

CRISIS INTERNACIONAL Y POSIBLES EFECTOS SOBRE EL PERÚ

José Oscátegui Arteta

Profesor de Economía del Departamento de Economía de la PUCP

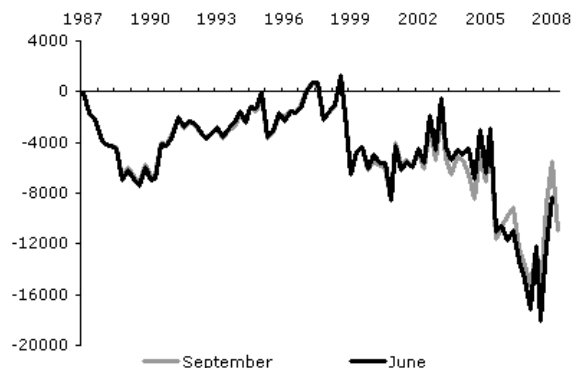
La actual crisis internacional es la primera, desde la Gran Depresión de 1929, que tiene su origen en los países que constituyen el núcleo mundial de la economía de mercado. No es una crisis en la periferia, aunque tendrá importantes efectos sobre ella. El núcleo de la crisis se encuentra en EEUU, pero también participan de él Reino Unido, Australia, España, y, en menor medida el resto de Europa y Japón. El impacto es grande en los países de la periferia europea como Hungría, Ucrania, Islandia, Irlanda.

Las crisis posteriores a la de 1929 ocurrieron mayormente en países periféricos, y estos se vieron obligados a enfrentarla con consecuencias terribles. En los casos posteriores a 1970, en particular, el diagnóstico general fue que los países afectados consumían demasiado, por lo que incurrían en déficits insostenibles en sus sectores externo y fiscal. La receta fue, indefectiblemente, la devaluación de la moneda y la reducción de todo el gasto fiscal, junto con políticas monetarias contractivas que elevaron la tasa de interés y recesaron las economías. Los organismos internacionales, como el FMI, nunca recomendaron políticas contra cíclicas y los países del centro nunca entendieron que la raíz de estas crisis se encontraba en su poca propensión a gastar en los bienes de los países periféricos.

La crisis actual fue precedida por desajustes significativos en el sector fiscal y en la Balanza en Cuenta Corriente en EEUU y otros países como Reino Unido.

Gráfico 1
Balanza en Cuenta Corriente - Reino Unido

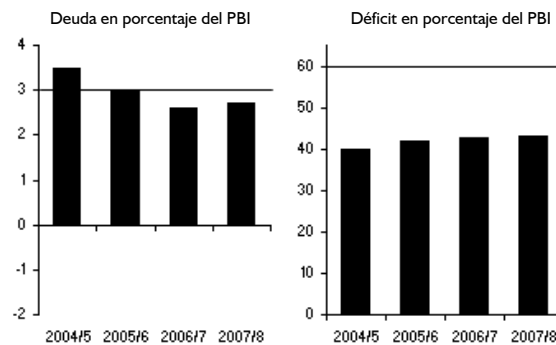
En millones de Euros



Fuente: UK Office for National Statistics

En 2003 el déficit fue de 1,6% del PBI, en 2004 subió al 2,1%, en 2006 fue aún más alto, 3,4%, y en 2007 siguió incrementándose hasta el 3,8% del PBI inglés.

Gráfico 2
Deuda y déficit fiscal - Reino Unido

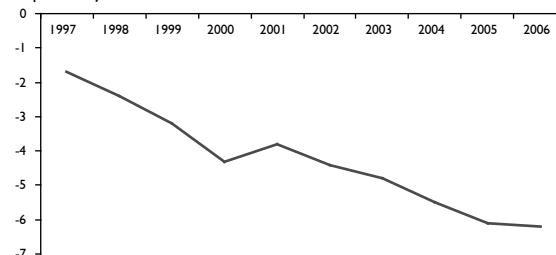


Fuente: UK Office for National Statistics

En EEUU el déficit en Cuenta Corriente llegó a 6% del PBI en 2006.

Gráfico 3
Balanza en Cuenta Corriente - Estados Unidos

En porcentaje del PBI



Fuente: FMI Country Statistics

Gráfico 4
Déficit fiscal - Estados Unidos

En porcentaje del PBI

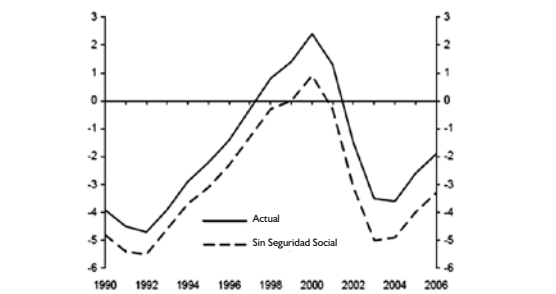


Gráfico 5
Gasto e ingreso Fiscal
 En porcentaje del PBI



Fuente: Department of the Treasury, CBO.

Los déficits mencionados significaban que EEUU (y los otros países en igual situación) estaban consumiendo demasiado, vivían por encima de sus medios. Lo paradójico es que, desde el punto de vista de EEUU, el problema de sus desbalances no era porque ellos estuvieran consumiendo demasiado, sino porque los países en desarrollo estaban consumiendo muy poco.¹ Este enfoque es diametralmente opuesto al que aplicaban a los países de la periferia con problemas de cuenta corriente y déficit fiscal.

¿Cómo era posible que EEUU y otros países desarrollados vivieran por encima de sus medios? Siempre que hay deudores hay acreedores. Desde la crisis asiática y rusa de fines de los 1990's, la mayoría de países en desarrollo entendió que la única forma de protegerse de las salidas súbitas de capital, en un mundo con libre movilidad del capital, era teniendo abundantes reservas. Estas también servían como una especie de colateral cuya existencia daba confianza a los inversionistas, que no querían enfrentarse a situaciones de no pago de la deuda. Estos fueron los ahorros de la periferia. En el gráfico que sigue, se ve que los déficits del centro son crecientemente compensados con los superávits de la periferia.

Cuadro 1
Balanza en Cuenta Corriente
 En miles de millones de dólares

	1996	2000	2004	2005	2006
Países industrializados	31,1	-304,7	-296,5	-502,5	-607,3
Países en desarrollo	-82,8	124,7	296,5	507,9	643,2

1 Bernanke, Ben. *The Global Saving Glut and the USA Current Account Deficit*. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

Este endeudamiento fácil que obtuvo EEUU fue el que permitió que dicho país viviera por encima de sus medios, pero también lo hicieron Reino Unido y España y otros, que ahora están entre los más afectados. En el caso de EEUU, esto permitió que el ahorro caiga sin que ocurra lo mismo con la inversión privada. Al contrario, esta se incrementó.

Cuadro 2
Ahorro en Estados Unidos
 En porcentaje del PBI

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ahorro Nacional Bruto	18	16,4	14,2	13,3	13,8	13,9	14,1
Inversión Nacional Bruta	20,8	19,1	18,4	18,4	19,3	19,7	20,0

La diferencia entre ahorro e inversión fue cubierta por los ingresos de capitales que procedían del mundo en desarrollo. Esta es una de las paradojas que ha sido mencionada con frecuencia, pues se entiende que los capitales deben moverse en la dirección contraria.

Sin embargo, todo país, incluso EEUU, tiene un límite a la cantidad de inversiones productivas y de bajo riesgo que puede soportar en un cierto momento, y después se tiene que buscar inversiones más riesgosas. Calombris² señala que la confluencia de tres factores se encuentra en la base de la subvaloración del riesgo que condujo a la crisis. El primero, sería el ahorro de los países en desarrollo que se orientó como inversión hacia EEUU y otros países. El segundo, el masivo incremento de la demanda de activos riesgosos deficientemente evaluados (los "subprime") por parte de Fanny Mae y Freddie Mac. Esto, como parte de una política gubernamental, que viene de bastantes años atrás, de facilitar el acceso al crédito para vivienda. El tercero, son los problemas con la regulación, mejor dicho, con el diseño de la regulación o, mejor aún, con la autorregulación del mercado de capitales. Todos trabajaron bajo el supuesto que los precios de las viviendas iban a subir indefinidamente. En un escenario como este, no hay riesgo aún cuando los créditos no tengan es suficiente respaldo.

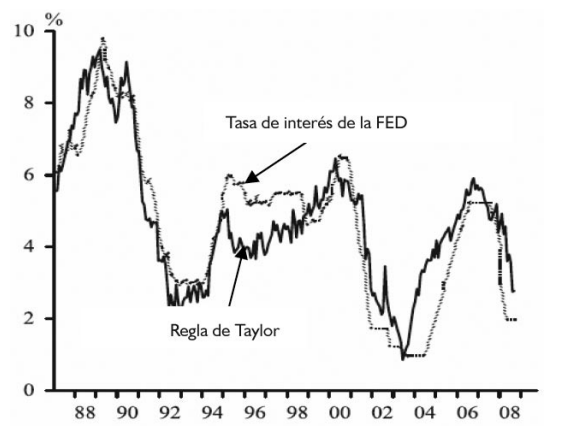
¿En qué consisten los activos "subprime"? Estos activos son aquellos cuyo riesgo no ha sido evaluado correctamente. Créditos riesgosos, en base al supuesto de la continua valorización de las viviendas, se asumían como buenos créditos. Estos eran juntados con buenos créditos y con los regulares y se ofrecían como un paquete. Las evaluadoras de riesgo las consideraban triple A (AAA) y ya estaban en condiciones de ser adquiridas por

2 Calombris, Charles W. "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next". Paper to be presented at the Jacques Polak Annual Research Conference, November 13-14, 2008.

cualquiera, incluso por Freddie Mac y Fanny Mae que, por ser instituciones semipúblicas solo podían adquirir activos AAA.

Algunos expertos, entre ellos John B. Taylor, sugieren que un elemento adicional en el desarrollo de la crisis fue la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (FED). Un argumento a su favor es que, desde 2003, la tasa de interés que fija la Fed se encontró por debajo de la tasa que recomendaría la conocida Regla de Taylor, tal como se puede apreciar en el gráfico que sigue.

Gráfico 6
Estimación de la tasa de interés de la FED y Regla de Taylor
En porcentajes



Fuente: FED San Francisco.

De la crisis en el mercado de la vivienda a la crisis financiera global

Una vez empaquetados, los activos “subprime” sirvieron a los bancos para “apalancar” capital que a su vez podía ser vuelto a prestar con garantías “subprime” y así seguía el carrusel. Estos activos siguieron su camino e “infectaron” todo el sistema financiero no solo norteamericano, sino también, aunque en menor medida, el japonés y el europeo. En Europa, varios países, como Inglaterra, España, Irlanda, tenían también su burbuja del sector vivienda.

La crisis financiera se vuelve global por varias razones. La primera es que los bancos y financieras norteamericanas estaban muy relacionados con el sistema financiero internacional. En segundo lugar, hubo un problema de información, pues como los activos “subprime” eran una mezcla de activos buenos con malos, nadie sabía qué era qué. Por esto, ningún banco conocía cual era el riesgo que enfrentaban los otros bancos. Esto hizo que, en EEUU, estas instituciones no se

quisieran prestar entre ellas, ni siquiera los préstamos por la noche (“overnight”) que sirven de base para la tasa de descuento de la reserva federal. Los bancos no sabían si, en caso prestaran dinero a otros bancos, este dinero les iba a ser devuelto. Muchos bancos tuvieron que ser nacionalizados parcialmente, y desapareció la banca de inversión que era la menos regulada.

Esta situación creó lo que se conoce como una restricción del crédito (“crédito crunch”, que amenazaba con afectar gravemente al sector real de la economía, que funciona normalmente en base al crédito. La Reserva Federal trató de enfrentar este problema inyectando dinero en el sistema bancario bajando la tasa de interés por cerca de 425 puntos básicos en menos dieciocho meses. Sin embargo, esta medida no funcionó mostrando que el problema de la falta de créditos no era por iliquidez, sino por la desconfianza que los bancos se tenían entre sí y con respecto a sus potenciales clientes.

En Marzo 2008, debido a los activos malos (“basura”) que poseía, quebró el banco de inversión Bear&Sterns. En Septiembre quebró Lehman Brothers, constituyendo la bancarrota más grande en la historia de EEUU. Al día siguiente, la Reserva Federal tuvo que otorgar un crédito puente a A.I.G., la más grande aseguradora del mundo.

La base de esta desconfianza, como ya vimos, se encontraba en que nadie sabía cuál era el valor real de los activos de los bancos. Además, como los activos malos casi no tenían valor de mercado, los bancos quedaron con poco capital, lo que hizo que tuvieran que reducir sus créditos pues no podrían enfrentar posibles pérdidas.

Ante esto, empezando por el Banco de Inglaterra, el Estado tuvo que intervenir comprando acciones de los bancos, es decir, volviéndose propietario de los bancos, pues sólo así se generaba la confianza en los agentes, que esos bancos no quebrarían.

El resultado paradójico para países que son paradigma de la economía de mercado, es que buena parte del sistema bancario norteamericano e inglés, por ejemplo, ha sido nacionalizado.

Los efectos de la crisis

La crisis en el centro

La crisis en el mercado inmobiliario en EEUU empieza bastante antes, a fines del 2005, cuando los precios empiezan a caer.

Gráfico 7
El mercado hipotecario norteamericano
en el origen de la crisis



Fuente: Presentación del Presidente del BCRP 22-10-2008

Como todo el esquema de los préstamos “subprime” estaba basado en el supuesto de que los precios continuarían subiendo, una vez que quedó claro que eso no ocurriría empieza propiamente la crisis. Un economista reconocido como Nouriel Roubini pronosticaba el inicio de esta para fines de 2006-comienzos de 2007, pero esta solo se desencadenó a mediados del 2007.

En EEUU, que produce el 25% del PBI mundial, a la crisis generada por la caída del sector construcción se le añade los problemas de liquidez y restricción crediticia. Además, al desinflarse la burbuja de vivienda y tener que valorarse los activos “subprime” en su valor real, las familias descubren que son menos ricas de lo que pensaban. Por esto, se restringe su consumo que creció en 2005 en 2,9%, en 2006 en 2,8% y, en 2007, en 2%. La inversión privada que el 2005 creció 5,8%, el 2006 lo hizo en sólo 2,1% y en 2007 cayó en -5,4%. Las exportaciones contribuyeron significativamente a atenuar los efectos de la crisis, pues crecieron 7% en 2005, 9,1% en 2006, y 8,4% en 2007. Las importaciones norteamericanas crecieron 5,9% en 2005, 6% en 2006, y 2,2% en 2007. El PBI creció 2,9% en 2005, 2,8% en 2006, y 2% en 2007, en 2008 se espera que sea muy bajo y que el último trimestre del año muestre ya crecimiento negativo. El panorama en Europa es semejante, pues junto con EEUU son responsables de casi el 60% de la producción mundial, lo que crea una situación difícil para todo el mundo que depende de la demanda de estas dos regiones de la tierra. El pronóstico del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, es que la economía norteamericana crecerá o cero o negativamente el 2009.

La crisis en la periferia

La desaceleración de las economías norteamericana y europea, que, en tiempos normales son la locomotora

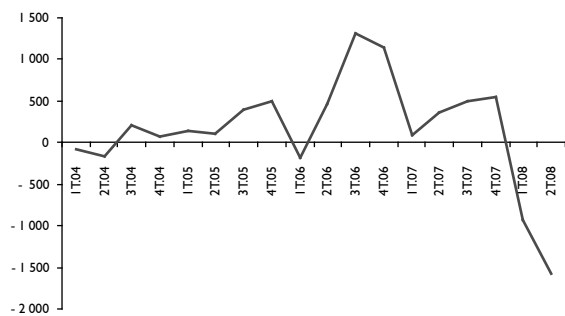
del mundo, ya está teniendo un efecto muy significativo en los países en desarrollo. Los de la periferia europea, como Ucrania, Hungría, Polonia, están siendo severamente golpeados; los dos primeros ya tuvieron que acogerse al rescate del FMI con todas las condiciones que este impone. Los países latinoamericanos, en general, y los asiáticos, que acumularon cantidades significativas de reservas podrán enfrentar la crisis en mejores condiciones que si no contaran con dichas reservas, pero de ninguna manera saldrán indemnes. La desaceleración de las economías desarrolladas significa la caída de la demanda de las exportaciones de los países en desarrollo, esto trae consigo la caída de los precios y valor de los bienes exportados. Como el crecimiento económico de estos países es intensivo en importaciones, la caída de sus exportaciones significará una necesaria reducción de sus tasas de crecimiento, pues de otro modo se generarían desequilibrios en el sector externo. Por otro lado, la caída del valor de las exportaciones generará problemas en las cuentas fiscales, pues se reducirán los impuestos recaudados.

La crisis y sus efectos sobre Perú

Los primeros efectos de la crisis internacional se manifestaron como una salida de capitales. En los últimos 60 días el BCRP ha tenido que vender más de 5.000 millones de dólares. Al 28 de Octubre, la Posición de Cambio (que constituye la parte de las reservas que pertenecen al BCRP) fueron US\$21.469 millones, cuando en Agosto habían sido US\$26.747 millones. Esto se hizo para sostener el tipo de cambio. Sin embargo, la salida de capitales ha significado la reducción del crédito al sector privado con su consecuente encarecimiento. De acentuarse esta salida, los problemas crediticios podrán empeorar dificultando más el financiamiento de las empresas.

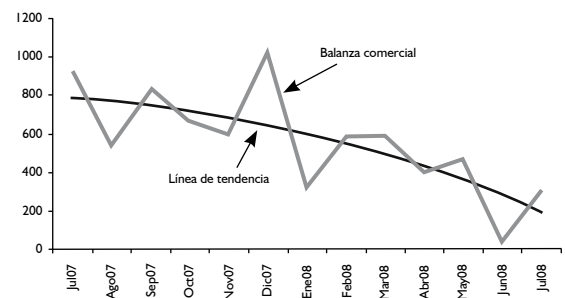
Por otro lado, la balanza comercial, por primera vez en muchos meses, habría sido deficitaria en el mes de Septiembre de este año. En este resultado se manifiesta la caída en el precio de los principales minerales que exportamos, con la excepción del oro, debido al desplome de la demanda internacional. Por esto, el sector externo peruano en su conjunto, que ya se venía desacelerando, podría tener este año un déficit en cuenta corriente de cerca al 5% del PBI, lo cual tendrá que ser cerrado o reducido prontamente, pues tal como está es insostenible.

Gráfico 8
Balanza en cuenta corriente - Perú
 En millones de dólares - Trimestral



Fuente: BCR

Gráfico 9
Balanza comercial - Perú
 En millones de dólares



Fuente: BCR

Es decir, el sector externo, tanto por el lado de la reducción del crédito como por el lado de las exportaciones, pondrá un límite al nivel de actividad económica en el país.

Es cierto que Perú está en mejor situación para enfrentar una crisis que en oportunidades anteriores. Sin embargo, la magnitud de esta crisis es mayor que cualquiera de las anteriores, y su duración se estima que podría ser mayor de dos años. Las fortalezas construidas podrían resultar insuficientes para enfrentar esta situación y mucho menos si se espera que la economía crezca a más del 6%, tal como el Presidente García acaba de prometer en la CADE 2008.

Con problemas en la balanza en cuenta corriente y con la reducción del crédito, tanto en dólares como en soles, lo que habría que esperar para el 2009, en mi opinión, es un tipo de cambio cercano a 3,5 soles por dólar, un crecimiento alrededor de 3% como máximo, un déficit en cuenta corriente cercano al 3% del PBI. Nada malo, teniendo en cuenta la severidad de la crisis internacional. Pero, si la crisis dura más de dos años.... ¡Dios nos coja confesados!