

Development of the current international business conditions

Hernán Sarmiento

Abstract

The problems of the American real estate market, especially in the high-risk mortgage sector, are threatening the level of world activity and building up distrust in the financial system. In order to respond to the problems of liquidity of the financial market, the monetary authorities of developed countries acted as lenders of last resort to provide liquidity to markets. Furthermore, the United States Federal Reserve cut down its reference interest rate to aid its economy and the European Central Bank remained cautious, and did not modify its rate. However, this does not seem to influence the level of activity yet.

Within this context, in the first nine months of the year the world economy has been preserving high growth rates. The boost of the world economy increasingly depends on developing countries, which grow more soundly than in the past. The economies of China, India and Russia currently account for half of the world growth. Likewise, the world economy's dynamism still exerts its pressure over energy and food prices, which presupposes that the curbing of inflation remains as one of the priorities both for developed countries and for most of the emerging ones.

Desenvolvimiento de la coyuntura económica internacional

Hernán Sarmiento

Resumen

Los problemas del mercado inmobiliario estadounidense, especialmente en el sector de las hipotecas de alto riesgo, están amenazando el nivel de actividad mundial y causando desconfianza en el sistema financiero. Ante los problemas de liquidez del sistema financiero, las autoridades monetarias de los países desarrollados acudieron como prestadores de última instancia para darle liquidez a los mercados. Además, la Reserva Federal de los EE.UU. recortó su tasa de interés de referencia, para ayudar a su economía, y el Banco Central Europeo se mantuvo cauto, sin modificar su tasa. Sin embargo, esto no parece aún afectar el nivel de actividad

En este contexto, en los primeros nueve meses del año, la economía mundial sostiene elevadas tasas de crecimiento. El crecimiento de la economía mundial depende cada vez más de los países en desarrollo, que crecen sobre bases más sólidas que en el pasado. Las economías de China, India y Rusia explican actualmente la mitad del crecimiento mundial. A su vez, el dinamismo de la economía mundial mantiene la presión sobre los precios de la energía y los alimentos, lo cual hace esperar que el control de la inflación continúe como una de las prioridades tanto en los países desarrollados como en la mayoría de los emergentes.

Introducción

El desenvolvimiento de la economía internacional en los últimos cinco años se ha caracterizado por un fuerte dinamismo de la demanda, estimulada por las altas tasas de crecimiento de China, la India, Rusia y otros mercados emergentes de Asia, Latinoamérica y África. Este dinamismo ha sido complementado por la continuidad del fuerte ritmo de importaciones y del gasto doméstico de consumo y del gobierno en los Estados Unidos. Sin embargo, la persistencia de los déficit de balance de pagos y fiscal y la alta dependencia del crédito de gran parte de la población en ese país está creando incertidumbre respecto a la posibilidad de seguir creciendo a altas tasas.

Un aspecto importante es que no se teme una recesión generalizada, dada la menor dependencia de la economía internacional de la demanda estadounidense y el crecimiento y saneamiento financiero de muchas economías en desarrollo, que han adquirido una mayor autonomía para manejarse con sus propios recursos o con mínima dependencia del crédito internacional.

En el último año, los problemas del mercado inmobiliario estadounidense, especialmente en el sector de las hipotecas de alto riesgo, amenazan con influir negativamente sobre el nivel de actividad interna, a la vez de disminuir la confianza en el sistema financiero y desacelerar el crecimiento. Las primeras repercusiones se

están verificando en las oscilaciones del mercado de valores de Nueva York y de las principales bolsas de Europa, Asia y América Latina, así como en los balances de importantes instituciones financieras que cuentan en sus activos con fondos derivados integrados en gran parte con hipotecas estadounidenses “subprime”, en cesación de pagos. Para hacer frente a la situación referida y prevenir repercusiones negativas adicionales, diversos bancos centrales, en primer lugar la Reserva Federal de los Estados Unidos, han procedido a auxiliar a las instituciones bancarias y a contener o reducir la tasa de interés testigo.

En los mercados monetarios se ha acentuado la depreciación del dólar estadounidense frente a las principales monedas de los países de la OECD y de países emergentes, tanto con motivo de la incertidumbre como por la disminución de la tasa a corto plazo de la Reserva Federal que deprime los rendimientos de títulos en dicha moneda.

1. Origen y evolución de las turbulencias financieras

1.1. El mercado de hipotecas de los Estados Unidos

En el año 2002, con el propósito de estimular el mercado bursátil, luego de la fuerte caída de precios de las acciones tecnológicas, la Reserva Federal de EE.UU. acentuó la reducción en la tasa de interés de corto plazo hasta llevarla al 1% anual en junio de 2003. Este nivel, el menor en treinta años, estimuló la demanda de préstamos, teniendo en cuenta que se situó sustancialmente por debajo de la inflación, tanto mayorista como minorista. El aumento de la liquidez a que dio lugar la decisión del prestamista de última instancia, se vio reflejado en el precio de las viviendas, que creció más del 70% en cinco años, creando la sensación de mayor riqueza en la población. Es así que una parte de los deudores hipotecarios tomó una segunda hipoteca o se endeudó en mayor medida a través de préstamos de consumo. El aumento del consumo y la caída de la tasa de ahorro se reflejaron en el aumento del déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, la que en 2007 llegó al 7% del PIB.

La corrección de tasas de interés por parte de la Reserva Federal a partir de 2004, cuando empezaron a surgir temores inflacionarios, condujo progresivamente al deterioro del mercado inmobiliario. La tasa de interés de corto plazo aumentó del 1% al 5,25%, reflejándose, a través del mecanismo de tasas variables de los préstamos hipotecarios, en el aumento de las cuotas hipotecarias.

El segmento de hipotecas “subprime”¹ alcanzaba en 2001 a U\$S 52.000 millones, mientras que en 2005 había llegado a U\$S 400.000 millones, cifra que continuó aumentando posteriormente. Al principio, la proporción de préstamos en mora era reducida, con lo que la calificación de las agencias de riesgo para los bonos respaldados por hipotecas fue relativamente elevada. Sin embargo, tanto esas agencias como las autoridades económicas no tuvieron en cuenta la tasa de mora porque los precios de los bienes raíces aumentaban fuertemente y posibilitaban, de esa manera, que los propietarios que no alcanzaban a pagar las cuotas pudieran refinanciar sus créditos con facilidad. Cuando los precios de las viviendas dejaron de subir en 2006, esa posibilidad dejó de existir. Es de señalar que en 2006 cerca del 45% de todos los préstamos “subprime” estaba en manos de prestatarios que no tenían ingresos suficientes como para hacer frente a la amortización e intereses de las hipotecas.

La evolución del mercado inmobiliario en 2007 es la de sinceramiento de esa situación. Un informe reciente del Departamento de Comercio de los EE.UU. indica que las ventas de casas nuevas disminuyeron en agosto 8,3% respecto a julio, y alcanzaron el menor ritmo de ventas desde junio de 2000. En comparación con agosto de 2006, las ventas cayeron 21%, sin que haya indicios de que puedan recuperarse en el corto plazo.

Las fuertes subas que también habían mostrado en los últimos años los mercados de la vivienda en otros países, desarrollados y en desarrollo, se han ido agotando en el curso de 2006 y 2007. Este fenómeno está claro particularmente en Europa. Sin embargo, ninguno de esos mercados presenta, por el momento, la profunda corrección que se observa en los EE.UU..

¹ Entre 2001 y 2005, en EE.UU. se produjo una caída de la contratación de hipotecas solventes (“prime”) y el simultáneo ascenso de las hipotecas “subprime”, que se conceden a personas de dudosa solvencia que piden dinero por más del 85% del valor del inmueble que quieren comprar y/o han de pagar una cuota de intereses superior al 55% de sus ingresos.

1.2. Fluctuaciones en los Mercados de Valores

En el curso de 2007 se registraron varias turbulencias financieras, las que parecen adquirir mayor persistencia y gravedad en la última parte del año. Si bien las fluctuaciones no implican un cambio abrupto de las condiciones del mercado, son indicativas de que la fase expansiva del ciclo, especialmente en los Estados Unidos, estaría a punto de revertirse o desacelerarse sustancialmente.

En febrero de 2007 los mercados de valores reaccionaron negativamente ante el anuncio de una serie de medidas por parte del Banco Central de China, destinadas a contener el fuerte crecimiento de la economía y atemperar las presiones inflacionarias. Ese anuncio influyó sobre todo en los precios de los bonos de los países emergentes y tuvo brevemente el alza de precios de las materias primas agrícolas. En marzo, los pronósticos de enfriamiento de la economía de EE.UU., efectuados, entre otros, por Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal de ese país, incidieron nuevamente sobre el nivel de las cotizaciones en los principales mercados de valores, los que tardaron casi dos meses en recuperarse.

En junio, el informe de la Reserva Federal mencionó como preocupación principal los riesgos de inflación, hecho que precipitó una caída temporal de la bolsa de valores de Nueva York ante el temor de un aumento de las tasas de interés de corto plazo y de descuento. Sin embargo, la caída no alcanzó a los bonos emergentes ni a las materias primas. También, durante dicho mes, se comenzó a tomar mayor conciencia de la dimensión de los problemas del mercado de hipotecas de baja calidad de los Estados Unidos y del riesgo de insolvencia que presentaban gran parte de ellas. Esa circunstancia impactó negativamente en los mercados de valores y aumentó la demanda de títulos del Tesoro de los Estados Unidos. Las consecuencias fueron de corta duración, ya que, al cabo de un mes, los índices de precios de las acciones y derivados financieros retornaron a sus niveles anteriores.

Desde el mes de agosto reaparecieron los temores respecto a la incidencia de las hipotecas en mora o incobrables sobre la solidez del sistema financiero, los que persisten hasta el momento. El impacto negativo no se limitó, esta vez, a los mercados de acciones, sino que se observó un aumento en las primas de riesgo de los bonos emergentes, el pase a pérdida de derivados basados en hipotecas por parte de instituciones bancarias estadounidenses, de Europa y Japón, y una acción concertada de los bancos centrales para aumentar la liquidez y contener el alza de las tasas de interés. Recientemente, durante el mes de diciembre de 2007, se verificó la compra de paquetes accionarios del Banco Citi y de la Unión de Bancos Suizos por fondos de países árabes del Golfo y de Singapur, respectivamente, los que permitieron hacer frente, vía la capitalización de esas entidades, a las pérdidas ocasionadas por fondos derivados con fuerte contenido de hipotecas en cesación de pagos.

Un factor que incidió en el mayor riesgo de insolvencia en el mercado inmobiliario estadounidense fue el del aumento de las tasas de interés subprime. Es de señalar que dichas tasas, de carácter variable, pueden ser afrontadas por las familias con la economía en crecimiento, es decir sin problemas de empleo y con ingresos en alza, como ocurrió entre 2001 y 2004, pero comienzan a tener dificultades cuando la situación cambia y la mayor preocupación de la entidad monetaria pasa a ser el control de la inflación. En efecto, en 2001 la Reserva Federal, a fin de estimular la economía estadounidense, redujo progresivamente las tasas de interés de corto plazo y de descuento al 1% y 1,5% hasta el año 2003, para pasar entre 2004 y 2005 al 5,25% y 5,75%, respectivamente.

El cambio de política, con el propósito de contener el fuerte aumento del crédito y las consiguientes expectativas inflacionarias, comenzó a generar gradualmente atrasos de pagos y aumento de la oferta de propiedades, llevando los precios inmobiliarios a la baja y a serios problemas en la recuperación de créditos. Las garantías dejaron de ser suficientes para que las instituciones financieras conservaran el total del crédito dentro de sus activos corrientes. De allí que incrementaran las provisiones por mora e incobrables y requirieran la asistencia de los bancos centrales y de aportes de capital fresco para reconstituir sus activos.

El primer detonante de la situación que se describe, en 2007, fue el anuncio de Countrywide Financial Securities, el primer organismo estadounidense de crédito hipotecario, informando que sus ganancias

proyectadas serían un 30% inferior a las pronosticadas. Luego, la citada entidad anunció que las perturbaciones sin precedentes del mercado podían impactar negativamente en su posición económica y financiera. A ese anuncio siguió la decisión del segundo banco de Europa, el francés BNP Paribas, de congelar los retiros de tres fondos que habían concretado inversiones en el mercado de hipotecas estadounidenses. Se sumaron, posteriormente, otras entidades que tuvieron problemas similares, como Bear Sterns (que expuso los mismos inconvenientes a fines de junio) y los bancos alemanes IKB, Deutsche Bank y Commerzbank; la aseguradora estadounidense AIG alertó sobre el aumento de la morosidad en otros tipos de hipotecas además de las subprime, que hasta el momento se mantenían al margen de la crisis. Por último, la Unión de Bancos Suizos anunció pérdidas por más de 10.000 millones de dólares estadounidenses como consecuencia de su fuerte exposición a los derivados hipotecarios.

No es casualidad que un gran número de instituciones financieras europeas y japonesas se encuentren involucradas en las pérdidas hipotecarias. Estas instituciones, ante los menores rendimientos de los activos financieros de sus mercados domésticos, encararon la búsqueda de rentas sustancialmente superiores, circunstancia que las llevó a especular con los títulos inmobiliarios estadounidenses a tasas variables.

En función de la situación descripta, no es de descartar que la actividad económica empiece a verificar un menor ritmo en los Estados Unidos a partir de los primeros meses de 2008. La lógica puede resumirse de la siguiente manera: los bancos, al tener que adoptar provisiones por los fondos en mora o incobrables, enfrentarán problemas de iliquidez y adoptarán, por tanto, una actitud defensiva de restricción del crédito. Menor nivel de crédito implica menor consumo y, consecuentemente, expectativas de recesión o desaceleración del crecimiento, hecho que afecta el valor de las empresas y consiguientemente, de las acciones y títulos que respaldan sus activos. La actitud que prevalece en los inversores es la de vender acciones y bonos, que son los activos bursátiles más rentables, pero también los más volátiles, para pasarse a depósitos o títulos de gobierno. El efecto riqueza, en este caso, impulsa a una baja adicional en el consumo.

1.3. Situación de los Países en Desarrollo

A pesar de estar influenciados por las turbulencias financieras de los últimos meses, los mercados emergentes muestran un mejor desempeño económico que los de Estados Unidos y Europa. En cierta medida, por el aumento de los precios de las materias primas y la disminución del endeudamiento, los países en desarrollo tienen bases más sólidas que en el pasado y, por tanto, mejores perspectivas de crecimiento.

Hace una década, cuando la crisis financiera se esparció desde Tailandia a Indonesia y luego a Corea del Sur, Rusia y Brasil, el servicio del endeudamiento externo de los países en desarrollo absorbía una porción importante del ahorro interno, limitando las posibilidades de inversión. La caída de la tasa de cambio con relación al dólar estadounidense, producto de la crisis, obligó a fuertes ajustes mediante aumento de impuestos, recortes en el gasto público y aumento de las tasas de interés, que ya eran significativamente más altas que las vigentes en los países, en virtud de las primas de riesgos sobre los países emergentes.

Actualmente, los países en desarrollo presentan economías más sólidas, en muchos casos como consecuencia de la reversión de las políticas de ajuste de la década pasada y la adopción de políticas de estímulo a la producción y al consumo doméstico, dentro de un marco de estricta disciplina fiscal. Los presupuestos públicos están en general en equilibrio o con superávit. En esa evolución ha ayudado el mejoramiento de las cuentas externas, producto de términos de intercambio favorables para las materias primas, que se traduce en estímulo a la producción y en la acumulación de importantes activos en moneda extranjera por parte de los bancos centrales. Muchos países tienen tipos de cambio flexibles relativamente altos, que se apoyan en la adquisición de divisas, hecho que reduce su vulnerabilidad ante eventuales cambios del ciclo económico. A su vez, en función del desempeño de las cuentas fiscales y corriente verifican una disminución del endeudamiento externo y la recompra de deuda denominada en dólares para reemplazarla por obligaciones en monedas locales. De esta forma han disminuido su dependencia de los mercados internacionales para obtener financiamiento, el que proviene mayormente del ahorro local (superávit del sector público, ganancias de las empresas y ahorro de las familias) estimulado por el aumento de poder adquisitivo a que da lugar el crecimiento económico.

El auge de los fondos de pensiones, empresas aseguradoras y fondos mutuos en América Latina, Europa del Este y Asia estimula la demanda de bonos en monedas locales. En la crisis de 1997, los gobiernos de los países emergentes tenían deudas por U\$S 786.000 millones denominadas en monedas locales, mientras que en 2006 esa cifra era de U\$S 3,15 billones, según el Banco Internacional de Pagos de Basilea. En cuanto al sector empresario en esos países, en 1997 tenía una deuda de U\$S 416.000 millones en moneda local, la que ascendió a U\$S 1,38 billones en 2006. La mayor parte de los bonos en moneda local están en manos de los propios ciudadanos de los países emergentes, aunque en los últimos años se nota un creciente interés de los inversionistas extranjeros en adquirir activos de esa clase.

2. La política de las autoridades monetarias en Estados Unidos y Europa

La Reserva Federal de Estados Unidos (FED), ante el temor de una recesión derivada de la crisis hipotecaria, decidió impulsar la liquidez, inyectando fondos al mercado y reduciendo las tasas de interés. Es así que, desde principios del segundo semestre de 2007, redujo las tasas de corto plazo y de descuento en tres oportunidades, la última el 11 de diciembre, llevándolas al 4,25% y 4,75% anual, respectivamente.

Cabe destacar que el crecimiento de la economía y el control de la inflación son los dos objetivos primarios de la Reserva Federal. Dicho de otro modo, su política monetaria se ejecuta en función del equilibrio entre los objetivos de crecimiento —que fija en la media histórica del 3,5 por ciento— e inflación —dentro del rango del 1% al 2%, considerado como “zona de confort”—. Es así que hasta mayo de 2004, a los efectos de superar la recesión de 2001/02, siguió claramente una política expansiva, privilegiando el crecimiento sobre la inflación; de esta manera disminuyó la tasa de interés de referencia desde 6,5%, en diciembre de 2000, al 1%, en junio de 2003.

Cuando a principios de 2004 comenzaron a surgir nuevamente presiones inflacionarias, la autoridad monetaria de los Estados Unidos modificó la citada estrategia y pasó a incrementar las tasas de interés testigo. Entre junio de 2004 y el mismo mes de 2006, aplicó diecisiete subas consecutivas de un cuarto de punto, buscando mantener bajo control la presión inflacionaria y desinflar lentamente la especulación o burbuja inmobiliaria. De esa forma cambió la política monetaria de expansiva a restrictiva, llevando la tasa de interés al 5,25%.

El fracaso en asegurar la lenta descompresión del mercado inmobiliario, manifestado por la crisis de las hipotecas y su repercusión negativa sobre el sistema financiero durante 2007, llevó de nuevo a la Reserva Federal a modificar la estrategia, poniendo al crecimiento por encima de la inflación. Es así que no sólo recortó su tasa de referencia sino que está colocando más fondos de lo habitual en el sistema financiero, especialmente a través de la compra de créditos hipotecarios.

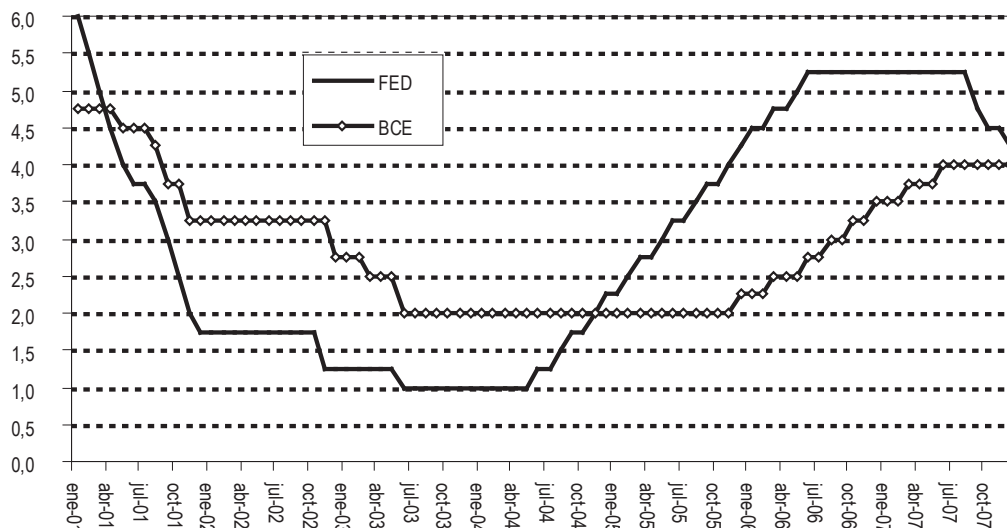
En cuanto a Europa, la crisis de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses se ha reflejado en problemas de liquidez, ante la desconfianza sobre la solidez de algunas instituciones bancarias. El Banco Central Europeo (BCE) optó por seguir una política monetaria prudente, manteniendo la tasa de interés a corto plazo para la zona del euro en el 4% anual, el nivel más alto desde agosto de 2001 y prácticamente el doble del que regía en junio de 2003. Sin embargo, a fin de evitar una escasez de liquidez y apoyar a los bancos, el BCE colocó, mediante subastas rápidas, en agosto próximo pasado, fondos adicionales por valor de 211.365 millones de euros (284.708 millones de dólares); en septiembre inyectó otros 42.245 millones de euros (57.453 millones de dólares) con un vencimiento de un día, continuando con el mismo procedimiento en los meses siguientes.

A diferencia de la Reserva Federal, el BCE ha privilegiado el control de la inflación, otorgando estabilidad a la tasa de interés. Para hacer frente al problema de los bancos que no obtienen crédito suficiente a tasas razonables por desconfianza respecto a su cartera crediticia, ha procedido a aumentar la liquidez mediante el procedimiento señalado de subasta de fondos. El BCE estima que la inflación se mantendrá en niveles superiores al 2% en los primeros meses de 2008, en función de los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas y de la situación relativamente tensa de la demanda de trabajo.

Al no modificar la tasa de interés, que prácticamente se ha alineado con la de la Reserva Federal, el BCE ha contribuido a apuntalar al euro, que se ha ido apreciando en mayor medida frente al dólar estadounidense, hasta superar la cotización de 1,45 dólares por unidad. Es de señalar que cuando se lanzó la moneda europea en diciembre de 2001, la tasa de cambio era de apenas 0,90 centavos de dólar.

Gráfico 1

Tasa de Interés de la FED y el BCE en %



Fuente: Reserva Federal de EE.UU. (FED) y Banco Central Europeo (BCE)

El dólar estadounidense

La declinación del valor del dólar frente a las monedas de los principales países de la OECD ha sido constante desde mediados de los años 60 del siglo pasado, habiéndose acentuado en los últimos cinco años. Durante 2007 cayó 5% frente a la libra esterlina, 7% con el yen, 10% en relación al euro y 14% contra el dólar canadiense. Si se toma la canasta de divisas de los principales socios comerciales de Estados Unidos, compuesta por la Reserva Federal, la depreciación llegó al 8%.

Puede decirse que la debilidad del dólar, en función de la tendencia de largo plazo a la depreciación de su valor, está vinculada sobre todo a los desequilibrios internos de la economía de los Estados Unidos, particularmente a la insuficiencia de generación de ahorro interno para financiar el proceso de inversión y al aumento del endeudamiento neto con el exterior. A pesar del diferencial de tasas que pagan los títulos y depósitos de Estados Unidos *vis-à-vis* los de otros países de la OECD y, particularmente de los países emergentes, esta diferencia pronto dejará de ser suficiente para equilibrar los flujos de intereses, dejando de incidir positivamente sobre el balance de pagos.

La pérdida de confianza en la preservación del valor del dólar ha conducido a una modificación en la composición de las tenencias de reservas monetarias. Mientras que las monedas europeas (ahora fundamentalmente el euro) pasaron de representar el 18% de las reservas mundiales de divisas en 1999 al 25,8% a finales de 2006, la moneda estadounidense disminuyó esa participación del 71% al 64,7% en ese lapso. Los cambios de participación son más significativos si se tiene en cuenta que las reservas mundiales de divisas crecieron un 150% entre 2001 y 2006, para superar los cinco billones de dólares.

Otro factor de importancia en el comportamiento del dólar está dado por la pérdida de participación de los Estados Unidos en el comercio mundial. De primer exportador indiscutido desde la segunda guerra mundial hasta principios del corriente siglo, ha perdido esa posición frente a Alemania y, en el corriente año, frente a China y Alemania.

Si bien un dólar débil es una aparente ventaja en el corto plazo, por el aumento de la competitividad de las exportaciones a que da lugar la modificación de precios relativos, la persistencia de la depreciación es susceptible de seguir impactando en la pérdida de su significación como moneda de reserva, empujando los rendimientos de bonos y títulos estadounidenses al alza y neutralizando las eventuales ganancias sobre el balance de pagos.

3. El contexto económico internacional

En la primera mitad de 2007, la economía mundial creció alrededor de un 5%. Los datos del tercer trimestre, contra las expectativas prevalecientes de desaceleración, siguieron mostrando un alto nivel de actividad, particularmente como consecuencia del comportamiento de las economías emergentes que crecen a tasas mayores que la media mundial.

En los Estados Unidos, las turbulencias financieras no llegaron a reflejarse en el desenvolvimiento de la economía, que para el conjunto del año crecerá más del 3%. En efecto, los datos del tercer trimestre de 2007 marcaron un ritmo interanual del 3,9%, el más elevado de los últimos 12 meses, y una décima por encima del dato del trimestre inmediato anterior. Sin embargo, esa tasa se encontró bastante por debajo de la correspondiente al primer trimestre de 2006 de 4,8% de crecimiento anual.

Los buenos datos de la economía estadounidense sorprenden dada la crisis en el sector de vivienda y la consecuente caída en la inversión residencial que resta cerca de 1% al crecimiento total del PIB. Esta caída fue más que compensada por la expansión del consumo y de la inversión no residencial (suele seguir la evolución de la residencial con un año de retraso), pero, sobre todo, por el dinamismo del sector exterior. El vigor de la actividad en el resto del mundo y la continua debilidad del dólar permitió que las exportaciones supongan más del 40% del crecimiento total.

En lo que respecta a la inflación, el índice de precios al consumidor de octubre fue de 0,3% por segundo mes consecutivo (0,1% es la media de los meses de verano), mientras que el aumento interanual alcanzó al 3,5%, en gran parte como consecuencia del aumento del precio de los alimentos y de la energía.

En la Unión Europea el crecimiento del PIB se aceleró en el tercer trimestre, llegando al 0,7% o un 2,6% interanual, tras la débil evolución en el segundo trimestre (0,3%). La desagregación del crecimiento muestra una recuperación en la demanda interna, impulsada por la inversión y, en menor medida, por el consumo. En tanto, el sector externo dejó de tener un aporte positivo debido al fuerte crecimiento de las exportaciones que superó al de las importaciones. La recuperación fue generalizada, destacándose Alemania y Francia que crecieron un 0,7%, tras el 0,3% anterior. La inflación, medida por los precios al consumidor se situó en el 2,6% anual en octubre, estimándose que seguirá aumentando en el corto plazo.

La economía de Japón creció el 2,6% en el tercer trimestre, luego de registrar crecimiento nulo en el segundo trimestre del año. Las exportaciones fueron el componente más dinámico de la demanda global, explicando más de la mitad del crecimiento total. La UE y los EE.UU. representaron el 35% de las exportaciones mundiales, mientras que los países de Asia participaron con el 50% de las ventas externas. El aumento del consumo compensó los efectos de la caída en la construcción. Entre julio y septiembre la inversión inmobiliaria se contrajo un 7,8%, la mayor caída sufrida por este indicador en diez años. A su vez, el Índice de Precios al Consumo (IPC) aumentó en un 0,1% en octubre, siendo el primer incremento luego de diez meses de deflación. La suba del precio del petróleo atenuó la caída de precios en varios sectores de la economía.

En los países emergentes la actividad económica aumentó en medida importante, impulsada por altas tasas de crecimiento en China, India, Rusia, el resto de Asia y Latinoamérica. El PIB de China aumentó el 11,5% en el tercer trimestre de 2007, mientras que el superávit comercial se incrementó a un ritmo interanual promedio de 69%, alcanzando a U\$S 186 mil millones. En América Latina, los principales países de la región siguieron mostrando economías en fuerte expansión. La inflación también se modificó al alza en los países emergentes, aunque dentro de parámetros por debajo de un dígito anual en promedio.

Para el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2007), las recientes turbulencias financieras mundiales no tendrán un impacto notable en las economías de los mercados emergentes, mientras que podrán contenerse sin que se produzca recesión en los países de la OECD. Para 2008, el organismo señala que la economía estadounidense se expandiría 1,9%, mientras que todas las economías avanzadas crecerían 2,2%, siendo la primera vez desde 2001 que los EE.UU. hayan crecido más lentamente que sus pares.

En EE.UU. se espera una moderación del consumo que arrastrará al resto de la economía, afectado por el repunte de los precios, el menor dinamismo del mercado laboral y el efecto riqueza negativo, debido a la caída de los precios de las viviendas y de los títulos y acciones. En la Unión Europea, el aumento de la inflación, por encima de la zona de confort del Banco Central Europeo, y las menores facilidades crediticias podrían retrasar la recuperación del consumo y contener la inversión, llevando a la desaceleración del nivel de actividad en los próximos trimestres.

Los canales de transmisión mediante los cuales una desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos puede impactar en la economía mundial son los de disminución de las importaciones, la caída de beneficios de multinacionales extranjeras radicadas en ese país, el ajuste bursátil y de los precios de las propiedades (efecto riqueza negativo), y el eventual aumento de las tasas de interés.

En cuanto a las economías emergentes, los analistas confluyen en considerar que continuarán siendo un factor de sostén del crecimiento global en 2008, aunque se espera que moderen ligeramente su ritmo de crecimiento. Como fue señalado, las reformas estructurales encaradas en los últimos años para reducir su dependencia del ahorro externo, limitar su vulnerabilidad a variaciones de tipos de cambio y de interés y potenciar su demanda interna les ha permitido desenvolverse en forma solvente. Asia liderará nuevamente el crecimiento mundial basada en la fortaleza de las economías de China e India. América Latina seguirá evolucionando con un aumento del PIB sobre el promedio mundial, aunque podría acusar en mayor medida el impacto negativo de la desaceleración en EE.UU., siendo México el más expuesto dado que un 85% de sus exportaciones se dirigen a ese país. En el último año, China, India y Rusia han sido responsables de la mitad del crecimiento mundial, y en el próximo año tendrían una expansión de 10%, 8,4% y 6,5%, respectivamente.

Las economías desarrolladas continuarán con su tendencia a una menor tasa de expansión (2,2%) que el resto del mundo (7,4%). De esta manera, los países de la OECD seguirán perdiendo, aunque gradualmente, su participación en el PIB mundial, que alcanza actualmente al 52%, con sólo el 15% de la población total.

Cuadro 1

Principales Indicadores de la Economía Mundial

	PIB (1)			Precios al Consumido(1)			Cuenta Corriente(2)		
	2006	2007	2008 e	2006	2007	2008 e	2006	2007	2008 e
Países Desarrollados	2,9	2,5	2,2	2,3	2,1	2,0	-1,4	-1,3	-1,4
EE.UU.	2,9	1,9	1,9	3,2	2,7	2,3	-6,2	-5,7	-5,5
Área Euro *	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0	0,0	-0,2	-0,4
Japón	2,2	2,0	1,7	0,3	0,0	0,5	3,9	4,5	4,3
Países en Desarrollo	8,1	8,1	7,4	5,1	5,9	5,3	4,8	4,0	3,7
China	11,6	11,5	10,1	1,5	4,5	3,9	9,4	11,7	12,2
India	9,7	8,9	8,4	6,1	6,2	4,4	-1,1	-2,1	-2,6
Rusia	6,7	7,0	6,5	9,7	8,1	7,5	9,7	5,9	3,3
Brasil	3,7	4,4	4,0	4,2	3,6	3,9	1,2	0,8	0,3
México	4,8	2,9	3,0	3,6	3,9	4,2	-0,3	-0,7	-1,1
Argentina	8,5	7,5	5,5	10,9	9,5	12,6	2,5	0,9	0,4
Mundo	5,4	5,2	4,8						

(1) Variación porcentual anual

(2) Como porcentaje del PIB

e : estimado

* Área Euro: Alemania, Francia, Italia, España, Holanda, Bélgica, Austria, Finlandia, Grecia, Portugal, Irlanda, Luxemburgo y Eslovenia

Fuente: FMI _ Perspectiva de la Economía Mundial

Los aumentos de precios

En el último año, han surgido presiones inflacionarias globales como consecuencia de la demanda de China, India, Rusia y otras economías emergentes, que ha disparado los precios de las materias primas y de los alimentos. Esta situación llevó a la cautela a la autoridad monetaria europea que mantuvo la tasa de referencia del euro en el 4%. En los Estados Unidos, si bien la Reserva Federal redujo las tasas de corto plazo y de descuento, éstas se encuentran en paridad con las europeas, es decir relativamente altas como para brindar un fuerte estímulo a la actividad económica.

El dilema que se presenta es que, tanto en los Estados Unidos como en Europa, especialmente en el primero, podría volver a producirse el fenómeno de estancamiento económico con inflación característico de la década de 1970. Sin embargo, en el presente, no es seguro que el reciclaje de fondos desde los países emergentes (petroleros en aquella década) vuelva a producirse, atento las dudas que genera el sistema financiero y la preservación del valor del dólar.

El fuerte crecimiento de los países emergentes y la alta elasticidad de la demanda ingreso de alimentos y materias primas que los caracteriza, especialmente en el caso de economías como las de China y la India que representan un tercio de la población mundial, está creando una situación de tensión en los mercados de esos productos, que en pocos años han pasado de oferta a demanda excedente. Las empresas en muchos países trabajan al límite de la capacidad instalada, inclusive en los países desarrollados, ante el aumento de la capacidad de importación de las economías emergentes, hecho que junto al aumento de precios de los bienes primarios impulsa el aumento de la remuneración de los factores de producción.

La robusta demanda mundial llevó a que las materias primas tuvieran en septiembre su mayor alza mensual en 32 años, encabezada por el trigo, el petróleo crudo y el oro. El trigo llegó a un récord por la escasez mundial de granos, lo que impulsó a su vez la demanda de maíz y soja. El petróleo también llegó a un récord, mientras que el oro tocó su precio máximo en 27 años. El consumo de granos es tan alto que el próximo año será el tercero consecutivo en que el mundo consumirá más de lo que cosecha. Esta evolución ha conducido a reducir los inventarios a sus niveles más bajos en más de tres décadas, lo que provoca una situación vulnerable para los sectores de población de menor poder adquisitivo, por su incidencia sobre el costo de la canasta alimenticia.

En el informe anual de "Perspectivas de la Agricultura" (OCDE-FAO, 2007) se estima que en los próximos diez años los precios promedio de los productos agrícolas en los mercados internacionales crecerán entre un 20% y un 50% comparado con el promedio de los últimos 10 años, afectando en forma indirecta los precios de los productos ganaderos, por los mayores costos de los forrajes.

Por otra parte, tanto la China como la India, que son deficitarios en materia energética, han impulsado la demanda mundial de combustibles y, con ello, los precios del petróleo, el gas y el carbón, los que se sitúan a niveles récord. Las cotizaciones del barril de petróleo crudo ligero se encuentran cercanas a los 100 dólares estadounidenses, habiendo aumentado constantemente en el curso de 2007.

A la incidencia de los elementos anteriores sobre el nivel de precios, se le suma el aumento de los costos de transporte, por la incidencia de los precios de los combustibles y, fundamentalmente, por el auge de la demanda de importación. Este hecho encarece adicionalmente los precios de los cereales, del mineral de hierro, del carbón y de otras materias primas de consumo e industriales.

4. Conclusiones

A pesar de los problemas del mercado del crédito de los Estados Unidos, la economía a nivel mundial mantuvo su vigor. En los primeros nueve meses del 2007 han continuado las altas tasas de crecimiento de años anteriores, sostenidas cada vez en mayor medida por los países emergentes y en desarrollo que crecen sobre bases más sólidas que en el pasado. Solamente las economías de China, India y Rusia explican actualmente la mitad del crecimiento económico mundial, dado que su importancia en materia de población

y su creciente peso económico han estimulado la demanda de alimentos y energía, circunstancia que ha conducido a una modificación de la tendencia de deterioro de precios relativos entre productos primarios y manufacturas.

Sin embargo, es probable que las turbulencias no se superen fácilmente y los mecanismos de ajuste a las nuevas circunstancias no sean lineales, repercutiendo sobre diferentes productos y sectores como así también en la disponibilidad de dinero para inversiones de largo plazo y algunos precios de mercaderías. Aunque se estima que se produzca una desaceleración en el nivel de actividad mundial para el próximo año, se habrá logrado en el período 2003-2008 seis años consecutivos de expansión por encima de la media histórica de 3%, un hecho sin precedentes en los últimos 50 años.

Es así que los interrogantes que plantea la presente coyuntura se sitúan más allá de correcciones de rumbo o de medidas puntuales con el objeto de buscar la solución a diferencias entre la oferta y demanda de diversos mercados dentro de una situación de equilibrio estable. Los problemas son de índole compleja y tienen que ver con un fuerte desajuste estructural que compromete la evolución sustentable de la economía internacional, comprendida la explotación racional de recursos escasos, en muchos casos no renovables.

Las repercusiones en los mercados financieros tienen que ver con la economía real y los patrones de distribución del ingreso, así como con fuertes desequilibrios en los coeficientes de ahorro e inversión a nivel nacional en los países de mayor peso económico. Las soluciones, por tal motivo, no pasan solamente por el manejo de tasas de interés y de sus efectos sobre la demanda agregada, sino en medida importante por las políticas públicas que inciden sobre la demanda y los ingresos de los factores y sobre la forma en que esas políticas impulsan la oferta para que ésta responda a los requerimientos o necesidades principales de la población.

Bibliografía

BCE (2007). Boletín Mensual. Varios Números. Frankfurt: Banco Central Europeo.

FMI (2007). Perspectiva de la Economía Mundial: Globalización y desigualdad. Washington D.C.: FMI.

Mills, P. y J. Kiff. (2007) Money for nothing and checks for free: recent developments in US subprime mortgage markets. Working Paper N° 188. Washington D.C.: FMI.

OCDE- FAO (2007). Las Perspectivas de la Agricultura: 2007-2016. Paris: OCDE-FAO.