

Lunes 15.08.2011, 11:07 hs | Montevideo, Uruguay

PORTAL DIGITAL  
**EL PAIS**

**Economía & mercado**  
EL PAIS



DÓLAR | SE DEBILITARÁ CONJUNTAMENTE CON EL EURO, PERO SEGUIRÁ SIENDO LA DIVISA DE REFERENCIA EN EL MUNDO POR MUCHO TIEMPO

## Las caídas de las bolsas de valores en general no predicen recesiones

Hubo varios factores en el primer semestre que pueden explicar la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos

JORGE REBELLA

Aunque hemos visto una caída aterradora del valor de las acciones, ese fenómeno no obedece a una falta de confianza en la fortaleza inherente de la economía estadounidense, sino a una preocupación cortoplacista de los inversionistas luego que se divulgaron datos macroeconómicos poco halagüeños no solo en Estados Unidos, sino también en el resto del mundo, afirmó el economista uruguayo Dr. Arturo Porzecanski, radicado en Estados Unidos desde hace varias décadas. La semana pasada el entrevistado, que es profesor de Finanzas Internacionales en la American University en Washington DC, analizó las perspectivas de la economía global en medio de una de las tormentas financieras más violentas que han azotado a las bolsas de todo el mundo. A continuación un resumen de la entrevista.

-El derrumbe de las bolsas ocurrió justo después que se anunciara el acuerdo para autorizar la suba del techo de la deuda del gobierno de Estados Unidos. ¿Será que dicho acuerdo no tiene trascendencia?

-Lo tiene, ya que presenciamos una lucha ideológica muy importante entre los demócratas y los republicanos liderados por su ala más conservadora, la cual está en franco ascenso dentro de la población. Los primeros comenzaron planteando que la recuperación económica está demasiado frágil como para darle un giro a la política fiscal expansiva de los últimos años, con la excepción de un aumento de impuestos a la clase pudiente. Por ende, había que autorizar la elevación del techo al endeudamiento público solicitada por la Casa Blanca. Los segundos argumentaron que la fragilidad económica se debe al deterioro en el clima de negocios, fruto del intervencionismo estatal que ha caracterizado al gobierno del presidente Obama, y también a la perspectiva de nuevos déficits fiscales cuantiosos que ha estado promoviendo la cautela de consumidores y empresarios, temerosos de un "impuestazo" futuro. Por lo tanto, los republicanos se rehusaron a aprobar dicho aumento del techo a menos que se aprobara también un importante corte en el gasto fiscal. Y eso es justamente lo que salió aprobado: un giro en la política fiscal que le dio confianza a quienes invierten en títulos del Tesoro americano, como lo vimos durante el desplome de las bolsas.

-Entonces, ¿su lectura es que en términos políticos hubo una derrota de los demócratas y, por consiguiente, de las prioridades de la Casa Blanca?

-Sí. Diría que la pulseada de las últimas semanas marcó el comienzo del declive en el poder político del presidente Obama para lo que resta de su primer mandato. Lo único que la Casa Blanca logró fue un aumento en el techo del endeudamiento público suficiente como que esta lucha no vuelva a repetirse

antes de las elecciones presidenciales programadas para noviembre de 2012. A cambio de un importante recorte en el gasto público en los próximos años, que inicialmente los demócratas rechazaban, los republicanos acordaron un aumento más generoso en el tope de la deuda pública del que deseaban originalmente, de manera que este tema no fuera a relucir antes de 2013. Lo que quedó postergado hasta fines de este año es la reforma de los programas de pensiones, atención médica y medicamentos para los jubilados, temas por demás espinosos que van a elevar la temperatura política de aquí a unos meses. Será interesante ver quién gana esa próxima pulseada, pero supongo que una vez más los demócratas van a ceder más que los republicanos.

## **Tasas y dólar**

-Aunque las tasas de interés de la Fed están cercanas a cero, su presidente, Ben Bernanke, sostiene que no existe riesgo de inflación porque la inflación subyacente -excluyendo combustibles y alimentos- se mantiene baja en Estados Unidos. ¿Es sostenible esa política?

-Sí, y es la correcta dadas las circunstancias previsibles de un crecimiento anémico. Aunque los precios de las materias primas aumentaron a principios de año, no se vio un traspaso a los precios de la mayoría de los bienes y servicios. Y más recientemente dichos precios han caído. Ante el alto nivel de desempleo, y la sobreoferta de bienes raíces, los empresarios y trabajadores están y continuarán absorbiendo las alzas de costos. Por ende, y tomando en cuenta el anunciado “golpe de timón” en la política fiscal, la Reserva Federal, como lo anunció el martes 9 de agosto, no va a apretar las “tuercas” monetarias por un par de años por razones económicas y también por motivos políticos, ya que tradicionalmente prefiere no figurar en los titulares de la prensa durante la campaña presidencial.

-Aunque las tasas de interés no son el único determinante de las cotizaciones de las monedas, ¿le parece que este panorama implica una renovada debilidad del dólar a mediano plazo?

-Sí, luego que pase esta tormenta que ha fortalecido al dólar transitoriamente. Con pocas excepciones - como, por ejemplo, el peso argentino y el bolívar venezolano, cuyos gobiernos populistas han aumentado el gasto fiscal y la emisión monetaria a tal punto que han generado enormes presiones inflacionarias y fugas de capital que socavan la solidez de sus monedas-, el dólar y el euro van a volver a ser de las monedas más débiles del mundo; es decir, casi todas las otras monedas van a tender a apreciarse con relación al dólar y al euro durante los próximos dos años. Ya lo vimos en países tan diferentes como Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Japón, Noruega, Sudáfrica, Suiza y Uruguay; y lo volveremos a ver apenas se tranquilicen los mercados.

Soy consciente de que, al contrario de la Fed, el Banco Central de Europa ha comenzado a aumentar las tasas de interés. Sin embargo, no creo que vaya a ir mucho más lejos por ese camino. Además, las tasas de esa autoridad monetaria ya no son determinantes del costo del capital en una región que es vista correctamente como riesgosa y segmentada. Tendrán que pasar un par de años hasta que los acontecimientos en países en la periferia de Europa dejen de pesar negativamente en los cálculos que hagan los inversionistas respecto al euro.

-Con esos antecedentes, ¿el dólar podrá continuar siendo la moneda de referencia en el mundo?

-Lo será, incluso si llegara a cotizarse, por ejemplo, a 15 pesos uruguayos o a 70 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 su protagonismo. Ya se habló mucho en los años noventa que el yen iba a tener un papel importante por el peso de la economía japonesa. Luego se dijo que el euro iba a opacar al dólar durante la década pasada al combinar las monedas más sólidas de esa unión económica. Y ahora se habla del futuro prometedor del renmimbi (yuan chino) dada la envergadura que ha adquirido la economía de ese país. Puede ser que el dólar pierda un poco de terreno como medio de pago o como vehículo de diversas transacciones de naturaleza regional o global, pero la gente va a seguir utilizándolo por mucho tiempo por hábito y conveniencia. Además, no vislumbro

que siga depreciándose a lo largo de las próximas décadas. Conste que me refiero en particular a su probable debilidad en los próximos dos años, o sea hasta que la economía norteamericana rebote y las tasas de interés comiencen a normalizarse.

## **Reactivación**

-¿Cree Ud. que el acuerdo alcanzado entre el presidente Obama y el Congreso dé confianza a quienes invierten en Estados Unidos cuando, contrariamente a lo esperado, las bolsas cayeron tanto en todo el mundo luego que el 5 de agosto Standard & Poor's le rebajó la calificación AAA?

-Aunque vimos una caída aterradora del valor de las acciones a principios de agosto, ese fenómeno no obedeció a una falta de confianza en la fortaleza inherente de la economía estadounidense, sino a un reflejo de una preocupación cortoplacista de los inversionistas luego que se divulgaron datos macroeconómicos poco halagüeños no solo en Estados Unidos, sino también en Asia, Europa e incluso en Brasil. Es notable que durante esta corrección accionaria, y pese a la rebaja, los bonos del Tesoro americano se revalorizaron fuertemente.

-¿Es posible esperar una reversión del deterioro de los indicadores económicos en Estados Unidos luego del nuevo recorte del gasto público que aprobó el Congreso?

-En toda Europa, desde Gran Bretaña hasta Grecia, se han comprometido desde hace varios meses en la implementación de programas de ajuste fiscal. Ahora se sumó Estados Unidos a esa corriente y, por ende, la reactivación económica que preveo en la segunda mitad de este año y el próximo no se va a dar gracias a que el gobierno federal tire más plata por la ventana. Será porque paulatinamente los empresarios y los consumidores recuperan su confianza en la economía estadounidense y porque la política monetaria continuará siendo muy expansiva. En ese contexto, el costo del crédito para quienes quieran endeudarse seguirá siendo muy bajo.

-¿Cuán grande es el riesgo de una segunda recesión?

-No creo que la pausa que tuvo la economía de Estados Unidos en el primer semestre de 2011, más el bajón de las bolsas, sea el prólogo de una nueva recesión. Hubo varios factores en la primera mitad del año que pueden explicar la desaceleración de la actividad económica. Para empezar, la suba en el precio de los combustibles pegó en el bolsillo de los consumidores, la posibilidad de un default de la deuda estadounidense generó dudas entre los empresarios, el alto endeudamiento en Europa obligó a imponer férreos programas de austeridad fiscal en todos los países miembros de la Unión Europea (UE), y el terremoto en Japón y el tsunami que lo siguió tuvieron serias secuelas en la cadena productiva mundial, porque muchos productos de alta tecnología incluyen componentes japoneses. Además, las caídas de la bolsa generalmente no causan o predicen las recesiones. Por ende, a menos que haya más sorpresas desagradables, pienso que no vamos a caer en una recesión.

## **Se está tocando fondo en los mercados financieros europeos**

-¿Cómo vislumbra la evolución de la crisis financiera europea, donde el ojo de la tormenta se ha situado en las economías más vulnerables de la UE?

-Obviamente, todavía hay incertidumbre en cuanto a la finalización definitiva de la crisis europea. Por eso mismo, algunos países europeos como España e Italia tuvieron que pagar por sus bonos de deuda pública a diez años una tasa superior al 6% anual, más del doble de lo que paga Alemania, cuyo nivel es referencial. Sin embargo, creo que estamos tocando fondo en los mercados financieros del viejo continente.

En realidad, los europeos manejaron muy mal el problema de la deuda. Quedó al desnudo una vez más que existe una unión económica en Europa, pero no hay una unión política. La falta de unidad de criterios en temas que requieren la participación de la clase política ya la habíamos visto durante la guerra civil de la exYugoslavia y en las intervenciones militares en Irak y Afganistán. La volvimos a ver en el momento de lidiar con la crisis financiera de 2008, el atraso en involucrar al FMI en el tema, la demora en adoptar una decisión conjunta para apoyar a Grecia y luego a los demás países periféricos, y en la tardanza en crear una institución destinada a prestar a los gobiernos con serias dificultades para cumplir con sus compromisos de pagos.

-¿A qué atribuye esa demora en lograr consensos para que recién el 21 de julio la Cumbre Europea diera la luz verde al segundo rescate financiero de Grecia?

-Los países más sólidos empezando por Alemania no querían seguir dando más y más préstamos a menos que los tenedores de bonos soberanos, principalmente bancos europeos que tenían cantidades considerables de deuda griega, pasaran por una suerte de Plan Brady -que los latinoamericanos conocimos hace veinte años- y participaran en el rescate aceptando ciertas pérdidas. Y como rescatar a España o Italia involucraría muchísimo dinero, la canciller Angela Merkel los estuvo presionando para que adoptaran más medidas de austeridad a efectos de tranquilizar a los mercados financieros y bajar su "costo país". Lograr estos consensos y sacrificios ha llevado tiempo, y solo ahora durante el desplome de los mercados, finalmente, se acordó apoyarlos a ellos también.

-Si la falta de flexibilidad de la moneda única europea no fuera suficiente para revertir la tendencia declinante de las economías más débiles de la UE, ¿es posible que algunos países opten por abandonar el euro?

-Si algún país estaba dispuesto a hacerlo, ya lo hubiera hecho en los meses pasados cuando se dudaba mucho acerca de la ayuda que la UE le iba a proporcionar al gobierno griego. Ahora ha quedado claro que ni Grecia ni ningún otro país va a salir de la Eurozona porque, si un socio renegase de la moneda única, la pregunta inmediata en los mercados financieros sería: "¿Y quién es el próximo en salir?", lo cual llevaría a un derrumbe financiero. En Europa, Grecia es el eslabón más débil, pero, al igual que en una cadena, todos los gobiernos entienden que se verían seriamente afectados en el caso de que se rompiera.

## **La bonanza económica es coyuntural en América Latina**

-¿Considera que el actual auge económico de América Latina es meramente coyuntural o tiene raíces estructurales?

-La situación actual es casi exclusivamente coyuntural. Lo sabemos porque el auge de las exportaciones de materias primas y la corriente de liquidez internacional que busca rentabilidad en los mercados latinoamericanos han estado dinamizando la actividad económica de toda la región. Incluso han permitido que el populismo imperante en una media docena de países latinoamericanos, cuyas políticas fiscales y monetarias no son sensatas, todavía tenga nafta para seguir marchando, gracias a que los precios de su petróleo o soja están por las nubes. Es por eso que hoy todos parecemos genios.

-¿No tienen las economías de Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay fundamentos suficientemente sólidos para sostenerse en caso de una recesión en el mundo industrializado?

-Ya vimos a finales de 2008 y principios de 2009 que los países emergentes mejor manejados pueden amortiguar, pero no evitar, los efectos de un proceso recesivo global. Esa vez el fenómeno duró poco tiempo, de modo que la mayoría de los países pudieron retomar su crecimiento porque los precios de las materias primas rebotaron y el crédito y las inversiones volvieron a fluir. La pregunta es si estamos aprovechando esta bonanza lo suficiente como para protegernos cuando las vacas ya no estén tan gordas como ahora. Y la respuesta es negativa: aún en los países mencionados no se están llevando a

cabo las reformas para reducir la burocracia estatal, instrumentar una educación de calidad, mejorar la salud pública, modernizar la infraestructura pública y reducir la criminalidad y la corrupción. Y si no tenemos el coraje de hacer ahora esas reformas estructurales modernizantes, vamos a quedar mal parados el día que se desplomen los precios de nuestras exportaciones y se acabe el crédito barato.

-¿Cuáles son sus recomendaciones a los gobiernos de la región en materia fiscal?

-La historia nos ha mostrado que los ciclos económicos no han sido abolidos, ni siquiera en las economías mejor manejadas del mundo. Además de las reformas que mencioné, habría que frenar el aumento del gasto público para poder generar ahorros fiscales, porque si no logramos tener superávits cuando la recaudación es abundante y los vientos económicos son a favor, ¿cuándo los vamos a tener? Debemos tener presente que algún día no tan lejano, cuando suban las tasas de interés en el Norte, los capitales “golondrinas” que llegaron últimamente se van a ir volando en el sentido contrario y las cotizaciones de las materias primas, que son el sustento de las economías latinoamericanas, van a caer a niveles más acordes con los fundamentos de oferta y demanda. Y ahí se verá la diferencia entre los bien preparados y los que no lo están.

### Ficha técnica

Arturo Porzecanski, uruguayo, 61 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 antes ocupó altos cargos como economista de los bancos ING, Kidder Peabody & C<sup>o</sup>, Republic National Bank of New York y JP Morgan.

[http://www.elpais.com.uy/suplemento/economiaymercado/las-caidas-de-las-bolsas-de-valores-en-general-no-predicen-recesiones/ecoymer\\_586570\\_110815.html#notacomentarios](http://www.elpais.com.uy/suplemento/economiaymercado/las-caidas-de-las-bolsas-de-valores-en-general-no-predicen-recesiones/ecoymer_586570_110815.html#notacomentarios)