

Nuevos enfoques de la recesión y perspectivas de la economía mundial

Extracto del discurso de Richard Koo, Chief Economist, Nomura Research Institute, Japón¹

¿Por qué la economía peruana marcha tan bien mientras en el resto del mundo muchos países viven tiempos difíciles? ¿Qué hacer respecto a la crisis? Al describir la crisis actual, Richard Koo subraya que, a pesar de un largo periodo de tasas de interés iguales o cercanas a cero, no se observa la recuperación económica que la literatura económica tradicional predeciría. Más aún, actualmente se debate si se debe optar por el estímulo fiscal o la austeridad, cuáles son las reformas estructurales apropiadas, si se debe rescatar a los bancos, y cuál es el papel de las discutidas agencias calificadoras de riesgo, entre otros temas en la agenda de la discusión económica actual. La conclusión parece ser simplemente que en el mundo occidental prima la confusión sobre qué hacer frente a la crisis.

Japón ya experimentó esta situación. Hace diez años, su calificación de riesgo llegó a ser peor que la de algunos países africanos como Botswana. Fue entonces que Japón se dio cuenta de que estaba sufriendo una recesión sin precedentes, en la cual el sector privado dejó de maximizar beneficios, como se enseña normalmente en los libros de texto y como teóricamente se comportan las firmas, y se dedicó a minimizar sus deudas. A este fenómeno le llamamos "recesión de hoja de balance".

Si observamos la trayectoria de los precios de los inmuebles en Tokio y Osaka entre 1977 y 1997, comparada con la trayectoria observada de los precios de bienes raíces en las diez principales ciudades de Estados Unidos en los últimos veinte años, notamos que muestran patrones muy similares de evolución. Por ejemplo, los precios crecen aceleradamente para luego precipitarse al reventar la burbuja inmobiliaria. En Europa, salvo en Alemania, se viene registrando el mismo fenómeno.

Luego de la explosión de la burbuja, el banco central, en general, respondió inyectando liquidez al sistema bancario y bajando las tasas de interés. Ello, sin embargo, no se tradujo en un mayor gasto del sector privado porque, a pesar de las bajas tasas de interés, el público no estaba interesado en tomar más créditos. Si bien la base monetaria se incrementó drásticamente luego de la reacción del banco central ante la crisis, la oferta monetaria y el crédito se mantuvieron



La conclusión parece ser simplemente que en el mundo occidental prima la confusión sobre qué hacer frente a la crisis. Japón ya experimentó esta situación hace diez años.

estancados. En consecuencia, el dinero se quedó en el sistema bancario y no tuvo el efecto esperado ni sobre la inflación ni sobre la actividad económica.

Pero, ¿por qué sucede esto? El fenómeno que ocurrió en Japón y que se estaría repitiendo en los países desarrollados fue que, a pesar de tener tasas de interés muy bajas, la demanda de créditos se mantuvo en cero, debido a que, dada una situación en que colapsan los precios de los activos pero el pasivo se mantiene

«el sector privado dejó de maximizar beneficios, como se enseña normalmente en los libros de texto y como teóricamente se comportan las firmas, y se dedicó a minimizar sus deudas. A este fenómeno le llamamos "recesión de hoja de balance"»

^{1/} Artículo preparado a partir de la Conferencia Magistral dictada por el Profesor Richard Koo en el XIII Seminario Anual CIES 2012 y ante el Congreso de la Republica del Perú el 20 de noviembre de 2012. Comentarios a cargo de Félix Jimenez (PUCP) y Richard Webb (Instituto del Perú-USMP).



Japón, luego de que estalló la burbuja, el valor de los terrenos cayó 87%; sin embargo, el PBI nunca se contrajo por debajo del pico de la burbuja. Esto se debió a que el Gobierno se endeudó para evitar la caída del producto.

constante, las personas prefieren utilizar su flujo de efectivo para saldar deudas y no endeudarse más.

Tal situación refleja que las empresas están completamente en bancarrota porque a pesar de que no reducen sus ventas ni se contrae la demanda por sus productos, sus hojas de balance se tornan negativas dadas las deudas y el desplome del valor de sus activos. En estos casos, lo correcto es usar el flujo de caja para pagar las deudas hasta salir del problema. Durante ese tiempo, las empresas intentan pagar su deuda discretamente, dando señales positivas al mercado y evitando comunicar a sus acreedores que, teóricamente, están en quiebra. Aunque este comportamiento es correcto a nivel micro, a nivel macro tiene efectos negativos ya que, a este nivel, la tasa de interés debe ajustarse hasta que todos los fondos ahorrados y desapalancados se hayan prestado y gastado. Si la tasa de interés ya está cerca a cero y la demanda de créditos continúa rezagada porque todos los agentes están pagando sus deudas, el dinero no sale nunca del sistema financiero y la economía empieza a perder la demanda agregada igual al ahorro no prestado. Si no se busca solucionar esta situación, la recesión continuará, aún con una tasa de interés que llega a cero.

En Japón, luego de que estalló la burbuja, el valor de los terrenos cayó 87%; sin embargo, el Producto Bruto Interno (PBI) nunca se contrajo por debajo del pico de la burbuja. Esto se debió a que el Gobierno se endeudó para evitar la caída del producto. Aunque es cierto que el déficit aumentó, dado que cayeron los ingresos y subió el gasto, estos recursos fueron bien gastados, pues permitieron que el dinero pase del sistema financiero a los consumidores finales, y porque sin ese gasto, el PBI habría caído.

El colapso de Lehman Brothers, por ejemplo, marca un punto crítico en la crisis financiera en Estados Unidos, al punto que los países del G-20 organizaron una reunión para tratar el tema en la que el primer ministro japonés explicó cómo en el Japón en los años noventa el gasto de Gobierno había ayudado a solucionar el problema. La reunión culminó con el acuerdo de los países de apoyar la iniciativa del estímulo fiscal. Koo sostiene que esta medida sirvió para evitar el colapso económico, sin embargo la segunda parte de la lección japonesa, que era la necesidad de mantener el estimulo fiscal hasta que se solucionara el problema de la hoja de balance, quedó pendiente. Las medidas de austeridad típicamente impulsadas por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), que dictan que hay que cortar el gasto para reducir el déficit, ya habían sido aplicadas por Japón en 1997, y dieron como resultado un aumento del déficit al mismo tiempo que cayó el gasto de Gobierno y subieron las tasas impositivas. Sin embargo, a pesar de que ésta debería ser la lección a aprender de la experiencia japonesa, en Europa y Estados Unidos se sigue hablando de aplicar medidas de austeridad para reducir el déficit.

Afortunadamente, en Estados Unidos los asesores económicos del presidente Obama y el mismo presidente de la Reserva Federal parecen haber aprendido la lección y piden no recortar el déficit. Sin embargo, esta posición encuentra gran resistencia entre el público en general y los sectores republicanos en particular.

El Reino Unido también sufre una recesión de hoja de balance. Con la tasa de interés más baja de su historia, el sector privado -tanto hogares como empresas- sigue ahorrando. La decisión de cortar el déficit ha originado una recesión de doble caída, incluso después de la gran inyección de liquidez por el Banco de Inglaterra. El rendimiento de los bonos de los Gobiernos del Reino Unido, Estados Unidos, Suecia y Suiza ha caído dramáticamente y está casi al nivel del rendimiento de los bonos japoneses. Pero, ¿por qué estos países con déficits tan altos y fuerte deuda pública tienen bonos con rendimiento tan bajo? Esto se debe a que los inversionistas institucionales –fondos de pensiones, seguros, etc.- no pueden asumir riesgos muy altos, y además enfrentan ciertas restricciones como los límites al porcentaje de inversiones que pueden realizar en moneda extranjera. Estos inversionistas necesitan un ingreso fijo, instrumentos de bajo riesgo y, en una situación en la que el sector privado no demanda créditos, la alternativa es comprar bonos del Gobierno. La caída resultante en el rendimiento de los bonos del Gobierno significa que el mercado también está diciendo al Gobierno que no es momento de cortar el déficit.

«los ahorros generados en países como España terminan financiando los bonos de otros Gobiernos, como Alemania, que como consecuencia de la alta demanda, mantiene bonos con bajo rendimiento»

Sin embargo, tal cosa no ocurre actualmente en la Eurozona. Algunos países, como España, Italia y Portugal, enfrentan bonos con rendimiento alto, a pesar de que su situación es similar: se encuentran en una recesión de hoja de balance en la que el sector privado, en conjunto, está ahorrando. Esto se debe a que en estos países, los inversionistas institucionales tienen como alternativa comprar bonos de otros países de la misma Eurozona sin incurrir en riesgo de tipo de cambio. Así, los ahorros generados en países como España terminan financiando los bonos de otros Gobiernos, como Alemania, que como consecuencia de la alta demanda, mantiene bonos con bajo rendimiento. En estas circunstancias, se incrementa el rendimiento de los bonos españoles, lo que a su vez ha generado pánico, ya que el Gobierno se ve obligado a reducir el déficit a la par que el sector privado se abstiene de solicitar créditos. Como consecuencia, la economía colapsa, mientras que los inversionistas siguen retirando su dinero, lo que eleva el rendimiento de los bonos y hace que se repita el círculo vicioso.

De esta manera, los países que experimentan un económico, como Alemania, pueden obtener financiamiento a tasas muy bajas, mientras que los países que están en una recesión de balance y necesitan que el Gobierno gaste para salir de la crisis, como España, enfrentan costos de financiamiento demasiado altos. Entonces, el problema en la Eurozona es que hay países que están en una recesión de hoja de balance y necesitan que sus Gobiernos gasten, pero a pesar de que cuentan con los ahorros suficientes para realizar una política fiscal expansiva, los recursos están migrando hacia otros países.

Hay dos temas por atender en la Eurozona. Por un lado, existe el problema sobre la enorme cantidad de fondos que fluyen del mercado de bonos español al mercado de bonos alemán. Sugiere que para hacer frente a este problema, los bonos nacionales deben llevar a menores pesos de riesgo que los bonos extranjeros con el fin de fomentar el ahorro interno en España para residir en España. Si con esta medida se logra mantener suficiente ahorro español en España,

se reducirá el rendimiento de los bonos del Gobierno español.

Por otro lado, el Tratado de Maastricht -que creó la Zona Económica Europea- nunca se diseñó para manejar recesiones de hoja de balance. Por ejemplo, se prohibe a los Gobiernos endeudarse por encima del 3% del PBI. No obstante, el sector privado español ahorra en la actualidad cerca del 7% del PBI, el irlandés ahorra 10% del PBI y el portugués ahorra 5% del PBI. En este sentido, la estructura del tratado se debería modificar para permitir que los Gobiernos puedan solucionar estas situaciones, lo que les permitiría endeudarse más. Si el Gobierno no absorbe ese excedente de ahorros, la economía se seguirá hundiendo. Además, en este tipo de recesiones, tanto el Banco Central Europeo como la Unión Europea deberían apoyar a los Gobiernos y al mundo para incrementar el estímulo fiscal. Luego de estas medidas, una parte de la liquidez que había emigrado podría regresar, dado los altos rendimientos de los bonos que los hacen atractivos, y así ayudar a financiar los déficits gubernamentales, con lo cual las instituciones internacionales no tendrían que aportar tantos fondos para salir de la crisis.

Poner en práctica esa política, que es un remedio que descansa esencialmente en el gasto fiscal, requiere muchísima paciencia. Hay que poner gran énfasis en el largo plazo de convalecencia, que es parte del proceso de recuperación de una crisis de este tipo. El caso de Japón ha servido para ilustrar dónde implementaron el remedio correcto por un largo período. Irónicamente, el paso del tiempo hizo que se perdiera la fe en el remedio, lo que indujo a Japón a tratar de cambiar el remedio, con el resultado de un relapso, una recurrencia, una segunda caída. Ahora el problema se ha prolongado.



Hay temas por atender en la Eurozona. El problema sobre la enorme cantidad de fondos que fluyen del mercado de bonos español al mercado de bonos alemán y el tratado de Maastricht que nunca se diseño para manejar recesiones de Hoja de balance.



El concepto de recesión por hoja de balance está calando poco a poco en el debate global, aunque en Europa, a diferencia de Estados Unidos y el Reino Unido, el concepto todavía no queda muy claro.

Aplicar el remedio es sólo parte del problema. La dificultad para aplicar el remedio tendría que ver con la falta de suficiente experiencia mundial para atacar el problema que, sin embargo, ya ha experimentado anteriormente, aunque sólo ocasionalmente; y, particularmente, porque ha experimentado otros tipos de crisis financiera y productiva y recesión, que solucionó con otros remedios. Esta crisis parece ser diferente, y requiere un remedio diferente.

¿Qué sucedió en el Japón después de la recesión de hoja de balance?

Luego de pagar deudas durante diez años, el sector privado presentaba los balances (probablemente) más limpios del mundo, al punto que hoy la mitad de las empresas japonesas que cotizan en el mercado de capitales presenta una deuda igual a cero. Cuando los ahorros del sector privado se empezaron a tornar nuevamente negativos, las empresas comenzaron a maximizar sus utilidades nuevamente, y el Gobierno podía comenzar a pensar en recortar el déficit sin motivos para que se contraiga el PBI; no obstante, cuando eso estaba por suceder, se produjo la quiebra de Lehman Brothers, con lo cual se generó una fuerte contracción del crédito. Las empresas japonesas reaccionaron de forma muy defensiva y hoy, con una tasa de interés de cero, el sector privado ahorra casi el 10% del PBI. De esta manera, aun con balances limpios y sin deudas, las empresas parecen decir "nunca más", debido a la experiencia traumática que significó la recesión de hoja de balance.

El mismo fenómeno ocurrió en Estados Unidos durante la Gran Depresión, y tomó treinta años para que la tasa de interés regresara al nivel que tenía antes de 1929. Este "problema de salida de la recesión de hoja de balance", estaría presente en las distintas economías que hoy se encuentran en recesión, por lo cual se espera que, aún después de la recuperación, las tasas de interés se mantengan bajas.

El daño que causa el mal manejo de la crisis de la recesión de hoja de balance es enorme. Las grandes naciones del mundo, Europa, Japón, Estados Unidos, están sufriendo este daño. En Japón ya lleva 20 años y posiblemente Europa va a entrar ahora en un periodo de por lo menos 10 años, quizás 20, para salir de esta crisis; el daño es extraordinario. Y al menos los economistas normalmente no piensan en este tipo de manejo o desmanejo de las economías en períodos tan prolongados.

¿Cuál es el rol de la política monetaria en el manejo y salida de la crisis?

La política monetaria, de llevar la tasa de interés a cero y de inyectar liquidez al sistema bancario, no funciona cuando hay una recesión de balance; es decir, cuando al reventar la burbuja, el sector privado, que estuvo sobreendeudado, empieza a minimizar su deuda ahorrando y pagándola, y los bancos no prestan. Debido a la crisis financiera, que es un problema del prestamista, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo deben actuar para mantener el flujo de dinero. Un factor psicológico entra en juego cuando hay una crisis bancaria. Los bancos comerciales siguen dominados por el pesimismo y la desconfianza mutua tras la quiebra de Lehman Brothers.

Si es así, en efecto, podemos decir que los bancos comerciales continúan adversos al riesgo y por eso utilizan las inyecciones de liquidez del banco central como un medio para reducir el riesgo de sus activos, y como los bancos mantienen efectivo sin prestarlo no pueden bajar sus tasas de interés para préstamos a familias y empresas. Si esto es así, aunque no puede negarse que la política monetaria actual ha impedido un pánico bancario de envergadura, lo que ha faltado -o lo que falta- es acompañar esta política con un incremento sostenido del gasto de los Gobiernos. Por lo tanto, la política monetaria de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo sería el marco adecuado para incrementar el gasto fiscal y salir de la recesión.

El concepto de recesión por hoja de balance está calando poco a poco en el debate global, aunque en Europa, a diferencia de Estados Unidos y el Reino Unido, el concepto todavía no queda muy claro.

Podría esperarse el inicio de una recuperación en Estados Unidos, seguido por el Reino Unido y luego Europa, aunque el crecimiento será lento y con bajas tasas de interés por mucho tiempo.

A nivel doméstico, si hubiera una burbuja, el Perú debería asegurarse de no repetir este error. Los bancos no deben estar sobreexpuestos y no se debe permitir un endeudamiento excesivo. Una burbuja financiada con efectivo se puede corregir en uno o dos años después del estallido de la burbuja, pero si la burbuja estuviese ligada a una gran deuda, una recuperación completa puede ser muy dolorosa y demorar mucho tiempo. Por ahora, el Perú no tiene mucho de qué preocuparse, pero el problema podría aparecer en el futuro, debido a los grandes flujos de ingreso de fondos y la gran demanda por crédito. Los encargados de la política y el sector privado deberán mantenerse atentos al riesgo que esto significa, y preparados para aplicar las medidas adecuadas oportunamente.

El Perú parecería aislado de las vulnerabilidades actuales de los sistemas económicos del mundo. Posiblemente la economía pierda algo de dinamismo, pero aparentemente la situación es sólida y no imaginamos caer en el nivel de crisis descrito. Sin embargo, este mismo análisis revela que la posibilidad sí existe y el peligro es mayor del que notamos.

En particular, en el caso peruano, ya que los créditos y los precios de las viviendas están creciendo tan rápidamente, los bancos y los agentes del mercado inmobiliario deberán proceder con gran prudencia. Los bancos deberían evitar una sobreexposición en el mercado inmobiliario y se debe mantener la proporción entre el préstamo y el valor de los inmuebles en niveles razonables para que ante la explosión de una eventual burbuja no sean excesivamente afectados. Si los precios siguen subiendo aceleradamente, la autoridad competente debería reducir estas proporciones para enfriar la expansión.

Es importante tomar en cuenta, desde el punto de vista de la hipótesis de la recesión de hoja de balance, que cuando las burbujas estallan, se afecta

> «en el caso peruano, ya que los créditos y los precios de las viviendas están creciendo tan rápidamente, los bancos y los agentes del mercado inmobiliario deberán proceder con gran prudencia»

tanto a acreedores como a deudores. Si el problema principal de la recesión se origina en uno de los acreedores, el Banco Central cuenta con muchas opciones de solución. La inyección de liquidez es una de ellas. No obstante, cuando el problema se origina en deudores que se rehúsan a tomar créditos, no existe una solución rápida, sino que se debe avanzar lentamente para lograr que el PBI no se contraiga mientras se sanean las hojas de balance y el sector privado retoma la demanda de créditos. Este es un proceso de recuperación bastante más largo y no puede ser solucionado únicamente con medidas de inyección de liquidez, sino que requiere acción del Gobierno también.

Rueda de comentarios

La recesión global se transmite a la economía peruana por dos canales. Por el canal comercial caen los precios de las materias primas que vendemos en los mercados externos, y disminuyen las cantidades de productos no tradicionales que exportamos. Por el financiero, salen abruptamente capitales del país. Los dos fenómenos tienen dos efectos: recesan a la economía y presionan al alza del tipo de cambio. Esto ocurrió con la crisis rusa de 1998, pero aprendimos de esta crisis. En el periodo 2001-2003 se reformaron los esquemas institucionales de política monetaria y fiscal que hoy se exhiben como fortalezas.

Los equipos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) introdujeron una política monetaria basada en metas de inflación con sus respectivas reglas sobre la tasa de interés, y una política cambiaria con una regla de intervenciones esterilizadas para moderar las fluctuaciones del tipo de cambio, lo que ha permitido acumular reservas internacionales de manera notable.

Pero también se introdujeron algunas normas anticíclicas en el manejo de la política fiscal, y se creó el mercado de deuda pública interna en moneda local. La crisis nos enseñó que no había que repetir el pecado original de seguir endeudándonos en moneda extranjera y en los mercados internacionales. Ese es el mismo pecado que han cometido los países de la periferia europea. No se endeudaron en su propio mercado. El BCRP cuenta con las reservas para morigerar los efectos de salida de capitales, pero también para bajar su tasa de interés sin peligro de exacerbar esta fuga.

El MEF también tiene recursos ahora. Por eso, sea que nos espere un estancamiento prolongado de «el crecimiento está basado fundamentalmente en exportaciones primarias y en la producción de no transables de baja productividad, a lo que hay que adicionar la enorme dependencia que ahora tiene la economía respecto de las importaciones»

la economía internacional o una profundización de la crisis, no ocurrirán las quiebras bancarias ni saltos abruptos del tipo de cambio, como los que se registraron con la crisis rusa de 1998.

Pero estas respuestas de política harán énfasis en la demanda interna. Por lo tanto, tenemos que analizar sus efectos tomando en cuenta la estructura productiva que se ha construido en el país en las tres últimas décadas de neoliberalismo.

Para ello es necesario tener en cuenta que el actual estilo de crecimiento es impulsado por los altos precios de los minerales y por los sectores no transables de comercio, servicios y construcción. Estos tres sectores explican el 70% del PBI y emplean el 59% de los trabajadores. Si añadimos la agricultura, que fundamentalmente sigue siendo tradicional, los cuatro sectores explican el 79% del PBI y emplean el 88% de los trabajadores. De otro lado, sabemos que el 74% de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada trabaja en empresas de uno a diez trabajadores, con un ingreso promedio mensual de 797 soles. Estos trabajadores de baja calificación y de bajos ingresos se encuentran, en su mayoría, en los cuatro sectores arriba mencionados.

En resumen, el crecimiento está basado fundamentalmente en exportaciones primarias y en la producción de no transables de baja productividad, a lo que hay que adicionar la enorme dependencia que ahora tiene la economía respecto de las importaciones.

En los años 1974-1975 -cuando se hablaba del apogeo de una industria adicta a importaciones- los bienes de consumo duradero, los insumos y los bienes de capital importados, representaban el 55% de la producción manufacturera. Hoy esos bienes importados representan el 124% de la producción manufacturera. Importamos mucho más del total de bienes manufacturados que producimos.

Las importaciones de bienes de consumo no duradero también han aumentado como porcentaje de la producción agrícola y pesquera. En los años 1974-1975 representaban el 7% y hoy representan cerca del 30% de la producción agrícola y pesquera. Es claro que hay una notable penetración de las importaciones en el mercado interno junto al predominio de exportaciones tradicionales que representan cerca del 78% del total exportado.

Por último, hay que mencionar que las intervenciones esterilizadas del BCRP en el mercado cambiario no han impedido la apreciación de la moneda, como sí lo hicieron en los años 2001-2006. De julio 2006 a setiembre de 2012 el tipo de cambio real bilateral se redujo en 16% y el multilateral en 34%. El tipo de cambio real bilateral actual tiene un valor parecido al que tuvo en enero de 1998, y el tipo de cambio real multilateral actual es 11% menor que el registrado en ese momento.

Esta apreciación notable de la moneda está exacerbando la desaceleración de las exportaciones no tradicionales, provocada por el actual estancamiento de la economía mundial.

En conclusión, estas respuestas al estancamiento o a la profundización de la crisis internacional de política fiscal y monetaria que harían énfasis en la demanda interna, pondrían en riesgo o correrían el riesgo, mejor dicho, de derivar en una crisis de balanza de pagos.