

## Introducción

Desde que en agosto de 2007 estalló la crisis de las hipotecas *subprime*, la posibilidad de una recesión en los Estados Unidos fue tornándose cada vez más evidente. A medida que las turbulencias pasaban del sector inmobiliario a los mercados de crédito, financiero y de capitales, y las dificultades se ampliaban hacia Europa y Japón, el Fondo Monetario Internacional (FMI) fue reduciendo consistentemente sus proyecciones sobre el crecimiento americano, para proyectar en el último *World Economic Outlook* “que efectivamente habrá una recesión – es decir dos o más trimestres con crecimiento negativo- en Estados Unidos durante 2008 y que en algún momento de 2009 comenzará una recuperación modesta”.<sup>1</sup>

¿Cuán severa será la recesión americana? ¿Cuándo tocará fondo? ¿Cuánto durará? ¿Se agravará la desaceleración económica en Europa y Japón? ¿Seguirán resistiendo y creciendo rápido las economías emergentes? O por el contrario, ¿seguirán el contagio que ya hemos visto en los otros países desarrollados? ¿Habrá una recesión mundial? ¿Cuáles serán los efectos sobre el Perú? En el presente artículo intentaremos avizorar algunos escenarios posibles sobre la evolución de estas variables, comparando el caso actual en los Estados Unidos con las siete recesiones previas en dicho país, desde el año 1960. La primera sección presenta las dos definiciones más usadas sobre el concepto de recesión y sus antecedentes en la historia americana; la segunda rastrea brevemente los orígenes de las dificultades actuales; la tercera compara los hechos estilizados de las siete recesiones previas



Foto Flickr.com

¿Cuán severa será la recesión americana? ¿Cuándo tocará fondo? ¿Cuánto durará?

con la coyuntura actual; y la cuarta especula sobre escenarios probables y sus efectos sobre el Perú.

## Definiciones y antecedentes en los EE UU

La evidencia empírica nos muestra que los ciclos económicos son parte intrínseca del desarrollo de las economías capitalistas. La fuerza que comanda el ciclo de los negocios es la inversión, mientras que el consumo muestra un comportamiento mucho más estable. Siguiendo al *National Bureau of Economic Research* (NBER), una recesión “es una declinación significativa en la actividad económica que afecta al conjunto de la economía, dura más que unos pocos meses y es visible normalmente en el PBI real, el ingreso real, el empleo, la producción industrial, y las ventas mayoristas y al por menor”.<sup>2</sup> Cabe subrayar que esta definición es más amplia que aquella de “dos trimestres consecutivos de caída en el PBI real” usada por muchos analistas y por el propio FMI. Según el NBER los puntos de quiebre que definen el ciclo son la cima y el fondo. El período que va de la cima al fondo es una recesión, y el que transcurre del fondo a la cima es una expansión. Así, para el NBER, la recesión es la parte del ciclo con una tasa de crecimiento en declinación, que llega usualmente a ser negativa conforme la recesión se aproxima al fondo. El NBER ha establecido la cronología de los ciclos económicos de los Estados Unidos conforme a lo especificado en el cuadro 1.

\* Economistas CIES, opinión personal.

1/ FMI: Perspectivas de la economía mundial, abril 2008. En la actualización del *World Economic Outlook* de julio 2008, el FMI revisa las proyecciones del crecimiento estadounidense y mundial hacia arriba, en 0.8 y 0.4 puntos porcentuales respectivamente. Sin embargo, la actualización continúa con la predicción de una contracción moderada en el segundo semestre en los Estados Unidos y una desaceleración en Europa y Japón. El Marco Macroeconómico Multianual 2009 – 2011 del gobierno peruano, aprobado en mayo de 2008, estima también que la probabilidad de recesión de la economía estadounidense se ha venido incrementando, hasta situarse en 35% para los próximos 3 meses y 45% para los próximos 6 meses.

2/ Ver The NBER's Business-Cycle Dating Procedure (October 21, 2003) en [www.nber.org](http://www.nber.org).

## Cuadro 1

### Ciclos económicos en la economía americana 1857 – 2001

CICLO ECONÓMICO		DURACIÓN EN MESES			
FECHAS REFERENCIALES		Contracción	Expansión	Ciclo	
Cima	Fondo			De la cima al fondo	De este fondo al previo
Trimestre de referencia entre paréntesis					
	Diciembre 1854 (IV)	--	--	--	--
Junio 1857(II)	Diciembre 1858 (IV)	18	30	48	--
Octubre 1860(III)	Junio 1861 (III)	8	22	30	40
Abril 1865(I)	Diciembre 1867 (I)	32	46	78	54
Junio 1869(II)	Diciembre 1870 (IV)	18	18	36	50
Octubre 1873(III)	Marzo 1879 (I)	65	34	99	52
Marzo 1882(I)	Mayo 1885 (II)	38	36	74	101
Marzo 1887(II)	Abril 1888 (I)	13	22	35	60
Julio 1890(III)	Mayo 1891 (II)	10	27	37	40
Enero 1893(I)	Junio 1894 (II)	17	20	37	30
Diciembre 1895(IV)	Junio 1897 (II)	18	18	36	35
Junio 1899(III)	Diciembre 1900 (IV)	18	24	42	42
Septiembre 1902(IV)	Agosto 1904 (III)	23	21	44	39
Mayo 1907(II)	Junio 1908 (II)	13	33	46	56
Enero 1910(I)	Enero 1912 (IV)	24	19	43	32
Enero 1913(I)	Diciembre 1914 (IV)	23	12	35	36
Agosto 1918(III)	Marzo 1919 (I)	7	44	51	67
Enero 1920(I)	Julio 1921 (III)	18	10	28	17
Mayo 1923(II)	Julio 1924 (III)	14	22	36	40
Octubre 1926(III)	Noviembre 1927 (IV)	13	27	40	41
Agosto 1929(III)	Marzo 1933 (I)	43	21	64	34
Mayo 1937(II)	Junio 1938 (II)	13	50	63	93
Febrero 1945(I)	Octubre 1945 (IV)	8	80	88	93
Noviembre 1948(IV)	Octubre 1949 (IV)	11	37	48	45
Julio 1953(II)	Mayo 1954 (II)	10	45	55	56
Agosto 1957(III)	Abril 1958 (II)	8	39	47	49
Abril 1960(II)	Febrero 1961 (I)	10	24	34	32
Diciembre 1969(IV)	Noviembre 1970 (IV)	11	106	117	116
Noviembre 1973(IV)	Marzo 1975 (I)	16	36	52	47
Enero 1980(I)	Julio 1980 (III)	6	58	64	74
Julio 1981(III)	Noviembre 1982 (IV)	16	12	28	18
Julio 1990(III)	Marzo 1991(I)	8	92	100	108
Marzo 2001(I)	Noviembre 2001 (IV)	8	120	128	128
Promedio, todos los ciclos:					
1854-2001 (32 ciclos)		17	38	55	56*
1854-1919 (16 ciclos)		22	27	48	49**
1919-1945 (6 ciclos)		18	35	53	53
1945-2001 (10 ciclos)		10	57	67	67

\* 31 ciclos

\*\* 15 ciclos

Fuente: NBER (<http://www.nber.org/cycles.html>)

La recesión más prolongada ocurrió en 1873, luego de un extenso período de liberalización y auge de la economía mundial, al desatarse un pánico financiero en Viena y Nueva York. Probablemente se trató de la recesión más severa ocurrida hasta ese entonces, y el declive se generalizó hacia la mayoría de los países desarrollados, originando un largo período deflacionario que duró hasta mediados de la década de 1890. En el caso de los Estados Unidos esta recesión duró 65 meses.

En el siglo XX el record lo tiene la *Gran Depresión* de 1929, cuyo símbolo es el *crac* de la Bolsa de Valores de Nueva York en octubre de dicho año. La recesión tuvo una duración de 43 meses. Entre 1929 y 1933 el PBI real cayó 26.5% y la inversión privada lo hizo en 81.4%. Los efectos sociales fueron enormes y uno de cada cuatro trabajadores cayó en el desempleo. Así, la Gran Depresión favoreció el triunfo del candidato demócrata Franklin D. Roosevelt frente al republicano Herbert Hoover en 1932, sobre la base de una campaña basada en el *New Deal*, es decir en una mayor intervención del Estado en la economía. Asimismo la Gran Depresión generó el ambiente intelectual propicio para la revolución keynesiana a partir de la publicación de la *Teoría General* en 1936. El *laissez faire* cedió su lugar a la utilización extensa de políticas anticíclicas y desde entonces la volatilidad de la actividad económica en los Estados Unidos, y en los otros países desarrollados, se redujo sustancialmente.

En efecto, el cuadro 1 muestra que la duración de las recesiones ha tendido a caer desde un promedio de 22 meses, vigente hasta la primera guerra mundial, a solo 10 meses luego de la segunda guerra. De los 32 ciclos documentados por la NBER, nos quedaremos en lo sucesivo con las siete recesiones ocurridas en los Estados Unidos desde 1960 para usarlas como marco de referencia. Pero veamos primero brevemente los orígenes de la crisis americana actual.

## **Orígenes y situación de la recesión actual**

Luego del estallido de la burbuja bursátil vinculada a la Internet (las acciones de empresas puntocom) y la recesión de 2001, los Estados Unidos experimentaron un período de alto crecimiento hasta el año 2006 impulsado por reducciones de impuestos, recortes de las tasas de interés, un boom del consumo y un dinamismo excepcional de las economías en desarrollo, bajo el impulso de los milagros económicos de India y sobre todo de China. Cabe subrayar que el crecimiento anual de los países en desarrollo pasó



El dinamismo americano 2002 - 2006 se basó cada vez más en un exceso de gasto doméstico (absorción) financiado con cargo al endeudamiento de los diversos agentes.

de 2.9% en los ochenta, a 3.8% en los noventa y a 5.3% durante 2000 - 2005.

El dinamismo americano 2002 - 2006 se basó cada vez más en un exceso de gasto doméstico (absorción) financiado con cargo al endeudamiento de los diversos agentes. El reverso de la moneda fueron desequilibrios crecientes en las cuentas fiscales, familiares y externas. El resultado fiscal del gobierno federal pasó de un superávit de 2.4% del PBI en 2001 a un déficit de 2.6% del PBI en 2006, como resultado de las exoneraciones tributarias de la administración Bush, y de los mayores gastos por la guerra de Irak. Sumándose al desequilibrio fiscal, la tasa de ahorro de las familias se tornó negativa, por el auge del consumo privado. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos llegó a una cifra record, 6.2% del PBI, en 2006.

El aspecto más vulnerable de esta expansión fue el crecimiento insostenible del consumo de los hogares americanos, más allá de su ingreso, sobre la base de un creciente endeudamiento, asociado a una burbuja inmobiliaria. En efecto, los precios de las viviendas subieron 42% entre inicios de 2002 y fines de 2006. El auge, año tras año, de los precios inmobiliarios favoreció el otorgamiento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) hacia familias de menores ingresos o reducido historial crediticio en un mercado poco regulado.

El saldo de créditos hipotecarios pasó de US\$ 7,494 miles de millones en 2001 a US\$ 13,482 miles de millones en 2006. La participación de las hipotecas subprime en el total se incrementó de 5% a más de 20% entre ambos años. Además buena parte de las hipotecas se otorgaban con un esquema mixto donde los primeros dos o tres años se cobraba una tasa fija, generalmente baja, y los 28 o 27 años restantes una

tasa variable. Esta gran expansión hipotecaria se apoyó, entre otras cosas, sobre la conversión de este tipo de créditos en diversos instrumentos financieros (titulización), sin demasiada supervisión, ni una adecuada evaluación del riesgo. Estos derivados fueron luego vendidos a través del sistema financiero americano y mundial, generando recursos que a su vez inflaban la burbuja inmobiliaria. Las entidades financieras refinanciaban e incrementaban las hipotecas de las familias con expectativas de precios inmobiliarios crecientes, lo que no era sostenible.

La bomba de tiempo detonó en agosto de 2007 luego de que la reversión de la burbuja inmobiliaria generase un gran incremento de la morosidad hipotecaria *subprime*, que pasó de alrededor de 6% en 2006 a niveles superiores al 15% en el tercer trimestre de 2007. A su vez, este fenómeno desencadenó un ciclo de desconfianza, castigos cuantiosos en los balances de grandes bancos o entidades financieras, y endurecimiento del crédito, ciclo que aún no termina.<sup>3</sup>

La inversión residencial cayó 17% y las ventas de nuevas viviendas en 56% en 2007. El PBI de los Estados Unidos creció 2.0% en el año, 0.8 puntos porcentuales menos que en 2006. En realidad, la economía fue desacelerándose a lo largo del año, y en el cuarto trimestre el crecimiento fue negativo (-0.2%). Esto a pesar del comportamiento dinámico de las exportaciones que subieron 6.5% en dicho trimestre, debido a la devaluación del dólar y el ritmo todavía alto del crecimiento mundial. En el primer trimestre de 2008 el PBI de los Estados Unidos creció 0.6% anual y la inversión residencial bajó a un ritmo de 27% anual. De no ser por el dinamismo de las exportaciones en este primer trimestre (5.5%), el producto probablemente hubiese decrecido, y no se descarta que futuras revisiones de las cifras arrojen un resultado negativo.

La reacción de la Reserva Federal fue rápida y redujo en 7 oportunidades la tasa de interés de referencia, llevándola de 5.25% en agosto de 2007 a 2.0% en abril 2008. Asimismo, la Reserva Federal, en coordinación con bancos centrales europeos, proveyó liquidez extraordinaria al sistema financiero mundial para evitar una eventual ola de quiebras y una contracción del crédito. Sin embargo, las tasas activas de largo plazo han bajado mucho menos y la confianza se ha deteriorado, llevando a un endurecimiento de las condiciones y una restricción del crédito. El colapso de Bear Sterns en marzo 2008 incrementó la desconfianza entre las instituciones financieras. Por su parte, el Tesoro de los Estados Unidos promovió un paquete de estímulo fiscal que fue aprobado por el Congreso por un monto de US\$ 168 mil millones.<sup>4</sup>

El descenso de la tasa de interés y los estímulos fiscales promovidos por la Reserva Federal y el Tesoro han mitigado la caída de la inversión y el consumo, pero no lo suficiente como para evitar la recesión: el efecto de las crisis inmobiliaria y bursátil sobre la riqueza privada, y las pérdidas en el sistema financiero, parecen ser demasiado grandes. Además las tasas de interés de largo plazo no han bajado en línea con las de corto plazo, y persiste un problema de restricción del crédito.

Sin embargo, el FMI elevó sus proyecciones de crecimiento para la economía americana en 2008 de 0.5% a 1.3% entre su informe *World Economic Outlook* (WEO) de abril y la actualización del WEO de julio, es decir se movió hacia una proyección menos pesimista: desde una previsión de recesión hacia una de contracción moderada. Este análisis depende mucho de una proyección de crecimiento alto de las economías emergentes, y una restricción del crédito que no deviene en una contracción más generalizada del mismo.

El hecho es que la recesión ya comenzó para quienes más la padecen. En junio hubo 62 mil despidos en los Estados Unidos y se cumplieron seis meses consecutivos de pérdidas de empleo. Adicionalmente el precio del petróleo se encuentra actualmente por encima de los \$120 por barril, el trigo ha subido en más de 60% en relación con su cotización a finales de 2006, el aceite de soya dobla su cotización de finales de 2006, el valor del S&P500 cayó en más de 20% con respecto a su valor en mayo de 2007 y el precio de las viviendas ha venido bajando a partir del tercer trimestre del mismo año. Con desempleo al alza, viviendas que continúan desvalorizándose, caídas de los índices bursátiles, endurecimiento del crédito y subidas de los combustibles y los alimentos, el efecto sobre el consumo agregado es significativamente negativo. El índice de confianza del consumidor (Sentimiento del Consumidor de la Universidad de Michigan) ha caído a 56.4 puntos en junio del 2008, su peor nivel desde inicios de los años ochenta. Por ende, no sorprende que el consumo de bienes durables haya bajado 6.1% anual en el primer trimestre de 2008.

Así, todo sugiere que la recesión se profundizará en los meses que vienen, y las dudas se refieren más

3/ Para un análisis mas detallado del proceso véase *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI abril 2008 y *Economic Report of the President* (Transmitted to the Congress, February 2008). Asimismo véase el discurso del profesor Joseph Stiglitz del 18/12/2007 en *Economía y Sociedad* 67.

4/ Ver World Bank, *Prospects for the Global Economy*, June 10, 2008 en [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)





En comparación con los hechos estilizados de las últimas siete recesiones vemos en el caso de hoy en día una burbuja inmobiliaria mucho mayor.

a su gravedad que a su ocurrencia. En realidad la incertidumbre es muy elevada y hay una variedad de escenarios posibles. Además, dependiendo de su duración e intensidad, los efectos serán más o menos severos sobre el resto del mundo y en particular sobre América Latina y el Perú. Según el profesor Joseph Stiglitz, la intensidad y duración de la recesión de los EE UU dependerá fundamentalmente de la forma en

que las familias americanas pasen de una situación de ahorro nulo o negativo, es decir del consumo insostenible basado en la burbuja inmobiliaria, hacia tasas de ahorro positivas del orden de 3 ó 4%.

### Comparaciones con las crisis previas

Para examinar dónde estamos y avizorar algunos de los escenarios posibles resulta útil realizar una comparación con las siete recesiones que han ocurrido en dicho país desde 1960. En el cuadro 2 reproducimos las fases de expansión y contracción entre 1958 y 2001 según el NBER, y hemos agregado la expansión iniciada en 2002 a la que le hemos puesto, tentativamente, un fin en el tercer trimestre de 2007. Asimismo hemos calculado las dos últimas columnas con los crecimientos promedio y acumulado de cada fase.

El cuadro 2 muestra que las expansiones duraron en promedio cinco años y medio y las recesiones poco menos de un año. Durante las expansiones el producto creció a una tasa anual de 4.3% y en la recesión media la tasa anual fue de menos 1.7 puntos porcentuales. La peor de estas recesiones fue la que vino luego de la primera crisis del petróleo, con una recesión que duró 16 meses (noviembre 1973 a marzo 1975) y supuso un declive de 3.3% en el producto americano. En segundo y tercer lugar vienen las recesiones de 1982 (larga y no tan aguda) y 1980

## Cuadro 1

Ciclos de la economía de los EE UU (1958 – 2007)

Expansión	Contracción(*)	Crecimiento promedio (Var.% real)	Duración (meses)	Crecimiento acumulado (%)
1958 III - 1960 II	1960 III - 1961 I	5.66	24	11.65
1961 II - 1969 IV	1970 I - 1970 IV	-0.75	10	-0.63
1971 I - 1973 IV	1974 I - 1975 I	4.83	106	51.70
1975 II - 1980 I	1980 II - 1980 III	-0.16	11	-0.15
1980 IV - 1981 III	1981 IV - 1982 IV	5.18	36	16.35
1983 I - 1990 III	1990 IV - 1991 I	-2.48	16	-3.30
1991 II - 2001 I	2001 II - 2001 IV	4.27	58	22.40
2002 I - 2007 III		-4.32	6	-2.18
		4.35	12	4.35
		-2.09	16	-2.78
		4.18	92	36.92
		-2.50	8	-1.67
		3.44	120	40.28
		0.46	8	0.30
		2.87	70	19.63

(\*) Crecimiento anualizado promedio en los trimestres.

Fuentes: NBER y BEA

(corta y más aguda), separadas por la reactivación de 1981, según la cronología del NBER. Otros analistas toman todo el período como una sola recesión con un PBI que evoluciona en forma de letra W. Si esta fuera el caso, se trataría de la recesión más severa de la post guerra. Cabe resaltar que esta crisis se produjo luego de la segunda crisis del petróleo desatada en 1979.

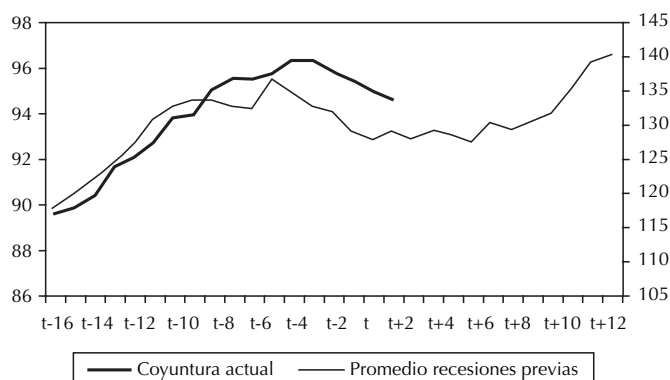
Procedamos ahora a una comparación entre la contracción americana actual y el promedio de las últimas siete recesiones de los Estados Unidos, en términos de la evolución de algunas variables fundamentales.<sup>5</sup> En cada uno de los gráficos 1 a 7 dibujamos la curva de la coyuntura actual, y una curva de referencia que es el promedio de las últimas siete recesiones de la economía estadounidense. La curva de referencia va desde 16 trimestres antes del período recesivo (período t) hasta 12 trimestres después, mientras que la curva de la coyuntura actual se interrumpe en el período t, que en este caso es el cuarto trimestre de 2007.<sup>6</sup> Para la curva de referencia, el punto t es un promedio de los trimestres de recesión con un rango entre dos y cinco, y una media de 3.75 trimestres. Salvo mención en contrario los datos proceden del *Bureau of Economic Analysis*.

En el gráfico 1 presentamos el índice de precios de las viviendas de OFHEO<sup>7</sup> deflactado por el IPC. Vemos que la tendencia 2002-2006 a la apreciación de las viviendas sigue el patrón de los auges previos. Sin embargo, en el caso actual la burbuja inmobiliaria fue mucho más fuerte con una apreciación real de 17% en los cuatro años previos a la crisis, versus solo 4% para la curva de referencia. Otro hecho interesante es que en la curva de referencia el valor real de las viviendas sigue cayendo luego del período t, que en el gráfico es un punto pero en la realidad representa casi cuatro trimestres, y tarda unos 2.5 años adicionales en recuperarse.

El gráfico 2 muestra el índice Standard & Poor 500 deflactado por el IPC. En la curva de referencia, medida contra el eje vertical derecho, el pico de las acciones se logró en t - 5, mientras en el caso actual el pico se obtuvo en t - 1. Si uno toma el trimestre del pico bursátil no hay mucha diferencia en la apreciación bursátil real: 22.2% en la situación actual versus 24.8% en el pasado. La diferencia es que en la coyuntura presente el declive de las acciones empezó más tarde. Con una proyección pasiva para la escena actual, aún se tendrían seis trimestres de baja real por recorrer, aunque sabemos que las bolsas son *forward looking* y tienden a descontar eventuales pérdidas futuras. La pregunta es entonces si *Wall Street* está acertada o subestima los riesgos.

## Gráfico 1

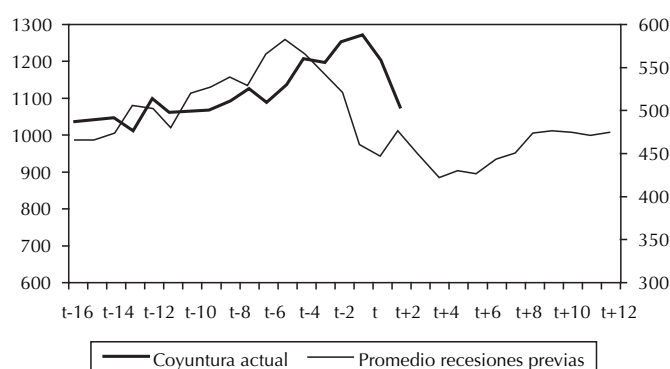
Índice de precios reales de las casas



Fuente: Office of Federal Housing Enterprise Oversight

## Gráfico 2

Precios reales de las acciones (SP 500)



Fuente: Yahoo Finance

El gráfico 3, que se encuentra en la página siguiente, muestra la balanza en cuenta corriente como porcentaje del PBI. Lo que resalta es la diferencia de escala, donde el orden de magnitud de los déficit de los últimos años es mucho más alto. Por ejemplo el promedio

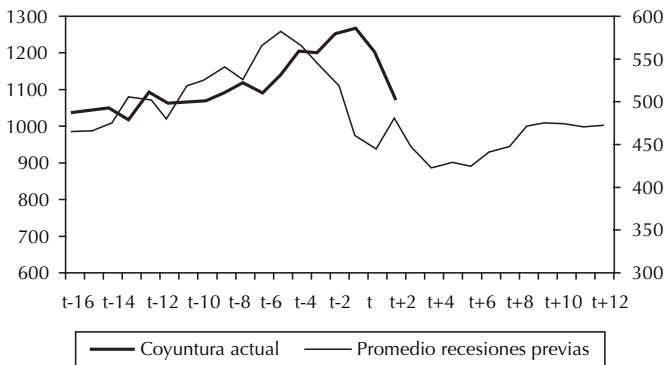
5/ Para un análisis gráfico que usa como marco de referencia las crisis financieras de los países industrializados véase "Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison" de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, NBER February 2008.

6/ Más precisamente va hasta t + 1, es decir el primer trimestre de 2008.

7/ Las siglas se refieren a la *Office of Federal Housing Enterprise Oversight*. Los datos están disponibles solo a partir de 1975, por lo que la curva de referencia del gráfico es una media de solo las 4 últimas recesiones previas a la actual.

### Gráfico 3

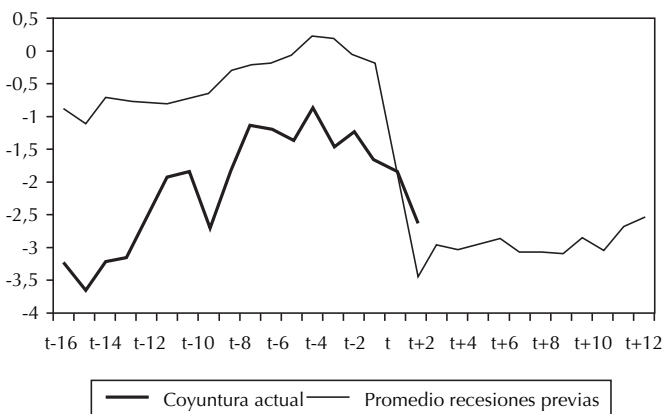
Balanza en cuenta corriente como % del PBI



Fuente: Bureau of Economic Analysis

### Gráfico 4

Déficit fiscal como % del PBI



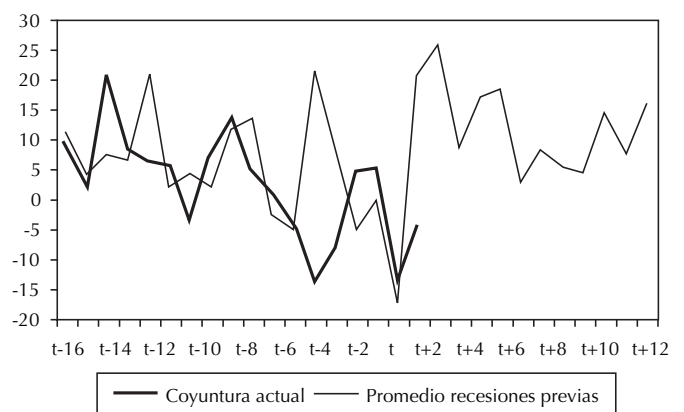
Fuente: Bureau of Economic Analysis

simple del déficit en cuenta corriente durante las siete últimas recesiones fue 0.5% del PBI, mientras que ahora la cifra es unas diez veces mayor. Otro hecho interesante es que la curva de referencia muestra que la reactivación tendía en el pasado a agravar el déficit, lo que en el caso actual no sería sostenible, dado el gran desequilibrio vigente hoy en el punto de partida. Para evitar un escenario de deterioro ulterior tendría que existir una reactivación basada en las exportaciones, quizás con una depreciación del dólar.

En el gráfico 4 se reproduce el déficit fiscal y se observa que el nivel del déficit en los años previos a la recesión ha sido ahora bastante mayor que antes, pero que durante la recesión misma ambas curvas se aproximan, dado que se acrecienta el uso intencional o automático del déficit como instrumento anticíclico.

### Gráfico 5

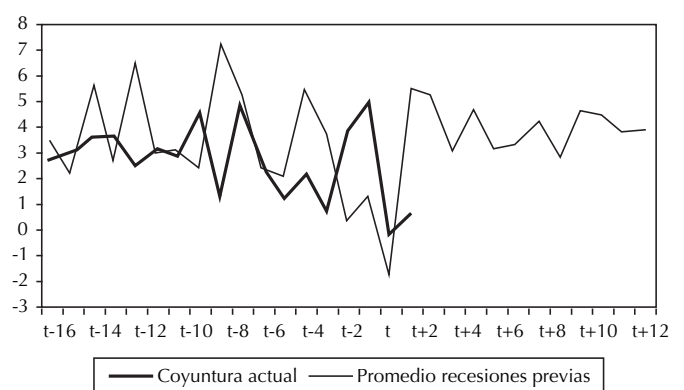
Variación % de la inversión privada



Fuente: Bureau of Economic Analysis

### Gráfico 6

Variación % del PBI



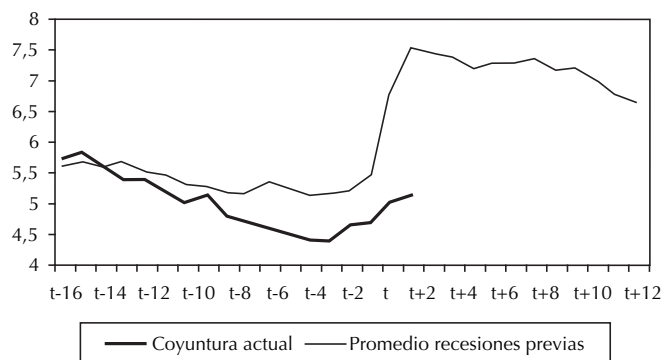
Fuente: Bureau of Economic Analysis

Los gráficos 5 y 6 muestran las series de variación real de la inversión privada y del PIB, donde vemos la volatilidad mucho más alta de la inversión, si tomamos en cuenta la diferencia de escala de ambos gráficos. Para efectos del presente análisis lo que interesa destacar es que la inversión cae en ritmos similares entre la curva actual y la de referencia, pero el PIB cae más en la curva de referencia, lo que podría interpretarse como que hoy en día todavía estamos en la fase inicial de la recesión.

La misma interpretación podríamos darle a la curva del desempleo en el gráfico 7, donde si comparamos la situación actual con el promedio de las recesiones previas, cabría esperar una subida significativa en los próximos trimestres.

## Gráfico 7

Tasa de desempleo (%)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

En resumen, si examinamos la incubación de la recesión actual de los Estados Unidos en comparación con los hechos estilizados de las últimas siete recesiones vemos en el caso de hoy en día una burbuja inmobiliaria mucho mayor, una apreciación bursátil más o menos similar, aunque con un *timing* diferente, unos déficit en cuenta corriente relativos al producto unas seis veces mayores, déficit fiscales mayores al inicio pero que tienden a converger, un comportamiento de la inversión privada más o menos similar y un rezago en los efectos negativos sobre el producto y el empleo, lo que podría indicar que estamos en el inicio del proceso recesivo. Con respecto a esto último, conviene terminar esta sección con una nota de cautela relativa a las curvas de los hechos estilizados. El pasado puede servir para el análisis como marco de referencia, pero ninguna crisis es igual a la anterior, el presente encierra sorpresas y el futuro es incierto.

### Escenarios y efectos probables sobre el Perú

Precisamente una de las características más saltantes de la situación a mediados de 2008 es la incertidumbre sobre las perspectivas para el futuro cercano. En el seno de los entes más destacados de análisis económico, como la Reserva Federal, el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca, el FMI o el Banco Mundial, existen divergencias significativas en el pronóstico de corto plazo. Los premios Nobel de Economía tampoco están de acuerdo, y se tiene desde análisis que señalan que no hay todavía evidencia dura de una recesión, como el profesor Edward Prescott, hasta visiones más pesimistas, que auguran que lo peor está por venir y que la recuperación será

lenta, como el profesor Joseph Stiglitz. En general, la discusión sobre el futuro inmediato de la actividad económica en los Estados Unidos oscila entre una contracción moderada con una recuperación rápida en 2009 (una evolución tipo letra V), y una recesión más severa que iría hasta bien adentrado el año 2009 (un comportamiento tipo letra L girada a la izquierda en 90 grados).

El efecto de las recesiones estadounidenses sobre el resto del mundo depende de muchos factores, incluyendo la propia política fiscal y monetaria. Con respecto a esta última, recordemos por ejemplo cómo la Reserva Federal elevó la tasa de interés para combatir las presiones inflacionarias a inicios de los ochenta, lo que contribuyó a desencadenar la moratoria mexicana de 1982, la crisis de la deuda y la década perdida en Latinoamérica. Recordemos también lo opuesto, que los sucesos mundiales pueden complicar la situación estadounidense, como fue el caso con las crisis del petróleo de 1973 y 1979, que agravaron las coyunturas de los Estados Unidos en los años inmediatamente posteriores.

En general, los factores más relevantes para evaluar los efectos de una recesión americana sobre nuestro país son los cambios que ella induce en la demanda por nuestras exportaciones; los flujos financieros y de capital (inversión, deuda, capital de corto plazo y remesas de emigrantes) y – sobre todo- la cotización de nuestros productos primarios de exportación. Esto último es particularmente importante hoy en día puesto que la disparada de los precios de los *commodities* desde 2003 ha sido el principal



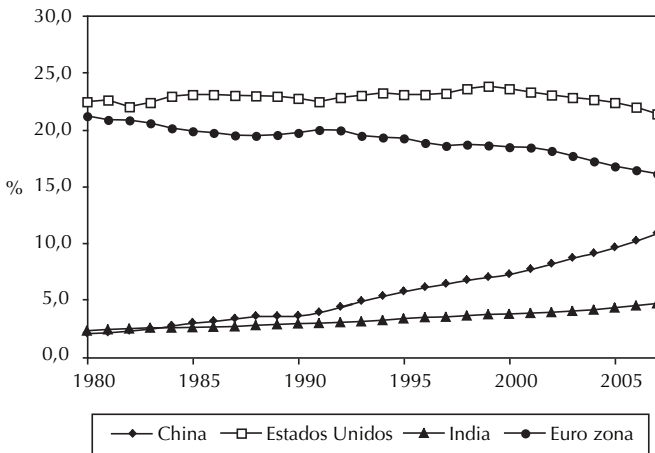
Foto CIES

El pasado puede servir para el análisis como marco de referencia, pero ninguna crisis es igual a la anterior, el presente encierra sorpresas y el futuro es incierto.



## Gráfico 8

Participación en la economía mundial a tipos de cambio de PPC(%)



Fuente: FMI

determinante del auge de la economía peruana.<sup>8</sup> De hecho, entre el 2003 y 2007, el índice de precios de exportaciones ha crecido en 140%, los ingresos tributarios se han más que duplicado, entre otras cosas por el auge del impuesto a la renta de las empresas mineras, que superó los 10 mil millones de nuevos soles. En un contexto de estabilidad de las políticas macro, el *boom* primario exportador se fue generalizando al resto de la economía peruana, impulsando una aceleración de la inversión y el crecimiento. Así, la inversión total pasó de crecer a una tasa de 4.7% en 2003 a otra de 24.9% en 2007. En este último año, el incremento de la inversión extranjera directa batió un record (54%).

La historia nos enseña que la volatilidad de las cotizaciones de las materias primas es muy grande, pues su oferta de corto plazo es inelástica. Por ello, las variaciones en la demanda de los países desarrollados, como resultado del ciclo económico, solían generar en el pasado grandes oscilaciones en los precios. Sin embargo, uno de los principales cambios en la estructura de la economía y el comercio mundial en el siglo XXI ha sido el ascenso de las economías emergentes. En el año 2007, a tipos de cambio de paridad de poder de compra, China es la segunda economía del mundo, ya que su participación ha venido en aumento, en desmedro de la de los Estados Unidos y la zona del Euro, conforme se aprecia en el gráfico 8.

8/ Y en realidad de todos los países latinoamericanos, más allá de su régimen de política económica o ideología.

## Cuadro 3

Comercio mundial de bienes en 2006 (millones de US\$)

	Países desarrollados	Países en desarrollo y de reciente industrialización	Total
Países desarrollados	5,215,231	1,971,256	7,186,487
Países en desarrollo y de reciente industrialización	2,735,440	1,861,375	4,596,815
Total	7,950,671	3,832,631	11,783,302

Fuente: OMC.

En el cuadro 3 vemos que los países en desarrollo o de industrialización reciente representan 39% del comercio mundial de bienes en el año 2006. Además 60% de sus exportaciones se destinan al mismo grupo, mientras que solo 40% se dirigen hacia las naciones desarrolladas. En cuanto a la demanda de materias primas, China sigue impulsando el consumo de petróleo y se proyecta para el 2008 que su consumo aumente en 5.6%. Por otro lado, según el *World Economic Outlook* de abril de 2008, China explica 90% de la variación del consumo de los cuatro principales metales durante el periodo 2005-07. En otros términos el peso de los Estados Unidos en el producto y comercio mundiales ha venido decayendo, y por ende también el efecto de su ciclo económico sobre el precio de los *commodities*.

Sin embargo, lo anterior no implica avalar las teorías del desacople. El efecto de la recesión americana



El efecto de las recesiones estadounidenses sobre el resto del mundo depende de muchos factores, incluyendo la propia política fiscal y monetaria.

sobre el precio de las materias primas puede ser ahora menor que en el pasado, pero eso no significa que haya dejado de existir. Usando tipos de cambio de mercado, los EE UU todavía representan 26% del producto mundial y la transmisión hacia menores precios de las materias primas puede darse en rondas sucesivas conforme los efectos del descenso de la demanda americana vayan irradiándose desde la cima hacia la base de la pirámide del comercio mundial. En otras palabras hay una serie de rezagos que se debe tomar en consideración.

En la actualidad el Perú cuenta con indicadores macroeconómicos favorables.<sup>9</sup> Sin embargo, las vulnerabilidades de una economía pequeña y abierta como la peruana son difíciles de eliminar. El principal problema podría provenir del sector externo. Como se puede ver en el gráfico 9, los precios reales de nuestros principales productos de exportación<sup>10</sup> han crecido explosivamente durante el auge 2003-2007, mucho más que durante la subida 1994-1997, en gran parte por el mencionado fenómeno de China. Sin embargo, al igual que diez años atrás podríamos estar al borde de un cambio de tendencia. Si la recesión americana y el enfriamiento de la economía global se agudizan, las cotizaciones de nuestros principales productos de exportación estarían hoy en día ad portas de un punto de reversión. De hecho el precio de zinc cayó 26% en 2007, lo que nos podría indicar una probable reversión de los precios de los metales en un plazo no muy largo.

Conforme se aprecia en el gráfico 9, los precios de nuestras exportaciones muestran un comportamiento pro cíclico. En promedio simple los precios nominales de los siete principales metales de exportación y la harina de pescado cayeron 21% durante el período 1997-2001. Si los precios de dichos bienes cayesen en los próximos años 10% con respecto al año 2007, el efecto sobre el valor de las exportaciones anuales sería una baja de US\$ 1,878 millones. Si el descenso de dichos precios fuese tal que se retornase el valor promedio de las cotizaciones registradas entre 2003 y 2007, la bajada en el valor anual sería US\$ 3,987 millones. En este último caso, enfrentaríamos un *stress* significativo en las cuentas externas, lo que repercutiría en el resto de la economía.

Aunque en lo que va de 2008, los precios de exportación han seguido subiendo, no podemos descartar un mayor enfriamiento de la economía mundial y

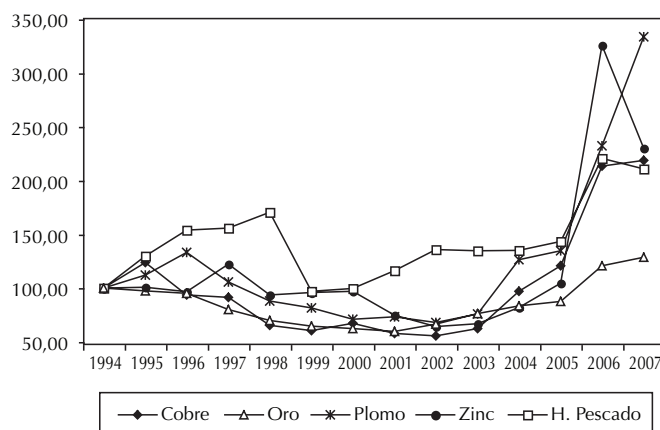


Foto CIES

Los factores más relevantes para evaluar los efectos de una recesión americana sobre nuestro país son los cambios que ella induce en la demanda por nuestras exportaciones.

### Gráfico 9

Índice de precios reales de los principales productos de exportación peruanos (1994=100)



Fuente: Memorias del BCRP

una reversión de la tendencia al alza de las materias primas. Por ello, la moraleja debe ser prudencia fiscal y monetaria, y prepararnos para contingencias.

9/ A fines de 2007 el PBI había crecido en 8.5%, la inversión creció en 25%, el superávit fiscal alcanzó el 3.1% del PBI y el superávit en cuenta corriente 1.4%. Además las RIN ascendieron a 27.7 miles de millones de dólares.

10/ Cotizaciones nominales en US\$ deflactadas por el IPC de los Estados Unidos.