

La crisis financiera internacional y su impacto en el Perú

Jorge Chávez Álvarez*

Setiembre Negro: una crisis anunciada

Como ustedes saben, la crisis financiera estalló en setiembre de 2008 con la declaratoria de bancarota del banco de inversión más importante de los Estados Unidos, Lehman Brothers. Previamente, el gobierno americano ya había ido al rescate de dos gigantescas empresas dedicadas al negocio de hipotecas: Fannie Mac y Freddie Mac, poseedoras del 50% de la torta hipotecaria de los Estados Unidos; una operación que implicó empeñar mucho dinero de los contribuyentes americanos, y que viene siendo pagada con la emisión de billetes de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Mucho antes del estallido de esta crisis, a las recalentadas usinas financieras norteamericanas ya se les escurría el fuego por las ventanas. En marzo de 2007 la constructora Horton, una de las más grandes, anunciaba grandes pérdidas. Previa declaración de insolvencia de una entidad financiera de menor calibre, en julio del mismo año el importante banco de inversión Bear Stearns se declaraba insolvente. Para entonces, las propias cifras oficiales americanas mostraban de qué modo volaba el nivel de apalancamiento y caía el capital respecto al activo total del sistema bancario de Estados Unidos, al tiempo que su nivel de endeudamiento trepaba a niveles inusitados; muy por encima de los niveles de la banca peruana.

La política de dinero barato practicada por la Reserva Federal de Estados Unidos estuvo acompañada por una elevada concesión de créditos hipotecarios denominados “basura” porque fueron otorgados a personas sin renta ni bienes, en medio de una espiral alcista del precio de las viviendas, que incentivaba una conducta despreocupada por parte de los bancos, debido a que si el beneficiario del préstamo no podía pagar, el banco esperaba hacerse de una propiedad que valdría más que al momento de firmar la hipoteca. Además, el empaquetamiento

de estas hipotecas en títulos (CDOs) permitió a los bancos obtener dinero fresco emitiendo bonos garantizados por esos paquetes de hipotecas “basura” que se cotizaban en la bolsa de valores, dejando fuera de sus balances esos activos potencialmente tóxicos. Las emisiones de estos bonos crecieron de manera descontrolada, en parte debido a la proliferación de seguros de créditos (CDSs), lo que permitió su expansión por toda la banca americana y europea.

Cuando en 2007 los precios del mercado hipotecario se fueron a la baja, empezó a gestarse una gigantesca bomba de tiempo que estalló con la quiebra de Lehman Brothers, generando la caída en picada de los bonos basura y su consiguiente repercusión negativa en el balance de las entidades poseedoras de esos títulos en todo el mundo. Ningún banco quería prestar dinero a otros porque desconocían cuántos activos tóxicos tenían en su poder.

¿Y dónde estaban las autoridades que debían evitar este estallido? Es como estar en un avión que marcha a velocidad en dirección a un cerro inmenso, y conforme avanza, la sensación de que se va a estrellar crece, y si el piloto no atina a hacer algo que evite la colisión, cundirá el pánico y habrá quienes quieran saltar del avión, incluso sin paracaídas. Pues bien, en este caso el piloto (las autoridades) no hizo nada y el colapso sobrevino, poniendo en zozobra a toda la tripulación que, como veremos, involucraba no solo a los bancos de Estados Unidos o de Europa, sino a toda la población mundial.

Carácter cíclico de la crisis financiera

Sabemos que las crisis financieras tienen un carácter cíclico, y se supone que los economistas estamos formados para ayudar a paliarlas. Sin embargo, si uno pasa revista a las diversas crisis financieras que ha habido en el mundo, se puede percatar de que siempre estallan después de una fase de auge pronunciada, propiciada por afiebrados economistas agazapados en un banco central o un ministerio de economía, con el auspicio de agentes financieros que hacen jugosas ganancias especulativas. En ese trance, cuando todo es optimismo, los agentes económicos se vuelven propensos a tomar altos riesgos, lo que incentiva la demanda especulativa de activos financieros, cuyos precios tienden a subir como la espuma, incluidos los futuros precios de materias primas como el petróleo, el cobre, el oro, la plata y el zinc, cuyos precios, en consecuencia, ya no reflejan su escasez real.

La propensión especulativa suele ser incentivada por una política fiscal y una política monetaria de carácter procíclico. Una política es procíclica si es expansiva en la etapa de auge para tornarse contractiva en la etapa de declive del ciclo económico. Se trata de una política que tiende a agudizar la expansión de la demanda durante el auge antes que a dosificarla, y a profundizar la contracción de la demanda durante el declive, exacerbando la recesión. En contraposición,

la política anticíclica busca frenar el auge para evitar el surgimiento de burbujas especulativas, generando un superávit fiscal que contribuya a acumular fuerzas para poder aplicarlas durante la fase de declive, cuando sea necesario contrarrestar las fuerzas contractivas desatadas por el pesimismo, evitando así la recesión.

En el Perú el ciclo económico también tiene una historia detrás de cámaras, sobre todo durante los decenios de los setenta y ochenta. Por esos años los economistas nos dividimos en izquierdistas y derechistas. Los primeros eran los pro expansivos y los derechistas eran los austeros y pro contractivos, y ambas posturas eran tercas, vanidosas y testarudas durante todo el ciclo económico. Los pro expansivos creían que metiendo harta leña a la hoguera se podía llegar a una panacea parecida al reino de los cielos, donde ya no habría pobres. Postulaban poner pie a fondo en el acelerador, todo el tiempo, aun en las curvas. Era una bronca absurda, porque por ambos bandos se ignoraba la regla de oro del carácter anticíclico que debe primar para diseñar la política económica.

Lo que viene pasando hoy en Estados Unidos y Europa es digno de Ripley, puesto que han venido haciendo todo lo contrario a lo que aconsejaban sus recetas a los países en desarrollo; es decir, ejecutar una política fiscal y monetaria absolutamente procíclica. En Estados Unidos la Reserva Federal ha mantenido sus tasas referenciales cercanas a cero, por muchos años, con una inflación del orden del 3,5%; vale decir, aplicando tasas de interés reales negativas; prestando dinero ni siquiera gratis, sino pagando para que se lo lleven. Esta conducta monetaria laxa desincentiva el ahorro y promueve el sobreendeudamiento de empresas y familias. No es de extrañar, entonces, que en este contexto el mercado financiero genere una gran burbuja especulativa, dado que la "timba bursátil" viene promovida por el crédito fácil, haciendo que los precios de los activos se aceleren generando expectativas de ganancias fáciles. El mercado llega a ser una gran tinka en la que todos son parte de un juego tipo monopolio que consiste en pagar más y más por activos que no tienen el respaldo que avale esos crecientes valores. Se crea así una burbuja que algún momento tendrá que estallar.

En medio de esta vorágine aparecen episodios como los que hemos visto: un banquito quiebra por allí, una empresa constructora por allá, y por ahí otra y otra como en un dominó. Claro, siempre se podrá argumentar que todo ello es parte de la naturaleza de las cosas. Se dirá que en una economía de mercado siempre habrá empresas que quiebran y otras nuevas que ingresan al mercado. Pero lo cierto es que estos episodios se vuelven tan recurrentes y llegan a comprometer a empresas muy grandes. Cuando estas empresas son bancos la cosa es aún más delicada, porque por lo general la autoridad se cohibe de declarar la liquidación de una entidad que involucra a millones de ahorristas; entonces el fisco o el banco central le lanzan salvavidas para evitar su liquidación, lo que significa transferir muchos millones de dinero a esas entidades, sin una posibilidad —al menos remota— de poder recuperarlo.

Suele producirse, en consecuencia, una pugna entre optimistas y pesimistas. Comienzan a surgir voces que de manera abierta advierten el peligro; pero demoran en llegar estas voces independientes, porque suele haber frenos institucionales. Por ejemplo, en el Perú existe una norma que considera delito generar pánico financiero, por lo que muchos prefieren quedarse callados para evitar ser acusados y terminar tras las rejas. Sin ir muy lejos, en Argentina hace poco un economista fue acusado por la presidenta Kirchner de haber generado pánico financiero por decir lo que es evidente para todos los argentinos: que las cifras de inflación no reflejan la realidad de la subida de precios.

Cada vez que surge un dato que enciende el pesimismo, la Reserva Federal responde comprando bonos del tesoro; es decir, inyectando plata al mercado. Con más plata en los bolsillos, todo se suaviza de nuevo, la gente se tranquiliza y la economía sigue adelante, aunque cargando enchufada al brazo la jeringa del drogadicto. Cada vez que hay un problema inmediatamente se inyecta más liquidez. La cuestión es tirar para adelante, como sea.

Ciertamente, Estados Unidos es el único país en el mundo que puede darse el lujo de meterle droga con jeringa al cuerpo económico, haciendo que los efectos no se sientan mucho en su economía, dado que son el único país que produce una moneda de aceptación universal. La liquidez se desparrama por el mundo a través de las importaciones de Estados Unidos. No hay que olvidar que el déficit fiscal en ese país es del orden de 8% del PBI, y podría ser mucho mayor si se contabilizara la deuda de la seguridad social.

La crisis es institucional

Salir de esta crisis financiera no será fácil y tomará mucho tiempo. Ello debido a que detrás de la conducta procíclica de la política económica y financiera norteamericana subyace una crisis política e institucional en cuyo análisis no entraré de lleno, aunque vale la pena mencionar que el déficit fiscal de Estados Unidos fue alimentado por las dos guerras contra Irak, producidas por coincidencia bajo los mandatos de Bush papá y de Bush hijo, mientras que la burbuja financiera se encubrió en un contexto de progresiva relajación de la supervisión bancaria y del mercado de Wall Street. La institucionalidad sustentada en empresas privadas calificadoras de riesgo y auditoras también se degradó en un mar de conflictos de intereses y corrupción. Las calificadoras de riesgo, haciéndose de la vista gorda, daban grado de inversión a empresas que de la noche a la mañana anunciaban su insolvencia, luego se descubría que los estados financieros auditados por las grandes sociedades auditoras estaban maquillados. Entonces, esta crisis no es meramente coyuntural; se trata de una crisis institucional y profunda que compromete los cimientos que instituyen la confianza sin la cual una economía de

mercado no puede funcionar. No se puede decir que sea una crisis de la economía de mercado. Antes bien, es una crisis de un régimen neomercantilista, de un Estado que había abandonado sus funciones reguladoras ante el signo dominante de un puñado de empresas que habían logrado acumular un poder tan grande como para influir en los precios de las acciones, las materias primas y la propia tasa referencial LIBOR.

En un contexto así, me atrevo a decir que defender el mercado sería ser de izquierda, porque el mercado cuando es libre tiende a igualar a todos, al no permitir que nadie pueda tener una influencia dominante para fijar los precios. Forjar sociedades más igualitarias pasa por contar con un verdadero sistema de economía de mercado. Estados Unidos, que tiempo atrás fue el adalid de la economía de mercado, padece hoy de una falta de capitalismo, una falta de mercados genuinos.

¿Cuáles son las fuentes de riesgo hacia adelante? Europa, Estados Unidos y China. En Europa, Grecia sigue siendo una fuente de riesgo, lo mismo que España, Portugal, Italia e Irlanda, debido a su elevado endeudamiento público y la debilidad de su sistema financiero. En lugar de encontrar un arreglo rápido a estos problemas, han empeorado a lo largo de 2012. El intento de reestructuración ordenada de la deuda soberana de Grecia se ha dado en medio de turbulencias en los mercados financieros, debido a los temores de que Grecia no pueda cumplir sus compromisos o de que surjan más problemas de falta de capacidad de pago en España o Italia. Las tardías medidas de austeridad fiscal adoptadas tenderán a debilitar aún más el crecimiento y las perspectivas de empleo, lo que hará que el reequilibrio sea más complicado de alcanzar y los efectos negativos se extiendan, de manera que la debilidad que comenzó en los países más pequeños y de la periferia de la Zona Euro se manifieste cada vez más en economías fuertes como Alemania y Francia.

A mi criterio, Grecia está recibiendo un castigo exagerado. Si bien su deuda es del orden de 165% del PBI, su déficit fiscal hacia el 2012 se está ajustando y hay un proceso de ajuste feroz, a pesar de lo cual su deuda va a seguir creciendo porque el precio de sus bonos es muy alto, y esto implica un círculo vicioso de pago de altos intereses, menor gasto interno, mayor recesión, menores ingresos fiscales y menor capacidad de repago de la deuda. Grecia está pagando alrededor de 8%. ¿Cuánto paga Estados Unidos por su deuda? Solo 0,25, y el tamaño de la deuda de Estados Unidos es altísima, y su déficit fiscal también. La diferencia es que Estados Unidos tiene la cartera. Con las justas y con mucha premura las calificadoras de riesgo, de ser tripe A plus, lo han bajado a triple A, y se ha armado una tormenta tremenda. Pero qué pasaría si la calificación de riesgo de Estados Unidos bajara más, las tasas subirían más y por lo tanto para Estados Unidos sería mucho más complicado salir. O sea, si Estados Unidos tuviera que pagar lo que paga Grecia, sería mucho más inviable. Lo mismo le pasaría a Francia o Alemania.

En Estados Unidos las altas tasas de desempleo son persistentes y la confianza de los consumidores y empresarios anda debilitada. China, por su parte, si bien ha crecido a tasas muy altas, muestra tensiones productivas e inflacionarias. Si bien ha venido creciendo a tasas del 9% a 10% por año, lo hizo exportando mucho a Estados Unidos y Europa, países que hoy ya no expanden sus compras a ese ritmo. China no podrá crecer al 10% si sus principales socios comerciales apenas si crecen algo más de cero.

Los planes anticrisis lanzados en Estados Unidos, China y Europa ante el estallido de setiembre de 2008 han implicado un alto costo fiscal que hoy limita los grados de libertad para seguir aplicando políticas fiscales expansivas. Además, la reducción de las tasas de interés referenciales en Estados Unidos y Europa no deja mucho espacio para seguir jugando al expansionismo monetario. Queda poco margen de maniobra para la política fiscal y monetaria en estos países, y por eso en China ahora recrudece la inflación. Las tasas de interés referenciales bajas tienden a alentar precios altos en las materias primas. Sin embargo, estas podrían dar un viraje a la baja si China se desacelerara más rápido y la recesión europea se profundiza.

Aunque parezca paradójico, en este contexto, cada vez que hay una mala noticia, el dólar sube, así se trate de una mala noticia que atañe a Estados Unidos. Ello se debe a que al haber una mayor percepción de incertidumbre no existe otro activo más líquido que el dólar o los bonos del tesoro americano. Pero a largo plazo la tendencia del dólar es a decaer, a perder valor en el tiempo, dada la debilidad de sus fundamentos macroeconómicos y financieros.

Para que China no se desplome en medio del camino tortuoso que le queda por delante deberá pasar de un modelo sustentado en las exportaciones de manufacturas a un modelo basado en la demanda interna. No es un paso fácil porque al acelerar la demanda interna las presiones inflacionarias se manifiestan. No olvidemos que China es un país de 1340 millones de habitantes; frente a los griegos que son apenas 11 milloncitos; o sea, si pasa algo malo en China Dios nos coja confesados. Hay un problema de deuda de los gobiernos regionales y los gobiernos locales fuerte, también fallas en contabilidad encontradas en empresas chinas que han estado cotizando en Nueva York, problemas de contaminación ambiental severas. O sea, hay riesgos difíciles de manejar.

La inflación está subiendo en China y la distribución del ingreso es de las peores del mundo. El país que supuestamente era más honesto, más socialista, tiene una de las peores distribuciones económicas y tiene la mayor cantidad de ricos en el mundo, hay una desigualdad entre campesinos y trabajadores urbanos atroz.

Entonces, hay crisis para rato, señores. En Europa, en el mejor de los escenarios vamos a tener un estancamiento por unos cuatro o cinco años. En cambio, Asia muestra crecimiento elevado con muy buenos fundamentos económicos,

bajo nivel de deuda (nivel de 35%), balance en cuenta corriente muy positiva en relación con el producto bruto interno. América Latina está a mitad de tabla, con un crecimiento de 4,5% en 2011; inflación del 6,7%, parecida a la de Asia, pero crece menos y tiene un déficit fiscal también bajo.

Perú: qué es lo que hemos aprendido

Lo que hemos aprendido es la importancia de la resiliencia. La resiliencia es un término que se utiliza poco entre economistas, yo lo he robado a los psicólogos y especialistas en cambio climático, quienes hablan de la resiliencia en el sentido de capacidad para resistir los impactos adversos derivados del calentamiento global y mantener un equilibrio como ecosistema. Trasladando este concepto a la economía, podemos decir que resiliencia es la capacidad del sistema económico para resistir los impactos adversos externos y para seguir una senda de desarrollo sostenible; es decir, estamos hablando de un blindaje al que podemos denominar blindaje sistémico. Hay, por tanto, una resiliencia sistémica que vendría a ser la resultante de una resiliencia fiscal, una resiliencia financiera, una resiliencia externa, una resiliencia productiva y una resiliencia sociopolítica. O sea, este blindaje no solamente obedece a que se cuenta con reservas internacionales.

La resiliencia debiera medirse para saber cuán blindada está la economía peruana en un momento determinado. Para ser resiliente, el Perú debe aplicar una política económica anticíclica y preventiva. Una política monetaria anticíclica estará orientada a la mitigación de los choques externos. La política fiscal va tener un efecto de mitigación si es anticíclica y la política crediticia –que habría que distinguirla de la política monetaria fiscal– tiene que ver con la integridad de la cadena de pagos. Cuando estalla una crisis el primer problema que afrontan las autoridades, tanto el Ministerio de Economía como el Banco Central, es que a algún banco se le ocurra cortar el crédito a uno o varios sectores de la economía, por una sobrerreacción ante un choque externo, dada su falta de conocimiento del nivel de riesgo verdadero que afronta cada empresa dentro de ese sector o sectores; entonces, la autoridad tiene que preocuparse de evitar esto para que no se produzca una ruptura en la cadena de pagos.

Preguntas de los asistentes

Pregunta 1. ¿Cuál es el trasfondo de exigir tanto las políticas austeras en cuanto a gobierno de empleos y por qué no hay una reactivación económica por el lado del gasto?

Pregunta 2. Si podría explicarnos por qué, en el caso de Islandia, no sé siguió esta tendencia que era de recorte y los gastos, sino más se bien dejó que la misma dinámica del mercado dejara quebrar los bancos, por qué se optó por esas políticas y no se aplicó esto al resto de los países.

Jorge Chávez Álvarez:

Bueno, la política debe ser contracíclica, dijimos, pero me olvidé de decirles algo que es tan importante como esa afirmación: que la política contra-cíclica sirve poco cuando se ejecuta a destiempo, cuando ya es muy tarde, cuando ya las expectativas son totalmente negativas; o sea, cuando la credibilidad se ha debilitado, el costo de hacer una política expansiva o contra-cíclica es muy alto. Más es el déficit que genera que el impacto expansivo, porque nadie se lo cree entonces; todo se va a precios. En un modelo con expectativas racionales, la inflación del pasado no es la que prima, sino la que determina la credibilidad de tu política.

Moderador:

Bueno, me permite hacerle una pregunta, aprovechando su presencia, que es un ejemplo para todos nosotros. Yo quisiera preguntarle, ¿qué impactos ve en la actual arquitectura del sistema financiero internacional y qué impactos ve a nivel nacional?

Jorge Chávez Álvarez:

Yo creo que no va a haber reformas profundas, máximo lo que habrá es un acuerdo para que todos aporten para sacar a Grecia adelante. Se está tratando de que también aporten Brasil, México y Rusia. Pero no veo en la agenda, por ejemplo, la reforma monetaria mundial, porque el dólar evidentemente ya no es una moneda dura, dejó de serlo hace mucho tiempo. Hace seis meses, en el Congreso Americano, solicitaron al Presidente de la Reserva Federal que informara a cuánto ascendían los activos en oro del instituto emisor, y por mucho tiempo el Presidente de la Reserva Federal esquivó la pregunta y no respondía. Hasta que llegó el día en que el presidente Bernanqué tuvo que admitir que los activos en oro que figuraban dentro de las reservas internacionales de Estados Unidos, no eran oro, sino certificados de oro. En otras palabras, lo que tenían eran papeles sin respaldo en oro. Gracias...

Moderador:

Vamos a pedirle al Presidente del Centro de Estudiantes, el Sr. José Araujo, que haga entrega a nuestro expositor de un reconocimiento y luego tendremos las palabras finales del Dr. Alejandro Vera Vasallo para cerrar esta conferencia.

Sr. José Araujo

Muchas gracias Dr. Jorge Chávez Álvarez por su exposición, nos ha ilustrado de forma brillante de lo que ha ocurrido en la crisis, estamos muy agradecidos con usted. De parte de la Comunidad Estudiantil de la FIECS, que es la Facultad de Ingeniería Económica y Ciencias Sociales, vamos a hacerle entrega de unos presentes.

Este es un disco de la UNI, hecho aquí en la UNI en la Facultad de Química, un kit de la Universidad, también tenemos un objeto representativo y un Diploma de agradecimiento por su participación en este evento, estamos muy agradecidos con usted por haberse dado el tiempo de ampliar nuestra formación académica, muchas gracias. Le doy la palabra al profesor Alejandro Vera Vasallo, quien va concluir y agradecer por las actividades académicas.

Dr. Alejandro Vera Vasallo

Bueno, en primer lugar hago mención del encargo especial que he recibido del señor Rector y del señor Decano de agradecer encarecidamente la generosidad del Dr. Jorge Chávez Álvarez, ex Presidente del Banco Central de Reserva, quien es un ejemplo para todos, dado que es un hombre comprometido con el desarrollo del país, comprometido al punto de no solamente haber incursionado en la política, sino además de haber puesto el desarrollo empresarial en ejemplos concretos de su vida como consultor y presidente de Maximixe. Yo creo que estamos profundamente agradecidos todos, yo particularmente porque soy su amigo de hace mucho tiempo y además directo admirador, porque he aprendido de él una serie de consejos y de sugerencias sobre la manera en que podemos incentivar las investigaciones en esta aproximación entre los estudiantes y el IECOS, de modo que se establezca una relación permanente entre alumnos, el Centro de Estudiantes de Ingeniería Económica y Estadística y el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales. Nosotros creemos libremente, y creo que Jorge comparte esta idea, de que un centro académico que no hace investigación no es Universidad; y también creemos libremente —y eres un hombre que también ha ejercido no solamente como conferencista, sino también como maestro— que la Universidad tiene la misión de formar las nuevas camadas de dirigentes sociales del Perú, y la Universidad es lo que la civilización occidental y judeo cristiana inventó en la Edad Media, para reponer, reemplazar, renovar las entes dirigentes de un país, y con Jorge hemos conversado varias cosas, que sería muy largo de mencionar en estas palabras finales que más bien deben poner énfasis en el agradecimiento y la coordinación permanente con Jorge, así como el anuncio oportuno de algunas cosas que tenemos pensadas para mejorar la formación de los estudiantes de la FIECS.

Muchas gracias Jorge, nuevamente te felicito por tu excelente disertación, que será publicada en el número 12 de la Revista IECOS, la cual te haremos llegar;

menciono además el compromiso que tenemos con el Centro de Estudiantes de distribuir 500 ejemplares entre los alumnos de la Facultad. Muchísimas gracias a todos y gracias una vez más a Jorge Chávez Álvarez.

* **Jorge Chávez Alvarez.** Economista por la Universidad de Lima con Diploma de Postgrado en Economía y candidato al Ph.D. con mención en Economía por la University of Oxford. Estudios de Maestría en Política Económica y Planeamiento por el Institute of Social Studies (ISS) de La Haya. Ha cursado postgrados en la Universidad de los Andes (Colombia) / ISS (Holanda), en el ILPES / CEPAL (Chile), en el Institute of Development Economics, en el Banco Mundial (USA), en la Academia Diplomática y en la UNMSM (Perú), en el Department of Labour (USA), y en ENCORE (Economic Network for Competition and Regulation) / University of Amstersdam (Holanda). Ha sido presidente del BCRP, Gobernador del Perú ante el FMI, el BID y el FLAR (1990-92). Tuvo a su cargo el diseño del Programa de Estabilización Económica y Reforma Estructural del Perú, lanzado el 6 de agosto de 1990. Fue jefe del equipo negociador del Perú ante el FMI, Banco Mundial, BID y el Club de París, a cargo del proceso de reinserción del Perú a la comunidad financiera internacional. Lideró el Comité de Reforma del Sistema Financiero.