

# CRISIS

## Financiera Internacional

En los últimos meses del año, hemos sido testigos de cómo la crisis financiera iniciada en el mercado hipotecario estadounidense a mediados del 2007 se agudizó y pasó a otro nivel: ahora es un problema global, que no solo afecta al sector financiero, sino también a la economía real.

EE.UU., que representa casi un tercio del producto mundial, se encuentra oficialmente en recesión y se espera que su PBI se contraiga fuertemente en el cuarto trimestre de este año (en el tercero cayó un 0.3%). En similar situación están el Reino Unido, los principales países de la Eurozona y Japón. Todos, además, con tasas de desempleo crecientes. Entretanto, las economías emergentes han sentido la "pegada" a través de un deterioro en sus términos de intercambio, menores exportaciones, salidas de capitales internacionales, alta volatilidad cambiaria y un encarecimiento del crédito; no obstante, se espera que crezcan en promedio un 5% durante el próximo año (que podría ser incluso menor).

Con todo esto, el Fondo Monetario Internacional proyectó el pasado noviembre que la economía mundial crecería apenas un 2.25% en el 2009, lo que significó una reducción de 75 puntos básicos en relación con las estimaciones del mes previo.

En medio de este desalentador panorama, la economía peruana cerraría el 2008 con una expansión del 9.5%, a pesar de la desaceleración de las exportaciones en el último trimestre del año. Sin duda, el 2009 será un año difícil para el mundo y un reto para el Perú, que cuenta con herramientas necesarias para sobrellevar la "tormenta" con éxito.





## Un shock de confianza

Por Roberto Abusada \*

La historia económica peruana de los últimos 50 años ha estado signada por un crecimiento tan pobre que solo recientemente, en el año 2005, se recuperó la producción por habitante de 1975; tres décadas de estancamiento en nuestro nivel de vida.

Pero junto con aquel estancamiento, el Perú ha sufrido de un terrible y silencioso mal: ciclos de crecimiento y progreso esporádicos seguidos invariablemente por profundas crisis que echaban por tierra todo lo avanzado, dejando a su paso inestabilidad política, empresas en quiebra, empleos destruidos, construcción de infraestructura paralizada, emigración de nuestros jóvenes, niños retirados por sus padres de la escuela, proyectos de vida truncados.

Afortunadamente, ese fatal patrón parece haberse roto al fin. Desde 1993, el Perú inició una etapa inédita de crecimiento que lleva ya 16 años a una tasa promedio anual del 5.3% -a pesar del hiato en el crecimiento causado por las crisis de financiamiento de finales de la década de los años 90, prolongada por la crisis política al final del gobierno de Fujimori-. Desde el 2005, la economía crece anualmente, en promedio, más del 8%

Hoy, la descomunal crisis financiera internacional amenaza la continuidad de todo ese progreso.

Enfrentaremos escollos económicos ciertamente serios: la elevación en las tasas de interés, la escasez del crédito de largo plazo, la caída en el precio de aquello que exportamos y la reducción del ingreso fiscal. Más grave que todo lo anterior, es que la crisis externa propiciará desconfianza, duda y desánimo. Son precisamente estos últimos factores psicológicos los principales enemigos a vencer para continuar creciendo.

Una evaluación objetiva de la realidad económica indica que el Perú se encuentra bien equipado para seguir creciendo a una tasa del orden del 6%. A diferencia de situaciones en el pasado, la crisis externa nos encuentra con una solidez nunca antes vista: reservas internacionales enormes, que superan los depósitos en todo el sistema

bancario y mayores que toda la deuda externa pública y privada juntas; bancos comerciales fortalecidos con enorme liquidez y uno de los niveles de morosidad más bajos del mundo; deuda pública baja, con plazos promedio mayores a 11 años; recursos públicos de reserva disponibles para aumentar la demanda nacional si esta empezase a decaer. Todo ello pone en las manos del MEF, el BCR y la SBS una gran cantidad de instrumentos listos a ser usados para contener la ola recesiva.

Pero en la actual difícil situación, el Perú no crecerá a la tasa que debe crecer sin la convicción y liderazgo necesarios para concertar la acción de las autoridades económicas y el sector privado. La lista de acciones a emprender es ciertamente larga y debe estar encabezada por la difusión, dentro y fuera del país, de la fortaleza de la economía nacional y el anuncio del Gobierno de que se protegerá el crecimiento y la estabilidad de los precios, con todos los recursos disponibles.

El Estado debe transmitir señales inequívocas de que asistirá al sistema financiero con la liquidez suficiente para seguir prestando normalmente y, conjuntamente con los bancos, asegurar la consecución de los fondos de largo plazo vitales para mantener el crecimiento de la inversión; particularmente en el desarrollo de la infraestructura y la construcción de vivienda. Es necesario proteger el actual impulso de la construcción de vivienda para poner en práctica nuevos esquemas que animen a los bancos a prestar más y a bajar las tasas, que hoy están a niveles incompatibles con la mantención de tal impulso.

Más aún, se debe hacer explícita la intención de poner en marcha un programa contingente de inversión pública adicional en infraestructura, proyectos en asociaciones público-privadas e incremento de aquellos programas sociales que mejor estén funcionando; todo ello para suplir, del lado del sector público, cualquier disminución en el ritmo del consumo o inversión del sector privado. En suma, se deberá presentar al país un plan antirrecesivo creíble, que ataque el aspecto más peligroso de la crisis que enfrentamos: la desconfianza. ■

\* Economista

# Una GRAN DEPRESIÓN...

Por Alfredo Mastrokalos Viñas \*

**“En relación a la Gran Depresión, me gustaría decirles a Milton y Anna: tenían razón, nosotros lo hicimos. Lo sentimos mucho, pero gracias a ustedes, no lo haremos de nuevo.”**

Palabras de Ben Bernanke, actual presidente de la FED, en ceremonia de honor por los 90 años de Milton Friedman (2002).

Luego de un largo periodo de estabilidad macroeconómica y prosperidad en prácticamente todo el mundo, principalmente en los países emergentes, nos encontramos al borde (¿o en medio?) de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión.

A poco más de un año de iniciada la crisis *subprime*, los acontecimientos de las últimas semanas, fundamentalmente en el mes de septiembre, terminaron por redefinir el panorama financiero estadounidense y las perspectivas económicas futuras (de todo el mundo). La crisis se ha intensificado y esparcido, siendo Japón y especialmente Europa los más afectados. En las economías emergentes el “golpe” también se ha sentido, poniendo en el olvido la teoría del “*decoupling*” (una menor dependencia del mundo con EE.UU.).

Atrás también quedaron las preocupaciones por el alza de los precios del petróleo (hoy en alrededor de US\$ 65 por barril), los alimentos y las presiones

## El fantasma del 29 y un pánico de 101 años

Pese a que antes de la Gran Depresión (1929-1941) hubo otras crisis económicas en EE.UU., ninguna fue de su magnitud en términos de severidad, duración o impacto; basta con señalar que en su fase de mayor contracción, entre 1929 y 1933, el PBI real experimentó una caída cercana al 30%, la tasa de desempleo pasó de un 3% a un 25%, y los afortunados que continuaron trabajando lo hicieron de forma parcial y generalmente con un salario relativamente menor (libros como *Las uvas de la ira* de John Steinbeck o películas como el clásico de Chaplin, *Tiempos Modernos*, describen de forma excelente este penoso escenario).

Otras características que marcaron este trágico periodo fueron una aguda deflación (los precios cayeron a una tasa anual del 10% en los primeros años de la crisis), quiebras masivas, el desplome de las bolsas de valores y pánicos bancarios generalizados que culminaron con el Feriado Bancario de marzo de 1933, en el cual el sistema financiero cerró completamente por cuatro días. Para tener una idea de lo crítica que fue esta situación, en 1929 existían unos 25,000 bancos en EE.UU.; luego del feriado, solo quedaron 12,000 bancos operativos y 3,000 más fueron reabiertos eventualmente.

Afortunadamente, de momento, la crisis actual dista mucho de la Gran Depresión, sobre todo en lo que a efectos en la economía real se refiere. Es más, si

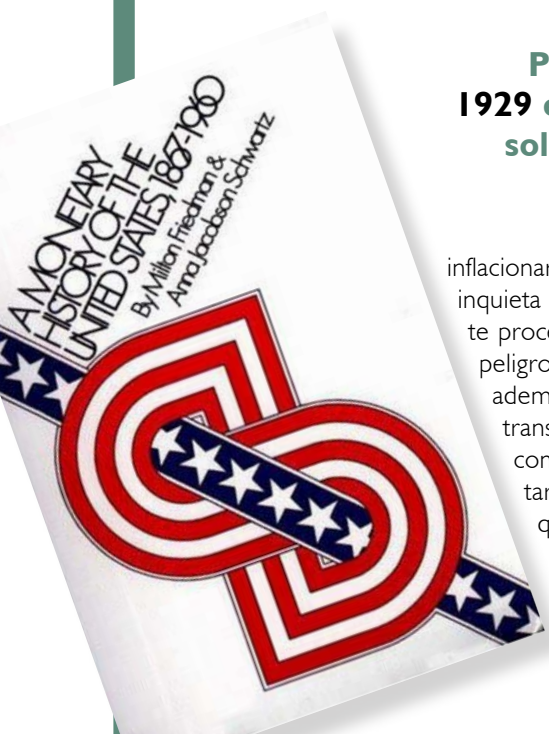
**Para tener una idea de lo crítica que fue esta situación, en 1929 existían unos 25,000 bancos en EE.UU.; luego del feriado, solo quedaron 12,000 bancos operativos y 3,000 más fueron reabiertos eventualmente.**

inflacionarias en general; ahora lo que inquieta es que se desarrolle un fuerte proceso deflacionario (mucho más peligroso que la propia inflación) que, además, sería uno de los canales de transmisión de la crisis hacia países como el Perú, pues podría afectar el precio de los *commodities* que exportan. ¿Compensarán la demanda de China e India? Solo el tiempo lo dirá.

queremos encontrar una crisis pasada que se asemeje a la actual, probablemente tendríamos que remontarnos al Pánico de 1907, una contracción crediticia (el famoso “*credit crunch*” que tanto escuchamos hoy en día) con origen en la bolsa de valores, que se expandió de Nueva York hacia todo EE.UU., sumergió al país en recesión e impulsó al Congreso a crear la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés).

## No repetir errores del pasado

Al igual que en la Gran Depresión, hoy resurge



# esperemos que no

---

la idea de que las economías de mercado son inestables y que la intervención estatal es necesaria para combatir los ciclos económicos y reducir las fluctuaciones. Sin embargo, al igual que en esos tiempos, estos argumentos pierden fuerza porque fue justamente el intervencionismo el que originó esta situación e incluso la empeoró, tal como revelaron Milton Friedman y Anna J. Schwartz en su clásico de 1963 titulado *A Monetary History of the United States 1867-1960*.

Primero, fue la política expansiva de la FED la que impulsó la burbuja especulativa de entonces (y de ahora) y fue su subida de intereses la que ocasionó el colapso bursátil. Luego, en los tres primeros años de la crisis, cuando los bancos más necesitaban liquidez, la FED redujo sus préstamos para posteriormente subir su tasa referencial en pos de mantener el tipo de

cambio fijo al patrón oro (conductor de la crisis hacia otros países). La "cereza en el helado" fue el *Smoot-Hawley Tariff Act* de 1930, mediante el cual el presidente Hoover, en un arranque proteccionista e ignorando protestas formales de más de treinta naciones, aumentó drásticamente los aranceles en un momento en el que el comercio exterior era vital para reactivar la economía.

Las recientes y desesperadas intervenciones de la FED y el Tesoro norteamericano han sido necesarias (aunque algo lentas) para evitar que esta crisis se convierta en una Gran Depresión y son muestra de la preocupación existente. La historia nos ha enseñado mucho al respecto, no cometamos los mismos errores. Bernanke ya lo prometió, ojalá todos tengan el mismo compromiso. ■

---

\* Analista Económico de COMEXPERU.



## ROUBINI: Los países emergentes requieren respuestas apropiadas para enfrentar la crisis

Por Oscar Jasai \*

Hay dos preguntas que son pertinentes en este momento. La primera es si ya pasó o no lo peor de la crisis financiera en las economías avanzadas, o si, por el contrario, aún hay mucho por delante. La segunda es la profundidad de la crisis en estos países. En el transcurrir de los últimos meses ha quedado claro que las economías desarrolladas van a defender a capa y espada sus sistemas financieros. Ya no van a permitir que una caída como la de Lehman Brothers destruya la confianza en el sistema de pagos. Desgraciadamente, es demasiado tarde para admitir este error. Hay un exceso de pesimismo que en parte es validado por preocupaciones por pérdidas aún no reportadas. Roubini estima pérdidas de entre un trillón y dos trillones de dólares, y coloca un mínimo en esa cifra. A la fecha, las pérdidas están cerca a un trillón. Por ende, vamos a tener más malas noticias en los próximos seis meses, al menos.

que las políticas ortodoxas no funcionan en este contexto. Está de más decir que será preferible reducir la tasa de interés y de ninguna manera elevarla.

Es obvio, entonces, que cada país deberá responder a la crisis de acuerdo con su realidad. Aquellos que poseen la capacidad de ejecutar una política fiscal contracíclica deberán hacerlo aún cuando tengan que incurrir en un déficit. Aconseja evitar reaccionar tarde, pues los costos para la economía serán mayores. Afortunadamente, el Perú es uno de esos países. Algunos de nuestros vecinos no tienen la misma suerte. Por ende, una política contracíclica efectiva deberá sostener la confianza del consumidor en un entorno en que varios sectores pueden ver reducidos bruscamente sus ingresos por caída de precios y de volumen de ventas. Los sectores que tienen exceso de capacidad instalada serán los más afectados

**Roubini estima que la recesión en Estados Unidos durará por lo menos de 18 a 24 meses, con forma de una "U". Sin embargo no descarta que pudiera ser más larga, tener forma de "L" y quizá tomar alrededor de cuatro años.**

Roubini estima que la recesión en Estados Unidos durará por lo menos de 18 a 24 meses, con forma de una "U". Sin embargo no descarta que pudiera ser más larga, tener forma de "L" y quizá tomar alrededor de cuatro años. Para Japón y Europa pinta un escenario aún peor. Considera como un hecho un *hard landing* en China, que crecería en el mejor de los casos un 7%. Define un escenario que denomina *Global Stag-deflation*, en otras palabras, la demanda agregada mundial será muy inferior a la oferta global. El exceso de capacidad instalada en muchos sectores va a provocar una caída de precios en los países desarrollados, mientras que en los emergentes bajará la inflación. De este modo, entraríamos en una trampa de liquidez que anula la eficacia de la política monetaria, pues el dinero y los bonos serían sustitutos. Por ello recomienda un manejo pragmático de la situación, ya

y por ello se debe promover la rápida reconversión de los negocios.

Las empresas en el Perú deberán revisar sus planes con cautela para que no se vean atrapadas en costosos excesos de inventarios y endeudamiento. Si Roubini está en lo cierto, el año 2009 será crucial, y si el Perú ejecuta las políticas contracíclicas correctas podrá salir airoso sin perder empleo y sin problemas sociales adicionales. Los acuerdos de libre comercio que el país ha celebrado con otras naciones van a ser críticos para apoyar este proceso, puesto que uno de los grandes riesgos será el retorno del proteccionismo. No es el fin del mundo, pero el empresario peruano tendrá una prueba que espero pueda aprobar. ■

\* Director de Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating.