergentes y en Desarrollo	73.4
África	83.8
<ul style="list-style-type: none"> • Sub-Sahara 	79.7
Países del Centro y Este de Europa	53.7
China	69.2
India	78.4
Medio Oriente	93.6

De ese indicador se derivan diferencias interesantes. Por supuesto, el deterioro más importante ocurrió en Japón por la contracción del producto. En las economías asiáticas industrializadas, el crecimiento del 2008 fue apenas 26.3 por ciento del ocurrido en 2007. Estos dos resultados, sumados a los de China e India, donde a pesar de que los indicadores son altos, indican un debilitamiento de la economía y contradicen una opinión bastante generalizada que se mantuvo hasta el primer semestre de 2008, en el sentido de que la economías asiáticas podrían escapar a la influencia de la recesión originada en Estados Unidos e incluso que su crecimiento podría compensar los efectos de la recesión. Sin embargo, sí es claro que el indicador de 61.5% del mundo se logró por el nivel de crecimiento del mundo en desarrollo en 2008, pues el del mundo desarrollado apenas fue de 33.3%, prácticamente la mitad del ocurrido globalmente. El mejor resultado se obtuvo en el Medio Oriente, donde el crecimiento del 2008 fue de 93.6 por ciento respecto al ocurrido en 2007, claramente influenciado por los altos precios del petróleo que imperaron en parte del 2008, aunque luego se deterioraron en el segundo semestre, lo cual favoreció a varios países de esa región. Hurgar en las causas de esas diferencias es fascinante, pero no está contemplado dentro de los límites de este breve recuento de la evolución de la crisis, pero además ello requeriría un equipo de gran tamaño y de alto nivel profesional, trabajando por un largo tiempo. En el caso de los Estados Unidos debe observarse que, a pesar de su crecimiento fue positivo, aunque fue casi cero, en el último trimestre del año tuvo una espectacular contracción: inicialmente se había estimado una caída de 3.6% en el producto para ser revisado luego a 6.3 por ciento y finalmente en una última revisión en 6.1%; esta contracción se repitió prácticamente al mismo nivel en el primer trimestre de 2009. Para diciembre la tasa de desempleo en ese país había llegado a 7.1 por ciento y seguiría aumentando.

Un detalle importante de la intensidad de de la crisis es que la empresa VOLVO, que en 2007 había recibido pedidos por 43.000 camiones, en 2008 dichos pedidos no llegaron a 50!

Según cifras de la Organización Mundial de Comercio –OMC- el comercio mundial creció en volumen en 2%, lo que representa una drástica reducción respecto al incremento ocurrido en 2007, que fue de 6%; ya este último crecimiento significó una fuerte reducción respecto a las altas tasas de los años precedentes. Jefes de Estado, la OMC, académicos, el Grupo de los 20, han alertado contra un resurgimiento del proteccionismo, que provocó la agudización de la crisis durante la Gran Depresión de los años 30. No obstante esas advertencias, los organismos internacionales han detectado medidas proteccionistas por parte de diversos países, incluso en aquellos casos en que sus dirigentes se han pronunciado en contra de esas medidas de política.

El cambio de dirección de la economía en el segundo semestre del 2008, influyó en la reversión de algunas tendencias que se habían venido manifestando. En primer lugar en el llamado boom de las materias primas, incluyendo el petróleo, presionadas entre otros factores por el alto nivel del crecimiento de China y la desviación de una parte importante de la producción agrícola para la producción de etanol. En el caso concreto

del petróleo, sus precios llegaron hasta \$150 a mediados de 2008. Sin embargo, el brusco viraje de la economía mundial hacia la contracción, con la consiguiente reducción de la demanda, produjo una reiterada contracción de los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas. Hacia fines de año el petróleo se situaba en niveles de \$80 el barril para continuar bajando en el 2009 como veremos posteriormente. Esas nuevas tendencias han producido efectos que perjudican a los países en desarrollo productores, pues sustraen una cantidad importante de lo que habían sido altos ingresos por exportaciones y por consiguiente posibilidades de financiamiento del desarrollo. En el caso de los países desarrollados, donde está el centro de la crisis, ha servido para resolver un dilema entre la necesidad de una política expansiva anti-crisis y sus efectos sobre la inflación. Al contrario de la situación hasta el primer semestre, cuando se temía que la política anti-crisis podía exacerbar tendencias inflacionarias, a partir del segundo semestre los temores han sido los de una situación de deflación, que produciría consecuencias muy negativas sobre la economía, como las que sufrió Japón por diez años.

Igualmente sucedió con el dólar. Durante el primer semestre el dólar se encontraba debilitado y su tipo de cambio con el euro se situaba alrededor de \$1.50 por euro. Con la situación en los mercados financieros en el segundo semestre que hemos delineado, los inversionistas buscaron inversiones seguras aunque su rendimiento fuera bajo o incluso nulo, y el mejor título a nivel mundial con esas características resultó ser las letras del Tesoro de los Estados Unidos, las cuales fueron objeto de una creciente demanda, lo que a su vez incrementó la demanda de dólares con el consiguiente fortalecimiento de esa moneda. Hacia fines de año el tipo de cambio estaba en alrededor de \$1.30 por euro. Como siempre sucede en economía, los fenómenos tienen dos caras. Mientras un dólar devaluado favorecía las exportaciones de los Estados Unidos y tenía preocupados sobre todo a los europeos, un dólar revaluado limitaba ahora las posibilidades de exportación de Estados Unidos y ampliaba las de Europa. Aunque en la evolución del comercio influyen numerosos factores, en relación al comentario anterior se observa que en el año 2008 el intercambio comercial evolucionó favorablemente a la Unión Europea, que mostró, según cifras oficiales de los Estados Unidos, un superávit en la balanza de mercancías de \$95.807 millones con ese país. Adelantándonos un poco en la cronología de este escrito, observamos que en el 2009, hasta el mes de agosto, el superávit a favor de la Unión Europea era de \$37.000 millones. Dado que ese período representa dos tercios del año, se deduce que la balanza de mercancías de Estados Unidos con ese bloque de integración ha tenido una fuerte mejoría, aunque todavía muestra un saldo deficitario.

La Evolución de la Crisis en 2009.

El inicio del año 2009 tuvo una peculiaridad especial: la llegada a la presidencia de los Estados Unidos de Barak Obama, quien había esbozado un programa muy ambicioso para enfrentar a la crisis, con una filosofía política diferente a la del Presidente Bush,

una concepción más intervencionista del Estado en la economía. Aunque debemos recordar, como ya se dijo antes que, frente a la gravedad de la crisis, el presidente saliente implementó medidas que se alejaban de su ideología liberal () y en contra de la intervención del Estado en la economía.

Sin embargo, tampoco fue auspicioso el inicio del 2009 en términos de la evolución de la crisis, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo. A medida que se iban anunciando los resultados muy negativos del 2008, también se iban conociendo los resultados de los primeros meses de 2009, los cuales apuntaban a la continuación del deterioro. **Me ha parecido una forma adecuada y clara para indicar esa evolución la de plasmar un resumen de sus principales manifestaciones, lo cual se hace a continuación para el período enero-marzo.** La razón de que no se haga un examen conjunto enero-junio se debe a que a partir de marzo comenzó un aparente cambio de tendencias en la economía mundial que es mejor tratar separadamente.

Período enero-marzo

1. A mediados de enero el Banco Central Europeo bajó su tasa de interés en medio punto, para llevarla a 2%, como signo de su apreciación negativa de la economía europea.
2. El desempleo en Estados Unidos se incrementó en 598.000 trabajadores en enero, con lo cual la tasa de desempleo se elevó a 7.6%, la mayor en 16 años. Los empleos perdidos se elevaron a 3.6 millones desde diciembre 2007 y los trabajadores demandando subsidios de desempleo a 5 millones.
3. Los precios de las viviendas bajaron 19% en Estados Unidos en el mes enero, en base anual.
4. El Gobierno Federal de los Estados Unidos comenzó, paralelamente con los programas de la Reserva Federal, su trabajo de formulación, envío y negociación con el Congreso de su Programa de Estímulo Fiscal. Es interesante señalar que los mercados reaccionaron negativamente a su presentación el 10 de febrero por parte del Secretario del Tesoro, Timothy Geithner, por considerarlo carente de los detalles para entenderlo a cabalidad, lo que ocasionó una baja en los precios de las acciones.
5. Fannie Mae, ya bajo control del gobierno estadounidense, anunció hacia fines de febrero que necesitaba \$15 mil millones de la Tesorería, después de que consecutivas pérdidas habían llevado su balance a cero. Los pronósticos son de que continuarán esas pérdidas.
6. Los precios de las acciones de los bancos estadounidenses bajaron considerablemente en los primeros meses del año, mostrando fluctuaciones hacia el alza y hacia la baja. El índice KBW que mide esas variaciones, pasó de alrededor de 44 a principios de enero a alrededor de 20 a fines de marzo.
7. El índice de precios de acciones Standard & Poor 500 mostró una tendencia decreciente entre enero y principios de marzo. En conjunto, este índice y el Dow Jones han perdido la mitad de su valor desde que la crisis estalló a mediados de 2007.

8. Los precios del petróleo continuaron su tendencia descendente, iniciada en el segundo semestre de 2008, lo cual como comentamos antes es un indicador de la situación recesiva de la economía mundial. Los futuros del crudo en Nueva York llegaron a \$32 por barril en marzo para repuntar luego, con el cambio de expectativas de la economía, como veremos más adelante.
9. La producción industrial en los países pertenecientes al área del euro cayó 2% en marzo.
10. A principios de febrero el FMI modificó a la baja su pronóstico de crecimiento para Asia, a 2.7%,
11. El PIB se contrajo en la zona del euro en 2.5% en el primer trimestre del año, respecto al cuarto trimestre del año anterior, la mayor contracción registrada en esa zona. La mayor reducción se produjo en Alemania, 3.8%, lo que significa en base anual un preocupante 14.4%. Uno de los mejores resultados ocurrió en Francia, donde la contracción fue de 1.2%.
12. En Japón el producto se contrajo en 4% respecto al cuarto trimestre de 2008, lo que representa 15.2% en base anual, acentuando el deterioro del trimestre anterior, que había sido de 12.7% en base igualmente anual. Aunque Japón prácticamente no fue afectado por la crisis de las SP, su dependencia de las exportaciones y su caída en picada -se desplomaron en 26% en el primer trimestre- ha sido un factor determinante de la coyuntura japonesa dentro de la crisis.
13. En Gran Bretaña la tasa de desempleo se elevó a 7.3% en el primer trimestre del año, cuando había sido 6.3% en el último trimestre de 2008.
14. En Gran Bretaña, la producción industrial se contrajo 5.3% en el primer trimestre del año.
15. En Estados Unidos, el PIB a precios constantes se contrajo 5,7% en el primer trimestre del año, respecto al cuarto trimestre de 2008. Aunque esta contracción es de consideración, fue menor que la ocurrida en el cuarto trimestre de 2008 de 6.1%. Los principales factores de esa evolución fueron las exportaciones, equipo y software, variación en los inventarios y construcción. Los factores negativos fueron compensados parcialmente por el incremento en el consumo privado y la reducción de las importaciones.
16. China creció a una tasa anual de 6.1% en el primer trimestre, su crecimiento más bajo desde 1992. El Gobierno está tratando de lograr crecimientos más elevados, con su plan de estímulo fiscal, por el orden de \$586 mil millones, el cual fue anunciado a principios de noviembre de 2008.
17. El valor de los precios al detal en Estados Unidos acusó contracciones de 1.3% en marzo y de 0.4% en abril. Las ventas en abril fueron 10.1% más bajas que en el mismo mes de 2007.
18. En Estados Unidos la tasa de desempleo no rural se elevó a 8.9% in abril, cuando se perdieron 539.000 empleos.
19. En abril el Fondo Monetario Internacional modificó hacia la baja su predicción de la contracción de la economía mundial a 1.6 %, cuando en enero sus

predicciones habían sido de un crecimiento de 0.5%. El dólar se mantuvo fortalecido en los primeros meses del año, también como signo del panorama fuertemente recesivo, al incrementarse la aversión al riesgo y un consiguiente aumento de la demanda de letras del tesoro de los Estados Unidos, creciendo así la demanda de dólares. La relación con el dólar se mantuvo alrededor de \$1.30 por euro, llegando incluso a \$1.25.

20. La Organización Mundial de Comercio prevé una contracción de 9% en el comercio mundial, como consecuencia de la crisis, deterioro que ya había tenido sus primeras manifestaciones en 2007 y 2008. Es interesante lo que me contó una persona que estuvo en Singapore: lo impresionante que es la visión en ese puerto de numerosos barcos “descansando” por falta de carga que transportar.
21. Los principales bancos de los Estados Unidos, Bank of America, JPMorgan, Goldman Sachs, Wells Fargo y Citigroup, anunciaron beneficios en el primer semestre del año. Estos resultados son un punto positivo dentro de las tendencias generalmente negativas del trimestre.
22. Otro resultado positivo ocurrió en el consumo privado en Estados Unidos, el cual creció en 2.2% en base anual, en el primer trimestre después de haber caído en picada en 2008. Sin embargo, el consumo de alimentos se contrajo nuevamente, lo cual indicaría que los consumidores sacrificaron la alimentación para adquirir otros artículos.
23. La inversión del sector empresarial de los Estados Unidos se contrajo, en base anual, en 38% en el primer trimestre, observándose la mayor baja en construcción 44%, en tanto que los gastos en equipo y software se redujeron en 34%.

Pienso que estos señalamientos son suficientes para mi objetivo de trazar los grandes rasgos de la deteriorada coyuntura económica mundial en los primeros meses de 2009.

Período marzo-junio

A partir de la segunda mitad de marzo comenzaron a observarse señales de que la recesión, concretamente en Estados Unidos y en Europa, estaba perdiendo fuerza. Ello se manifestó en algunas variables que suavizaron su ritmo de contracción y en otras que mostraron crecimientos por primera vez en mucho tiempo. Este proceso, entre marzo y junio,-cuando estoy escribiendo- se ha desarrollado lleno de contradicciones, en las cuales a veces se avanza y a veces se retrocede. Esto ha elevado el nivel de incertidumbre, hasta el punto de que he leído tanto en un editorial del Financial Times como por boca de Robert Zoellick, el Presidente del Banco Mundial una frase idéntica: *En este momento lo único cierto es la incertidumbre.* Y por parte de los principales analistas encontramos un variado rango de opiniones, desde los pesimistas extremos hasta los optimistas, en los cuales no me atrevo a incluir “los extremos”, porque parece que no los hay. A esta incierta evolución dedicamos los próximos párrafos.

El signo más visible del cambio ha estado en el comportamiento de las bolsas, las cuales, después de tocar fondo a principios de marzo, comenzaron una tendencia alcista que se considera la mayor en la historia en un período relativamente corto. El Dow Jones llegó a su punto más bajo el 11 de marzo, con un nivel de 6.930.4 puntos. Para la semana que terminó el domingo 14 de junio ese nivel llegó a 8.799,28 puntos, para un incremento de 26.9%. Tanto las otras bolsas de los Estados Unidos como prácticamente en todo el mundo siguieron una trayectoria similar, con diversos grados de crecimiento. Ese crecimiento no ha sido integralmente lineal, sino que ha estado matizado con marchas y retrocesos, influenciado por diversos factores positivos y negativos que han ocurrido. Esa evolución ha llevado a la puesta de moda de la frase “brotes verdes” –*green shoots*-, indicativa de una visión optimista, en el sentido de que la recesión estaría tocando fondo o habría tocado fondo.

En el transcurso de ese período marzo-junio han ocurrido desarrollos, tanto en el campo real como en el financiero, que han ratificado o puesto en duda esa visión optimista, sobre lo cual haremos un breve resumen.

Un primer indicio positivo, ya lo hemos indicado, es el crecimiento del consumo privado en los Estados Unidos en el primer trimestre. Sin embargo, ese crecimiento se debió solamente al ocurrido en enero, pues en febrero y marzo esa variable se contrajo nuevamente. Pero la consultora privada *Conference Board* encontró que la confianza del consumidor aumentó considerablemente de 40.8 puntos en abril a 54.9 puntos en mayo. Sin embargo, las ventas al detal se redujeron ese mes, lo que se atribuye a los efectos sobre el consumidor del desempleo, las bajas en los precios de las casas y el alto precio de la gasolina. En mayo también se reportó que el sentimiento optimista en la zona del euro había mejorado. A fines de mayo, en un sondeo realizado por IPSOS/REUTERS se encontró que la confianza del consumidor en 23 países se estaba estabilizando. Al momento de escribir esto, 22 de junio, todavía no se conocen los resultados de esta variable para el segundo semestre. Con respecto al desempleo, se ha producido una desaceleración en el número de desempleados no rurales reportados mensualmente en Estados Unidos. Del nivel de 600 mil y tantos reportados en los primeros meses del año, esa suma se redujo a 345.000 en mayo, pero la tasa de desempleo se elevó a 9.4%, para un total de 14.5 millones de trabajadores desempleados. Los informes oficiales indican que los despidos siguen siendo fuertes en la industria manufacturera mientras que se han moderado en la construcción y algunas empresas de servicios. En este sentido, la información de que en el área alrededor de Nueva York hubo una fuerte contracción de 9% en la producción manufacturera en junio respecto a mayo, tuvo fuertes repercusiones negativas en las bolsas mundiales y en las perspectivas de un pronto fin de la recesión. Hay signos de que la congelación del crédito se está suavizando. La tasa LIBOR, la que rige en los préstamos interbancarios, que estuvo en 5% en el segundo semestre de 2008, llegó a un nivel inferior a 1% en mayo y se aprecia una mayor disposición de los bancos a otorgar préstamos, aunque la demanda está todavía débil. Con las perspectivas de salida de la crisis, los precios del petróleo y en general de las materias primas se han incrementado. El precio del

petróleo se ha duplicado de alrededor de los \$30 por barril el primer semestre hasta más de \$70 en junio, con continuas ligeras alzas y bajas. Ello, desde el punto de vista de las posibilidades de recuperación tiene un efecto negativo, por el incremento de precios en la cadena de los mercados y sus efectos sobre la demanda. La aparición en México de la gripe porcina y su esparcimiento alrededor del mundo produjo nerviosismo en los mercados bursátiles, pero sólo temporal. Para junio no hay signos de que ello esté afectando los mercados, a pesar de que la Organización Mundial de la Salud ha elevado el nivel de gravedad a pandemia 6. Respecto al problema de las SP y de la construcción en general, mas adelante hacemos un comentario específico, que muestra el mismo grado de incertidumbre general. Uno de los peligros que se avizoraba como resultado de las características de la crisis, era el desarrollo de una situación de deflación, como la que padeció Japón desde el inicio de los 90. Esos temores estaban respaldados por muy bajas tasas de inflación, que en algunos casos han llegado a casi cero en sectores específicos en Estados Unidos y en Europa. Aunque la deflación tiene terribles consecuencias, ese bajo nivel de inflación ha sido favorable para las políticas expansivas que han implementado los gobiernos. Con el nuevo giro que está tomando la coyuntura, las amenazas deflacionarias han comenzado a disiparse, aunque no descartadas totalmente. Se comienza a hablar nuevamente de amenazas de inflación, aunque no a corto plazo. En junio, el Banco Central Europeo modificó fuertemente a la baja sus pronósticos para Europa. El PIB se contraería en 4.6% en 2009 y en 0.3% en 2010, ofreciendo un panorama totalmente distinto del que se había avanzado anteriormente, tanto por parte de ese banco como en otros círculos. En cambio, de China vienen buenas noticias, parece que el plan de estímulo fiscal está dando resultados y el país podría lograr la meta de crecimiento que había establecido para 2009 de 7.2%. El Banco Mundial ha reconocido esos esfuerzos y esas posibilidades y ha elevado su pronóstico de crecimiento para ese país al nivel establecido por las autoridades, 7.2%. En cambio, el gobierno de Japón, la segunda economía del mundo, anunció unos pronósticos desalentadores para el año fiscal que comenzó en abril y terminará en marzo del 2010. El producto se contraería en 3.3%, las exportaciones en 27.6% y la producción industrial en 23.4%.

En lo que sigue se revisarán las posiciones sobre una pronta salida de la crisis que han mantenido diversas instituciones oficiales, organismos internacionales y personalidades privadas.

Quien primero planteó la posibilidad de que la *Gran Recesión*, como algunos la han titulado, terminara en el 2009 en Estados Unidos fue Ben Bernanke, el Presidente de la Reserva Federal, en términos muy tentativos y muy condicionados. En febrero, en plena situación depresiva declaró: *Si las acciones tomadas por la administración, el Congreso y la Reserva Federal son exitosas en restaurar en cierta medida la estabilidad financiera –y sólo si éste es el caso desde mi punto vista- hay una perspectiva razonable de que la actual recesión terminará en 2009 y de que el 2010 será un año de recuperación.* Fue Bernanke también quien acuñó el término *green shoots*. Más adelante en marzo, cuando ya se mostraban algunos de los signos esperanzadores que hemos mencionado antes, sus

declaraciones sobre el fin de la crisis fueron un poco más afirmativas, pero siempre prudentes y fue en esa ocasión cuando acuñó el término *green shoots*. Sin embargo, para ilustrar las contradicciones y las incertidumbres de este período, las actas de la reunión de la segunda quincena de mayo del Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal, muestran un panorama no muy optimista. Según éstas, la contracción sería más severa de lo previsto y la recuperación sería frágil, aunque se reconoce que el ritmo de contracción económica ha comenzado a suavizarse. Así mismo, reconocieron un fortalecimiento de los mercados financieros y un incremento de la confianza de los consumidores y de las empresas. Los nuevos pronósticos de la Reserva Federal son de una contracción de la economía entre 1.3% y 2% en 2009, con un crecimiento de 2% a 3% en 2010 y una plena recuperación en 2011 con un crecimiento entre 3.5% y 4.8%. Estas cifras son menos favorables que las del gobierno federal, que prevé una contracción de 1.2% en 2009. Los pronósticos de la tasa de desempleo también fueron revisados hacia el alza. La tasa de desempleo llegaría a 9.6% en 2009 y 8.5% en 2011. Sin embargo, ya en mayo la tasa de desempleo llegó a 9.4%, de manera que el resultado final del año debería ser más alto de lo pronosticado. Además, se consideró que la economía no alcanzaría sus objetivos de crecimiento, desempleo e inflación a largo plazo antes de cinco o seis años. Naturalmente, estas posiciones de la Reserva Federal tuvieron una fuerte repercusión sobre las bolsas de Estados Unidos y en el extranjero, las cuales temporalmente detuvieron su tendencia ascendente y bajaron en distintas proporciones. Y a principios de junio Bernanke hizo un llamado al Congreso para que redujera el déficit fiscal, que de no tomarse medidas podría llevar a una grave situación en el futuro. El Fondo Monetario Internacional ha mantenido una posición que podríamos catalogar de pesimista y muy crítica desde 2008 hacia lo que consideraba una política no suficientemente enérgica anti-crisis por parte de los principales países desarrollados, falta de coordinación entre ellos y con pronósticos por parte de ese organismo de más bajos crecimientos de lo que han elaborado los gobiernos. En su *World Economic Outlook* de abril modificó hacia la baja sus proyecciones de la economía mundial. Según ellas la actividad económica global se contraería en 1.3%, la contracción en Estados Unidos sería de 3.8% y en la zona del euro de 4.2%, produciéndose la mayor contracción en Alemania, en 5.6%. Los países emergentes y en desarrollo crecerían en un débil 1.6%, destacándose los crecimientos proyectados para China 7.5% -incluso superiores a las metas del gobierno chino de 7.2%- y para la India de 4.5%. En África el crecimiento sería de 2%. En 2010 el crecimiento de la economía mundial sería de 1.9% pero está proyectado un crecimiento cero tanto para las economías avanzadas como para Estados Unidos. La posición más reciente del FMI puede deducirse de un discurso que pronunció su Director General Alterno, John Lipsky, en una reunión en Turquía el 19 de junio, del cual transcribiremos los párrafos que conciernen a las posibilidades de recuperación.

Después de dos trimestres de una contracción económica global hasta el primer trimestre de este año, están emergiendo signos de que el ritmo de declinación de la producción se ha moderado. Las condiciones financieras han mejorado, la confianza se está recuperando

*gradualmente y los indicadores de producción y demanda futura se han afirmado. **Reflexionando sobre esos desarrollos, yo espero que en las próximas semanas nosotros revisaremos nuestras proyecciones de crecimiento modestamente hacia el alza, principalmente en relación al 2010.*** (Resaltado mío). *La mejora en las condiciones de la economía global se debe en gran medida a enérgicas medidas en un amplio número de países. Como ustedes saben, estas medidas incluyen altos estímulos fiscales, una considerable suavización de la política monetaria – por medio de instrumentos convencionales y no convencionales- y un amplio rango de medidas para apoyar el sistema financiero. Debe resaltarse que las políticas han sido coordinadas globalmente en una gran medida –incluyendo, pero no solo- a través del Grupo de los 20. Esta colaboración ha magnificado notablemente el impacto de las medidas tomadas a nivel nacional. Como las crecientes tasas de desempleo pueden dar fe, es demasiado pronto para concluir que la meta de restaurar el crecimiento global se ha logrado. Más aún, las condiciones están muy lejos de ser normales, a pesar de las recientes mejoras. Mientras que el riesgo de una perturbación financiera sistémica ha sido reducido fuertemente, el crecimiento del crédito en la mayoría de los mercados permanece insatisfactorio en una situación de reducción del endeudamiento (deleveraging) y en que muchos mercados de estructuración de títulos financieros permanecen durmientes. Incluso los indicadores optimistas ampliamente citados que representan “brotes verdes”, todavía apuntan hacia una recuperación global que sería lenta comparada con estándares históricos. La actividad en los países avanzados revivirá sólo gradualmente en el curso del 2010, contrarrestado negativamente por la mayor propensión a ahorrar, un crecimiento limitado del crédito, débil crecimiento de los ingresos de las unidades familiares y una contracción de la riqueza de esas unidades familiares. Y mientras que los mercados emergentes han capeado esta crisis mejor que en las pasadas –gracias en muchos casos a fuertes medidas de política económica implementadas durante la década pasada- no es probable que ellas retornen a una tendencia de crecimiento mientras que los países avanzados todavía están por debajo de un crecimiento normal. Como resultado, es probable que en la mayoría de esas economías, ocurran en el 2010 retrasos en el crecimiento y en el aumento del empleo. (traducción libre).*

En la segunda quincena de abril Angela Merkel declaró que había signos de que la economía alemana estaba tocando fondo, pero ello quedó contradicho con las perspectivas, ya registradas antes, del Banco Central Europeo. Sin embargo, su prudente Presidente Jean-Claude Trichet, declaró que había signos de que la economía mundial había tocado fondo. Larry Summers, el Presidente del Consejo de Asesores Económicos de Obama fue entrevistado en abril por la revista Business Week. Cuando se le preguntó concretamente sobre las expectativas de crecimiento respondió que no quería entrar en especulaciones hipotéticas. Que lo importante era que había un programa masivo anti-crisis que intentarían implementarlo en la forma más enérgica y efectiva posible para maximizar sus efectos beneficiosos sobre la economía. Y Timothy Geithner, el Secretario del Tesoro fue entrevistado a principios de junio por la revista Newsweek. Cuando se le preguntó si la economía había tocado fondo contestó que la

situación se había estabilizado, que había mejoras en los mercados de crédito. Que había tomado mucho tiempo para llegar a la situación de crisis que se había producido y que igualmente tomaría tiempo para resolverlo, el proceso sería accidentado e incluso si el crecimiento comenzara a ser positivo el desempleo continuaría creciendo por algún tiempo. Para terminar esta revisión de posiciones oficiales, incluimos los resultados de la reunión a mediados de junio de los Ministros de Finanzas del Grupo de los Ocho, previa a la reunión de los Jefes de Estado. En su comunicado declaran respecto al panorama actual de la economía: *...Hemos tomado fuertes y coordinadas acciones para estabilizar el sistema financiero y proveer estímulos para restaurar el crecimiento económico y hay signos de estabilización en nuestras economías, incluyendo una recuperación de los mercados bursátiles, una declinación en los márgenes de las tasas de interés, () un mejoramiento de la confianza empresarial, pero la situación permanece incierta y riesgos significativos permanecen para la estabilidad económica y financiera. Incluso después de que el crecimiento de la producción comience a repuntar, el desempleo continuará creciendo. Nuestros países continuarán implementando acciones para reducir el impacto de la crisis sobre el empleo y maximizar el potencial de crecimiento de los empleos en el período de recuperación económica, incluyendo la promoción de políticas con metas específicas, mejorar el desarrollo de habilidades por parte de los trabajadores, asegurando sistemas para una efectiva protección social y haciendo posible a los mercados laborales responder a amplios cambios estructurales.* (traducción libre).

Desde el sector privado, analistas, académicos, consultoras, empresarios, ya se cuentan por muchas docenas las opiniones, artículos, informes sobre las perspectivas a corto plazo de la economía mundial, y quizás me quede corto. Aquí sólo vamos a presentar algunos.

Nouriel Roubini, de quien ya hemos hablado, es llamado *Dr. Doom* por sus sombrías predicciones sobre la economía; él dice que él es *Dr. Realist*. Las más recientes opiniones de Roubini conocidas por mí sobre las perspectivas de la economía son de finales de mayo. Polemiza con los que han sostenido que el fin de la recesión sería a mediados del año y considera que ello ocurriría a fines del año pero en forma muy débil, como parece ser que es la opinión casi unánime. Roubini considera que los *brotes verdes* existentes se estrellan con una gran cantidad de *mala hierba*, por lo cual entiende factores negativos, algunos de los cuales ya han sido identificados en este escrito. Estos factores negativos ejercerían su influencia no sólo en el corto plazo sino también en el mediano plazo, de manera que la recuperación no será en forma de “V” como algunos han sostenido sino en una forma de “U”, pero una “U” ancha en el fondo. Hay mas letras en el alfabeto de la crisis: “W”, doble contracción antes de la recuperación plena; “L”, recuperación y luego estancamiento, y aparte de letras, una escalera con pequeños saltos y hasta una en signo de raíz cuadrada, contracción en formas de “v”, recuperación y luego estancamiento. Para Roubini el problema crucial no es cuándo la economía mundial tocará fondo sino si la recuperación será vigorosa o débil en el mediano plazo. Hay una cantidad de opiniones de académicos destacados pero que, en esencia coinciden con el panorama que se ha mostrado –recuperación pero débil y lenta,

continuación del problema del desempleo, la no desaparición de los riesgos de retroceso- por lo cual no las presentamos. La opinión más pesimista que he leído es la de Wolfgang Munchau,-propietario de la consultora Eurointelligence Advisers y editor asociado del Financial Times- en un artículo en ese diario del 15 de junio: *Optimism is not enough for a global recovery*. Munchau afirma que los signos esperanzadores de marzo no fueron más que una corrección técnica de inventarios con ninguna influencia en las tendencias generales. Después de un análisis de pros y contras, afirma que hay posibilidades iguales de un desplome global de la economía mundial y de un estancamiento, de manera que no contempla la posibilidad de una recuperación aunque sea débil y lenta. Aunque reconoce que los bancos centrales han tomado las decisiones correctas, acusa al estrato político de haber tenido una reacción catastrófica. En lugar de tomar acciones, todo el mundo está esperando que otros reaccionen - lo que a mí me parece exagerado-; por el contrario ha habido críticas de que los gobiernos han tomado decisiones nacionales sin coordinar suficientemente con el resto del mundo. Europa estaría esperando por Estados Unidos, que a su vez estaría esperando por China, la cual estaría esperando por el resto del mundo. Munchau termina su artículo así: *Optimism will get us out of this crisis only if it is founded in reality. Last week showed that this is not the case*. El Presidente del Sindicato Internacional de Empleados del Sector Servicios fue entrevistado por la revista Portfolio en abril. Cuando se le preguntó que comparara esta recesión con las anteriores, respondió que ésta es completamente diferente a todo lo que ha visto en su vida. Y al preguntársele qué signos veía de la economía tocando fondo o cambiando de rumbo, contestó que el paquete anti-crisis que el Gobierno Federal acababa de presentar al Congreso. Entre otros, también fue entrevistado por Portfolio Ed Yardeni, Presidente de una consultora. Interrogado acerca de los signos de la economía cambiando de rumbo, dijo que confiaba mucho sobre las perspectivas de utilidades de las empresas; si éstas daban signos positivos sería señal de que lo peor había pasado. Preguntado cómo calificaría las perspectivas en un rango de 0 a 10, contestó que alrededor de 2 o 3.

Hacia el final de junio se notaron contradicciones similares a las señaladas en los párrafos anteriores sobre las posibilidades de recuperación. Mientras la producción industrial en los países industriales creció en forma esperanzadora, en los Estados Unidos el desempleo aumentó en 467.000 personas para llegar a un porcentaje de 9.6%, para un total de 14.7 millones de desempleados, lo cual originó declaraciones del Presidente Obama en el sentido de que estaba profundamente preocupado por esa evolución. Ello a su vez tuvo su efecto sobre la baja de las bolsas. Por su parte se anuncia que en la eurozona el desempleo aumentó 9.5% entre mayo y abril. Mientras se informa que cifras revisadas indican que hubo en Gran Bretaña una contracción del producto de 2.4%. en el primer trimestre, la mayor en 50 años, se anuncia también que el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales declaró que la recesión podría haber finalizado en marzo, cuando el producto creció en 0.1% para luego aumentar 0.2% en abril. Además, faltan cifras muy importantes como la evolución del producto en Estados Unidos. Es posible que más adelante en julio exista un panorama más claro y

que en el tercer trimestre se confirmen o se rectifiquen las posibilidades de recuperación..

La política monetaria y fiscal anti-crisis de los Estados Unidos continuó avanzando y tomó nuevos giros en unos casos, una vez que Barak Obama tomó posesión de la presidencia de ese. El Presidente Obama anunció el 17 de junio su propuesta para la reforma del sistema financiero y la Reserva Federal se mantuvo muy activa en su política monetaria heterodoxa. Estos temas serán tratados más adelante.

A los dos años del inicio de la crisis, detonada por el estallido de la burbuja inmobiliaria, es conveniente revisar la evolución de ese sector, pues su recuperación es clave para la de la economía en general. Ya en la sección correspondiente examinamos el efecto devastador que el estallido de la burbuja tuvo sobre la pérdida de sus propiedades por parte de las unidades familiares que habían comprado bajo el sistema SP. En el comportamiento de ese sector en 2009 observamos contradicciones similares a las que comentamos antes sobre la economía en general. Los comentarios serán sobre la situación en los Estados Unidos, excepto cuando se exprese lo contrario.

Los desalojos han continuado con un ritmo preocupante en 2009 y en mayo se estimaba que 12% de los deudores hipotecarios estaban o en situación de mora o de desalojo. Este año se ha agregado un factor negativo: al principio los hogares en problemas eran solamente los que habían comprado en situación de SP, generalmente en los estratos de bajos ingresos, pero el aumento del desempleo y la reducción de ingresos ha horadado la situación de parte de la clase media con buen record crediticio. La revista Businessweek indica en mayo que la tasa de desempleo en personas con un título universitario es de 4.4%, lo que no parecería alto, pero un año antes era de 2%. Y un informe de la Asociación de Banqueros Hipotecarios, indica que por primera vez desde que comenzó el crecimiento de los préstamos SP, la mayor parte de los desalojos que están ocurriendo se encuentra en las hipotecas bajo intereses fijos, que son justamente préstamos de alta calidad. A ello se agrega una posible bomba de tiempo. Existen hipotecas por valor de medio billón de dólares bajo la modalidad que permite acumular en la deuda principal los pagos no realizados y \$2.5 billones en préstamo bajo la modalidad denominada *ALT-A*, que tienen una calidad intermedia entre las SP y las hipotecas de más alta calidad. Estos préstamos fueron otorgados a unidades familiares con buena hoja crediticia pero su situación financiera no fue analizada en detalle y en general esos préstamos fueron para inmuebles de relativo alto precio y los analistas se preguntan qué proporción de esas unidades familiares se encontrará en el futuro en situación de realizar las amortizaciones mensuales. Tomando en cuenta esas variables y la tendencias hasta mediados de 2009, se ha estimado que 2.2 millones de unidades inmobiliarias bajo la modalidad de SP entrarán en situación de desalojo en los próximos años.

Los precios de los inmuebles residenciales no han cesado de bajar. La mediana del precio de esos inmuebles fue estimada en mayo en \$169.000, mientras que antes del

inicio de la crisis esa cifra se situaba en alrededor de \$300.000; en términos generales se estima que dichos inmuebles han perdido 32.2% del precio a mediados de 2006. Ello trae como consecuencia que en una buena proporción los precios de los inmuebles sean inferiores a la deuda contraída, lo que es un estímulo para el abandono de esos inmuebles. En una situación como la descrita era de esperarse, como ha ocurrido, que las nuevas construcciones de viviendas se hayan desplomado, produciéndose continuas reducciones en los nueve meses que finalizaron en mayo. Cifras oficiales indican que las nuevas construcciones de inmuebles residenciales fueron en abril, ajustadas en base anual, de 458.000, lo que indica una contracción de 54.2% respecto a la cifra de abril de 2008, que fue de 1.001.100, lo cual es indicador del abrupto deterioro en esta actividad. Sin embargo, el inventario de casas sin vender es tan alto, que no se predice que pueda reducirse en el corto plazo significativamente. Aunque en abril el número de casas en venta se redujo en alrededor de 12%, el tiempo para que se venda el inventario de casas existente se calcula en 10 meses de acuerdo a los promedios mensuales registrados.

Aunque no lo trataremos en detalle, la actividad en el sector inmobiliario comercial, oficinas, centros comerciales, hoteles, etc., ha sido afectada fuertemente y bien podría estar en una situación peor que en el área de las SP. El valor de la propiedad comercial se estima en \$6.500 billones, de los cuales 50% fue construido bajo financiamiento, en el cual se ha usado un título parecido al CDO para efectos de su estructuración y venta (securitization), títulos financieros de hipotecas respaldados por propiedades comerciales (de ahora en adelante CMBS) (comercial-mortgage backed securities). En las hipotecas financiadas a través de esos títulos, que se estima en \$700 mil millones, las moras en los pagos en abril han crecido 246% respecto a abril del 2008, por el incremento de los deudores que no tienen capacidad de pago. El sector se paralizó prácticamente en 2008 como consecuencia de la congelación del crédito por el sistema financiero: en 2007 se emitieron \$230.000 mil millones en CMBS, en tanto que en el 2008 sólo se emitieron \$12.000 millones. El Deutsche Bank estima que la propiedad comercial puede perder entre 35% y 45% de su valor desde su nivel más alto en 2007. A esto se agrega que el sistema bancario de los Estados Unidos está más involucrado en el crédito para la propiedad comercial que para las SP. En esta última sólo un grupo de bancos grandes se involucraron, en tanto que se calcula que miles de bancos nacionales y estatales son acreedores en esta área, los cuales podrían acusar pérdidas por este concepto por \$250.000 millones.

Lo anterior es un resumen apretado del escenario negativo en la actividad inmobiliaria. Cuál es el positivo? En primer lugar está la política anti-crisis del gobierno estadounidense, que en general y respecto a esta área ya fue expuesta antes. De seguidas está el efecto de las rebajas en las tasas de interés. Debido a esa evolución, los deudores hipotecarios pueden renegociar sus créditos a tasas más bajas lo cual significa un sustancial ahorro. Se estima que en el primer semestre del año se ahorraron \$2.500 millones por ese concepto y esos ahorros podrían llegar a \$18.000 millones en el año completo. Por otra parte, las ventas de casas usadas que estaban en el mercado se

incrementaron 6.7% en abril, según la Asociación de Agentes Inmobiliarios. Este incremento, el tercero consecutivo, hizo que el índice que mide esas transacciones pasara de 84.6 en marzo a 90.3 en abril. Se atribuye ese incremento a la baja de precios que comienza a atraer a los potenciales compradores y a un subsidio de \$8.000 otorgado por el gobierno a los compradores de inmuebles por primera vez. También debe señalarse algunas iniciativas de bancos privados tratando de evitar los desalojos. El banco JP Morgan anunció en enero un programa para cambiar las condiciones de hipotecas por un valor de \$1.000 millones a fin de hacer posible que centenares de miles de unidades familiares puedan mantenerse en sus viviendas, lo cual ya se había iniciado en noviembre de 2008. Este programa incluye rebajas en las tasas de interés o en los pagos. El banco estima que su programa inicial ha salvado a 330.000 propietarios de ser desalojados. También hacia fines de 2008 el Bank of America anunció un programa con los mismos propósitos. ¿Qué pesará más en el próximo futuro, ¿los factores positivos o los negativos? En este particular tampoco hay certidumbre, tampoco hay optimistas extremos y los pesimistas piensan que los factores negativos pesarán más hasta bien entrado el 2010 o el 2011. Como dice John Authers del Financial Times refiriéndose a los factores positivos: *Esas son razones esperanzadoras. Sin embargo, debe prestarse atención a las ventas forzadas por los desalojos, porque éstas empantan cualesquiera otros factores.* En el ámbito mundial puede decirse que una mayoría de países ha tenido problemas en su actividad inmobiliaria, con factores diferentes en cada caso. En algunos, como el Reino Unido, España e Irlanda habían desarrollados burbujas similares a la de Estados Unidos. En otros, sin existir ese factor, el efecto de la crisis ha producido repercusiones que han implicado una contracción con diversas intensidades en el sector de la construcción. En todos los casos se han implementado políticas para la recuperación y los pronósticos al respecto son igualmente inciertos.

Las líneas centrales de la crisis han sido “matizadas” con algunos desarrollos negativos importantes, tales como: los fraudes tipo pirámide, esquema Ponzi () de Madoff y de Stanford, de \$50.000 mil millones y de \$8.000 mil millones respectivamente; la casi quiebra como país de Islandia, que había creado un imperio financiero en el interior del país y en el exterior, a base exclusivamente de endeudamiento; la situación crítica de los países del Este de Europa y de los países bálticos, particularmente la situación extremadamente grave de Latvia; la crisis de la industria automotriz en los Estados Unidos, que culminó con la declaración de quiebra de la General Motors. Esos desarrollos no los vamos a comentar, pero indudablemente contribuyeron a deteriorar la confianza en el sistema financiero y en mayor o menor medida influyeron en la evolución de la crisis.

Por motivo de un viaje, a principios de julio suspendo temporalmente, hasta agosto, la redacción de este escrito

Período abril-junio

Aunque en esta sección la concentración es sobre el período indicado, también se hacen algunos comentarios sobre meses posteriores.

Cuando reanudé en agosto mi [trabajo sobre la crisis](#), estaba bien avanzada la información [preliminar](#) sobre los resultados del segundo trimestre. Ellos confirmaron los sentimientos optimistas, pero siempre con altibajos. El resultado más importante es el referente a la evolución del PIB el cual tuvo un comportamiento esperanzador, después de la desastrosa evolución en el primer semestre. [Así, Alemania, Francia y Japón, entre los países desarrollados, tuvieron leves crecimientos, inferiores al 1%. Lo importante en este caso no es el cambio cuantitativo, sino la reversión de la tendencia decreciente](#) ocurrida [hasta el primer trimestre](#). En general en el área del euro el PIB se contrajo en 0.2% en el segundo trimestre, lo que significa una mejora significativa, pues la reducción en el primer trimestre fue de 2.5%. Sin embargo, en ese mismo período, en Gran Bretaña el producto se contrajo en 0.6%, superior a la de la zona del euro. Sin embargo, el Gobernador del Banco Central de Inglaterra declaró en septiembre que los indicadores disponibles apuntaban hacia un crecimiento del producto en el tercer trimestre. [Por otra parte, en los Estados Unidos ocurrió una leve contracción del producto de 0.7% también significativa, comparada con la fuerte contracción en el primer trimestre, lo cual se atribuye a la menor reducción en la inversión, en los inventarios, en las exportaciones y al mayor gasto gubernamental. En los países emergentes y en desarrollo se confirmó lo que se había previsto sobre China, un crecimiento superior a 7% y en Singapore la recuperación fue muy intensa, con un crecimiento de más de 20%. Así mismo se han reportado crecimientos en India, Indonesia, Corea del Sur y Brasil.](#) En Rusia, el PIB creció en 0.8% en julio, cuando en lo que va del año ha habido una contracción de 10%.

[El otro componente importante en que se basa la visión optimista sobre la recuperación es la tendencia alcista en las bolsas, sobre lo cual ya hemos escrito en páginas anteriores; no solamente en Estados Unidos sino en el mundo en general, reflejando la mayor confianza de los inversores y la mayor disposición a la toma de riesgos. Esa tendencia ha continuado, aunque con reversiones temporales, por diversas causas: la influencia de una evolución negativa, ya sea en el campo financiero o real; la toma de beneficios por parte de los inversores; el temor de los inversores de que ese crecimiento no se compadezca con la evolución de los fundamentos de la economía. Incluso algunos analistas se preguntan si no se estará creando una nueva burbuja financiera, que en algún momento estalle.](#) La [tendencia](#) descrita [ha continuado. El 23 de septiembre el Dow Jones, que estaba a los niveles de los seis mil en marzo, alcanzó la cifra de 9.829.67 y el Standard and Poor, que se encontraba en los niveles de 900 en junio, pasó del nivel de 1.000 en agosto; así mismo, el índice de la bolsa de las acciones del sector tecnológico, Nasdaq, que en julio estaba en niveles inferiores a 2.000, llegó al nivel de 2.146.30.](#) Por otra parte, el índice FTSE para Europa ascendió de los niveles de 800 en

julio a los 900 en septiembre y el correspondiente a Gran Bretaña ascendió desde los niveles de 4.000 en julio a 5.000 en septiembre.

Otros indicadores parciales se agregan a la posición optimista sobre la recuperación, algunos de los cuales listaremos a continuación.

1.- El volumen del comercio mundial creció 2.5% en junio respecto a mayo. Sin embargo, la contracción del comercio mundial ha sido de tal magnitud, que los pronósticos son de una reducción de alrededor del 9% para el conjunto de 2009. Sólo la evolución de los meses siguientes podrá indicar si el crecimiento de junio es un caso esporádico o es una tendencia permanente.

2.- En Estados Unidos, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se contrajo de \$104.5 mil millones en el primer trimestre a \$98.8 mil millones, por la reducción de las importaciones y el crecimiento de las exportaciones.

3.-En Estados Unidos, las ventas de nuevos inmuebles familiares crecieron en 9.6% en junio, en tanto que las correspondientes a ventas de inmuebles ya construidos crecieron 7.2%, el mayor crecimiento en dos años.

4.- En Gran Bretaña, las ventas al detal crecieron 1.4% en junio, mientras que en mayo habían descendido en 0.8%. Sin embargo, informaciones posteriores indican que en agosto el índice de producción se redujo en 2.5 %, la actividad de minería y canteras se redujo en 7.3% y la manufactura en 1.9%.

5.- La tasa libor, que rige los préstamos interbancarios llegó en julio a sus niveles más bajos desde el 2008. La correspondiente a Estados Unidos se situó en 0.513%, la europea en 0.965% y la de Gran Bretaña en 1.005%. Esas tasas llegaron en octubre del 2008 a niveles hasta de 6%. Esa tendencia bajista es un estímulo importante para la concesión de préstamos bancarios al público, lo cual abona a la meta de superación de la congelación del crédito, que ha sido una característica permanente durante la crisis.

6.- En Estados Unidos, los empleos perdidos en julio, excluyendo la agricultura, fueron de 247.000 trabajadores, cuando en junio se habían perdido 467.000 empleos.

7.- En Estados Unidos, un buen número de empresas industriales han declarado beneficios hacia la mitad del año. Entre esas empresas se mencionan Caterpillar, Merck y Dupont. Igualmente se registran beneficios en un número de bancos, entre ellos Goldman Sachs.

8.-En Estados Unidos, el índice de actividad manufacturera se elevó en agosto por encima de 50, a 52.9, indicando así una expansión, por primera vez desde enero de 2008.

9.-En la zona del euro, las órdenes de insumos industriales crecieron en 3.1% en julio, en tanto que un indicador de la actividad industrial y de servicios llegó en agosto al nivel de 50, el más alto en más de un año.

10.- En China, la producción industrial creció en julio en 10.8%, en base anual y las ventas de carros para pasajeros se elevaron en 70.5% respecto al mes de julio de 2008.

11.- En Japón, la producción industrial creció 1.9% en julio, el quinto mes de crecimiento consecutivo y la tasa de desempleo bajó en 0.2%, para situarse en 5.5%.

13.-En Alemania, el índice de sentimiento empresarial de IFO, una consultora, creció de 87.4 en julio a 90.5 en agosto y los gastos de los consumidores crecieron en el segundo trimestre en 0.7%, el crecimiento más fuerte desde el cuarto trimestre de 2006.

14.-En Estados Unidos, el índice que mide la volatilidad de las acciones incluidas en el S&P 500 han mostrado una tendencia decreciente el cual, con diversas fluctuaciones, ha pasado de niveles superiores a 55 en marzo a alrededor de 20 en diciembre.

15.- En Estados Unidos, el índice Markit Itrax, que mide la aversión al riesgo de los inversores, bajó en la segunda semana de septiembre 60 puntos básicos, para situarse en 556, el más bajo desde el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

16. En Estados Unidos, el índice de los indicadores económicos anticipatorios, aquellos que muestran por adelantado el posible curso de la economía, hacia el alza o a la baja, como nuevos pedidos de insumos y equipos para la industria manufacturera, nuevos permisos para la construcción, el promedio de horas trabajadas en la industria manufacturera, etc., se ha elevado en los meses recientes. Después de una tendencia permanente hacia la baja durante todo el período de la crisis hasta marzo de este año, desde abril, cuando el índice estaba por debajo de 50, se acercó en agosto al nivel de 80.

La evolución que hemos sintetizado ha producido un ambiente de optimismo superior al que prevalecía a mediados del año, matizado siempre con un toque de prudencia. Casi con unanimidad, los gobiernos, los bancos centrales, los organismos internacionales, las oficinas consultoras, los departamentos de investigación de grandes empresas financieras y no financieras, y economistas importantes, coinciden en esa opinión, la cual se expresa resumidamente en algunas frases: “lo peor ya pasó”, “el pánico es cosa del pasado”, “la recesión tocó fondo”. Incluso Nouriel Roubini coincide con la mayoría, aunque afirma que la consolidación de la recuperación requiere un segundo paquete de estímulo fiscal por parte de los Estados Unidos. Como consecuencia, los pronósticos de crecimiento elaborados por esos distintos entes han sido revisados hacia el alza. En lo que también existe consenso es que la recuperación será lenta y no se espera un crecimiento firme hasta el 2011. Tampoco se descartan retrocesos.

A continuación se transcribe una selección de los pronósticos revisados del FMI, en su informe sobre la economía mundial, dado a conocer a principios de octubre. Aunque ese organismo mejoró hacia el alza sus proyecciones anteriores, el crecimiento ocurrido en el segundo trimestre y el que se espera para el resto del año en algunos países, no logra contrarrestar la abrupta contracción del primer trimestre.

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB %

	2009	2010
Mundo	-1.1	3.1
Estados Unidos	-2.7	1.5
Zona Euro	-4.2	0.3
Alemania	-5.3	0.3
Francia	-2.4	0.9
Italia	-5.1	0.2
Países Desarrollados	-3.4	1.3
Países Emergentes y en Desarrollo	1.7	5.1
Rusia	-7.5	1.5
China	8.5	9.0
India	5.4	6.4
Japón	-5.4	1.7
Brasil	-0.7	3.5
México	-7.3	3.3

Fuente: FMI

Estas proyecciones nos permiten hacer un breve análisis comparativo. La contracción de la economía mundial no sería mayor por el crecimiento del conjunto de los países emergentes y en desarrollo, especialmente varios países asiáticos, entre ellos China y la India, pues en el conjunto de los países desarrollados ocurriría una contracción. La contracción proyectada para los países europeos, incluyendo a Rusia, es mucho mayor de la que se proyecta para Estados Unidos, con la excepción de Francia. De los países incluidos, las mayores contracciones, muy similares, se producirían en Rusia y México, mientras que el mayor país latinoamericano, Brasil, presentaría una contracción menor del 1%. En el año 2010, nuevamente el crecimiento proyectado de la economía no sería menor por el crecimiento de los países emergentes y en desarrollo, (3.1%), pues los crecimientos proyectados para los países desarrollados son muy bajos.

Un conjunto de factores importantes condiciona la lentitud de la recuperación y, aún para algunos, puede producir retrocesos, como ya indicamos en párrafos anteriores. Aquí adelantamos algunas consideraciones complementarias.

. En primer lugar, el propio sistema financiero. A pesar de la mejoría registrada, su situación es delicada. Todavía existen en poder de esas instituciones activos tóxicos, que se han estimado en Estados Unidos entre \$600 mil millones y \$1.4 billones y las propuestas para eliminarlos no se han materializado; este amplio margen revela que nadie a ciencia cierta conoce el monto exacto de esos activos, ni en Estados Unidos ni en el resto del mundo. A este respecto, la Corporación Financiera Internacional, adscrita al Banco Mundial, anunció el 1º de octubre que, dentro de un programa para aliviar los elevados niveles de activos con problemas en los países en desarrollo, por valor de \$5.000 millones, dedicará \$1.500 millones para adquirir activos tóxicos de bancos o compañías. Por otra parte, los proyectos para fortalecer el capital de esas instituciones, todavía están en proceso, especialmente en Estados Unidos y en la Unión Europea, aunque algunos bancos estadounidenses han hecho emisiones exitosas de acciones que los han fortalecido. El FMI, en su último informe sobre la economía mundial publicado en octubre, ha estimado las acreencias incobrables de la banca, derivadas de la crisis, en \$2.800 millones, de los cuales una proporción importante, \$1.500 millones, más de la mitad, están todavía por reconocerse. Esta situación del sistema financiero, brevemente delineada, se constituye en un obstáculo para superar definitivamente la congelación del crédito y permitir, así, un financiamiento fluido de la recuperación. Según la consultora Dealogic, citada por la revista *The Economist*, las empresas no financieras en Estados Unidos han vendido en los ocho primeros meses del año \$1.1 billón en bonos, con un incremento significativo respecto a los vendidos en 2007, cuando fueron de \$898 mil millones, lo cual se explica en buena parte por el rechazo de las peticiones de préstamos por parte de los bancos.

Por otra parte, está la situación del desempleo y del consumo, especialmente en Estados Unidos. Los pronósticos para este país son que el desempleo seguirá aumentando a pesar de la recuperación, aunque en los últimos meses las cifras absolutas han ido disminuyendo; las empresas no se atreven a incrementar significativamente los empleos mientras se mantengan incertidumbres sobre la recuperación y su magnitud. El propio Presidente Obama ha declarado que él no considera que la recuperación se haya iniciado mientras se mantenga el crecimiento del desempleo. La cifra de nuevos desempleos en septiembre fue de 263.000 trabajadores, para llegar a una proporción de 9.8%, un record de 26 años y con un nivel absoluto de 15.1 millones de desempleados. Los pronósticos eran de un aumento menor del desempleo, por lo cual los mercados reaccionaron negativamente, ocurriendo una baja en las bolsas mundiales y produciéndose un retroceso en el optimismo prevaeciente. – A su vez, en Europa la tasa de desempleo llegó en septiembre a 9.6%. – La situación de esta variable influencia a su vez el consumo privado, en el cual se ha producido una contracción de consideración y la tasa de ahorro ha crecido. Los consumidores no se deciden a aumentar su consumo, también por las incertidumbres sobre la recuperación y especialmente por los temores

de que puedan ser despedidos. Es opinión muy compartida que, mientras el consumo de los hogares no repunte, la marcha de la recuperación será muy lenta e inclusive corre peligro de revertirse, pues dicha variable es la más importante dentro de los gastos del PIB, con una participación de alrededor de 70%, la cual ha bajado en el proceso de la crisis. Sin embargo, la revista Business Week, como resultado de una investigación realizada, considera que la importancia del consumo privado es mucho menor de lo que se considera normalmente. Ellos encontraron que una porción importante de gastos que se incluyen como gastos de los consumidores, no son realmente gastos realizados propiamente por los hogares, entre otros, la gastos imputados a los hogares propietarios de sus casas, gastos de salud que no salen directamente del bolsillo de los consumidores. Cuando se deducen esos ítems de las estadísticas, se logra una proporción de 40% en términos del consumo privado respecto al PIB, mucho más baja que el porcentaje que se usa normalmente de más de 70%. Me imagino que este interesante resultado será objeto de intensa discusión; si son correctos, ello alteraría en forma importante los análisis que se hacen con base en la cifra utilizada, respecto a la importancia decisiva del consumo privado en la economía estadounidense y, especialmente en estos momentos, la gran dependencia de la recuperación respecto a la evolución que tenga esa variable. En China, la importancia del consumo privado es baja y la propensión al ahorro es alta. El gobierno, dentro de su política anti-crisis ha tomado medidas para incentivar el consumo, lo cual ha dado frutos parciales; pero es imposible pensar que ni en el corto ni en el mediano plazo, el consumo en China llegue a alcanzar niveles como los Estados Unidos, cuyo nivel relativo –además- no existe en ninguna otra parte del mundo, según lo indican las estadísticas existentes. Para ilustrar esta afirmación, The Economist indica que, para que China logre aumentar el gasto en una forma significativa que permita compensar la reducción del gasto en Estados Unidos, su actual superávit de balanza de pagos, de \$297 mil millones, tendría que pasar a un déficit de \$463 mil millones. Imposible, tanto desde el punto de vista económico como político.

Un factor importante es la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas, los cuales paralelamente con la recuperación tienden a aumentar, lo cual se constituye en un contrapeso a la propia recuperación, pero a la vez incrementa los ingresos de los países en desarrollo. El precio del petróleo se ha mantenido en septiembre, e incluso en la primera quincena de octubre, en los alrededores de \$70 por barril.

Algunos analistas incluso cuestionan la calidad de la recuperación que comienza a manifestarse, bajo el argumento de que ella se ha derivado de una política expansiva sin precedentes: la verdadera prueba de la solidez de la recuperación sería cuando ella comience a crecer sin los estímulos de esas políticas. Entre otros aspectos, se considera que parte de la mejora financiera de las empresas no financieras, se debe a una fuerte realización de inventarios. Una vez que éstos se encuentren cerca del agotamiento, las empresas se verían obligadas a incrementar la producción, en concordancia con la evolución de la demanda.

Aunque con algunos signos recientes positivos, la situación del sector inmobiliario en Estados Unidos sigue siendo delicada, como hemos expuesto antes. La última información que se tiene al momento -7.10.09- del índice de precios Case-Shiller de inmuebles residenciales es que subió 1.6% en julio respecto a junio, lo que es un signo positivo de reanimación del mercado, pero en base anual se produjo una reducción de 13.3%. Es opinión generalizada que uno de los indicios de la recuperación será cuando comience a manifestarse con firmeza un aumento en dichos precios. Las ventas de residencias nuevas en agosto alcanzaron 429.000 unidades, con un incremento de 0.7% respecto a julio, pero inferior en un 3.4% a la cifra de julio de 2008. Para apreciar la significación de estas cifras, es conveniente indicar que el subsidio de \$8.000 otorgado a las unidades familiares para la compra de casas nuevas expira en noviembre y hay temores de que ello sea un factor negativo para el mercado; ha habido peticiones de que ese subsidio sea prorrogado. Las notificaciones de desalojo se redujeron en 0.47% en agosto respecto a julio, pero fueron 18% más altas que en julio de 2008. En el mes de agosto una en cada 357 residencias recibió notificaciones de desalojo. Todavía no tengo información que me permita deducir si la cifra dada antes de familias en peligro de ser desalojadas en los próximos tres años se ha modificado con la evolución posterior, pero a principios de octubre se anunció que dentro del plan del Presidente Obama para reducir los desalojos, 500.000 propietarios lograron modificar su plan de hipoteca, lo que les permitió retener sus propiedades. Sin embargo, se ha planteado que en el próximo futuro, una cantidad importante de hipotecas, que están bajo la modalidad de pagar por unos años sólo los intereses o una cifra baja y, además en alguna proporción bajos intereses, deben modificarse, lo que significaría pagos mucho más elevados y posiblemente una tasa de interés más alta. Para muchos hogares esa nueva situación sería imposible de ser financiada, lo cual se constituye en peligro de desalojos. La deteriorada situación en bienes raíces comerciales continúa inalterada, de manera que no hay factores que me permitan modificar la apreciación que hice en páginas anteriores. Con variantes, la situación delineada para Estados Unidos es similar en los otros países desarrollados. Al respecto dice el Fondo Monetario Internacional en octubre:

Los precios de las viviendas están bajando a un ritmo menor o se están estabilizando en algunos países desarrollados, como en Estados Unidos y el Reino Unido, pero muchos mercados enfrentan todavía el peligro de nuevas bajas de precios. A pesar de que el pesado freno al crecimiento por la contracción de la inversión en inmuebles residenciales se está suavizando, un regreso a situaciones más optimistas es improbable mientras los hogares enfrenten condiciones difíciles en el mercado de trabajo y los desalojos continúen creciendo. Más aun, la actividad en bienes raíces comerciales todavía tiene que tocar fondo. Esta actividad, cuyo descenso se había quedado rezagado respecto al residencial, se encuentra ahora en una severa contracción. Por lo tanto, la actividad en la construcción también pasa por una severa contracción, con efectos negativos sobre el sector financiero....La tendencia alcista del desempleo y de los niveles de espacios desocupados, precios a la baja y condiciones de préstamos más rigurosas, contribuyen al deterioro en las

ventas y al aumento en la cesación de pagos de los alquileres o de las amortizaciones de hipotecas en los Estados Unidos. El sector de bienes raíces comercial está también bajo presión en Europa, especialmente en Irlanda, España y el Reino Unido, donde los precios de las propiedades han bajado significativamente. (Traducción libre)

En relación al sector inmobiliario, la más reciente información que poseo -10.10.09- es sobre el Reino Unido. Según datos de la empresa *Nationwide Building Society*, los precios de las viviendas crecieron en septiembre en 0.7%, después de haber aumentado en agosto en 1.4%. El portavoz de esa empresa indicó: *El alto desempleo y las condiciones restrictivas del crédito hacen improbable que los precios de las viviendas continúen creciendo al fuerte ritmo de los meses recientes. Una razón para ser prudente sobre el panorama de los precios de las viviendas es que el volumen de ventas está todavía por debajo de los niveles normales. Al ritmo actual de crecimiento, tomaría otros dieciocho meses para llegar al nivel de ventas de pre-crisis.*

En algunos países de pequeña o mediana importancia en la economía mundial, la crisis ha sido especialmente severa, por razones diversas, entre ellos los países bálticos y del Este de Europa, Irlanda, Islandia y España. En este país el colapso del sector inmobiliario y por ende de la construcción, ha pesado considerablemente, hasta el punto que todavía hasta el 2010 se pronostica una contracción de la economía. Mientras esos focos extremos negativos no se resuelvan, ello será un obstáculo para la recuperación mundial.

Derivado de los indicios y pronósticos de la recuperación, comienza a desarrollarse una discusión sobre los peligros de un reavivamiento de la inflación. Este tema no corresponde a ser abordado con cierto detalle en esta primera parte, pero por su importancia me parece conveniente esbozarlo en sus grandes rasgos, en la seguridad de que en el futuro será un tema álgido para Estados Unidos y para la economía mundial. Dada la fuerza de la crisis, hasta marzo del 2009, se consideraba que el mayor peligro entre inflación y deflación, era ésta última y se discutía la probabilidad de que una baja tendencial de precios como la que azotó a Japón en la década de los 90, afectara a la economía mundial. Esas posibilidades estaban respaldadas por la caída estrepitosa de los precios de los inmuebles y la contracción en los precios de los bienes de consumo. Dichos peligros parecen superados con el repunte de la economía y se plantea que, en algún momento de la recuperación la inflación tenderá hacia el alza. El consenso actual es que, sobre todo por la alta capacidad ociosa de las economías, ese peligro todavía no está a la vista, pero hay opiniones disidentes, en el sentido de que más temprano que tarde los gobiernos y los bancos centrales tendrán que introducir frenos en sus políticas expansivas y recoger la alta liquidez existente como consecuencia de esas políticas, para evitar un brote inflacionario. Sin embargo, no es fácil determinar el momento más oportuno para la reversión de la actual política expansiva, y se alerta contra el peligro de que un freno a destiempo pueda obstaculizar la recuperación, como por ejemplo, una elevación de las tasas de interés. Los principales bancos centrales del mundo han declarado que por los momentos no vislumbran modificaciones a las bajas

tasas de interés existentes; sin embargo, el banco central de Australia elevó, en la primera semana de octubre, su tasa de interés en 0.25%, para llevarla de 3% a 3.25%, como signo de confianza en la recuperación de la economía australiana. Esta medida ha derivado en que los mercados hayan reaccionado en el sentido de que la recuperación está más cerca y por lo tanto también más cerca las posibilidades de inflación. Como consecuencia, el oro traspasó la frontera de los \$1.000 la onza troy, para colocarse en los alrededores de \$1.040, pues tradicionalmente es un refugio contra la inflación y contra el deterioro del dólar. Con toda seguridad, esta discusión se va a intensificar en lo que resta de 2009 y en el próximo año.

. En los mercados cambiarios se han producido algunos desarrollos importantes. Como consecuencia de la mayor aversión al riesgo, se ha reducido la demanda de letras del Tesoro de los Estados Unidos y por consiguiente la demanda de dólares, con el consiguiente deterioro de la divisa estadounidense. Desde agosto, el tipo de cambio de esta moneda con el euro ha estado en los alrededores de 1.40, incluso acercándose en algunos momentos a 1.50. Por otra parte, como resultado de la crítica situación económica y fiscal de Gran Bretaña, la confianza en ese país disminuyó considerablemente, con la consiguiente salida de capitales y la reducción de las inversiones extranjeras, derivando en un colapso de la libra esterlina que, llegó a bajar casi al nivel del euro; recientemente ha habido una recuperación parcial. Una lógica derivación de esos movimientos, sería el incremento de las exportaciones de los países con la moneda devaluada, lo cual se ha producido en los Estados Unidos pero no en Gran Bretaña.

Un caso particular dentro del proceso de la crisis es el de los llamados países emergentes, especialmente China, India y Brasil. Como se recordará, al inicio de la crisis hubo una opinión bastante compartida que dichos países no serían afectados -el decouple- lo cual no sucedió. Ahora, de acuerdo a la evolución que están teniendo esos países y la que se espera en el futuro, se ha planteado un nuevo ambiente de opinión favorable para esos países: serían en ellos donde se manifieste primero la salida de la recesión, serían ellos los líderes de la recuperación. Esta posición está respaldada por el comportamiento reciente de esos países, lo cual confluye en las proyecciones de crecimiento realizadas por el FMI y por todas las instituciones privadas o públicas que hacen ese tipo de estimaciones. Los resultados del segundo trimestre en los países asiáticos son impresionantes. Según *The Economist*, los crecimientos en base anual en ese período, respecto al primer trimestre fueron: en China de 15%; en Corea del Sur de casi 10%; en Singapur de 21%!; en Indonesia de 5% y la producción industrial asiática de 36%! Por otra parte, Brasil creció en el segundo trimestre respecto al primero en 1.9%. Al reflejar esta evolución positiva, no olvido que buena parte del tercer mundo ha sufrido severamente las consecuencias de la crisis; ello será tratado en una sección específica de este escrito.

La recuperación de la economía mundial plantea una gran interrogante. ¿Será “business as usual” o se realizarán las reformas del sistema financiero que están proyectadas,

sobre todo en Estados Unidos y Europa? El tiempo nos lo dirá, esto será tratado en la Parte II de este escrito. Al respecto, es sumamente interesante, por venir de quien viene, lo que dice Dominique Strauss-Kahn, Director General del FMI, en una entrevista que le fuera hecha por la revista Newsweek, hacia finales de septiembre. Ante la pregunta que le hiciera el periodista, si al producirse la recuperación volveríamos a “business as usual”, o lo que sucedió derivaría en un rompimiento permanente que conduciría a una “nueva normalidad”, Strauss contestó: *“Estoy más de acuerdo con la última opción. Pienso que el modelo de crecimiento que teníamos –antes de la recesión- ha sido destruido. Ese modelo, con los Estados Unidos consumiendo y el resto del mundo proveyendo recursos para ello no era sostenible...”*

Período julio-octubre

Quise esperar, para finalizar esta primera entrega, hasta el final de octubre y primeros días de noviembre, para examinar los resultados del tercer trimestre y también algunas informaciones muy preliminares de octubre.

Los resultados del tercer trimestre del año y el período posterior indicado muestran que los “brotes verdes” continuaron ampliándose, con su inevitable acompañamiento de “mala hierba”, sobre lo cual trataremos de seguidas.

- La evolución más importante es el crecimiento del producto (PIB) de los **Estados Unidos** en el tercer trimestre, en 3.5% en base anual, el primero después de cuatro trimestres de contracción, muy superior a los que tuvieron Francia y Alemania en el segundo trimestre y superior también a los pronósticos de los economistas, que indicaban un 3.3%. (Esta cifra fue revisada en noviembre hacia la baja a 2.8%, por un ajuste en el renglón de importaciones y fue nuevamente revisado a la baja en diciembre a 2.2%. El párrafo anterior y el que sigue continúan siendo correctos, excepto el pronóstico de los economistas.). Este repunte se atribuye especialmente a la fuerte demanda de los consumidores de carros y viviendas, estimulados por los subsidios gubernamentales, de los cuales el correspondiente a viviendas se vencía el 30 de noviembre; pero a principios de ese mes el Congreso aprobó su extensión con algunas modificaciones. Los beneficios se extienden a aquellas familias que tengan un contrato para la compra, antes del 1º de mayo, para una primera vivienda cuyo precio no exceda de \$800.000. Así mismo se crea una nueva facilidad, por la cual se otorga un subsidio, siempre a través de crédito fiscal, por un monto de \$6.500, para aquellos propietarios de una vivienda que compren otra vivienda, siempre que en la primera vivienda hayan vivido por lo menos cinco años de los últimos ocho años. Además, se amplió la elegibilidad de acuerdo a los límites del ingreso familiar: de \$75.000 para personas solteras y \$150.000 para parejas, hasta \$125.000 y \$225.000 respectivamente. Como consecuencia de lo anterior, el consumo de bienes duraderos de precio elevado creció 22.3% en base anual y el consumo privado total aumentó en 3.4%. Por su parte, los precios de consumo

se elevaron en octubre en 0.3%, superior al de septiembre que fue de 0.2%, lo cual es un signo de que los peligros de la deflación se están alejando. Otra variable que jugó un papel positivo fue las exportaciones de bienes que, estimuladas por la mayor demanda de Asia y Europa, impulsadas por la recuperación y también por la devaluación del dólar, crecieron 21.4% en base anual. En esta ocasión la disminución de inventarios jugó un papel menos importante, pues fue menor que la ocurrida en el segundo trimestre. Los pronósticos apuntan a que el crecimiento del cuarto trimestre será menor, por el debilitamiento del efecto del estímulo fiscal. La economista principal de la Casa Blanca declaró: *Este bienvenido hito es solamente otro paso, todavía tenemos un largo viaje por delante hasta que la economía se haya recuperado plenamente....Se necesita un crecimiento robusto y sostenido para bajar la tasa de desempleo sustancialmente, que es lo que todos tratamos de lograr.* Y el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner, dio una sorprendente declaración: *La recesión permanece viva y aguda*, refiriéndose a que, a pesar del crecimiento de la economía, los serios problemas del desempleo y del crédito todavía golpean a gran cantidad de estadounidenses. Y, justamente, en el desempleo está parte importante de la “mala hierba”. Su tasa se elevó a 10.2% en octubre, la más elevada desde 1983, cuando en ese mes quedaron desempleados 190.000 trabajadores, en realidad bastante inferior a las cifras de meses anteriores. Con relación a esa situación, el gobierno informó que, el resultado de las diversas medidas orientadas a crear o salvar empleos, era una cifra de un millón de empleos, lo cual es un desarrollo positivo pero preocupante en cierto sentido, pues confirma la profundidad de la recesión y la magnitud que tendría el desempleo actualmente sin el efecto de esas medidas. Otra cifra enfatiza la gravedad de la situación en esta área, al registrarse que los desempleados a largo plazo continúan incrementándose, al alcanzar 5.6 millones de personas. Desde el punto de vista de los empleadores, es reveladora una conversación que sostuvo Irwin Seltzer, columnista del Sunday Times, con un grupo de pequeños empresarios estadounidenses; en sus declaraciones indicaban que ellos estaban en un estado de parálisis, siguiendo el debate sobre el proyecto de ley sobre la salud, que según ellos aumentaría sus costos de producción y sus impuestos personales. En esa situación de incertidumbre, incluso si hay una mejoría en los negocios, no contratarán más personal. A este respecto debe recordarse que, una parte importante de la producción y de la creación de empleos es realizada en Estados Unidos por la pequeña y mediana empresa. El Congreso aprobó a principios de noviembre un conjunto de medidas para ampliar el seguro del desempleo. Se establecen catorce semanas adicionales de ayuda para aquellos desempleados que han agotado su seguro estatal y federal y hasta veinte semanas para aquellos que viven en Estados donde la tasa de desempleo es superior a 8.5%. Con ello, la ayuda puede llegar hasta 99 semanas, el período más largo en la historia laboral del país. La importancia de esta medida puede

apreciarse al estimarse que 600.000 desempleados han agotado recientemente su período de validez del seguro, de acuerdo a la legislación anterior.

Las bolsas estadounidenses han continuado la tendencia alcista comentada en párrafos anteriores. El índice Dow Jones traspasó la barrera psicológica de los 10.000 puntos, al alcanzar 10.015.86 el 14 de octubre y situarse el 12 de noviembre en casi 10.300. Ese crecimiento no fue lineal, sino que evolucionó con alzas y bajas que, incluso regresaron el índice a niveles de 9.800, influenciado por diversos factores que han puesto en duda la solidez de la recuperación y han creado nerviosismo en el mercado. Los otros índices bursátiles han seguido una trayectoria similar. El S&P se elevó por encima de los 1000 puntos y se situó el 12 de noviembre en 1098 puntos; el Nasdaq sobrepasó los 2000 puntos y el 12 de noviembre estaba en 2.166 puntos. Estas tendencias de la bolsa en Estados Unidos son similares a las del resto del mundo, especialmente en Asia y en Europa.

Otro signo de la recuperación son las utilidades del sector privado. El resultado de 70% de las compañías incluidas en el S&P500 indica una reducción de las utilidades del 17.5% en el tercer trimestre, respecto al mismo período del año anterior. Pero esas pérdidas son muy inferiores al desplome que ocurrió en el segundo semestre de 2008 e inicios de 2009. Según algunas proyecciones, este trimestre sería el último en que se registren pérdidas. En lo que se refiere particularmente al sector financiero, varios de los principales bancos han acusado fuertes utilidades: Goldman Sachs, \$3.500 millones; JP Morgan, \$3.600 millones; Wells Fargo, \$3.200 millones; en cambio Citigroup, que ha tenido grandes dificultades durante la recesión y en parte la provocó, como el sistema financiero en general, estuvo a punto de la quiebra y ahora tiene participación gubernamental en su capital, tuvo un magro resultado en sus utilidades de \$101 millones. Al igual que en el mercado bursátil, esos resultados favorables se han repetido en el resto del mundo, especialmente en Europa y Asia. Frente a esos “brotes verdes” hay una manifestación de “mala hierba” al reportarse que, hasta septiembre, 94 bancos han quebrado en 2009. La última quiebra más importante ocurrió en noviembre, cuando el banco CIT, que otorgaba créditos a alrededor de un millón de pequeños y medianos empresarios estadounidenses, operaba en 50 países y ya había recibido apoyo financiero de la Tesorería, declaró la quiebra bajo la ley que lo protege de los acreedores y con un programa de reestructuración. La decisión del gobierno fue que CIT no era “demasiado grande para impedir que quebrara”, que ha sido la base de muchos apoyos financieros, como en el caso de AIG y otros. Los resultados financieros de la banca han ocasionado una airada reacción de parte de la población al considerar que ellos son escandalosos, tomando en cuenta que todavía no se han solucionado muchos problemas, particularmente lo relacionado con la vivienda y los desalojos y el alto desempleo. Esta reacción, natural tomando en cuenta los sufrimientos de gran parte de la población por la crisis originada en el sector financiero, nos presenta también una paradoja: las pérdidas del sistema

financiero, por las razones ya examinadas, provocó la crisis, y ahora con la tendencia hacia la recuperación se consideran injustificadas. En este sentido hay que recordar que de no haber sido por la intervención estatal, probablemente el sistema financiero se habría desplomado y con él el conjunto del sistema económico. Sólo una reforma, como la que se está proyectando, particularmente en los países desarrollados, al establecer una situación más balanceada entre el sistema financiero y el resto de la economía, que reduzca los riesgos –eliminarlos imposible- de una crisis como la que estamos padeciendo, puede resolver –tal vez sólo parcialmente- esa paradoja. El Presidente del Banco Central Europeo, cuando se le formuló una pregunta sobre lo planteado aquí, respondió:

Yo diría que aquellos, particularmente en el sector financiero, que creen que la economía está regresando a las mismas condiciones que existían antes, como si nada hubiera pasado, están profundamente equivocados. Si el sistema financiero está funcionando hoy, es precisamente porque en conjunto los bancos centrales y los gobiernos dieron un considerable apoyo. De los dos lados del Atlántico, un total entre 25% y 30% del PIB ha sido utilizado a riesgo de los contribuyentes. Es irresponsable pensar que la recuperación del sector financiero ha ocurrido naturalmente. Los banqueros en Europa y en el mundo deben comportarse responsablemente, hacer su trabajo, que es financiar a la economía real, y trabajar resueltamente para establecer un sistema financiero que sea considerablemente más estable. (traducción libre). Como ya he indicado antes, estos problemas serán tratados en la segunda parte de este escrito.

El dólar ha sido influenciado en este período, al igual que el mercado bursátil, por los crecientes signos de recuperación de la economía mundial, con la consiguiente pérdida de aversión al riesgo y reducción de la demanda por letras del tesoro de los Estados Unidos. Pero esta tendencia no ha sido lineal; al igual que en el caso del mercado bursátil, se han producido fluctuaciones de acuerdo al clima de confianza que prevalezca en la firmeza de la recuperación. Así por ejemplo, esa relación de cambio que se encontraba en \$1.4537 por euro el 2 de octubre comenzó a evolucionar hacia un deterioro del dólar para luego revertir levemente esa dirección. La relación dólar-euro llegó a 1.50 el 21 de octubre para luego virar y colocarse a niveles de \$1.46. Posteriormente llegó a \$1.5037 el 11 de noviembre y en los días siguientes ha variado levemente a favor del dólar, para colocarse en 1.49 el 14 de noviembre. Relacionado estrechamente con la suerte del dólar, se ha producido, en una relación que podríamos llamar de doble vía causa-efecto, una tendencia fuertemente alcista en el precio del oro. La principal causa de esta tendencia son las dudas sobre cuán sólida es la recuperación, pues, como es bien sabido, el precioso metal es uno de los mejores refugios contra la pérdida de riqueza; ello está derivando en una fuerte demanda que incide hacia el deterioro del dólar, lo cual rebota a su vez en una nueva demanda de oro. Así, éste que estaba en los niveles de \$900 por onza troy en octubre, llegó el 13 de noviembre a \$1116.10. En este sentido, es importante que el Banco Central de la India haya comprado 200 toneladas métricas al Fondo

Monetario Internacional, por un monto de 2.400 millones de dólares. En el periódico chipriota Financial Mirror hay un interesante señalamiento cuando indica que el precio del oro está subvalorado; su precio máximo en 1980 de \$850/onza, ajustado por inflación equivaldría a hoy a \$1884. Esto está relacionado con la discusión que se está desarrollando sobre el papel del dólar como moneda de reserva y la posible conversión de reservas de los países, del dólar hacia otras monedas. Incluso, en octubre, un rumor que circuló, y posteriormente fue negado, en el sentido de que la China, Australia y la India estaban en conversaciones para proceder a tal recomposición de sus reservas internacionales, produjo fuerte repercusión en las bolsas y en los mercados cambiarios.

- Termino estos comentarios sobre los Estados Unidos transcribiendo parte de un documento de la Reserva Federal, porque me parece que es una excelente síntesis del panorama económico y financiero y de las metas de la política económica, tal como es apreciado por esa máxima autoridad monetaria.

La información recibida desde la reunión de septiembre del Comité Federal de Mercados Abiertos sugiere que la actividad económica ha continuado recuperándose. Las condiciones financieras no han cambiado en términos generales en el período entre las dos reuniones. La actividad en el sector de la vivienda se ha incrementado en los meses recientes. Respecto al gasto para vivienda hay signos de haberse incrementado, pero permanece limitado por el aumento del desempleo y el lento crecimiento del ingreso, el reducido valor de las viviendas y las condiciones más rigurosas del crédito hipotecario. Las empresas están todavía reduciendo sus gastos en inversión fija y en empleo, pero a un ritmo menor que anteriormente; ellas continúan haciendo progresos en armonizar los inventarios con las ventas. A pesar de que la actividad económica permanecerá probablemente débil por algún tiempo, el Comité anticipa que las acciones de política para estabilizar los mercados y las instituciones financieras, los estímulos fiscales y monetarios y las fuerzas del mercados, apoyarán un crecimiento económico cada vez más vigoroso y un retorno gradual a niveles superiores de utilización de los recursos en un contexto de estabilidad de precios. (traducción libre)

- La segunda evolución más importante del tercer trimestre es la aceleración del crecimiento de **China**, por encima de los pronósticos, cuando su PIB creció en 8.9%, superior al crecimiento que se había producido en los dos trimestres anteriores del año. Se estima ahora que el país puede cumplir la meta que se ha establecido de un crecimiento de 8% en el año 2009. La economía china se benefició del estímulo fiscal aplicado por el Gobierno de \$586.000 millones, orientado a estimular el consumo y la inversión, especialmente en infraestructura, para contrarrestar la baja en las exportaciones. La agencia china oficial informó que la inversión en fábricas, construcción y otros activos creció más del 30% en el período enero-septiembre, llegando a un récord de \$2700 billones y la producción industrial creció 8.7% de enero a septiembre y 12.4% en

el tercer trimestre. En ese mismo período el gasto de los consumidores contribuyó en un tercio al crecimiento. Lo más sorprendente es el crecimiento de la venta de automóviles en el mismo período señalado, en 34%, para un total de 9.66 millones de unidades. Por otra parte, con los avances en la recuperación, la demanda externa de productos chinos comienza a crecer de nuevo, permitiendo así reenganchar a millones de trabajadores que habían sido despedidos y obligados a regresar a sus provincias, por la reducción en la producción industrial y de las exportaciones. El Consejo de Estado chino ofreció una declaración muy balanceada sobre la situación económica del país: *El paso de la economía se aceleró en los primeros trimestres, pero al mismo tiempo estamos conscientes de que todavía hay dificultades y problemas en el desarrollo económico y social de nuestro país.*

- En **el resto de Asia** se produjeron también desarrollos positivos, pero no con la misma intensidad que en China. **Corea del Sur** creció a una tasa de 2.9% en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior, el mayor desde el primer trimestre de 2002 y en 0.6% respecto al mismo trimestre del año anterior. El sector manufacturero creció en 8.7% en el tercer trimestre respecto al segundo, impulsado por la producción de automóviles y de productos tecnológicos. Las exportaciones, que habían sido fuertemente golpeadas por la recesión, crecieron 5.1% en el mismo período, después de haber crecido en 14.7% en el segundo trimestre. Los gastos de capital se expandieron en 8.9% mientras que el gasto de los consumidores en sólo 1.4%. Corea del Sur se ha beneficiado también por un paquete de estímulo fiscal y por una moneda devaluada que hace competitiva sus exportaciones. El pronóstico del Banco de Corea es de una contracción del PIB en el conjunto del año de menos de 1%. Aunque la **India** ha mantenido una tasa positiva de crecimiento durante la crisis, ese crecimiento se desplomó, de 9.2% en el primer trimestre de 2007 a 5.8% en el cuarto trimestre de 2008. Pero en el 2009 comenzó a recuperarse y en el segundo trimestre tuvo una tasa de crecimiento de 6.1%, que fue superada en el tercer trimestre, cuando el PIB creció 7.9%. Este crecimiento se debió a vigorosos crecimientos de la industria manufacturera de 9.2% y de 8.5% en comercio, transporte y servicios de comunicación, respecto al mismo período del año anterior. Ese comportamiento de la economía india es más significativo porque se tenía dudas de que el crecimiento del segundo trimestre se repitiera en el tercero, dudas compartidas incluso por los Ministerios de Finanzas y de Planificación. La razón, que el monzón de este año había sido muy débil. Extraña paradoja, los monzones que matan a miles de personas, son indispensables para fertilizar el suelo y salvar así muchas vidas del hambre. También se deduce que, de haber sido el monzón más fuerte –y, por lo tanto, haber matado más personas– el crecimiento habría sido más alto. El gobierno implementó un programa de estímulo fiscal que ha contribuido a la recuperación indicada.

Japón tuvo en el tercer trimestre una vigorosa recuperación de 4.8% en base anual, el máximo crecimiento del producto en dos años que se compara muy

favorablemente con la contracción que ocurrió en el primer trimestre de 12.2% y es casi el doble del crecimiento del segundo trimestre de 2.7%. Las variables que contribuyeron más a ese comportamiento de la economía fueron el consumo privado y los gastos de capital que tocaron fondo y reiniciaron su crecimiento. En la recuperación ha influido el estímulo fiscal implementado por el gobierno. Sin embargo, hay temores de que el crecimiento se pueda debilitar, pues la tendencia a la baja de los salarios, contrarrestaría los subsidios para la compra de automóviles y productos electrónicos. Esto fue escrito en noviembre, antes de que en diciembre se anunciara que una revisión había reducido el crecimiento a un mero 1.3%, indicando un escenario totalmente distinto al que señalaba el crecimiento de 4.8%. Como explicación principal para ese notable error se dio que las compañías japonesas no habían invertido en nuevos activos el monto que fue atribuido en la primera estimación. Quise mantener el párrafo inicial para destacar los peligros de errores estadísticos, los cuales derivan en análisis bien alejados de la situación real. Relacionado con esto, este país anunció un nuevo paquete de estímulo fiscal por un monto de \$82.000 millones. Refiriéndose a la recuperación asiática, -propiamente respecto a los países emergentes, excluyendo a Japón- el Fondo Monetario Internacional en su último informe de octubre sobre la economía de Asia, afirma:

Asia se ha recuperado rápido de la crisis global. Inicialmente la región fue golpeada extremadamente y el producto en la mayoría de los países se contrajo más que incluso en aquellos países que estaban en el epicentro de la crisis. Pero desde febrero la economía asiática comenzó a revivir. Las exportaciones y la producción industrial comenzaron a crecer de nuevo, al principio lentamente y luego rápidamente. Ahora Asia está liderando al mundo en la salida de la recesión. Realmente los "brotes verdes" de la recuperación parecen más firmes en Asia que en las otras regiones. No sólo son ellos más vigorosos sino que han aparecido más temprano (en abril en muchos casos) y han progresado posteriormente. Después de examinar la fuerte dependencia externa que la economía asiática tiene del resto del mundo y de cómo esa dependencia ha influido tanto en el proceso de contracción como en el de la recuperación, continúa: Esto no quiere decir que los factores externos han sido los únicos motores de la recuperación. Por el contrario, la respuesta agresiva de la región ha jugado un papel significativo. La respuesta -tanto en el campo monetario como en el fiscal- ha sido sustancialmente más fuerte que en la pasadas recesiones y en algunos aspectos superior al de las otras regiones. En buena parte esa respuesta ha sido dictada por el desafío al que hacían frente: la mayoría de los países; en el período entre el fin de 2008 y los primeros meses de 2009 sufrieron la peor recesión después de la segunda guerra mundial. Igualmente importante, la calidad e intensidad de la reacción fue posible por las condiciones iniciales relativamente fuertes del continente: la situación fiscal ha sido más sana, las políticas monetarias más confiables, los balances de las empresas y de los bancos más robustos que en cualquier tiempo pasado. Estas condiciones permitieron una fuerte

reducción de las tasas de interés y en forma general la demanda interna se ha mantenido notablemente bien. (traducción libre).

- **La zona del euro** tuvo un crecimiento de 0.4% en el tercer trimestre, respecto al segundo trimestre, el primero después de seis trimestres consecutivos de contracción. Sin embargo, este resultado es menor de lo que indicaban los pronósticos, de 0.6%, y muy inferior al que se produjo en Estados Unidos. El conjunto de la **Unidad Europea** tuvo un crecimiento de sólo 0.2%, la mitad del crecimiento parcial indicado, como consecuencia de que un buen número de países acusaron una contracción. Dentro de este desenvolvimiento global, Alemania creció 0.7%, casi el doble del promedio, mientras que el crecimiento de Francia fue de 0.3%, inferior al promedio y el de Italia de 0.6%. Otros países donde se registró una evolución positiva fueron Holanda, Bélgica y Austria y Suecia. Entre los países donde nuevamente se registró una contracción se encuentran Gran Bretaña, con una contracción del PIB de 0.4%, cuando se había pronosticado una leve recuperación, -(cifra revisada a -0.3% posteriormente y nuevamente a -0.2%), Hungría, -1.8%, y Estonia, -2.8%-. En Lituania, cuya situación ha sido muy delicada, el producto se contrajo en 14.3%, respecto al mismo período de 2008; sin embargo, respecto al segundo trimestre esa evolución significa un incremento de 13%, por lo cual se adelanta la posibilidad de que la economía haya tocado fondo. El vocero de la Unión Europea, al anunciar los resultados dijo: *Hemos salido de la recesión pero no del impacto de la crisis*. Esta referencia tiene relación, entre otros aspectos, con la situación preocupante de la deuda pública que, en un reciente documento de la Comisión Europea muestra un panorama más deteriorado del que tenía antes, según el cual la deuda pública llegaría a 100% del PIB en 2014, si no se toman medidas vigorosas, sin afectar la recuperación; al número de países que todavía están en una situación de contracción de su actividad económica; y a la todavía débil situación de los bancos, los cuales poseen un alto componente de activos tóxicos. A este respecto, el Banco Central de Holanda tomó el control del banco DSB a mediados de octubre, cuando un intento de apoyarlo por un grupo de otros bancos fracasó. El Banco Central Europeo, tomando en cuenta el estado actual de la coyuntura europea, que no muestra todavía una salida integral de la recesión “y del impacto de la crisis”, ha mantenido su tasa de interés en 1%. Esta decisión fue facilitada por el hecho de que los precios todavía muestran un descenso, aunque menos intenso que antes. Así, el índice armonizado de precios al consumidor, que es el indicador usado para medir la inflación en la zona del euro se contrajo en 0.1% en octubre, inferior a la contracción de septiembre de 0.3%. A partir de octubre los pronósticos son de un crecimiento de la inflación, tanto en lo que resta del año como a partir del 2010. Respecto a la tasa de desempleo, que como indicamos antes su ubicó en 9.6% en septiembre, los pronósticos indican, después de una revisión hacia la baja, que será de 9.5% en 2009 y 10.6% en el 2010. En una entrevista para el periódico francés Le Monde el 17 de

noviembre, Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, declaró en relación a la situación general de la coyuntura europea y sus perspectivas:

Con relación al crecimiento del tercer trimestre y a las perspectivas de la recuperación: *Después de las cifras del segundo trimestre, que fueron ligeramente negativas, este crecimiento positivo confirma que realmente hemos salido del período en caída libre que caracterizó los seis meses siguientes al colapso de Lehman Brothers. Esas cifras confirman nuestro escenario básico, de una recuperación progresiva y gradual de la economía. Lo que estamos observando ahora es más positivo que las proyecciones que teníamos hace seis meses. Dicho esto, debemos permanecer prudentes. Existe todavía una gran incertidumbre, tanto en una dimensión global como en Europa, particularmente en lo que concierne al crecimiento del próximo año. Todavía no podemos cantar victoria. **Con respecto a las posibilidades de un retroceso:** La incertidumbre, como he dicho, es una característica importante del período en que nos encontramos. Hemos observado en el pasado reciente la erupción de sucesos que no fueron predichos en términos de su severidad. Observamos que durante los seis meses de esa caída libre global las autoridades de política económica no podían descansar en instrumentos analíticos considerados confiables y particularmente los banqueros centrales notaron, semana tras semana, que se hacían obsoletos los análisis y las proyecciones de los modelos económicos más usados y probados. A través de este período hemos tenido que descansar en la sabiduría y experiencia colegiada de la autoridades de la política económica. Ahora hemos recobrado un grado razonable de confianza en nuestros instrumentos analíticos, pero un fuerte componente de incertidumbre permanece todavía. (traducción libre).*

- **Rusia** (no miembro de la Unión Europea) experimentó una contracción del PIB de 8.9% en el tercer trimestre, respecto al mismo período del año anterior, pero creció 13.9% respecto al segundo trimestre. La economía rusa, basada principalmente en petróleo y gas, fue golpeada severamente por la crisis, pero las proyecciones indican una nueva mejoría para el cuarto trimestre. Las últimas proyecciones del Banco Mundial señalan que la economía en 2009 se contraería en 8.9%. A diferencia de la Unión Europea ha sufrido en 2009 una inflación que supera el 10%.
- Como hemos indicado antes, **los precios de las materias primas** han fluctuado en forma aproximadamente paralela con la coyuntura económica mundial. Su índice -que incluye el petróleo- que había llegado a su máximo nivel en julio del 2008 -218.99- en base 2005 igual 100- se desplomó casi en forma vertical para tocar fondo en febrero de 2009 -96.48-, comenzó a crecer con algunas fluctuaciones para situarse en octubre del 2009 en 132.59 de manera que su promedio para esa fecha era sólo el 62% del alcanzado en julio de 2008. Los precios del petróleo sufrieron una caída similar pero más pronunciada. Su índice, con la misma base de 2005, -que está conformado por un precio promedio de tres variedades de crudo- alcanzó un máximo de 248.3 en julio del 2008 que, como ya hemos indicado, corresponde a un precio de \$150 por barril. Los precios

tocaron fondo entre diciembre de 2008 y febrero de 2009 –índices de 77.84, 82.30 y 78.27 en diciembre 2008, enero y febrero de 2009 respectivamente-. Con el índice más bajo los precios promedio fueron de apenas 31.5% del precio máximo y fue cuando los precios llegaron a niveles de \$30 por barril. Después de haber sobrepasado los \$80 por barril en la etapa ascendente a partir de marzo, los precios han sufrido una leve declinación y para el 19 de noviembre se colocaban en \$78 por barril.

Sobre otras regiones del mundo, no he podido examinarlas de forma aceptable como para redactar algunos párrafos sobre su coyuntura, pero indudablemente fueron afectadas en diverso grado por la crisis y en ellas aparecen, también en diverso grado, signos de la recuperación.

- Van incrementando las voces que alertan contra la amenaza de **estarse creando una nueva burbuja financiera** o incluso de que ya estamos en presencia de ella, no sólo en Estados Unidos sino a nivel mundial. Entre los analistas que han manifestado su opinión al respecto están: Nouriel Roubini, Walter Manchau, Rana Forohaar, David Smith y Tony Jackson. El argumento central es como sigue: Mientras los recientes crecimientos del PIB no sobrepasan un dígito, los mercados bursátiles han crecido varias veces, alrededor de dos tercios en Estados Unidos y 95% en los mercados emergentes. La causa fundamental está en la política monetaria y fiscal expansiva, para hacer frente a la crisis, manifestada en las bajas de interés, la creación de dinero a través de la compra de deuda pública y de activos financieros por parte de los bancos centrales, -*quantitative easing*- y los planes de estímulo fiscal de los gobiernos que derivan en un alto endeudamiento público. Si estas tendencias se mantienen las tendencias inflacionarias volverían a resurgir, la creación de una burbuja sería inevitable y su estallido tendría desastrosas consecuencias, quizás peores que la que están afrontándose en este momento. Esa situación plantea un dilema, al que ya nos hemos referido, cuándo deben las autoridades poner freno a la política expansiva, para que la recuperación no se entorpezca. A este respecto, el Vicepresidente de la Reserva Federal Donald L.Kohn, en una presentación hecha el 4 de noviembre, manifestó: *El mejoramiento en el panorama económico y financiero desde la primavera ha significado que el Comité Federal de Mercados Abiertos no ha emprendido ninguna nueva iniciativa para suavizar las condiciones financieras y estimular la demanda en sus últimas reuniones.* Y ya Bernanke adelantó que la política expansiva no puede mantenerse indefinidamente, que en algún momento debe comenzar una reversión, por lo que se piensa que posiblemente a mediados del 2010 comience una elevación de la tasa de interés de la Reserva Federal. Como ya hemos mencionado el Banco Central de Australia ya elevó su tasa de interés y Noruega la subió a 1.5%. Se comenta que otros países europeos seguirán pronto esta misma decisión y Trichet, el Presidente del Banco Central Europeo ha dado declaraciones en el mismo sentido de las de

Bernanke, lo cual lleva a los analistas a deducir que en el 2010 se comenzaría también a revertir la política monetaria expansiva.

En esta problemática juega un papel crucial **el déficit federal de los Estados Unidos**, lo cual es objeto de una fuerte discusión, no sólo entre partidarios y opositores del gobierno, sino en la misma Casa Blanca. Una revisión de las proyecciones indica que el déficit proyectado en los 10 años que terminan el 2019 se ha elevado en \$2.000 millones, para una suma total \$9.05 mil millones. En consideración de esta situación se está discutiendo la posibilidad de no usar parte del monto del Plan de Estímulo Fiscal y así reducir la deuda, entre los cuales se encuentran una cantidad que estaba reservada para financiar a los bancos, que ya no se necesitará. Seguiremos de cerca la discusión y la evolución de este importante tema. Con posterioridad a haber escrito este párrafo, se anunció en diciembre la extensión del programa de estímulo fiscal hasta octubre de 2010. En este nuevo período los fondos disponibles no serán usados en el financiamiento de la banca –los bancos han comenzado a devolver los fondos prestados- sino, entre otros fines, el de financiar a las pequeñas compañías, que están en una situación difícil, entre otros factores por la dificultad de obtener crédito bancario.

Período noviembre-diciembre. Preliminar

Como a medida que iba escribiendo sobre el tercer trimestre iban llegando informaciones posteriores, pude avanzar en algunos comentarios sobre noviembre y diciembre, en forma muy preliminar y fragmentaria, pues la información completa sobre el cuarto trimestre sólo estará disponible hacia febrero del 2010. De manera que será en el segundo avance de este escrito donde se hará un examen global del cuarto trimestre y los resultados de 2009 en su conjunto.

Hacia fines de noviembre brotó una “mala hierba”, que se había venido desarrollando desde el 2008. **Fue cuando el gobierno de Dubai anunció que estaba gestionando una moratoria de seis meses para los pagos de deuda de la compañía estatal World Dubai**, que totalizan un monto de \$59 mil millones, de los cuales debería hacer pagos por el orden de \$3.52 mil millones el 14 de diciembre. Antes de continuar exponiendo el desarrollo de esta situación, es conveniente un breve comentario sobre su origen.

El gobierno, cuyos ingresos del petróleo representan sólo el 6% del total, se había embarcado en un ambicioso proyecto, con base en un fuerte endeudamiento, para convertir su desierto en un oasis urbanístico, turístico y financiero y hacer de DuBai el centro económico-financiero del Medio Oriente, lo cual a su vez atrajo una importante inversión extranjera. De los más innovadores edificios en el mundo, incluyendo desarrollos urbanísticos flotantes, se estaban construyendo allí. Adicionalmente, se hicieron importantes inversiones en el extranjero, en bienes raíces, facilidades portuarias, tiendas,

casinos. En el 2006 se había finiquitado el contrato para la compra de las facilidades portuarias de Miami, pero el Congreso de los Estados Unidos vetó la operación, por considerar que era una adquisición por un gobierno extranjero. La concreción de ese proyecto era implementada por Dubai World y otras empresas del Estado, las cuales se habían endeudado por una suma total que se estima en \$80 mil millones. La calificadora de riesgo Moody's estima que las deudas totales de Dubai pueden llegar a \$100.000 millones.

El estallido de la burbuja inmobiliaria se sintió fuertemente en Dubai. Las más importantes inversiones se paralizaron y, por supuesto, los ingresos proyectados no se realizaron. Muchos de los inmigrantes comenzaron a regresar a sus países, entre los cuales se cuentan desde obreros, especialmente hindúes, hasta profesionales de diversas categorías e inversores. Sin embargo, hasta el anuncio sobre la moratoria de deuda, las empresas estatales habían venido cumpliendo con sus compromisos de deuda.

Dicho anuncio repercutió inmediatamente en las bolsas de todo el mundo. El Dow Jones bajó en 150 puntos el 27 de noviembre, 1.5%, para finalizar en 10.309.9 ese día. El S&P se contrajo en 19.4% para un nivel final de 1091.49 y el Nasdaq bajó 1.7%, para quedar en 2.138.4. Sin embargo, ni Estados Unidos ni Europa, están muy expuestos a las deudas de Dubai y posteriormente hubo una recuperación de las bolsas a nivel global. Los bancos más involucrados con las deudas del Emirato son el HSBC y el Standard Charter. El temor, que todavía está en el ambiente, es que un acontecimiento negativo como éste, produzca una reacción parecida a la que ocurrió con la quiebra de Lehman Brothers, desatando así una crisis de confianza que pondría en peligro la recuperación, con el temor adicional de que puedan estar en germen otros desarrollos negativos.

En los Emiratos, se produjo inmediatamente una reunión de los jefes de Estado para revisar la situación, pero no se tomaron decisiones importantes. Es conveniente recordar que ya el Emirato más rico, Abu Dhabi, a través de su fondo soberano de \$800.000 millones había financiado a Dubai con \$10.000 millones, y le había comprado bonos por valor de \$25.000 millones, y está en duda que se produzca otro financiamiento importante en una situación tan comprometida. Posteriormente Abu Dhabi declaró que trataría los problemas de deuda de Dubai "caso por caso" o sea que no habría cheque en blanco. También es importante señalar que, aunque existen funciones que los Emiratos comparten colectivamente, no está en ellas el de las finanzas, cuya responsabilidad es individual. El anuncio más importante fue el del Banco Central de los Emiratos, sobre su decisión de financiar a los bancos que pudieran verse afectados por la situación existente. Por otra parte, para complicar la situación, el gobierno de Dubai informó que no garantiza las deudas de sus compañías, que ellas deben cubrir sus propios riesgos y que eso quedó asentado muy claramente cuando se constituyeron esas compañías. Esto tomó por sorpresa a muchos y algunos inversores declararon que cuando las realizaron, daban por implícita la garantía

del gobierno. Probablemente muchas de las inversiones no se hubieran realizado de haber estado esto claro.

Las bolsas de los Emiratos tuvieron caídas tanto el lunes 30 de noviembre como el martes 1º de diciembre, pero a partir del miércoles 2 comenzó un feriado bancario de cuatro días.

Se anunció que habría reuniones con los principales acreedores de Dubai, pero hasta el 15 de diciembre no he tenido información sobre esto. Uno de los problemas para conocer con precisión los problemas de deuda de Dubai es la poca transparencia del régimen. El gobierno no informa suficientemente y los medios tampoco porque están bajo la influencia exagerada del Ejecutivo. En una ocasión, el Financial Times que tenía ese día abundante información sobre el caso, fue retirado de los quioscos.

Sorpresivamente, el 14 de diciembre se anunció que Abu Dhabi estaba otorgando un nuevo financiamiento a Dubai, por un monto de \$10.000 millones, con lo cual el Emirato podrá pagar las deudas que se vencían en esta fecha y manejarse financieramente durante los primeros meses del 2010. Esto da la razón a los que opinaban que, en última instancia Abu Dhabi saldría al rescate de Dubai, por considerar que un incumplimiento de pagos del Emirato, perjudicaría a todos los Emiratos en su conjunto y a él particularmente. El mundo financiero reaccionó aliviado ante la noticia y las bolsas del mundo reaccionaron hacia el alza, particularmente en Dubai, donde el principal índice bursátil subió 10% y en Abu Dhabi, donde subió 7.9%. El financiamiento otorgado significa que Dubai pudo “correr la arruga” hasta el próximo año y será en 2010 que se verá si el Emirato logra resolver sus problemas permanentemente, o por el contrario, entrará en una espiral de deterioro y en incumplimiento de sus compromisos financieros.

Paralelo con el problema de Dubai, en Europa se intensificaron los temores sobre la deuda fiscal de Grecia, que ha estado en problemas incluso desde antes del estallido de la crisis mundial, con una permanente violación de la regla en la eurozona, de que el déficit fiscal no debe pasar del 3% del producto. El nuevo gobierno socialista que ganó las elecciones en octubre, anunció en noviembre que la situación fiscal era peor que la que había dado a conocer el anterior gobierno conservador. La Comisión Europea modificó las proyecciones de su deuda para 2009 a 12% del producto y para 2010 a 12.2%. El Ministro de Finanzas del país anunció planes para modificar el presupuesto para 2010, elevando los impuestos a los sectores más ricos de la población y reduciendo la evasión fiscal y así reducir el déficit fiscal a 9.1% del producto, lo que algunos consideran optimista. La calificadora Fitch bajo el status del riesgo de la deuda pública griega de A a BBB+ y posteriormente Moody's también bajó su calificación; se teme que si las calificadoras continúan bajando de categoría la deuda griega, a los bancos del país se les haría difícil continuar recibiendo financiamiento del Banco Central Europeo, en cuyas operaciones se usa como garantía los bonos de la deuda gubernamental que poseen. Las autoridades de la

Comisión Europea manifestaron su preocupación por la situación fiscal de Grecia e instaron a ese país a reforzar sus medidas para reducir el déficit.

En forma relacionada, en los días anteriores al anuncio de Dubai, **Ariel Roubini había lanzado una acerba crítica a la situación económica en los Estados Unidos**. Estos son algunos de sus planteamientos: *Con relación al crecimiento del 3.5 % del producto, la economía estadounidense estaría en una posición más débil de lo que indican las estadísticas oficiales, al no tomar en cuenta el estado de las pequeñas empresas, cuyo sentimiento está en baja y su producción está cayendo abruptamente. Si se tomaran en cuenta esos factores, el crecimiento del producto podría haber sido de dos por ciento. Esta opinión la dio Roubini sin conocer la revisión a la baja del producto a 2.8%; posiblemente sus declaraciones negativas habrían sido más enfáticas de haber estado en conocimiento de esa revisión. *Con respecto a la tasa de desempleo de 10.2% en octubre, de tomar en cuenta los trabajadores, que frustrados, se han retirado de la lista de buscadores de empleos y a los trabajadores con empleo parcial, esa cifra habría saltado a 17.5%. Adicionalmente, mientras las cifras oficiales indican que en los últimos tres meses se perdieron 600.000 empleos, encuestas de hogares, que incluyen a trabajadores por su cuenta y pequeños empresarios, sugieren que esas pérdidas estarían por encima de los dos millones. El efecto en la remuneración total de los trabajadores es mayor de lo que indican las simples cifras de desempleo, por el efecto de la reducción de las horas de trabajo, los trabajadores puestos en situación de permiso y rebajas de salarios. * Con relación al consumo de los hogares y las ventas al detal, donde las cifras oficiales señalan un aumento, éstas incluirían solamente las ventas de los grandes detallistas y no toma en cuenta la baja en las ventas de las tiendas pequeñas, haciendo que las cifras aparezcan mejor de lo que serían en realidad. *Muchos gobiernos locales y estatales están en riesgo de quiebra, a menos de que reciban ayuda del gobierno federal. * La desigualdad del ingreso y de la riqueza están creciendo de nuevo. * En su párrafo final indica que, si bien desde el punto de visto técnico Estados Unidos puede estar al final de una severa recesión, la mayor parte de Estados Unidos estaría enfrentando una quasi-depresión. Hasta el momento no conozco de comentarios oficiales de la exposición de Roubini, especialmente en lo que se refiere al cuestionamiento de las estadísticas oficiales.

- En lo que sigue comentaremos **algunos de los aspectos conocidos de la evolución económica mundial desde noviembre hasta mediados de diciembre**. La noticia más importante es la **reducción de la tasa de desempleo no rural en Estados Unidos en noviembre**, de 10.2% en octubre a 10% que, después de una leve baja en julio, -de 9.5% a 9.4%- es la segunda reducción desde que comenzó la crisis. Los empleos perdidos en diciembre fueron sólo de 11.000 personas, lo cual se debe principalmente a nuevos empleos de 86.000 personas en el sector de servicios profesionales, mientras que en la industria manufacturera y en construcción se perdieron 41.000 y 27.000

empleos, respectivamente. Pero además se informó que los empleos perdidos en septiembre y octubre fueron menores de lo reportado inicialmente. Así mismo, el indicador de desempleo que incluye a los trabajadores a tiempo parcial que están buscando trabajo a tiempo completo y los desempleados que han dejado de buscar empleo, bajó de 17.5% a 17.2%. Este, por cierto, es uno de los puntos señalados por Roubini en su reciente escrito. Además se informó que el tiempo promedio de desempleo se ha elevado a 28 semanas, el más alto desde 1948 y que los desempleados con más de seis meses sin trabajo se elevaron a 5.9 millones. Por su parte, la tasa de desempleo en la Unión Europea se mantuvo en 9.8%.

Relacionado con lo anterior, el 16 de diciembre la Cámara de Representantes estadounidense aprobó una ley enviada por el Ejecutivo, para estimular el empleo, que algunos analistas lo consideran como un segundo estímulo fiscal. Los \$177 mil millones contemplados en la ley, se utilizarán en obras públicas, en reforzar el fondo para las autopistas y en los estados y municipalidades, que carentes de dinero han tenido que comenzar a despedir empleos, lo cual sería contrarrestado por el financiamiento otorgado. Parte del financiamiento provendría de fondos no utilizados del programa de estímulo fiscal y el proyecto duraría un año. Ahora deberá ser considerado en el Senado.

A esa evolución positiva, **se sumaron algunos desarrollos relacionados con el consumo privado.** Aunque no es un homólogo, las ventas al detal tienen estrecha relación con el consumo, las cuales crecieron 1.3% en noviembre, cifra que dobla los pronósticos de analistas y superior al incremento de octubre que fue de 1.1%. Por otra parte, el sentimiento del consumidor, medido a principios de diciembre, tuvo un fuerte crecimiento, cuando su índice pasó de 67.4 a 73.4. Paralelamente, se anunció que los precios al consumidor, ajustados estacionalmente, aumentaron 0.4% en noviembre, también por encima de los pronósticos; sin embargo, si se excluyen los incrementos de precios en energía, los precios de los demás permanecieron inalterados. Las cifras del consumo privado en noviembre sólo serán conocidas el 24 de diciembre, por lo tanto no podrán ser incluidas en esta entrega, pero la evolución comentada sugiere que debe producirse un incremento. Así mismo, los pronósticos son de un nuevo crecimiento en el cuarto trimestre del producto interno bruto.

La evolución sobre el empleo y el consumo, comentada antes, influyó el aumento de las bolsas estadounidenses, aunque contrarrestado por los efectos de la situación de Dubai, la toma de ganancias en algunos casos y otros factores que en el corto plazo inciden sobre las decisiones de los inversores. Para el 16 de diciembre, el Dow Jones se situó en 10.441.12, el S/P en 1.109.18 y el Nasdaq en 2.206.91. Para el 9 de noviembre esos índices fueron 10.104.59, 1.080.23 y 2.136.30. Como puede notarse, sólo el índice Dow Jones de diciembre es superior al de noviembre y no es el más alto en ese período.

Una encuesta entre los gerentes de empresas estadounidenses, comentada por Rich Miller en Business Week, **muestra expectativas más positivas que en**

los meses anteriores. Las empresas se estarían preparando para incrementar su producción, aumentando el personal, sus inventarios y expandir la capacidad de producción. Un índice que mide esas expectativas, -Round Table's CEO Economic Outlook- muestra un salto en esas expectativas favorables, al pasar de 46 en el tercer trimestre a 76 en el cuarto trimestre. Este nuevo escenario está respaldado por un crecimiento de las utilidades de 2% en el tercer trimestre. Este panorama no es el mismo en las pequeñas empresas, en las cuales se han producido bajas en las ventas y en las utilidades, con el resultado de que la confianza llegó a su más bajo nivel en los últimos cuatro meses.

El dólar se ha beneficiado recientemente por un conjunto de factores: las cifras positivas de la economía estadounidense; los temores despertados por la crisis de la deuda pública en Grecia; las dudas sobre la solidez de algunos bancos europeos; y las expectativas de que, frente a la marcha de la recuperación, la Reserva Federal comience a elevar su tasa de interés a mediados de 2010. Como resultado, el dólar ha revertido el deterioro comentado en párrafos anteriores, que lo había llevado en algunos momentos a niveles superiores a 1.50 dólares por euro, habiéndose situado en 1.4401 dólares por euro el 17 de diciembre. En este último nivel influyó el anuncio de la Reserva Federal de que a partir de principios del año próximo comenzará a suspender los diversos programas de financiamiento que había implementado para hacer frente a la crisis, como comentaremos en el siguiente párrafo. La creciente demanda del dólar, tuvo un efecto negativo sobre la compra de oro y su precio, que en algunos momentos había estado por encima de \$1.200 la onza troy, situándose el 16 de diciembre en \$ 1.126 la onza troy.

La Reserva Federal decidió el 16 de diciembre, como se esperaba, dejar inalteradas sus tasas de interés, por considerar que una decisión hacia al alza en este momento, perjudicaría el proceso de recuperación. También decidió que la mayoría de los programas que habían sido implementados para aportar liquidez frente a la crisis serán suspendidos el 1º de febrero de 2010 e igualmente en la misma fecha los arreglos swaps que se habían acordado con diversos bancos centrales. Lo cual da idea de las expectativas favorables, pero prudentes, sobre la coyuntura. A ese respecto, es interesante, como ya se adelantó antes, que los bancos beneficiados por el estímulo fiscal están comenzando a amortizar sus deudas. Ya lo hizo en diciembre el Bank of America, por la suma de \$45.000 millones y el Citi y el Wells Fargo están en conversaciones con las autoridades en el mismo sentido.

En el comunicado donde esas decisiones fueron anunciadas, se traza la visión de la Reserva Federal sobre la coyuntura actual, la cual transcribimos de seguidas: *La información recibida desde que el Comité Federal de Mercados Abiertos se reunió en noviembre sugiere que la actividad económica ha continuado su tendencia al alza y que el deterioro en el mercado de trabajo se está reduciendo. El sector de la vivienda ha mostrado signos de mejoría en los últimos meses. El gasto en vivienda se está expandiendo a una tasa moderada, aunque permanece limitado*

por la debilidad en el mercado de trabajo, por el modesto incremento en los ingresos, el menor valor de la riqueza en términos de las viviendas y las dificultades para conseguir préstamos hipotecarios. Las empresas están todavía recortando su inversión fija, aunque a un ritmo menor y están reacias a contratar nuevo personal; ellas continúan progresando en lograr un mejor alineamiento de los inventarios con las ventas. Las condiciones en el mercado financiero han evolucionado hacia un mayor apoyo para el crecimiento económico. A pesar de que la actividad económica permanecerá, con la mayor probabilidad, débil por algún tiempo, el Comité anticipa que las acciones de política en términos de estímulos fiscales y monetarios y también las fuerzas del mercado, contribuirán al crecimiento económico y a un retorno gradual a niveles mayores de uso de los recursos en un contexto de estabilidad de precios. (traducción libre).

Como puede notarse, es una posición prudente, señalando lo que se considera desarrollos positivos y también las debilidades.

Sobre Europa no tenemos una información suficiente, que nos permita hacer un comentario más o menos coherente; sin embargo, **un discurso reciente de Jean Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo nos da una idea de su visión sobre la coyuntura actual de la Unión Europea.**

En el Comité de Asuntos Económicos y Financieros del Parlamento Europeo declaró el 7 de diciembre:

...La situación económica y sus perspectivas han continuado mejorando, desde mi presentación anterior ante este Comité, hace diez semanas. La zona del euro muestra crecientes señales de recuperación. La actividad económica en el tercer trimestre se incrementó, según cifras preliminares, en 0.4%, en relación al trimestre anterior. En el 2010 esperamos ver una recuperación modesta...Sin embargo, estas expectativas permanecen rodeadas por un alto nivel de incertidumbre. De acuerdo a la opinión del Consejo Directivo del banco, los riesgos en el pronóstico permanecen en general balanceados.

Respecto a la evolución de los precios, la inflación y las presiones inflacionarias han sido bajas en los meses recientes. De acuerdo a nuestras expectativas, las tasas de inflación volvieron a ser positivas en noviembre, alcanzando 0.6%. Mirando hacia adelante nosotros esperamos que la inflación permanezca moderada en el próximo futuro, en línea con una relativamente baja recuperación de la demanda. Los indicadores de pronósticos sobre inflación en el mediano y largo plazo indican que ésta permanecerá contenida, de acuerdo con nuestra meta de mantener las tasas de inflación por debajo pero cerca del 2%.

...En particular, vemos que la expansión monetaria y crediticia continúa desacelerándose. En el caso de los préstamos hipotecarios, las últimas cifras confirman una situación de bajas tasas de crecimiento....Los todavía bajos niveles de producción y de comercio, acompañados de amplia incertidumbre sobre los prospectos empresariales, perjudicarán la demanda de las empresas por financiamiento bancario en los próximos meses, especialmente préstamos de corto plazo. Al mismo tiempo, las condiciones financieras generales han mejorado lo que

debería contribuir a la demanda de préstamos de aquí en adelante. Así, en el presente no vemos señales de congelación crediticia (credit crunch), para la zona del euro en su conjunto. Nosotros estamos siguiendo esos desarrollos muy de cerca. Es en este contexto, que el Consejo Directivo continúa considerando apropiado el actual nivel de la tasa de interés clave del banco.

Con la excepción de los dos párrafos siguientes, no me referiré al resto del mundo, por las mismas razones indicadas para Europa.

Hacia fines de noviembre **el Banco Central de Australia, elevó por tercera vez consecutiva su tasa de interés, a 3,75%**, lo cual significa una reconfirmación de su confianza en la solidez de la economía australiana. Y **Noruega** se constituyó en el primer país europeo en elevar su tasa de interés, cuando por segunda vez la elevó el 16 de diciembre en 0.25 puntos porcentuales, para llevarla a 1.75%. Este es uno de los países cuya economía se ha comportado mejor en la crisis; su producto interno bruto sólo se contrajo en 0.7% en los últimos cuatro trimestres. También es Noruega el país petrolero que ha utilizado más racionalmente los ingresos provenientes del oro negro para su desarrollo económico, no habiendo incurrido en los derroches que han sido característicos en muchos de los países “beneficiados” con ese recurso no renovable y que a la larga en lugar de una “bendición” se ha convertido en una “maldición”. En sentido contrario, en la cuarta semana de noviembre **el Banco Central de Rusia redujo por novena vez consecutiva su tasa de interés a 9%**, como una señal de que la recuperación que se ha iniciado, da todavía señales de gran fragilidad.

El precio del petróleo, que había llegado a casi \$80 por barril a mediados de noviembre, comenzó a descender hasta llegar a niveles cercanos a los \$70 en diciembre. Pero, el anuncio de una fuerte baja de inventarios de productos destilados en Estados Unidos, lo hizo repuntar de nuevo y el 17 de diciembre el Brent se colocó en \$73.37 por barril.

En el transcurso de 2009 ha habido una fuerte discusión, proyectos de regulación y medidas gubernamentales sobre el sistema de bonos a los altos ejecutivos del sistema financiero. El examen de este punto se hará en la segunda parte de este escrito.

Con esto termino este primer avance de mi escrito y, a partir de ahora, comienzo a escribir sobre la segunda parte, la discusión sobre las causas de la crisis, sobre las políticas que se han implementado para enfrentarla y sobre las reformas que tratan de impedir en el futuro su repetición.

GM/Diciembre 17, 2009