



Inestabilidad bursátil

¿MADE IN USA?

A lo largo y ancho del mundo los mercados bursátiles han registrado notables caídas de sus índices de precios durante los últimos meses.

La mayor volatilidad de los mercados y los cambios en la percepción del riesgo en la comunidad financiera internacional están llevando a los inversionistas a tomar decisiones que acentúan las tendencias descendentes de los indicadores bursátiles, crean presiones sobre los tipos de cambio y modifican los flujos de capital hacia las economías emergentes.

Todo parece indicar que la fuente de la inestabilidad reciente está en los escándalos en torno a la calidad de la información contable de grandes empresas de los Estados Unidos. En esta edición de *La Semana Económica*, justamente, se muestra que esa es la principal explicación, al menos para las economías desarrolladas y parte del mundo emergente. El caso de América Latina parece tener su propia dinámica, aun cuando no se puede aislar totalmente del impacto de los acontecimientos de la economía norteamericana.

El efecto contagio

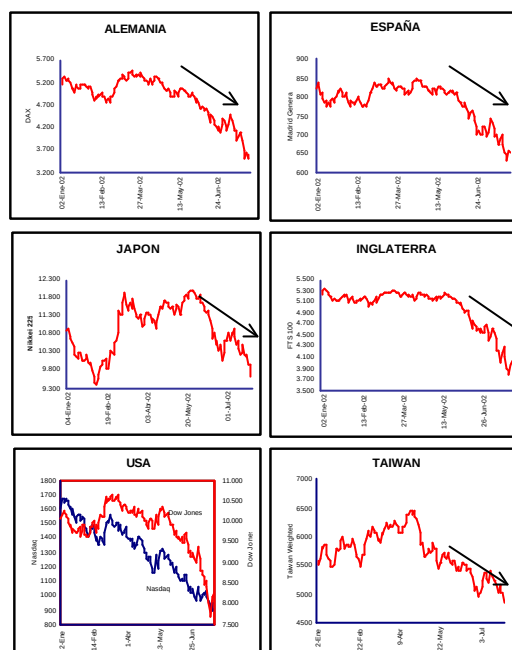
En los primeros seis meses del presente año tanto en la Bolsa de Nueva York como en Nasdaq se registraron fuertes caídas en sus indicadores de precios. En el primer caso, el Dow Jones se redujo 17.9% y en el segundo el índice cayó 43%; simultáneamente, el volumen de transacciones se incrementó de forma significativa.

Este cambio en las expectativas no tardó en ser percibido por los inversionistas a nivel mundial, quienes al igual que los norteamericanos empezaron a recomponer sus portafolios.

En consecuencia, las bolsas de valores de varios de países siguieron la tendencia de las

norteamericanas. Por ejemplo, en Japón el Nikkei 225 se redujo 12% entre enero y junio, mientras que en Alemania el DAX lo hizo más de un 30% en el mismo periodo (Gráfico 1).

Gráfico 1
Indicadores bursátiles



Fuente: Yahoo Finance

En muchas ocasiones, los cambios en los indicadores de bolsa están asociados con volatilidades de las condiciones macroeconómicas de los países; sin embargo, como se puede ver en el siguiente cuadro, este no parece ser el caso para las economías que se están analizando.

De acuerdo con los estudios más recientes, la Eurozona muestra que su crecimiento no tendrá cambios significativos, mientras que Asia crecerá un punto más que el año anterior.

Cuadro 1 Principales indicadores macroeconómicos estimados para 2002

Grupo de países seleccionados

	PIB		Desempleo		Inflación	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Hong Kong	0,1	2,1	4,1	n.a	-1,6	-0,8
Japón	0,5	-1,6	5,0	5,4	-0,7	-0,9
Korea	3,0	4,8	3,3	2,7	4,1	3,5
ASIA	3,7	4,8	3,0	n.a	3,0	0,7
Alemania	0	-0,2	7,9	8,2	1,5	0,7
España	2,3	2,0	10,8	11,4	2,5	3,4
Inglaterra	1,5	1,5	5,1	5,1	1,0	0,6
Euro zona	0,4	0,3	8,1	8,3	2,0	1,6

Fuente: Asian Development Outlook 2002 y Estadísticas del Banco de España

El origen del desorden

Puesto que los indicadores no muestran cambios abruptos en las variables macroeconómicas, que se puedan asociar al comportamiento de las bolsas en Europa y en Asia, surgen como explicación razonable los problemas que han enfrentado en los Estados Unidos varias empresas importantes por sus manejos contables.

En efecto, la confianza de los inversionistas se ha erosionado por la secuencia de los escándalos que ha rodeado a grandes empresas, como Enron, Qwest, WorldCom, Adelphia Communications y Xerox. Se ha puesto en evidencia la falsedad de los balances de estas empresas respecto a sus reportes de ventas, utilidades, costos y pago de impuestos; esto, a su vez, ha tenido repercusiones en las empresas de auditoría, que hoy están siendo fuertemente cuestionadas.

Casos como el de Enron y el de WorldCom, que se vieron precisadas a acogerse a las leyes de quiebra, siguen alimentando la percepción de mayor riesgo por parte de los agentes del mercado bursátil.

Los efectos de la falta de confianza

Entre los debates que han surgido en torno a la pérdida de confianza, tiene especial relevancia el de su relación con el PIB de la economía norteamericana. Hay al menos dos vertientes de opinión al respecto.

Un primer grupo de analistas opina que no hay ningún nexo entre la volatilidad de las bolsas y los fundamentales macroeconómicos; por lo tanto cabe esperar que las decisiones de regulación devuelvan la confianza a los mercados y se vuelva a la senda de recuperación de los índices bursátiles.

En el segundo grupo hay dos líneas de argumentación: de un lado, quienes afirman que los problemas se transferirán a las variables macroeconómicas afectando en primer lugar la confianza del consumidor que, como es ampliamente conocido, se considera un indicador líder de la dinámica económica. Por otro, los que sostienen que la economía no se ha recuperado y que ello la hace más vulnerable a la pérdida de confianza de los inversionistas.

Por su puesto, esta divergencia lleva a diferentes líneas de acción de la política económica y especialmente de la política monetaria. La primera se relaciona con recomendaciones de mantener las tasas de interés inalteradas o empezar a subirlas con el fin de neutralizar potenciales presiones inflacionarias que se generen en el proceso de reactivación de la economía. La segunda, por el contrario, aconseja nuevas reducciones de las tasas de la Reserva Federal, con el fin de incentivar la demanda agregada y neutralizar los efectos negativos de la pérdida de confianza.

Es difícil dar la razón a uno cualquiera de estos grupos. Sin embargo, la evaluación de algunos indicadores tiende a mostrar que los efectos de la pérdida de confianza en las inversiones en acciones no son del todo neutros.

El indicador de confianza del consumidor, por ejemplo, pasó de 106.3 en mayo de 2002 a 97.1 en julio del mismo año, lo que representa una disminución del 8%. Desde febrero pasado, cuando se destapó el escándalo de Enron, el índice no registraba un nivel tan bajo. En opinión del director de *The Conference Board's Consumer Research Center*, "la caída continua en el valor de los portafolios en acciones, junto con los reportes sobre escándalos corporativos, han hecho mella en la confianza del consumidor. El indicador... sigue disminuyendo, lo que sugiere que los consumidores

res tenderán a restringir su gasto en ausencia de incentivos compensatorios”.

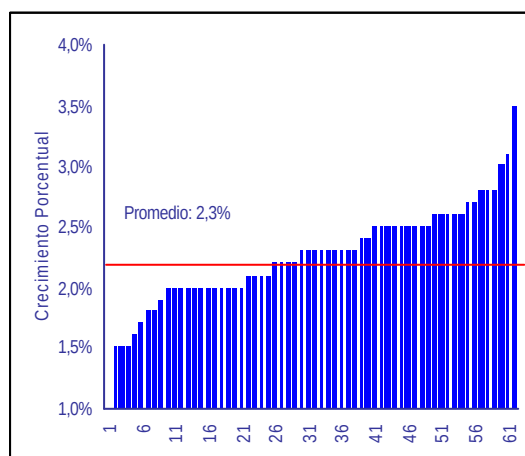
Otro indicador interesante es el del PIB. En el primer trimestre del año se registró un crecimiento de 5% anual (desestacionalizado), que fortaleció las expectativas de reactivación de la economía.

Es significativo que las proyecciones de múltiples analistas para el segundo trimestre se ubicaran en un promedio de 2.3%, pues ello indica que de alguna manera se percibió el impacto de la caída de las bolsas.

No obstante, esas proyecciones terminaron siendo muy optimistas frente a los resultados oficiales. El PIB creció solamente 1.1%, 3.9 puntos menos que en el trimestre inmediatamente anterior, y es uno de los niveles más bajos en los últimos años.

Gráfico 2

Proyecciones del PIB para el segundo trimestre de 2002, realizadas por 62 analistas privados



Fuente: Bloomberg

Este comportamiento estuvo explicado principalmente por la caída en el gasto y la inversión del gobierno y de los consumidores privados, y por un aumento considerable en el nivel de importaciones, especialmente de bienes.

La demanda por bienes durables disminuyó 3.8% en junio, la caída más alta desde el mes de noviembre del año anterior. Y la inversión priva-

da en equipo industrial se redujo 1.1% en el mismo periodo.

Cuadro 2

Principales componentes del PIB

Tasas de crecimiento anual

	2001-II	2002-I	2002-II	Variación
Consumo privado	1.4	3.1	1.9	-1.2
Inversión privada	-17.6	18.2	8.1	-10.1
Exportaciones	-17.3	3.5	11.7	8.2
Importaciones	-11.8	8.5	23.5	15
Gasto del gobierno	-1.1	5.6	1.8	-3.8

Fuente: Bureau of Economic Analysis

Así mismo, las ventas de bienes finales en el mercado doméstico pasaron de US\$387 miles de millones en marzo de 2002, a US\$382.9 miles de millones en junio del mismo año, lo que representa una disminución del 1.1%.

Por último, los datos más recientes del Departamento de Trabajo reportan la creación de solamente 6.000 nuevos empleos no rurales en julio, mucho menos que la proyección inicial que oscilaba entre 60.000 y 70.000.

Las opciones del inversionista

Tradicionalmente, el aumento de la incertidumbre y del riesgo en los mercados financieros ocasiona la recomposición de los portafolios hacia activos más seguros y menos volátiles. En opinión de algunos analistas, ese comportamiento se está registrando en los Estados Unidos, donde se han detectado tres alternativas hacia las que se están moviendo los inversionistas:

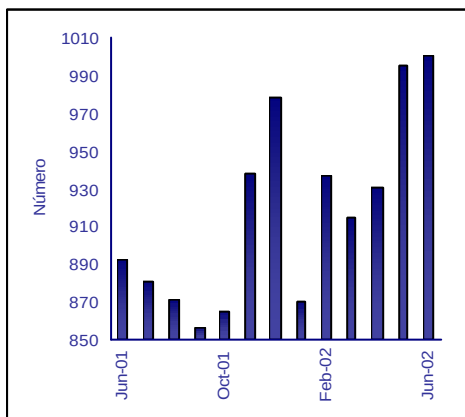
a. *Los bonos del gobierno*: que ofrecen un nivel de riesgo cero y una tasa del 4.28% anual a 10 años. Esta forma de inversión es relativamente útil para los agentes con más aversión al riesgo, y que no quieren salir del mercado norteamericano.

b. *Adquisición de vivienda*: alternativa que consideran aquellos agentes que apuestan a una valorización de la propiedad raíz en el corto o mediano plazo.

En el gráfico siguiente se observa el crecimiento registrado en las ventas de vivienda nueva en el primer semestre del presente año. De

acuerdo con los últimos resultados del Departamento de Comercio de Estados Unidos, en junio de 2002 se vendieron cerca de 1.1 millones de viviendas nuevas, lo que representa un incremento del 12.2% con relación al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 3
Número de viviendas nuevas vendidas



Fuente: Departamento de Comercio

c. *Inversiones en el exterior:* alternativa real para un grupo reducido de inversionistas profesionales con menores niveles de aversión al riesgo.

Esta alternativa estaría orientando recursos preferentemente hacia Europa, lo que contribuye a explicar el comportamiento reciente del euro.

En busca de la confianza perdida

Con el fin de mitigar los problemas asociados a los escándalos contables, el gobierno norteamericano planteó como uno de los objetivos básicos de su política empresarial la recuperación de la confianza.

Teniendo esto en mente, el gobierno del presidente Bush firmó esta semana la Ley de Reforma a la Contabilidad Industrial¹, cuyo principal objetivo es aumentar los castigos a quienes infrinjan las normas contables.

La norma incluye, entre otros temas, el establecimiento de penas de 20 años de cárcel para ejecutivos que firmen balances con errores o

destruyan documentos con información que pueda servir como prueba de malos manejos contables.

Además, crea un consejo del sector privado para revisar la contabilidad de la industria.

Igualmente, prohíbe que las firmas de contaduría ofrezcan servicios relacionados con el archivo de libros contables, el diseño de programas de software, servicios actuariales, servicios de auditoría interna, manejo de recursos humanos, entre otras cosas, a aquellas empresas a las cuales les están haciendo la auditoría externa.

Conclusiones

Resulta claro que la reciente volatilidad de los mercados bursátiles de diversos países responde, en buena medida, al comportamiento de los inversionistas en las bolsas de los Estados Unidos. Estos han respondido a los escándalos contables de grandes empresas recomponiendo los portafolios hacia activos más seguros.

En el camino, la confianza del consumidor se ha deteriorado y ello parece tener sus primeros efectos sobre la dinámica agregada de la economía.

Ya se empiezan a adoptar medidas para restablecer la confianza, pero surgen dos grandes interrogantes.

El primero relacionado con el conflicto que se plantea entre libre mercado y regulación. ¿Cuál es el balance adecuado? Estados Unidos, que es un fuerte defensor del libre mercado y modelo de la revelación información, se ve debilitado por las burlas de grandes empresas a los inversionistas y al propio gobierno. En el otro extremo, existe el riesgo de adoptar medidas de control que terminen asfixiando las empresas.

El segundo se relaciona con las medidas de política económica más convenientes. El gran dilema es para la Reserva Federal que en su próxima reunión tendrá que tomar un rumbo en materia de tasas de interés, dependiendo de cuál sea su percepción sobre la coyuntura reciente ¿Es hora de subir las tasas de interés, o es aconsejable una reducción adicional?

¹ Accounting Industry Reform Act