



El actual secretario de Hacienda, Agustín Carstens, y Felipe Calderón, cuando éste anunció la integración de su gabinete de transición, el 21 de noviembre de 2006 ■ José Antonio López

Pocas economías americanas dependen tanto de la demanda estadounidense como la mexicana, que vende 80% de sus exportaciones en el mercado del país del norte, además de que algunas de sus industrias están estrechamente vinculadas con las del otro lado de la frontera. En consecuencia, el debilitamiento de la economía estadounidense arrastra la tasa de crecimiento de México, aunque con menor impacto que durante pasadas recesiones.

**LA ECONOMÍA
ESTADUNIDENSE PODRÍA
DEBILITARSE EL AÑO
PRÓXIMO AÚN MÁS DE LO
QUE HOY SUPONEMOS**

Este mes, la Secretaría de Hacienda redujo su estimación del crecimiento del PIB a 2.4%, de 2.8 (que a su vez se había reducido de una primera estimación de 3.7%). Señaló la menor demanda de importaciones en Estados Unidos (EU) como el factor clave. Conforme a su propuesta de presupuesto para 2009, la dependencia proyecta un crecimiento de 3% en ese año (antes 4%). Los funcionarios esperan con optimismo que las condiciones globales mejoren el año próximo, aunque prevén una declinación en la producción del esencial sector petrolero. (Cal-

culan una baja de 3.8%, y una caída de 8.6 en las exportaciones.)

Reflejando la desaceleración, la producción industrial cayó 0.2% anual en julio, tercer mes consecutivo de reducción. Si bien los fabricantes orientados a la exportación resultaron perjudicados, existen algunos factores compensatorios. Por ejemplo, México se beneficia de algunos traslados de la producción fabril estadounidense, en particular de automóviles, hacia el sur de la frontera. Al mismo tiempo, sin embargo, el debilitamiento de la producción nacional reduce la producción de las empresas orientadas al mercado interno, pues la creciente inflación erosiona el ingreso real de los hogares, a lo cual contribuyen también la menguante creación de empleos y la merma en las remesas (a medida que se profundiza la crisis en EU). El apoyo a la producción manufacturera derivado del crecimiento de la participación mexicana en el mercado automotriz de EU se perderá conforme la demanda se reduzca, y la producción petrolera también seguirá en declive.

También el sector de la construcción ha sido débil en la pri-

mera mitad de 2008. La demanda de vivienda se ha moderado, aunque probablemente haya cierta compensación al acelerarse la inversión del gobierno como parte del paquete de estímulos económicos, así como por los proyectos de reconstrucción en Tabasco. EIU prevé que el crecimiento de la producción industrial total del país disminuirá a 1.2% este año y a 1% en 2009, de 1.8% que fue en 2007.

Pese al programa de inversión gubernamental, que se dirige sobre todo a infraestructura, el presupuesto de 2009 en realidad prevé un aumento menor en el gasto público para 2009 que el que el Congreso aprobó para este año (9.8%). Y la mayor parte del incremento de 5.7% irá al rubro de seguridad. (El secretario de Hacienda, Agustín Carstens, sostuvo recientemente que el crimen y la violencia sobrepasan otros retos económicos del país y cuestan cada año un punto porcentual del PIB, a causa de la pérdida de ventas, empleos e inversión.)

Buenos deseos

Carstens ha dicho que México probablemente habría crecido 4% en 2008 si no fuera por los proble-

mas en los mercados de vivienda y crédito en EU. Sin embargo, la predicción oficial de una elevación en el crecimiento económico a partir del cuarto trimestre de este año podría no ser más que un buen deseo. Supone que el mercado de vivienda en EU comenzará a recuperarse y que la producción industrial del país vecino se incrementará el año próximo, aunque su tasa de crecimiento global se mantendrá sin cambio.

Sin embargo, nosotros preveemos que la economía estadounidense experimentará condiciones recesivas en los próximos 12 meses y después se recuperará con lentitud. Anticipamos un crecimiento de apenas 0.6% en 2009, debajo de la expansión de 1.8% estimada para este año. Y dada la enorme crisis financiera y de crédito que ha estallado en las semanas recientes, en realidad la economía estadounidense podría debilitarse el año próximo aún más de lo que hoy suponemos.

En consecuencia, si bien preveemos que la economía mexicana se expandirá 2.3% en 2008, cerca de las predicciones oficiales, proyectamos un drástico decremento a 1.6% en 2009,

conforme a nuestro pronóstico reducido para EU.

Reconociendo, evidentemente, los riesgos de reducción de sus propias expectativas de crecimiento, el Banco de México dejó sin cambio su tasa de interés de referencia el 19 de septiembre, haciendo una pausa luego de tres incrementos consecutivos. Apuesta a que la tasa de préstamo, de 8.25% actualmente, sea lo bastante alta para considerar la creciente inflación de este año, y que al dejarla así se evite un mayor desplome del consumo. Es probable que mantenga esa tasa el resto del año.

La forma en que EU atienda la crisis financiera y calme al mercado será clave para el panorama del año próximo. Si bien México, como otros países latinoamericanos, es mucho más resistente que hace una década, se verá afectado por la contracción de los mercados estadounidenses. La mayor reducción, además de la disminución en el crecimiento de EU, será consecuencia de una mayor aversión global al riesgo y condiciones menos favorables para obtener crédito del exterior, incluso para mercados emergentes con bases sólidas, como el de México.

FUENTE: EIU

ECONOMÍA A LA BAJA

CUANDO LOS BANCOS MUEREN

La reforma radical del sector financiero británico, en 1986, fue apodada el *Big Bang*. La brutal e imprevista remodelación de Wall Street podría describirse más bien como la *Gran Implosión*. Como si le avergonzara seguir adelante luego de la humillación de las hipotecarias y la principal aseguradora del país, el modelo de corretaje basado en megaconsorcios se ha desplomado sobre sí mismo. Aún más humillante para los otrora amos del universo es que ahora la nueva fuerza en las finanzas es el gobierno.

Los últimos bancos de inversión que quedaban, Goldman Sachs y Morgan Stanley, se vieron obligados a buscar refugio convirtiéndose en empresas *holding* de bancos, luego que el derrumbe de Lehman Brothers dio lugar a una debacle total en la industria. Aunque ninguno de los dos estaba particularmente afectado, los mercados ya no pudieron soportar su combinación potencialmente letal de activos no líquidos e inciertas obligaciones mayoristas.

**GOLDMAN SACHS Y
MORGAN STANLEY
COMENZARÁN A REUNIR
GRANDES CANTIDADES DE
DEPÓSITOS**

Ahora los dos comenzarán a reunir grandes cantidades de depósitos, fuente más estable de financiamiento. Obtener socios fuertes también podría ayudarlos. Mitsubishi UFJ, gigantesco banco japonés, comprará hasta 20% de Morgan. El 23 de septiembre, Goldman hizo algo aún mejor, al obtener 5 mil millones de dólares (mdd) de Warren Buffett, una leyenda de la inversión. Este respaldo le permitió ofrecer otros 5 mil mdd en una oferta de participación al día siguiente.

Buffet, quien no elogia en vano, describe a Goldman como "excepcional". Pero algunos dudan que pueda adaptarse y prosperar. Como banco enfrenta una supervisión más severa de la Reserva Federal (Fed), requerimientos más estrictos de capital y restricciones en inversión. Los bancos universales, como Citigroup y Bank of America, que desde hace tiempo se han considerado excesivamente pesados, alegan que sus vastos balances y su amplia gama de negocios, desde tarjetas de crédito hasta mercados de capital, les dan ventaja en tiempos difíciles. El director de un banco sugiere que la época de oro que disfrutaron los bancos de inversión en 2003-06 fueron una "aberración", alimentada por una saturación mundial de liquidez lo bastante grande



Aspecto de la fachada del cuartel general del banco de inversión Morgan Stanley, en la ciudad de Nueva York, el 17 de septiembre pasado ■ Reuters

para ocultar una multitud de pecados en operaciones de riesgo.

Las firmas de fondos privados y los fondos de cobertura de riesgo acechan la oportunidad. Los

barones de las compras recibieron una buena noticia esta semana, cuando la Fed aligeró sus reglas sobre propiedad de bancos. Estos inversionistas van

también sobre el "talento" de la banca de inversión. Los fondos de cobertura de riesgo tendrán particular interés en atraer inversionistas de riesgo que teman que la nueva regulación les corte las alas.

El poder podría desviarse en otras dos direcciones: hacia el exterior y, en menos grado, hacia bancos de inversión selectivos. Mitsubishi no es el único banco extranjero que ha dado un paso. Luego de un breve regateo en los tribunales de quiebra, Barclays, de Gran Bretaña, ha asumido las operaciones del estadounidense Lehman.

Tasas de apalancamiento

No todo está perdido para los antiguos bancos de inversión. Por principio de cuentas, puede que no tengan que reducir tanto el apalancamiento como se había temido. Aunque sus tasas de apalancamiento globales son altas, sus proporciones de capital ajustado al riesgo, conforme a las reglas del acuerdo Basel 2, son más fuertes que las de la mayoría de los bancos comerciales.

Además, convertirse en banco tiene ciertas ventajas actualmente. Se prevé que docenas de prestamistas regionales quebrarán en los próximos meses. Por tanto, Goldman y Morgan deben poder amasar depósitos a bajo costo, y sin los quebraderos de cabeza inherentes a una fusión con un gran banco comercial. También estarán a la espera de recibir activos de la gigantesca entidad gubernamental compradora de préstamos cuando comience a funcionar.

Sin embargo, dada la aguda

tensión en los mercados de dinero, por el momento el acento está más en sobrevivir que en aprovechar oportunidades. Los bancos siguen tratándose entre sí con recelo en los mercados internacionales de crédito.

Las empresas financieras temen mayores perjuicios de la reciente y potencialmente catastrófica escalada sobre los fondos en el mercado de dinero que orilló al gobierno a intervenir con garantías. Los fondos de dinero *prime*, importantes compradores de deuda corporativa, siguen bajo presión y se alejan de cualquier operación que implique riesgo. Es un grave problema para los bancos, puesto que esos fondos mantienen 1.3 billones de dólares de su deuda de corto plazo. Conforme los fondos se retiren, los bancos se verán forzados a volverse hacia mercados financieros de plazo más largo y más caros.

**CUANDO LOS MERCADOS
SE ESTABILICEN, WALL
STREET COMENZARÁ A
PREGUNTARSE SI QUEDÓ
MEJOR O PEOR**

Cuando los mercados se estabilicen, Wall Street comenzará a preguntarse si quedó mejor o peor sin sus bancos de inversión autónomos. Puede que hayan dejado un vacío. Como corredores, regulados de manera menos estricta por la Comisión de Cambios y Valores, estaban en libertad de poner a trabajar grandes porciones de capital, aportando liquidez, creando mercados y asumiendo riesgos. Como bancos, pueden enfrentar una postura más restrictiva de la Fed.

FUENTE: EIU

¿Invierno nuclear?

Cuando Warren Buffet, gurú de las inversiones, dijo que los derivados eran "armas financieras de destrucción masiva", se refería precisamente a una crisis como la actual. Parte de la razón por la cual los inversionistas están tan nerviosos por la salud de las empresas financieras es que no saben qué tan expuestas están al mercado de derivados crediticios. Es doblemente preocupante que el desplome de Lehman Brothers y el casi colapso de la aseguradora AIG ocurran antes de que entren en vigor reformas útiles, como una cámara de compensación central para derivados.

Una bancarrota del tamaño de la de Lehman tiene tres impactos potenciales sobre el mercado de 62 billones de dólares de CDS (credit default swaps), donde los inversionistas compran seguros contra la falta de pago corporativo. Los *swaps* se habrían multiplicado si AIG hubiese quebrado también. La aseguradora tiene 441 mil millones de dólares en exposición en derivados crediticios. Muchos fueron otorgados a bancos, los cuales habrían sufrido un duro revés en su capital si AIG hubiera quebrado. No es sorprendente que la Reserva Federal haya tenido que intervenir.

El primer impacto concierne a contratos sobre la propia deuda de Lehman. Como "evento credi-

ticio", la bancarrota provocará la liquidación de los contratos, conforme a las normas establecidas por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA, por sus siglas en inglés). Los que vendieron seguros contra la quiebra de Lehman perderán mucho. Sin embargo, Lehman parecía riesgoso desde hace tiempo, así que los inversionistas tuvieron la posibilidad de disminuir su exposición.

El segundo efecto se relaciona con contratos donde Lehman era una de las partes, esto es, comprador o vendedor de *swaps*. Por ejemplo, un inversionista o un banco podrían haber comprado una *swap* como seguro contra una quiebra de AIG, con Lehman como contraparte. Es evidente que esa protección quedaría nulificada si Lehman no podía liquidarla. Hasta el viernes anterior a su bancarrota, Lehman habría podido pagar la fianza que la contraparte hubiese reclamado. Después de ese día, el comprador quedó expuesto a los movimientos de precios que se dieran antes de que pudiese anular el contrato.

El tercer efecto repercutirá en el mercado de obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés), que tantos problemas causó el año pasado. Los denominados CDO

incluyen un paquete de *swaps*; una quiebra de Lehman podría causar grandes pérdidas a los titulares de los tramos de más riesgo.

Los enterados dicen que la mayor exposición podría estar en la tasa de interés del mercado de *swaps*, que es muchas veces mayor que el de derivados de crédito. Mediante la tasa de interés *swap*, una de las partes acepta cambiar una obligación a tasa fija por otra expuesta a tasas flotantes o variables. Dependiendo de si la tasa sube o baja, uno terminará debiendo dinero al otro. Los bancos que contrataron con Lehman podrían haber estado bien hasta el viernes, cuando el banco todavía pagaba las fianzas. Pero no después.

Aunque la ISDA tiene normas para cubrir esos eventos, la magnitud de Lehman en el mercado (su posición neta en derivados será de cientos de miles de millones de dólares) hace que esta quiebra sea una prueba severa. Inevitablemente habrá litigios. La buena noticia es que los mercados de *swaps* no se paralizaron después del 15 de septiembre. Pero la reacción puede venir con retraso. Las armas de destrucción masiva de Buffett podrían dejar atrás una nube tóxica.

FUENTE: EIU

