

PREOCUPANTE | La mayoría de los bancos centrales del mundo se muestra pasiva ante el tsunami inflacionario que hoy recorre el mundo

Estancamiento en Estados Unidos no marca el camino hacia una recesión

El dólar seguirá debilitándose en los próximos años pero, por acostumbramiento, continuará siendo la moneda de referencia internacional

Difícilmente otro signo monetario le quite protagonismo a la divisa estadounidense, sobre todo, cuando el euro y el Banco Central Europeo tienen poca trayectoria recorrida y Japón prefiere un perfil bajo para el yen, sostuvo el Dr. Arturo Porzecanski. En diálogo con ECONOMIA & MERCADO, este economista uruguayo radicado en Estados Unidos desde hace cuarenta años, que es consultado por las principales instituciones financieras del mundo, analizó las perspectivas de la economía norteamericana y discrepó radicalmente con los analistas que pronostican el inicio de una recesión en ese país. A continuación se publica un resumen de la entrevista.

-¿Cuáles son las perspectivas de la economía mundial en medio de la actual crisis financiera internacional?

-En los últimos meses se ha hablado mucho del derrumbe del mercado hipotecario norteamericano y sus posibles consecuencias por el mundo. Sin embargo, he sostenido desde sus inicios que ese hecho no es ni se va a convertir en una "crisis". Quienes vivimos los terremotos financieros de las décadas pasadas, especialmente en América Latina, reconocemos de inmediato una verdadera crisis -por las quiebras de bancos y empresas, moratorias de gobiernos e instituciones financieras, y alzas repentinas en la desocupación- y hoy no observamos nada de eso, ni en Estados Unidos ni en el Río de la Plata.

-Entonces, ¿por qué hay tanto nerviosismo en los mercados financieros internacionales?

-A partir de mediados del año pasado, como consecuencia de la explosión de una burbuja especulativa que involucró al segmento más riesgoso del mercado hipotecario estadounidense y que pegó muy fuerte en los libros de muchas instituciones financieras de primera línea, incluso en Europa, apareció una iliquidez en el mercado crediticio y también el interbancario, por lo cual cayeron los bonos y las acciones, especialmente los emitidos por dichas instituciones. Las medidas de emergencia tomadas por las autoridades en Estados Unidos y Europa, así como la recapitalización exitosa de casi todas las instituciones afectadas, han puesto nerviosos a los inversores pero no hemos caído ni estamos cayendo en una quiebra irreparable de la confianza. Sin embargo, el mercado inmobiliario norteamericano y otros también muy recalentados, como los de Londres y Madrid, van a permanecer

deprimidos por unos años, lo que es natural y aún saludable desde el punto de vista macroeconómico.

Sin recesión

-¿Cómo evalúa los efectos de la debacle del mercado de las subprimes?

-Lo peor ya pasó porque la gran mayoría de los intermediarios financieros en Estados Unidos y Europa han reconocido, según mis estimaciones, más del 75% de las pérdidas que pudieran llegar a ser ocasionadas por la explosión de la burbuja hipotecaria. Hoy ya no quedan muchas rocas por dar vuelta con cangrejos espantosos esperando debajo. A su vez, la economía de Estados Unidos se halla en un estancamiento transitorio que no marca el camino hacia una recesión.

-¿En qué se basa para descartar una recesión de la economía norteamericana?

-Me remito, primero, a los indicadores económicos que se han anunciado desde fines de 2007 hasta la fecha, y que muestran un crecimiento levemente positivo en casi todos los sectores, menos la construcción y las ventas de casas y automóviles. Podríamos tener datos más negativos en este segundo trimestre en curso, dado el alza vertiginosa en el precio de los combustibles, pero hablar de una recesión de la economía estadounidense es exagerar el proceso de ajuste que está en marcha. Segundo, el estancamiento será transitorio porque los mercados financieros se están saneando, hay un impulso fiscal y monetario expansivo, la incertidumbre política está disminuyendo y el dólar depreciado está fomentando una mejora en la balanza comercial.

-¿Qué efectos tendrá la contracción de la actividad en el mercado inmobiliario norteamericano, teniendo en cuenta que el sector de la construcción tuvo un rol clave en la expansión de la economía de Estados Unidos de los últimos cinco años?

-Los estadounidenses, especialmente quienes poseen un nivel de ingresos aceptable, hoy pueden acceder a un mercado hipotecario que ofrece propiedades menos caras que antes a tasas realmente bajas, con niveles de, por ejemplo, 6% anual fijo entre quince y treinta años. Sin embargo, los bancos, con mucha razón, no están dispuestos a conceder créditos equivalentes por más del 80% del valor de las propiedades, como lo hacían a menudo en años recientes, incluso otorgando préstamos a personas que no tenían activos e ingresos verificables. Por eso es que no se puede hablar de una retracción indefinida del mercado de bienes raíces ni del sector de la construcción. Lo peor de la caída de los valores inmobiliarios y la reducción del volumen de transacciones ya ocurrió, inclusive en los mercados más especulativos como el de Miami, en donde se han quemado los dedos unos cuantos compradores latinoamericanos.

Precios en alza

-¿Si no le preocupan los aprietos que sufrieron importantes bancos estadounidenses y europeos, hay alguna otra cosa que sí le intranquiliza?

-Sí, lo que realmente me inquieta es el tsunami inflacionario que está recorriendo el mundo debido al aumento de los precios del petróleo, alimentos y otras materias primas. Y me preocupa más porque observo la actitud pasiva de la mayoría de los bancos centrales del mundo ante esta escalada inflacionaria. Me trae malos recuerdos de la década del setenta, cuando las autoridades bancocentralistas de Estados Unidos, Europa y Japón permitieron que la inflación escapara de su control. El costo de esa falta de coraje político la pagamos todos muy caro a comienzos de los años ochenta, ya que el frenazo que finalmente dieron Paul Volcker de la Reserva Federal y sus colegas interrumpió el financiamiento internacional para gobiernos y empresas, pinchó la burbuja especulativa de materias primas, quebró a los esquemas cambiarios imperantes -las "tablitas"- y nos llevó a devastadoras crisis bancarias, cambiarias y de insolvencia fiscal.

-¿No existen diferencias importantes con la situación de los años setenta?

-Por supuesto que las hay. Una de las diferencias claves es que los países ricos, que entonces eran los grandes consumidores de petróleo y materias primas, fueron aquella vez los más afectados por las alzas de las cotizaciones de los commodities. Cuando el precio del crudo se cuadruplicó durante los años setenta, subiendo de US \$ 3 a US\$ 12 por barril, ese aumento resultó en una inflación generalizada por falta de voluntad política más que nada en ese Primer Mundo. Ahora que el precio del barril se ha cuadruplicado nuevamente de US\$ 30 a US\$ 120, el "zapatito inflacionario" aprieta más especialmente en el Tercer Mundo, es decir en Asia, África, Europa Oriental y América Latina. En esas regiones, el consumo de energía, la venta de automóviles, la construcción y la demanda por alimentos más nutritivos y otras materias primas ha aumentado muchísimo en la última década. Pero esos nuevos consumidores de recursos todavía están en una posición económica muy frágil y no tienen el colchón financiero que posee el consumidor típico del hemisferio norte.

-¿Cómo pueden hacer frente las economías del Tercer Mundo al aumento desmedido de los precios de los commodities?

-Van a tener que frenar su consumo e inversión. De lo contrario, los precios no van a dejar de subir. Mientras que el peso de los alimentos y combustibles constituye, en promedio, menos de un cuarto de la canasta del consumidor en el Primer Mundo, dicho costo representa casi la mitad en los países en vías de desarrollo, y tiene una ponderación aún mayor en la canasta familiar de las naciones más pobres, sobre todo en África. En muchos países, los gobiernos están tratando de minimizar el shock provocado por la suba de los precios de las materias primas a través de subsidios al consumo de hidrocarburos, la aplicación de impuestos a las exportaciones de alimentos, el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos, etc. Pero esas medidas están aplazando el apretón de cinturones que debemos hacer colectivamente para ponerle fin a la escalada de precios.

-¿A qué niveles prevé que llegue la inflación en el mundo?

-En los países ricos, donde el impacto del aumento de precios de commodities no es tan fuerte, la inflación va a continuar cerca del 4-5% actual. En los países en vías de desarrollo, estamos viendo que la inflación oscila entre el 6% y el 10%. Incluso en Chile, uno de los países mejor administrados de nuestra región, el dato interanual correspondiente a mayo fue de 8.9%. Y en las economías peor manejadas como, por ejemplo, Indonesia, Rusia, Sudáfrica y Turquía, la espiral inflacionaria ya supera el 10%, y ni hablemos de la Argentina y Venezuela, donde corre por encima del 20% o aún el 30% si corregimos por la manipulación y contención artificial de precios claves.

-¿No hay países latinoamericanos que estén aplicando políticas antiinflacionarias inteligentes?

-Sí, hay países como Brasil, México y Perú que están remando en la dirección correcta. Quiero destacar al gobierno de Lula, en particular, que ha tenido el coraje de darle luz verde al Banco Central de Brasil para reducir la liquidez antes que la inflación supere el 5%. Evidentemente, el presidente Lula no se olvida de una de las principales lecciones que aprendió durante sus muchos años de obrero y sindicalista: cuando la inflación se dispara, son los trabajadores y los más pobres, en especial, quienes sufren. En cambio, los caudillos populistas tipo Kirchner y Chávez todavía viven de la ilusión que pueden resolver los problemas económicos con una varita mágica. Dada la pobrísima historia económica de esos países y con los conocimientos actuales, eso es vergonzoso.

Dólar depreciado

-La moneda estadounidense se ha depreciado en promedio un 25% en los últimos ocho años contra casi todas las monedas. Con ese antecedente, ¿podrá el dólar continuar siendo la moneda de referencia en el mundo?

-Lo será, incluso si llegara a cotizarse a 15 pesos uruguayos, a 2 euros o a 85 yenes. Existe un acostumbramiento al uso del dólar en las actividades comerciales y financieras internacionales desde hace varias décadas y, difícilmente, otro signo monetario le quite protagonismo, sobre todo, cuando el euro y el Banco Central Europeo tienen poca trayectoria recorrida y Japón prefiere un perfil bajo para el yen.

-¿Podrá conservar esa prerrogativa si continúa cayendo sostenidamente su cotización?

-El dólar probablemente se siga debilitando en los años venideros, en particular contra las monedas de los países en vías de desarrollo. Conste que no estoy diciendo una novedad. En agosto de 2005, manifesté públicamente en Montevideo que la divisa estadounidense tenía más chances de terminar cotizándose a 20 que a 30 pesos uruguayos. Hoy el dólar tiene más posibilidades de llegar a valer 15 que 25

pesos, más allá de las medidas tomadas recientemente por el Ministerio de Economía y el Banco Central del Uruguay (BCU) para frenar la tendencia.

-¿Cómo explica la posibilidad de una nueva depreciación de la divisa norteamericana?

-Por dos razones. Primero, porque Estados Unidos va a tener que seguir pagando la factura de la desastrosa administración Bush (hijo). La herencia que le deja al pueblo estadounidense es una carga agobiante que tiende a erosionar al dólar: un país atrapado en las arenas movedizas del Medio Oriente cargando una enorme deuda externa y los grandes déficit fiscal y comercial, sobre sus hombros. Por más que el próximo gobierno, ya sea McCain u Obama quien lo presida, aplique una política económica y de relaciones exteriores más sensata, no va a poder sacar a ese gigante del pozo con mucha rapidez. Y, segundo, porque pronto casi todos los países que están tolerando un aumento generalizado de la inflación que ya señalaré van a tener que reaccionar apretando la liquidez y las tuercas fiscales. Eso va a inducir más confianza en sus monedas, llevándolas a mayores cotizaciones respecto al dólar. Si no reaccionan como deben, van a perder su credibilidad antiinflacionaria y su trayectoria en el terreno de la estabilidad tan duramente conquistado en la última década.

-¿En qué medida la diversificación de portafolios que hemos visto entre los inversores privados puede extenderse masivamente a los bancos centrales de todo el mundo, perjudicando al dólar?

-Desde hace varios años existe una corriente muy gradual, pero persistente, para reducir la tenencia de dólares como porcentaje del total de las reservas internacionales de los bancos centrales. Lo que hay de nuevo es que los gobiernos y bancos centrales de las naciones superavitarias, desde China hasta los exportadores de petróleo, que antes acumulaban dólares y compraban "treasuries" (letras del gobierno norteamericano) y casi nada más, han comenzado a segregarse y diversificar sus carteras mediante los llamados "fondos soberanos de riqueza" (sovereign wealth funds). Si bien continúan utilizando al dólar como moneda de referencia y vehículo, ahora también invierten en bonos corporativos y acciones de empresas de diversos países, porque ya no aceptan invertir sus reservas en títulos que se deprecian y pagan sólo el 2%-3% de interés. Cada vez hay más gobiernos que están procediendo en esa dirección. En nuestro vecindario estamos viendo cómo las autoridades de Brasil y Chile han decidido comenzar a ahorrar parte de su bonanza tributaria e invertirla a través de dichos fondos.

-Entonces ¿no considera probable que los bancos centrales de la mayoría de los países conviertan sus reservas en base a una canasta de monedas?

-No vamos a ver una corrida para desprenderse de la divisa norteamericana, primero, por falta de buenas alternativas y, segundo, porque los gobiernos bien saben que un intento de diversificación apresurado les va a resultar extremadamente costoso, dado que el valor de sus tenencias de dólares bajaría significativamente.

Quizás el primero que tome tal decisión, siempre y cuando sus reservas no sean demasiado grandes, podría escapar de una pérdida cuantiosa, pero evidentemente no lo lograrían quienes lo siguieran. De todos modos, no creo que haya que enfocarse demasiado en lo que los bancos centrales hagan con sus divisas porque, en estas últimas décadas de globalización, la riqueza está concentrada en su enorme mayoría en manos del sector privado.

Fuerte especulación con los commodities

-¿Es el buen momento actual de los precios de los commodities un fenómeno estructural o uno de carácter temporal?

-Se trata de una combinación de las dos cosas. En la medida que los bancos centrales se "pongan las pilas" en los meses venideros y empiecen a combatir la inflación en serio, el elemento especulativo, por lo menos, va a disminuir y permitir una cierta rebaja en los precios de las materias primas. Dentro de un par de años, cuando miremos por el retrovisor de la historia, nos vamos a arrepentir por no haber vendido el oro, el petróleo o el arroz que habíamos atesorado en 2008.

-¿Se mantendrán los precios de los commodities en niveles muy elevados mientras persista la incorporación de cientos de millones de asiáticos, sobre todo chinos e indios, a la clase media?

-Seguramente las cotizaciones estarán más altas que hace unos diez años, pero no me suscribo a la tesis de que el alza actual de los precios de los commodities hasta la estratósfera se justifica porque quienes viven en la China, India o Rusia por fin están tomando Coca-Cola, fumando cigarrillos Marlboro y manejando Toyotas. La situación de esos consumidores todavía es tan precaria que no se pueden dar el lujo de seguir pagando estos precios por sus materias primas, así como por sus vicios y lujos nuevos. Como en ocasiones anteriores, veremos cambios importantes en los hábitos de consumo. Con los precios actuales de la nafta, por ejemplo, se va a reducir el uso del automóvil, incrementar la demanda de servicios del transporte colectivo e incentivar la búsqueda de alternativas más baratas. El ajuste de los consumidores en el área de los automotores ya se nota incluso en Estados Unidos, así que imagínese lo que veremos en otros países menos afortunados.

No será nada fácil lidiar con más inflación

-¿Cómo vislumbra las perspectivas de la región?

-América Latina no está aprovechando debidamente la actual bonanza económica. Sólo el gobierno chileno ha tenido la voluntad política de ahorrar e invertir la mayor parte de los ingresos extraordinarios generados por la suba del precio del cobre y la recaudación. Los demás gobiernos de la región están despilfarrando, en mayor o menor medida, la gran oportunidad que se les presenta para tener un balance fiscal superavitario y reducir su pesado endeudamiento. Por ejemplo, las cuentas del

Estado uruguayo cerraron con leve déficit en 2007, ya que el superávit primario no alcanzó para cubrir los pagos del servicio de la deuda. Asimismo, la encuesta de expectativas realizada por el Banco Central del Uruguay (BCU) señala que los analistas no esperan un superávit fiscal este año ni en 2009. Si no logramos disciplinar el gasto público y apresurar las reformas estructurales cuando el contexto macroeconómico es excelente, ¿cuándo lo vamos a hacer? ¿Se hará en medio de la próxima crisis? Lo más prudente sería suponer que el contexto internacional de tasas de interés y precios de commodities no va a continuar siendo tan bueno. Entonces, no va a ser fácil lidiar con el tsunami inflacionario que ya nos está embarrando la cancha rioplatense.

-¿Cómo podría controlarse la inflación al tiempo que suben los precios de los alimentos y los combustibles?

-Por cierto, la solución no pasa por poner retenciones a la exportación, congelar precios, dar subsidios y agregarle al cóctel aumentos salariales. Esa película ya la vimos y siempre termina muy mal. El gobierno debería sumarse al BCU y aunar fuerzas para restringir el gasto público y privado antes de que se desate una espiral inflacionaria. Incluso una firme postura antiinflacionaria no exigiría un ajuste muy fuerte: como la recaudación continúa creciendo, no es preciso bajar el gasto público; bastaría evitar que suba a la par de los ingresos tributarios.

Ficha técnica

Arturo Porzecanski, uruguayo, 58 años, se recibió de economista en Whittier College (California) y obtuvo la maestría y el doctorado en economía en la Universidad de Pittsburgh (Pennsylvania). Actualmente es profesor de finanzas internacionales en la American University (Washington DC) y consultor de empresas y gobiernos. Fue economista jefe para países emergentes del ABN Amro Bank en Nueva York y con anterioridad ocupó altos cargos como economista de los bancos ING, Kidder Peabody & Co., Republic National Bank of New York y J.P. Morgan.