

# L a crisis financiera INTERNACIONAL y los CANALES DE TRANSMISIÓN<sup>1</sup>

MAURICIO DE LA CUBA \*

**El ámbito comercial y el financiero son las vías por donde la crisis golpea al resto de economías**

Las economías desarrolladas están en un proceso recesivo que ha excedido la mayoría de pronósticos hechos hace pocos meses atrás. Con la evolución reciente de China, las expectativas de que las economías emergentes más importantes sostengan el crecimiento mundial también se han reducido considerablemente. Este nuevo escenario internacional tiene implicancias sobre el resto de economías emergentes, entre ellas la de Perú. Este artículo explica la evolución reciente de la economía mundial, sus perspectivas en el corto plazo y los posibles efectos sobre las economías de la región.

\* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.

<sup>1</sup> Artículo realizado con información disponible en enero de 2009.

## LA RECESIÓN GENERALIZADA EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Las economías desarrolladas presentan un panorama recesivo no visto en mucho tiempo. De acuerdo con las estimaciones del FMI de noviembre, estas economías –en su conjunto– decrecerían 0,25 por ciento en 2009, lo que constituye la primera contracción desde la post guerra. A nivel de países, esta caída sería prácticamente generalizada. Estados Unidos, Alemania y Japón –las tres mayores economías desarrolladas– no presentaban, en forma simultánea, una caída en su producto desde la crisis del petróleo de los años setenta.

En Estados Unidos, la caída en el precio de las viviendas –producto de la corrección de la burbuja inmobiliaria– inició un ajuste en la economía. A ello se sumó la elevación de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED) y la renegociación de los préstamos hipotecarios, que elevaron la carga de los créditos y, de este modo, redujeron el ingreso disponible de las familias que, además, estaban afectadas por la pérdida de valor de su vivienda. Ello llevó a un menor dinamismo en el consumo (que mostró tasas decrecientes desde mediados de 2007) y a una contracción en la inversión residencial (cuya contribución al PBI venía siendo negativa desde 2006).

Aunque esta corrección era previsible, el impacto que tuvo sobre los mercados financieros y la crisis que de ello se derivó excedieron largamente los pronósticos iniciales de una desaceleración moderada. Con la caída en el precio de las viviendas y el incremento de la morosidad se inició una pérdida de valor de los títulos vinculados a las hipotecas *subprime* que, rápidamente, se extendió al resto de mercados financieros, lo que terminó en una crisis financiera que agravó significativamente el ajuste

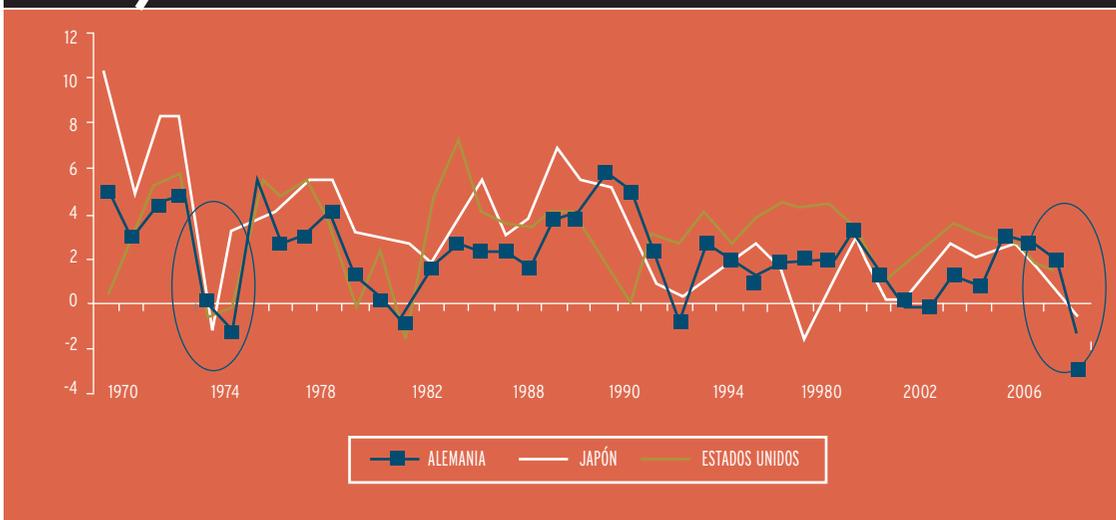
inicial (Ver artículo “De la corrección inmobiliaria a la crisis financiera”).

El consenso actual es que el ajuste de Estados Unidos continuará en los próximos trimestres. El consumo, principal componente de la demanda que representa alrededor del 70 por ciento del producto, se verá afectado simultáneamente por el deterioro en el mercado laboral<sup>1</sup>, por un alto grado de endeudamiento y por la pérdida de riqueza (el 70 por ciento del patrimonio de las familias está compuesto por acciones y por inmuebles cuyos precios seguirían corrigiéndose). La inversión, por su parte, se ve afectado por la caída de la demanda, la pérdida patrimonial y el deterioro en las condiciones crediticias.

Se espera, por lo tanto, un ajuste para los próximos trimestres, aunque no existe consenso sobre su duración y su magnitud. Hace un año, se pensaba que la recesión, de darse, sería una “V”; es decir que la economía se deslizaría hacia un bache recesivo y saldría de él rápidamente. Hoy en día se habla de una “U”, que implica una caída más brusca y una recesión algo más prolongada, de la cual se terminaría por salir en un plazo aproximado de tres trimestres. Las versiones más pesimistas hablan de una “L”, es decir, de una caída brusca y de un estancamiento por tiempo indefinido<sup>2</sup>.

¿De qué depende que alguno de esos escenarios se concrete?. En primer lugar, de cómo evolucionen los mercados financieros. Los mercados interbancarios se vienen normalizando, pero aún falta que mejoren las condiciones crediticias que enfrentan consumidores e inversionistas. Es probable que las bajas tasas de interés tengan un impacto sólo moderado en el gasto de consumo (dado los altos niveles de endeudamiento de las familias), aunque sí podría ser más relevante para evitar un deterioro adicional en el sector corporativo.

GRÁFICO 1 ■ Tasas de crecimiento



FUENTE: FMI

<sup>1</sup> En el año 2008, la economía norteamericana perdió más de 2 millones y medio de puestos de trabajo.

<sup>2</sup> Otros, recientemente, contemplan de la posibilidad de un “W” que significaría una recuperación temporal y una caída posterior.

En segundo lugar, dependerá de la efectividad del paquete fiscal anunciado recientemente. Este paquete –de aproximadamente US\$ 800 mil millones y equivalente a 6 por ciento del PBI– ha generado cierta expectativa sobre una recuperación de la economía norteamericana hacia el segundo semestre. De la efectividad de este paquete depende en gran medida cuál de los escenarios mencionados anteriormente se concrete.

En tercer lugar, el tipo de ajuste dependerá también de cómo evolucionen los precios. En julio de este año, la inflación anual llegaba a 5,5 por ciento, el nivel más alto desde 1991, y la Reserva Federal tenía la mirada puesta, simultáneamente, en la desaceleración económica y en la inflación. Con la reducción de las presiones inflacionarias, el énfasis ha cambiado e, incluso, diversos analistas coinciden en que hoy

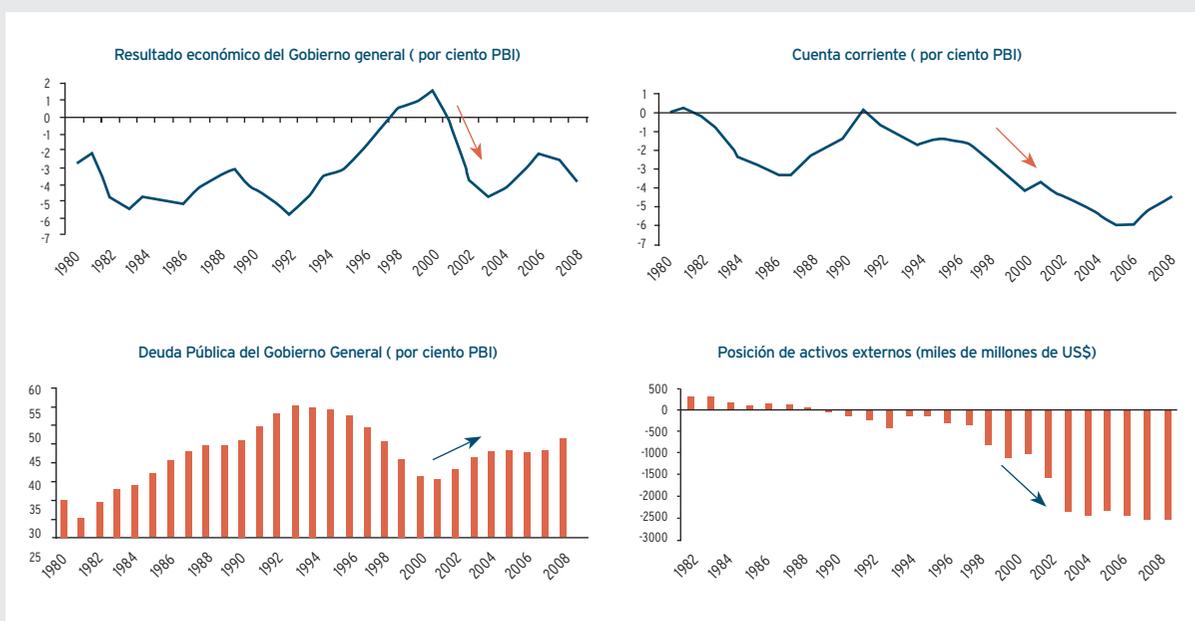
en día uno de los mayores riesgos es una deflación, dada la drástica caída en el precio del petróleo, de los alimentos y otros *commodities*, y la contracción de la demanda interna. De darse, la deflación puede generar un círculo vicioso: las personas que esperan que los precios bajen, postergan su consumo y las empresas postergan sus planes de inversión y prefieren pagar las deudas; con ello se refuerza la recesión y las presiones a la baja de los precios, tal como sucedió recientemente en Japón. Las políticas monetaria y fiscal, por su impacto sobre la demanda, podrían ayudar a evitar este escenario de recesión con deflación.

La recesión de Estados Unidos y la crisis financiera han impactado sobre otras economías desarrolladas, en particular en Europa donde se concentra parte importante de las pérdidas financieras. Para 2009, las proyecciones del FMI sobre el crecimiento de la

### Estados Unidos y el margen para las políticas anticíclicas

Las medidas fiscales recientes se dan en un contexto en el que el margen de maniobra para las políticas anticíclicas es bastante menor que en la recesión anterior debido a los déficit fiscales de los últimos años y al incremento de la deuda pública y de los pasivos externos.

En 2000, antes de la crisis derivada de la corrección del mercado bursátil, el gobierno federal tenía un superávit; hoy presenta un déficit que bordearía el 4 por ciento. Su deuda pública era de 36 por ciento del PBI, menor al 46 por ciento estimado para este año y que tiende a elevarse con los planes de rescate. La posición de pasivos externos se aproximan a US\$ 2,5 billones, frente a los US\$ 1,5 billones de inicios de la década.



El problema de los desequilibrios globales y de la posición deudora de Estados Unidos quedaría sin resolverse –e incluso se agravaría– al final de esta crisis y, en el mediano plazo, podría generar presiones sobre el dólar que, paradójicamente, se ha fortalecido durante la etapa más grave de esta crisis.

Del mismo modo, la recesión actual encuentra a la FED con tasas de interés cercanas a cero por ciento. Previo a la recesión de inicios de la década, la FED había elevado gradualmente sus tasas de interés hasta ubicarla en 6,5 por ciento. Asimismo, el nivel de endeudamiento de las familias era menor y el ahorro de las empresas era significativo, por lo cual había un mayor margen para expandir el gasto del sector privado.

Eurozona y del Reino Unido es de -0,5 y -1,3 por ciento, respectivamente. Pero, al igual que en Estados Unidos, la crisis financiera no ha hecho sino acentuar la tendencia ya observada en la mayoría de las economías desarrolladas.

Europa venía desacelerándose antes del agravamiento de la crisis financiera. El sector exportador de la Eurozona, y en particular de Alemania, se perjudicó por el fortalecimiento del euro (entre 2000 y agosto de 2008, el euro se había apreciado cerca de 80 por ciento frente al dólar) y por la desaceleración económica de Estados Unidos y Japón. El sector inmobiliario venía mostrando correcciones significativas en España, Irlanda y el Reino Unido mientras que otras economías importantes de la Eurozona se habían visto afectadas por rigideces estructurales. Adicionalmente, las crecientes presiones inflacionarias limitaron el margen de maniobra de los bancos centrales en los primeros meses de 2008.

Japón, por su parte, también ha registrado tasas de crecimiento negativas en el segundo y tercer trimestre. Aunque no ha tenido pérdidas significativas vinculadas a la titulización de hipotecas, la crisis actual —al reducir las operaciones especulativas que utilizaban al yen como moneda de fondeo— ha llevado a fortalecer esa moneda y ha afectado a su sector exportador, lo que se suma a la caída en el consumo y la inversión<sup>3</sup>.

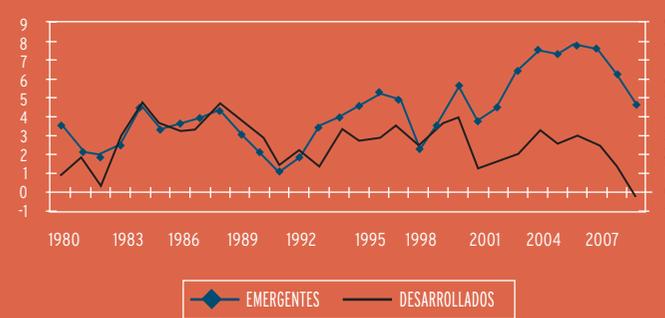
### LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: ¿EL FIN DEL DECOUPLING?

En los últimos años, las economías emergentes más grandes conocidas como BRICs (Brasil, Rusia, India y China) han crecido a tasas muy elevadas. Sólo China explica la cuarta parte del crecimiento mundial en los últimos cinco años, mientras que los BRICs la mitad y todas las economías emergentes dos tercios. Las economías emergentes representan cerca de la mitad del producto mundial.

El peso creciente de las economías emergentes ha sido un factor positivo para el crecimiento global. Sin embargo, el mayor peso de China, de los BRICs y de las economías emergentes en general, se explica en gran medida por su mayor integración al mundo y por la globalización de las decisiones de inversión y producción, producción cuyo principal destino son los consumidores de las economías desarrolladas; por ejemplo, cerca del 50 por ciento de las exportaciones chinas se destinan directamente a Estados Unidos, Europa y Japón. En noviembre, las exportaciones chinas tuvieron una caída, por primera vez en seis años.

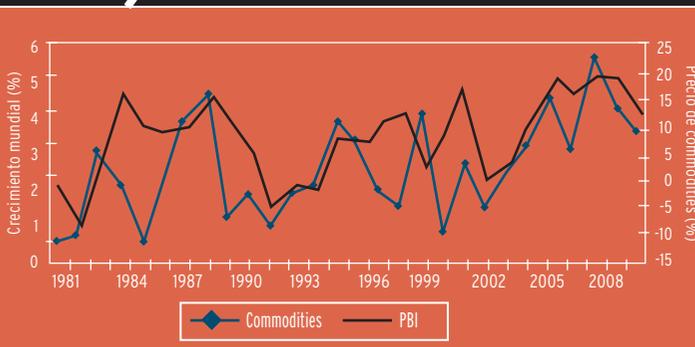
En este contexto, resulta importante evaluar si existe la posibilidad de que las economías emergentes puedan compensar el deterioro de la demanda externa a través de una expansión del consumo y la inversión. Dentro de los BRICs, China tiene mejores condiciones de aplicar una política anti-cíclica dado que presenta, en forma simultánea,

GRÁFICO 2 ■ Crecimiento mundial 1980-2009



FUENTE: FMI

GRÁFICO 3 ■ Crecimiento mundial y variación de precios de *commodities*



FUENTE: FMI

reducción de las presiones inflacionarias, sólida posición fiscal, superávit en cuenta corriente y ausencia de problemas de financiamiento externo. El paquete fiscal y las reducciones recientes en las tasas de interés y del encaje van precisamente en esa dirección: dinamizar la demanda interna y evitar una desaceleración brusca en sus tasas de crecimiento. Sin embargo, existe consenso de que las BRICs, incluyendo a China, tendrán en 2009 tasas de crecimiento menores a las de los últimos años. (Ver artículo “Desaceleración china y sus efectos sobre el mundo”).

### LA RECESIÓN MUNDIAL Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

Ninguna economía integrada comercial y financieramente al mundo puede ser ajena a los efectos de una recesión de las economías desarrolladas y de una desaceleración en las economías emergentes.

Por el lado comercial, el menor crecimiento se viene reflejando en una drástica caída en el precio de los *commodities*. El gráfico 3 muestra la relación entre el promedio de los precios de los *commodities* y el crecimiento mundial; se aprecia una relación directa pero, además, una elasticidad bastante superior a la unidad. Ello hace suponer que, ante una caída en el

<sup>3</sup> Ver World Economic Outlook, FMI (octubre 2008).

crecimiento mundial de, por ejemplo, 2 puntos porcentuales, los precios de los commodities tendrían una caída mucho mayor. Por lo pronto, los precios han mostrado una corrección significativa que incluso ha superado el pronóstico del mercado. Los precios del cobre, por ejemplo, han retrocedido desde su pico de US\$ 4 la libra en julio de 2008 a cerca de US\$ 1,5. El petróleo, ha registrado una caída de 60 por ciento en los últimos meses.

Para las economías de la región, una caída en el precio de los *commodities* implica un menor ingreso de divisas, una caída en la recaudación, menor demanda y presiones depreciatorias. Los precios internacionales podrían encontrar cierto soporte por restricciones de oferta; parte de estas restricciones se darían por el hecho que algunos precios de commodities están cerca de sus costos marginales de producción y también por la falta de inversión. Los altos niveles de liquidez actual y la depreciación reciente del dólar podrían ayudar a limitar la caída de las cotizaciones. La evolución de China, principal consumidor mundial de la mayoría de *commodities*, es el mayor factor de incertidumbre en la evolución futura de los precios.

En el caso de los productos tradicionales, es claro que el impacto se dará básicamente a través de menores precios. En otros tipos de productos el ajuste podría darse, además, a través de menores volúmenes de exportaciones. Las importaciones reales de Estados Unidos tendrían una caída adicional a la observada si se toma en cuenta que, en otras recesiones, el ajuste de esta variable ha sido mayor. Asimismo, el Banco Mundial estima que el volumen de comercio global se contraería 2,1 por ciento en 2009, la primera caída en 26 años.

Por el lado financiero, la coyuntura actual ha llevado a un incremento significativo de la aversión al riesgo lo que implica un deterioro en las condiciones de financiamiento para las economías emergentes, a pesar de la reducción en las tasas de interés internacionales. La mayoría de estas economías enfrentan en la actualidad restricciones de financiamiento y presiones depreciatorias que, en algunos casos, han llevado a ajustes bruscos en las condiciones crediticias y han afectado sus perspectivas de crecimiento. Sin embargo, en este punto hay que hacer dos precisiones.

En primer lugar, hay que considerar la posición externa de cada país y el tipo de capitales que financian la cuenta corriente. Existen países, como muchos de la Europa emergente, que han presentado elevados déficit en cuenta corriente financiado principalmente por préstamos y capitales de corto plazo. Por el contrario, otras economías, en su mayoría de Asia y de América Latina, en los últimos años han tenido superávit

CUADRO 1 Cuenta corriente y financiamiento 2003-2007

	América Latina	Europa Emergente
Cuenta corriente (%PBI)*	9	-5,3
Capitales privados (miles de mill. US\$)**	318	539
Inversión directa extranjera	246	243
Portafolio	5	60
Otros (préstamos)	67	236

\*PROMEDIO DEL PERIODO \*\*FLUJOS ACUMULADOS

FUENTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK (FMI)

en cuenta corriente y creciente importancia de flujos financieros de más largo plazo, como inversión directa extranjera.

Como se observa en el gráfico 4, los flujos de inversión directa son más estables que otros flujos de capitales, lo cual significa una menor vulnerabilidad externa para estas economías ante cambios en las condiciones financieras internacionales. Ello, sin embargo, no excluye la posibilidad de que estos flujos observen una disminución, aunque marginal, por el menor acceso a financiamiento y porque algunos proyectos en los sectores primarios, dados los precios actuales, podrían dejar de ser rentables.

En segundo lugar, es posible que una parte importante del ajuste en los mercados financieros ya se haya dado. Los spreads de los bonos emergentes han tenido una fuerte corrección inicial, en forma similar a la de otros períodos de crisis. Sin embargo, luego de una sobreacción inicial, estos spreads han tendido a normalizarse, en un contexto de abundante liquidez internacional<sup>4</sup>.

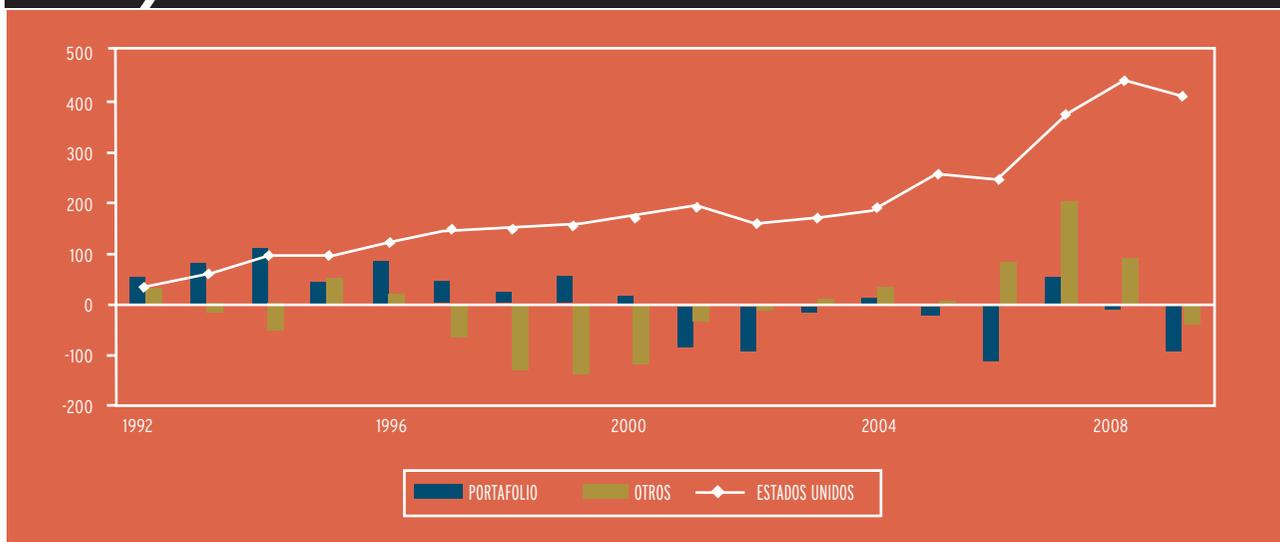
Otros canales de transmisión hacia las economías emergentes se reflejan en los menores flujos de remesas y menores ingresos por turismo. El flujo de remesas depende de las condiciones económicas del migrante y de la exposición al sector donde se desenvuelve. En el caso de México, por ejemplo, las remesas estarían bastante relacionadas a las condiciones económicas de California específicamente en el sector construcción<sup>5</sup>. Las perspectivas de una caída en las remesas está en línea con las perspectivas de recesión que se esperan para la mayoría de economías incluyendo aquellas que tienen la mayor cantidad de migrantes peruanos (Estados Unidos, Japón y España). En el caso del turismo, se observa un menor crecimiento del flujo de visitantes desde el segundo semestre de 2008 y para este año se esperaría un crecimiento bajo e incluso nulo; dentro de la región, las economías del Caribe y Centroamérica la serían las más afectadas<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Adicionalmente, hay que considerar que el spread mide la diferencia entre el retorno de un bono emergente y el retorno de un bono del tesoro; dado que el retorno de este último ha caído durante parte de la crisis, un incremento en los spreads no necesariamente implica un deterioro de la misma magnitud en las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes.

<sup>5</sup> "Regional Economic Outlook Western Hemisphere: Grappling with the global financial Crisis" (October, 2008).

<sup>6</sup> CEPAL, comunicado del 23 de diciembre de 2008.

**GRÁFICO 4** ■ Flujos de capitales a economías emergentes  
(miles de millones de US\$)



FUENTE: FMI

### LA CRISIS ACTUAL Y LA SITUACIÓN DE AMÉRICA LATINA

Es evidente que una crisis de tal magnitud, a través de los canales señalados anteriormente, impactará sobre las economías emergentes, entre ellas las de América Latina. Ello está en línea con la revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento de la región para 2009. El FMI, por ejemplo, ha revisado gradualmente la proyección de crecimiento desde 4 por ciento en enero de 2008 hasta 2,5 por ciento en noviembre del mismo año. La CEPAL, por su parte, estima un crecimiento de aproximadamente 1,9 por ciento.

Sin embargo, muchas economías de América Latina, incluyendo la del Perú, se encuentran en mejor posición para enfrentar este entorno. El crecimiento de los últimos años se dio en forma paralela al fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos. Esta mejora se ha reflejado en una elevación de la calificación del riesgo de la mayoría de países en los últimos años.

En particular, la mayoría de economías han incrementado sus reservas internacionales y, han reducido sus necesidades de financiamiento externo, lo cual ha aumentado su margen de maniobra frente a un entorno externo en el que simultáneamente se da un deterioro en la balanza comercial y restricciones de financiamiento externo<sup>7</sup>. Del mismo modo, en muchos casos se ha mejorado la posición fiscal, con una reducción de la deuda pública, lo que puede dar margen para enfrentar la reducción de ingresos e incluso para aplicar políticas anticíclicas.

Por lo tanto, la región se encuentra en una situa-

ción diferente a la observada en anteriores crisis, donde los choques externos eran precedidos de un descuido por los equilibrios macroeconómicos que agravaban el ajuste en la actividad económica. Recordemos que América Latina, tuvo crecimiento negativo entre 1982-1983, cuando Estados Unidos y otras economías desarrolladas tuvieron un proceso recesivo. Esta vez, se espera que la región crezca a tasas bajas pero positivas, a pesar de enfrentar el choque externo más severo de las últimas décadas. ■

**GRÁFICO 5** ■ Calificación de deuda en moneda extranjera



\* CALIFICACIÓN DE STANDARD & POORS

<sup>7</sup> En el caso peruano se da, además, una disminución importante de la participación de los capitales de corto plazo en el "fondo" de los bancos.