

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nº 453, 7 de Octubre 2008

AL INSTANTE

ESTADOS UNIDOS: PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA Y COMPARACIÓN CON LA DE 1929

Las últimas han sido semanas críticas para el desarrollo de la crisis financiera mundial. El pasado 15 de septiembre el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, anunció una de las quiebras más grandes de la historia de ese país, con una deuda acumulada de US\$613.000. Su caída profundizó los daños al sistema financiero causados por la crisis hipotecaria y confirmó que ésta está lejos de llegar a su fin.

El rechazo del Plan de Rescate Financiero propuesto por el Gobierno norteamericano al Congreso y su posterior aprobación, luego de intensas negociaciones y algunas modificaciones del Senado, acentuó los temores y la incertidumbre con respecto al futuro económico próximo, lo que provocó fuertes caídas tanto en Wall Street como en el resto de las bolsas alrededor del mundo.

El rechazo del Plan incluso provocó, al día siguiente, una abrupta caída de un 6,98% en la bolsa estadounidense, la baja más fuerte desde el atentado a las Torres Gemelas, el 2001. Finalmente la aprobación del Plan de Rescate de US\$ 700.000 millones a comienzos de

octubre no ha logrado contener la desconfianza de los mercados financieros y de créditos. Una nueva ola de incertidumbre golpea a los mercados financieros, en la que algunos han calificado como la peor crisis financiera desde 1929.

CRISIS SUBPRIME EN EE.UU.

La crisis de créditos hipotecarios de alto riesgo tuvo su origen en la burbuja inmobiliaria creada a principios de esta década en el mercado norteamericano. Las bajas tasas de interés, que en 2003 llegaron a estar en un 1%, la excesiva liquidez de los mercados financieros, y el boom de los precios de las viviendas, que crecieron más allá de los niveles razonables, facilitaron la ampliación de los créditos hipotecarios hacia personas sin ingresos fijos, y por lo tanto de mayor riesgo de no pago, conocidos como los créditos *subprime*.

La creación de complejos instrumentos financieros, que a pesar de combinar porciones de créditos hipotecarios tanto *prime* (de bajo riesgo) como *subprime* se consideraban seguros, permitió la

expansión de este tipo de deuda alrededor del mundo.

Sin embargo, el alza de la tasa de referencia norteamericana desde mediados del 2005, producto de la mayor inflación observada a nivel local, provocó un fuerte descenso en los precios de las viviendas, y en consecuencia, el aumento de las ejecuciones hipotecarias de aquellos deudores de mayor riesgo que efectivamente no pudieron pagar sus deudas. El valor de los activos financieros que incluían este tipo de deuda, poseídos por un gran número de instituciones financieras alrededor del mundo, comenzó a caer, causando el inicio de los temores en el mercado.

Agosto de 2007 marca el inicio de la crisis financiera, con la suspensión, por parte del banco francés BNP Paribas, de tres fondos de inversión por US\$2.200 millones, debido a la imposibilidad de calcular el valor de estos fondos expuestos a deuda hipotecaria *subprime* norteamericana. Al mes siguiente, el banco británico Northern Rock debió ser rescatado por el Banco de Inglaterra, luego de sufrir una corrida bancaria que generó largas filas de personas frente a las puertas de la institución, esperando poder retirar sus ahorros. El banco finalmente fue nacionalizado en febrero del año siguiente.

El 2008 vino cargado de nuevas quiebras y adquisiciones de instituciones agobiadas por las pérdidas generadas por los créditos *subprime*: entre estas, destacan la adquisición de Countrywide, la institución hipotecaria más grande de Norteamérica, por el Bank of America con un 7,5% de descuento sobre el valor de la empresa. A esta siguió la

adquisición de Bear Stearns, el quinto banco de inversiones del país, por parte de JP Morgan, por el irrisorio valor de US\$236 millones, un 93% por debajo del valor de las acciones de la empresa.

En septiembre, diversas instituciones financieras requirieron la intervención por parte del Gobierno para poder salvarse de la quiebra: las primeras fueron Fannie Mae y Freddie Mac, de carácter semipúblico, poseedoras de alrededor del 50% del total de las hipotecas del país, que requirieron el gasto de US\$200.000 millones para su salvataje. A estas siguió la aseguradora AIG, que fue rescatada por un monto de US\$85.000 millones.

A diferencia de las anteriores, el banco de inversión Lehman Brothers no recibió ayuda estatal, declarándose en quiebra con deudas acumuladas por cerca de US\$613.000 millones, lo que la convierte en una de las mayores quiebras de la historia del país. Las últimas instituciones afectadas fueron Washington Mutual, la mayor caja de ahorro y préstamo del país que acumula US\$307.000 millones en activos, que tuvo que ser intervenida durante la última semana de septiembre por el gobierno norteamericano para acordar su venta a JP Morgan, y Wachovia, que finalmente llegó a un acuerdo para su adquisición por Wells Fargo, agobiada por las pérdidas producto de la crisis.

El principal mecanismo de transmisión de la crisis financiera a la economía real ha sido la reducción de la disponibilidad de crédito para las empresas y las personas, producto de la negativa de los bancos a otorgarlos debido a los temores por la falta de liquidez en el mercado. La fuerte

contracción del crédito restringe la capacidad de las empresas de obtener el financiamiento necesario para financiar sus operaciones y sus proyectos de inversión, lo que tiene un impacto sobre el nivel de empleo, ante la necesidad de reducir la planta laboral para poder seguir operando, lo cual a su vez genera consecuencias sobre el nivel de consumo y, evidentemente, sobre el crecimiento económico.

La crisis de los créditos hipotecarios de alto riesgo, las pérdidas de los bancos y la caída de las bolsas mundiales causaron temor con respecto a la liquidez del mercado, ante lo cual, tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como los bancos centrales de las economías más importantes, han respondido con una serie de medidas.

La FED ha aplicado fuertes recortes a la tasa de interés de referencia, que desde el inicio de la crisis hipotecaria, en agosto de 2007, a la fecha, se ha reducido en 325pb, encontrándose actualmente en un 2%. Además, la FED ha implementado una serie de mecanismos para inyectar liquidez al mercado, tales como la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), que posibilita préstamos a los operadores primarios (las firmas más grandes que se relacionan directamente con la Fed) a través de una ventana de descuento que utiliza distintas formas de colateral, la Term Securities Lending Facilities (TSLF), y la Term of Auction Facility (TAF).

A lo anterior se suman la reciente inyección de US\$120.000 millones al sistema bancario por parte de la FED, durante la semana posterior a la

quiebra de Lehman Brothers, medida que ha sido coordinada o imitada por otros bancos centrales, tales como el BCE y el Banco de Japón, que también inyectaron fuertes sumas de dinero al mercado, aunque sin duda la medida que más expectativas e incertidumbre ha generado es el Plan de Rescate por US\$700.000 millones presentado por el Gobierno de Estados Unidos en el Congreso, rechazado en la primera votación en la Cámara de Representantes y finalmente aprobado por 263 votos contra 171, después de arduas negociaciones y tras ser modificado por el Senado, lo que se refleja en que una presentación inicial al Congreso de 3 páginas pasó a tener más de 500.

El Plan otorga la posibilidad al Tesoro norteamericano de adquirir la deuda contaminada por hipotecas incobrables de los bancos afectados, pudiendo utilizarse inmediatamente US\$250.000 millones del total contemplado. Las modificaciones añadidas por el Senado apuntan principalmente a la protección y el apoyo a los contribuyentes, contemplando mayores garantías para los depósitos y beneficios tributarios para particulares y empresas.

El Gobierno espera que el Plan prevenga que la crisis trascienda a la bolsa y contagie al resto del país a través de la economía real. En concreto, las ventas de activos “malos” no deberían comenzar antes de cuatro semanas. En síntesis, el Plan original de rescate fue demorado, fraccionado y se le han agregado instancias burocráticas, lo cual le resta eficacia.

Según Kindleberger, Krugman y otros economistas que han escrito sobre las

crisis financieras lo esencial es la velocidad de respuesta de las autoridades y la magnitud de los recursos disponibles.

LA CRISIS ECONÓMICA DE 1929

Algunos analistas han calificado a la actual crisis financiera como la peor crisis desde 1929. Esta crisis, iniciada con el crack de Wall Street en octubre de 1929, causó una gran depresión económica en la década del 30, que golpeó fuertemente a Estados Unidos y tuvo una expansión hacia el resto del mundo, afectando principalmente al continente europeo, América Latina y Japón.

La crisis financiera de 1929 se originó en una burbuja creada en el mercado accionario en New York, causada por el espectacular crecimiento de los precios de las acciones producto de la acción especulativa en los mercados y la euforia producida por la prosperidad económica de los años anteriores.

El índice Dow Jones industrial de la bolsa creció de un 191 a comienzos de 1928 a un máximo de 381 en septiembre del año siguiente, prácticamente el doble de su valor en poco menos de dos años.

4.277.000 acciones diarias se transaron en promedio durante 1929. En el mes de octubre, se produjo el colapso de la bolsa, en dos jornadas conocidas como el “jueves negro” y el “martes negro”.

Los precios de las acciones cayeron estrepitosamente, reduciéndose el índice Dow Jones a un mínimo de 198 en noviembre del mismo año desde 381

en septiembre, para terminar el año en 250.

Se ha dicho que la crisis financiera actual es comparable a la crisis económica de 1929. Sin embargo, es poco probable que las actuales turbulencias tengan el alcance y la magnitud que siguió a la crisis financiera de 1929, que tuvo profundas consecuencias sobre la economía real de Estados Unidos y del mundo, que se extendieron durante toda la siguiente década.

El PIB norteamericano cayó cerca de un 30% entre 1929 y 1931, el desempleo alcanzó casi a un cuarto de la fuerza laboral, el nivel de empleo cayó desde un 97,5% en 1929 a un 64,6% en 1933. Una crisis de liquidez afectó al país y la caída continua de los precios de los *commodities*, que cayeron cerca de un 38% entre 1929 y 1932, y la depreciación de los tipos de cambio, sumada a las medidas proteccionistas adoptadas por las principales economías del mundo, produjeron un efecto contractivo sobre la balanza comercial del país. Tanto las exportaciones como las importaciones de Estados Unidos cayeron prácticamente a la mitad entre los años 1929 y 1931, siendo estas US\$2.424 millones y US\$2.091 en 1931, respectivamente.

Estados Unidos se encuentra actualmente en una situación económica mucho más estable que en esa época.

Si bien la economía se ha desacelerado abruptamente desde el estallido de la crisis y la posibilidad de una recesión todavía está latente, los dos primeros trimestres del 2008 han mostrado una

tasa de crecimiento positiva. Si bien las cifras de empleo de septiembre muestran un gran aumento de las pérdidas de puestos laborales, y otros indicadores de producción industrial y gasto en consumo también muestran un debilitamiento durante los últimos meses, esta desaceleración es bastante menos pronunciada que la contracción económica vivida durante la década de 1930.

Si bien la economía global ha disminuido su ritmo de crecimiento desde el último trimestre de 2007, afectado por la desaceleración de Estados Unidos y de las principales economías desarrolladas, el crecimiento mundial se apoya cada vez más en las economías emergentes, principalmente China e India, que juntas representan actualmente el mismo porcentaje de la economía mundial que el de Estados Unidos, que alcanza un 21,4% de la economía mundial total.

Las economías emergentes, si bien han disminuido su ritmo de crecimiento producto de la desaceleración económica mundial, continúan exhibiendo saludables cifras de crecimiento, creciendo a tasas levemente superiores al 6% durante los dos primeros trimestres de 2008, esperándose que crezcan alrededor de un 4,5% durante los próximos dos trimestres de 2008. Entre estas, se espera que China crezca a tasas cercanas a un 9% durante los siguientes trimestres. Lo anterior debería amortiguar en parte el efecto sobre el crecimiento económico mundial que está teniendo actualmente la contracción económica de las principales economías desarrolladas.

Por último, es poco probable que la actual crisis financiera desencadene una depresión económica de la magnitud vista durante la década de 1930, debido a que los gobiernos y autoridades monetarias de las economías afectadas han mostrado una respuesta mucho más decidida y coordinada en la actualidad que en la anterior crisis.

Se ha criticado que la inadecuada respuesta del gobierno del presidente Herbert Hoover, propició el proteccionismo y la restricción de las importaciones, y ejecutó una política fiscal inadecuada. La autoridad monetaria de ese entonces, no fue lo suficientemente decidida al momento de realizar recortes en la tasa de interés e inyectar liquidez. Hoy, en cambio, el Gobierno de Estados Unidos y la Reserva Federal han mostrado una respuesta mucho más enérgica ante la crisis financiera, propiciando una fuerte baja de las tasas de interés, inyectando grandes sumas de dinero a los mercados para disminuir los temores sobre falta de liquidez, interviniendo las instituciones financieras en problemas y generando un Plan de Rescate millonario que permitiría mitigar los efectos de la crisis sobre la economía real.

Además, actualmente existe un mayor nivel de coordinación entre los gobiernos afectados por la crisis económica que la observada durante los años treinta, lo que debería propiciar soluciones más efectivas en cuanto al logro de estabilidad económica a nivel global. Muestra de ello es la reunión sostenida por los líderes de las cuatro principales economías de la Unión Europea durante esta semana para la

coordinación de soluciones a la crisis, y los llamados que han hecho tanto Estados Unidos como el FMI para la acción en conjunto.

CONCLUSIONES

Durante el último mes se ha presenciado la profundización de la crisis financiera que hace un poco más de un año se inició en el mercado hipotecario de Estados Unidos, y que actualmente afecta a las principales economías desarrolladas del mundo.

Numerosas instituciones financieras, tanto norteamericanas como europeas, han declarado cuantiosas pérdidas producto de activos contaminados por las hipotecas *subprime* norteamericanas, y la mayoría ha requerido el rescate por parte de sus gobiernos para evitar caer en la quiebra.

Algunos analistas y medios de comunicación han comparado la actual crisis económica con la vivida en el año 1929. Si bien las magnitudes de las pérdidas hacen pensar que podría haber algún parecido entre ambos episodios, lo cierto es que el impacto sobre la economía real de la crisis de los años treinta fue mucho más profundo que el que ha tenido la actual crisis subprime.

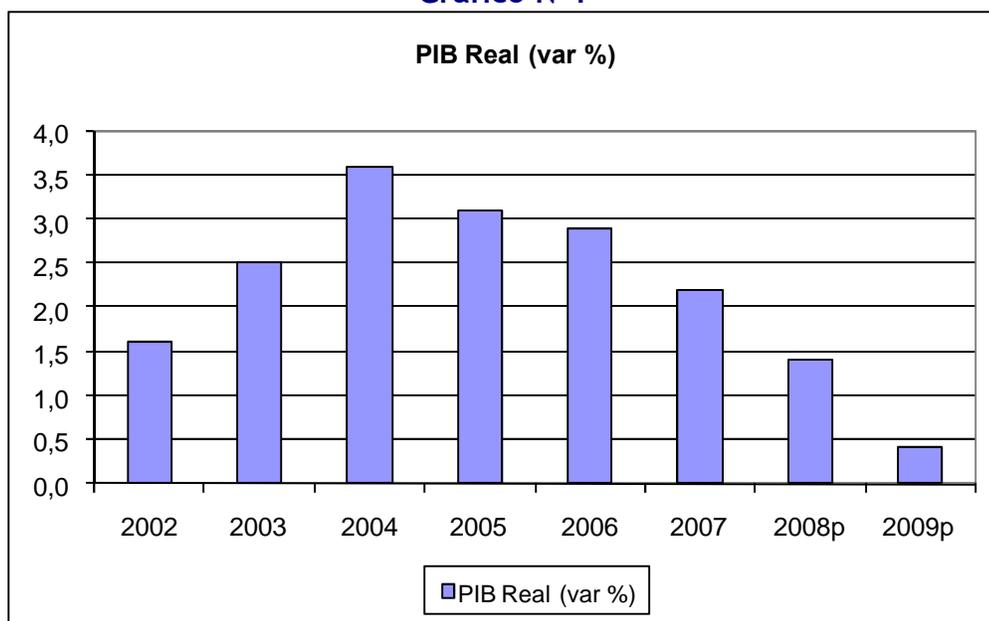
Además, la respuesta de los gobiernos y de los respectivos bancos centrales, producto del avance en la teoría económica, de mejores instrumentos de política monetaria, de experiencia histórico económica y del mayor conocimiento empírico adquirido a través de los años, ha sido mucho más certera y adecuada en el momento actual que en la anterior crisis, lo que resultará beneficioso en términos del impacto sobre las variables macroeconómicas fundamentales de la crisis en los mercados financieros.

Cuadro N°1
Índices Económicos de Estados Unidos

	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB Real (var %)	3,6	3,1	2,9	2,2	1,4	0,4
Demanda Interna (var %)	4,1	3,1	2,8	1,4	0,2	0,0
Consumo Privado (var %)	3,6	3,2	3,1	2,8	0,8	0,5
Inversión Fija (var %)	7,3	6,9	2,4	-3,1	-3,9	-5,7
Inversión Directa (MMUS\$)	135.826	101.025	175.394	-	-	-
Exportaciones (var %)	9,7	6,9	8,4	8,1	9,1	5,1
Importaciones (var %)	11,3	5,9	5,9	2,2	-1,3	0,2
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,5	-6,1	-6,2	-5,3	-4,7	-3,9
Balance Fiscal (% del PIB)	-4,4	-3,6	-2,6	-2,5	-4,5	-4,2
Inflación (var %)	2,7	3,4	3,2	2,9	4,5	2,4

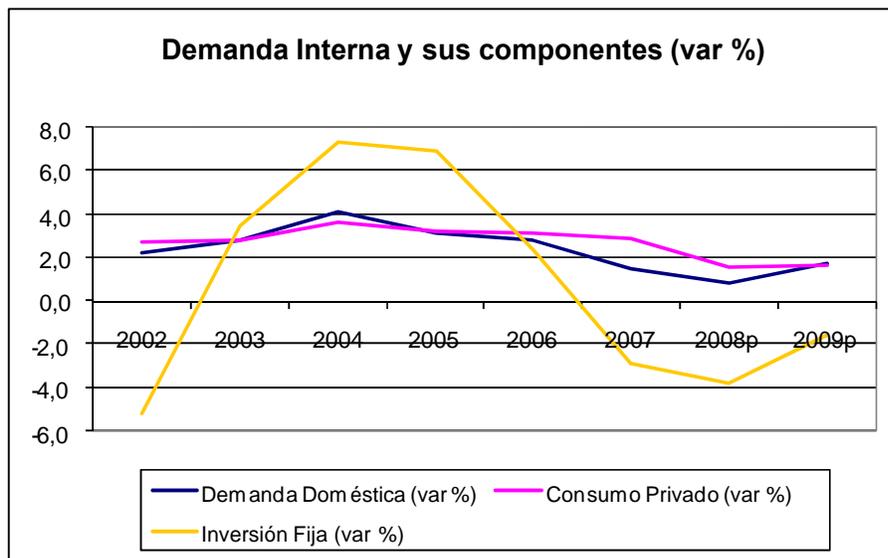
Fuente: JP Morgan

Gráfico N°1



Fuente: JP Morgan

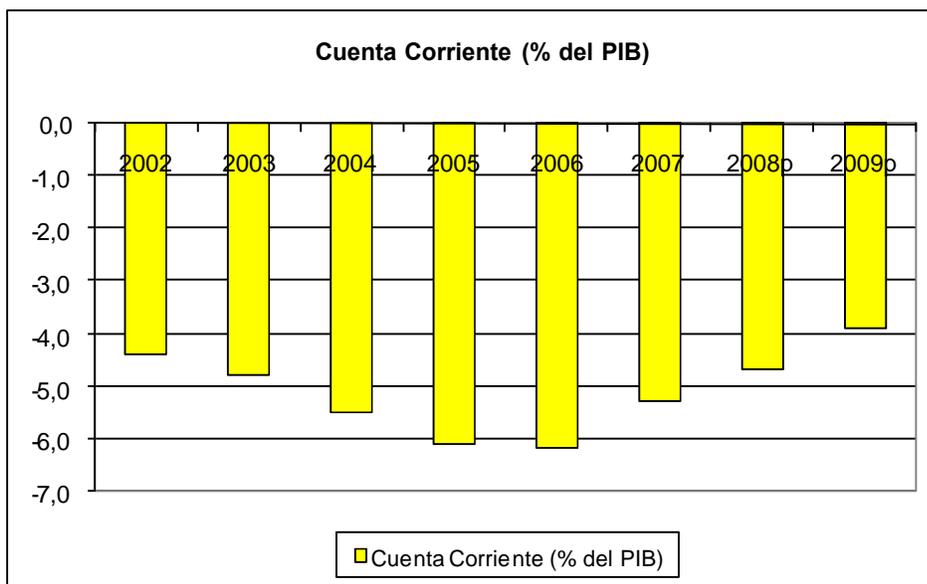
Gráfico N°2



Fuente:

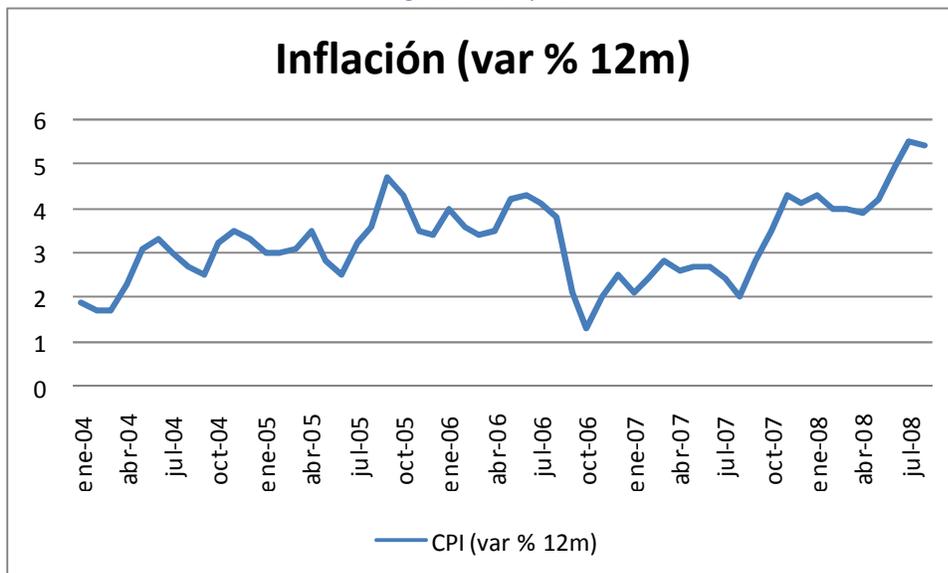
JP Morgan

Gráfico N°3



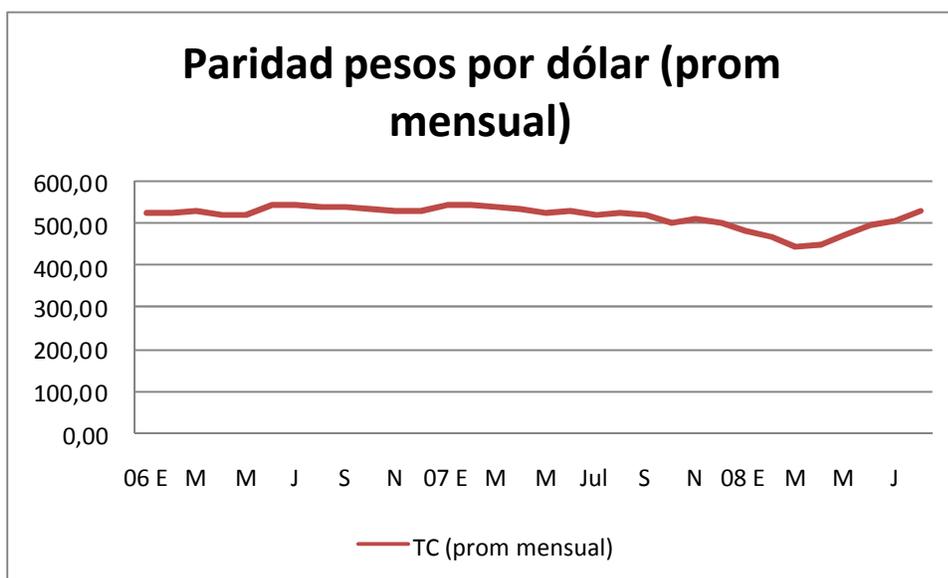
Fuente: JP Morgan

Gráfico N°4



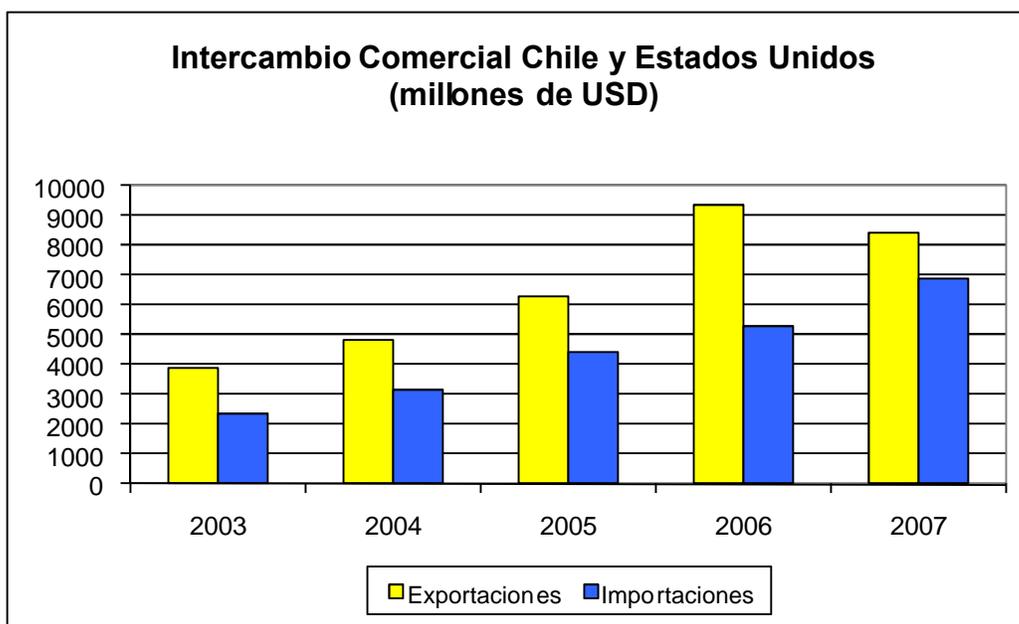
Fuente: BLS

Gráfico N°5



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico N°6



Fuente: Banco Central de Chile