



SEGURIDAD Y SOBERANÍA ALIMENTARIA

Carta Informativa Mensual

Universidad de Panamá

Nº6 - octubre de 2008

La Catástrofe Que Nos Amenaza: ¿Que Hacer?

Profesor Juan Jované

Comisión Universitaria de Seguridad y Soberanía Alimentaria

1. Crisis Global

La situación de crisis de las finanzas internacionales y la inminencia de una recesión global ha llevado a que la revista *The Economist*, conocida por sus planteamientos ultraliberales, haya planteado la necesidad de una acción pública decidida para “evitar la catástrofe económica mundial, precisando “que es el momento de poner los dogmas y la política a un lado y concentrarse en respuestas pragmáticas”. Dada la magnitud de la crisis global, frente a la que hasta los más fervientes creyentes del libre mercado se ven obligados a sugerir la necesidad de la intervención pública, surge la necesidad no solo de esclarecer el origen y la naturaleza de la crisis, sino de también establecer sus posibles efectos sobre nuestra economía, así como de delinear las formas básicas de acción pública que, en estas difíciles circunstancias, defiendan los intereses nacionales y principalmente el de los sectores trabajadores y más vulnerables de nuestra sociedad.

En relación a la primera problemática, la cual ha sido ampliamente analizada tanto en la esfera académica con en la de los medios de comunicación, se puede partir señalando que el origen formal de la actual crisis debe buscarse en el proceso de reducción de la tasa de intereses que siguió la Reserva Federal luego de la ruptura de la burbuja previa, es decir la de las acciones “dot.com”. Esto, concretamente, llevó a que la llamada *federal fund rate* se redujera en 550 puntos básicos, pasando de 6.5 por ciento al 1.0 por ciento. Este movimiento de la tasa de interés, si bien en su momento no pudo detener la caída del precio de las acciones, generó un incremento en el número de hogares con capacidad de adquirir una vivienda por vía hipotecaria. Esto, junto a la necesidad de los administradores de dinero de obtener beneficios elevados, llevó al desarrollo de una burbuja hipotecaria, que operó dentro del llamado *modelo de originar y distribuir* por medio de los títulos colateralizados por hipotecas (MBS).

Se trató de un mecanismo donde el originador concentraba un conjunto de hipotecas en un conglomerado (pool) a partir del cual se pasaba a la *securización* del mismo, es decir a generar títulos valores que serían vendidos en el mercado, de manera que la propiedad de los flujos de dinero originados en dicho conglomerado de hipotecas pasaba a ser propiedad de los compradores, los que, además, adquirirían el riesgo que se pudiera originar en la falta de pago o pérdida de valor de los mismos. Para esto es conveniente destacar que se introdujeron una serie de *innovaciones financieras*, entre las que, sin entrar en detalle, se destaca aquella que dividió por surcos (*tranches*) los ingresos del pool de hipotecas que contenía una porción de hipotecas malas (subprimas)

asegurándole a los poseedores del tramo preferencial que el conjunto de los ingresos originados por el pool se destinaría en primer lugar al pago de los compromisos provenientes de este tramo, luego, de existir excedentes de ingresos, se atenderían los del tramo intermedio y finalmente los del llamado tramo (surco) residual. Esto se celebró en los medios financieros como un mecanismo innovador de distribución eficaz y óptima del riesgo, a la vez que facilitó que el tramo preferencial adquiriera un alto grado de inversión.

Sin embargo, este último elemento, es decir el alto grado de inversión para los derivados de las hipotecas solo se hizo realidad gracias a que las llamadas empresas calificadoras de riesgo se prestaron para otorgarles tal calificación. Se trató de una operación que no solo se basó en la presencia de modelos econométricos inapropiados para medir el nivel del riesgo. En la misma, como es claro hoy, predominó el interés de las propias empresas calificadoras de riesgo que, operando en un mercado muy oligopólico, aprovecharon la oportunidad de obtener altas ganancias otorgando ligeramente altos grados de inversión a los títulos valores colateralizados con hipotecas (MBS). Esto se evidencia si se tiene en cuenta que quienes contrataban y pagaban a dichas agencias calificadoras de riesgo no eran los compradores de los títulos valores sino quienes los emitían, que eran, por tanto, quienes escogían que empresa calificadora utilizar.

El resultado fue un escenario en el que predominó el llamado **riesgo moral**. Es así que los originadores de las hipotecas solo estaban interesados en realizar el mayor volumen y valor de las mismas, ya que su ingreso dependía de eso, mientras que, además, lograban pasar el riesgo hacia delante. Algo similar ocurría con quien reempacaba estas hipotecas en un conglomerado de las mismas para generar y vender los títulos valores colateralizados con las mismas, ya que sus ganancias estaban en función del volumen de comisiones y otros ingresos de manejo, mientras también podían traspasar el riesgo. Finalmente los compradores de estos títulos que resultaban bastante opacos y difíciles de valorar, tales como los bancos externos, los llamados fondos de cobertura (Hedge Funds) y otros inversionistas institucionales, tenían la “seguridad” que ofrecía la posibilidad de volver a vender los títulos en el mercado secundario, junto a la calificación de grado de inversión otorgado a los mismos. Más aún, pronto apareció un nuevo negocio que término involucrando a las empresas aseguradoras. De acuerdo a este las mismas ofrecían, por una módica prima, cubrir el riesgo de pago de los documentos originados a partir de la hipotecas. Por su parte, con el fin de elevar la confianza en estos últimos los bancos de inversión ofrecieron su disponibilidad de recomprar, en caso de problemas, los títulos emitidos, a la vez, que para poder penetrar el llamado *Money Market*, pusieron a disposición líneas de créditos para respaldar los pagos en caso de que fuese necesario. De todo esto surgió, como era de esperarse, un enorme proceso de apalancamiento y expansión del crédito, el cual fue auspiciado también por la desregulación financiera. El carácter global de este fenómeno se puede constatar si se tiene en cuenta que, de acuerdo a William Tab, entre el 2000 y el 2004 el crédito hipotecario destinado a los hogares norteamericanos se elevó a 3 billones (millones de millones) de dólares, en condiciones de que entre la mitad y un tercio de este monto fue financiado desde el exterior. Usando la idea de Paul Krugman se puede decir que la basura tóxica financiera quedó esparcida por todo el mercado financiero global.

Mientras el mercado se movió en base al otorgamiento de crédito a los mejores prestarios (prime) el proceso logró funcionar sin mayores dificultades, creando más confianza. Todo parecía confirmarse positivamente en un ambiente en que la tasa de interés resultaba baja y los precios de las viviendas se movían al alza. Esto, como resulta conocido para quienes manejan la hipótesis de H. Mynski, llevó al sistema hacia una creciente fragilidad financiera. En efecto, una vez agotado el recurso de ofrecer crédito a los clientes más seguros, se pasó a las llamadas hipotecas chatarras o subprima. En este tema se trataba de estimular a personas sin capacidad de pago, y sin un buen historial crediticio, a que se embarcaran en la adquisición de viviendas que no podían costearse. Para este fin se les ofrecieron condiciones tales: como intereses bajos en los primeros años, los que solo se elevarían más adelante, la ausencia de pago inicial, la posibilidad de ni siquiera pagar los intereses completos durante los primeros años, capitalizando la diferencia, y otras condiciones igualmente engañosas. En el entusiasmo por obtener ganancias pasando el riesgo más adelante, la euforia especulativa llevó a la aparición de los llamados créditos NINJA, es decir los que, de acuerdo a sus siglas en inglés, se otorgaban a personas sin ingresos probados, sin trabajo confirmado y sin activos declarados. La propia lógica de la expansión crediticia llevó a una creciente fragilidad financiera que afloró en el momento de la ruptura de la burbuja.

En efecto, todo lo anterior siguió operando hasta el momento en que el incremento de la tasa de interés y la baja, por relativa saturación, del precio de las viviendas dejó en claro que muchas personas no podían hacerle frente al pago de sus hipotecas. En estas circunstancias quedó claro que los activos respaldados por las mismas tenían un valor y un redimiendo, por decir lo menos, inferior al desembolsado cuando fueron adquiridos. Aparecieron entonces tres fenómenos que se retroalimentaron mutuamente, De acuerdo al primero el intento de deshacerse de los mismos significó la caída de los precios de los títulos valores colateralizados por hipotecas en una espiral que se autoalimenta. Esto se agravó por el hecho de que finalmente las calificadoras tuvieron que quitarle el grado de inversión a los mismos, lo que disparó el impulso por deshacerse de los mismos por parte de los inversionistas institucionales. Lo anterior, en segundo, lugar comprometió negativamente la situación de los bancos de inversión, que estaban obligados a realizar recompras y poner en marcha las líneas de crédito de emergencia. En este movimiento las empresas aseguradoras también quedaron involucradas. Como resultado, en tercer lugar, apareció la paralización del crédito, incluso del interbancario, dado que ningún banco, en condiciones de información imperfecta, se atrevía a prestar fondos a otro banco, ya que no tenía idea de cuanta basura tóxica financiera podría estar en los activos del potencial sujeto de crédito. Se trata, como lo han destacado algunos analistas, de una situación similar a la que analiza George Akerlof en su clásico **The Market for “lemons”: quality uncertainty and market mechanism**.

Frente a la ruptura de la burbuja de las hipotecas subprima, cuyos efectos abarcaron al conjunto del mercado financiero global, las autoridades económicas tanto de los Estados Unidos de América como del resto de las llamadas economías desarrolladas, han venido desarrollando una creciente, cada vez más profunda y compleja, batería de intervenciones públicas, destinadas a salvar la situación y, sobre todo, al capital financiero dominante. Entre las medidas más importantes y costosas se destaca el paquete de rescate norteamericano (TARP), que destina 700 mil millones de dólares a la compra de basura tóxica financiera y, de acuerdo a su última versión, a la posible inyección directa de dinero a los bancos. Hasta el momento de redactar la

presente Carta de Seguridad y Soberanía Alimentaria, el conjunto de estas intervenciones habría sido incapaz de reanimar los mercados crediticios globales, en condiciones de que el congelamiento del crédito aparece ahora como un impedimento para que las empresas logren el financiamiento cotidiano de corto plazo de su capital de trabajo, lo que amenaza con profundizar la crisis del sector real.

Entre los elementos que llevan a esta situación se destacan dos. En primer lugar, el hecho de la insuficiencia de estos paquetes frente a la dimensión del problema. Esto se evidencia en el hecho de que de acuerdo a un documento reciente del Global Research del HSBC- la dimensión de la basura tóxica financiera es de alrededor de 4.5 billones (millones de millones), por lo que el paquete de rescate norteamericano alcanza a tan solo el 15.0 por ciento del problema. En segundo lugar, tal como lo ha señalado también recientemente Paul Krugman, se debe destacar la incapacidad de los países desarrollados, pese a la retórica utilizada en las reuniones internacionales, de poner en práctica una acción concertada. Esta situación no puede más que profundizar la ya grave crisis del sector real de la economía, producida por el impacto de la ruptura de la burbuja financiera. De hecho de acuerdo al citado documento del HSBC (A leaky TARP), para septiembre de 2008 todos los siguientes países se encontraban en condiciones de recesión: Taiwán, Singapur, Hong Kong, Japón, Alemania, Francia, Italia, Nueva Zelandia, Holanda, Suecia, Reino Unido, España, Canadá, México. También es conocido que Irlanda está en condiciones de recesión, mientras que Estados Unidos de América, lleva nueve meses seguidos mostrando tasas negativas de crecimiento en el empleo. A esto se debe añadir que la perspectiva no resulta halagüeña si se tiene en cuenta la contracción del crédito, la pérdida de confianza de los consumidores, el colapso de las inversiones, el elevado déficit y endeudamiento del gobierno norteamericano, y la contracción de la demanda efectiva a nivel global.

2. Nuestra Vulnerabilidad

La economía panameña, por su propia estructura, debe ser calificada como una economía extraordinariamente abierta. Es así, que de acuerdo a datos de la Contraloría General de la República, durante el año 2006 las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron un nivel equivalente al 77.4 por ciento del PIB, a lo que se debe agregar la circulación del dólar como moneda de curso legal, la plena libertad de los movimientos de capital y la presencia de un sistema financiero - crediticio plenamente integrado al mercado financiero mundial. Se trata, desde luego, de una economía, que por su nivel de integración al llamado mercado global, no puede, en contraste con lo que han afirmado algunos analistas y autoridades locales, evitar el impacto de la crisis global. Para precisar la magnitud de estos posibles impactos se puede establecer que a nivel real la economía depende crucialmente de un conjunto de actividades de prestación de servicios internacionales (Canal de Panamá, puertos, Zona Libre de Colón, turismo, servicios financieros y otros). Una regresión logarítmica, realizada con datos de 1996 al 2007, en la que el PIB real se explica por un conjunto de servicios de exportación (la suma del PIB del Canal de Panamá, los puertos y la Zona de Libre de Colón, simbolizado por SERX) y la actividad de la construcción (ampliamente vinculada con la disponibilidad de crédito y simbolizada por CONS) ofrece una primera muestra de los niveles de la vulnerabilidad (valor de las t calculadas entre paréntesis):

$$R^2 = 0.9851$$

$$\text{Durbin} - \text{Watson} = 1.7260$$

$$\ln\text{PIB} = 3.9940 + 0.5228\ln\text{SERX} + 0.1901\ln\text{CONS}$$

$$(14.26) \quad (8.626) \quad (4.004)$$

El resultado de la regresión no solo muestra que las dos variables son significativamente distintas de cero, a un nivel de significación del 5 por ciento, mientras que se rechaza la hipótesis de que existe correlación positiva de primer orden de las perturbaciones aleatorias. Muestra, sobre todo, la importancia real de los servicios de exportación y la construcción en la operación de la economía, lo cual se expresa en el muy alto coeficiente de determinación obtenido.

Teniendo esto en cuenta surgen claramente delineados los siguientes elementos de vulnerabilidad de la economía panameña frente a la crisis global:

- 1) De acuerdo a datos de la Autoridad del Canal de Panamá, tomando como base el año fiscal 2007, el 66.6 por ciento de las toneladas largas que transitan por nuestra vía interoceánica provienen o se dirigen a los Estados Unidos de Norteamérica, de manera que no queda duda que la situación de recesión en ese país deberá, necesariamente afectar a la economía panameña. Esta afectación ya es un hecho real si se tiene que comparando la situación del período enero – julio de este año con la del año anterior se observa, de acuerdo a cifras oficiales, una caída del 0.9 por ciento en el total de las toneladas netas del canal atendidas por la operación de la vía de tránsito.
- 2) En el caso de la Zona Libre de Colón el peligro está en que la recesión global afecte negativamente el precio y el volumen del comercio de las materias primas a nivel global, afectando la capacidad de compra de sus clientes, lo que provocaría una reducción de su actividad. Se debe recordar que los dos más grandes usuarios de esta zona franca son Venezuela (20.5 por ciento de las reexportaciones) y Colombia (16.5 de las reexportaciones). También es importante el conjunto de las reexportaciones hacia Centroamérica (17.5 por ciento del total), área que, además, ya se está viendo afectada por la reducción de las remesas familiares que recibe del exterior. Además, se debe tener en cuenta que una situación recesiva internacional tendrá, necesariamente un impacto negativo en la esfera del turismo.
- 3) En la esfera de la construcción la vulnerabilidad puede provenir de dos elementos. El primero se refiere al hecho de que a nivel mundial se han elevado, por razones obvias, la aversión al riesgo y la tendencia a la restricción del crédito, elementos que difícilmente no lleguen a observarse en el país. Si, además, se tiene en cuenta que ente diciembre de 2007 y agosto de 2008 la cartera hipotecaria del centro bancario de Panamá solo se elevó en un 9.0 por ciento, cifra que resulta moderada frente a los niveles inflacionarios actuales, mientras que la del crédito a la construcción lo hizo en 43.1 por ciento, se debe concluir que la validación, en el sentido de Minsky, de la inversión en construcción, solo puede asegurarse con la presencia de agentes externos, que con financiamiento propio, estén dispuestos a adquirir las nuevas y costosas unidades de vivienda. Esta última condición, dada la crisis global y su impacto sobre los Estados Unidos y Europa no parece estar mínimamente asegurada. En este sentido el posible fin de la burbuja panameña de la construcción aparece con una real posibilidad en el futuro próximo.

La vulnerabilidad, sin embargo, no se restringe exclusivamente a los aspectos reales de la economía. Ciertos elementos de la misma también pueden ser encontrados, como resulta lógico, en la esfera de las finanzas. Algunos indicadores sencillos permiten ejemplificar la situación:

- 1) De acuerdo a datos de la Superintendencia de Bancos los bancos privados que operan en Panamá mantienen activos en el exterior, bajo la forma de depósitos, valor y otros activos por una suma de 19.6 mil millones de dólares. Esto representa cerca del 44.6 por ciento de todos sus activos. Por su parte, la banca estatal, contrario a lo que se podría esperar mantiene cerca del 36.5 por ciento de sus activos fuera del país, lo que significa que esta ha colocado cerca de 2.7 miles de millones de dólares en exterior. Sin lugar a dudas, en las condiciones de la crisis global, se trata de una situación que debe calificarse como vulnerable.
- 2) De acuerdo al último estado de situación de la ACP (30 de septiembre de 2006), esta institución mantiene en depósitos en bancos, principalmente en el exterior, una suma equivalente a 1.4 mil millones de dólares, los que equivalen al 34.7 por ciento de sus activos. Por otra parte, datos recientes del Banco Nacional de Panamá, muestran que tres administradoras internacionales de fondos, manejan cerca de 190.9 millones de balboas del Fondo Fiduciario para el Desarrollo. Esta suma representa el 16 por ciento de los activos de dicho fondo.

3. A manera de conclusión.

De lo anterior se evidencia que la crisis global no solo resulta un fenómeno grave que tiende a agudizarse, sino que el mismo, además, tendrá repercusiones que se mantendrán por muchos años. Algunos analistas, relativamente moderados, pronostican un impacto de cinco años, mientras que otros, menos optimista, apuntan hacia consecuencias durante los diez próximos años. En estas condiciones es oportuno destacar las siguientes líneas de acción:

En primer lugar, se debe tener en cuenta que la actual crisis es un hecho real y las autoridades no tienen nada que ganar, y el país mucho que perder, tratando de difundir la idea de que el país es inmune a la crisis global. La construcción de un programa para enfrentar la crisis debe ser una prioridad nacional. El contenido de ese programa deberá guiarse a proteger principalmente a la población trabajadora y vulnerable del país. En este caso la seguridad alimentaria, la atención de la salud y la educación son elementos que deberán ser asegurados para toda la población aún en condiciones de profundización de la crisis. La asignación de los recursos públicos deberá basarse en esta premisa. En nuestra opinión el desarrollo de la crisis global llevará a demostrar el carácter inoportuno del proyecto de ampliación del Canal de Panamá, así como de los gastos destinados al mismo

En segundo lugar, la protección del empleo en condiciones de la crisis global pasa por un mejor aprovechamiento del mercado interno. De acuerdo a esto será fundamental generar un proceso de redistribución del ingreso para asegurar las necesidades básicas de los más vulnerables, así como pasar a una protección efectiva de la producción local y promover la participación activa del país en los procesos de integración complementaria y solidaria regional. Mientras que también significa rechazar el llamado TPC con los Estados Unidos, cuya implantación terminaría por destruir una buena parte de la producción nacional.