

LOS POSIBLES EFECTOS REALES DE LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Guillermo de la Dehesa

Vicepresidente del Centre for Economic Policy Reserach (CEPR)

Puede que sea demasiado pronto para hablar de los efectos reales de la crisis actual ya que está aún muy lejos de considerarse superada, pero si se pueden aventurar algunas ideas preliminares sobre su impacto.

La interconexión y contagio de las economías y de los mercados, especialmente los financieros, es la gran novedad de las dos últimas crisis de este final de siglo, la mejicana y la del este asiático. La creciente globalización ha permitido que la crisis cambiaria derivada de unos tipos de cambio fijos y sobrevaluados en una serie de países asiáticos se haya convertido en una crisis inmobiliaria y bursátil primero y bancaria después, que ha contagiado, de momento, a las bolsas y a los precios de los bonos y otros instrumentos financieros alrededor del mundo. Estos efectos son ya de sobra conocidos porque ya se han "sufrido" y momento superado al menos en Europa y Estados Unidos.

La caída de los precios inmobiliarios, de las acciones y los bonos suele tener un impacto sobre la economía real derivado del llamado "efecto riqueza". En principio, cuando los precios de dichos activos están a niveles muy altos, sus propietarios tienden a sentirse más ricos y por tanto a consumir más. Por otro lado, cuando los precios de las acciones están creciendo, las empresas aprovechan para emitir más acciones a un coste menor de capital e invertir más. Lo contrario ocurre cuando los precios de dichos activos caen, lo que sin duda puede afectar al crecimiento de la demanda interna de consumo y de inversión y, por tanto al crecimiento económico. Sin embargo, una serie de hechos minimizan este efecto. En primer lugar, en los últimos años las salidas a bolsa han sido, fundamentalmente, derivadas de las privatizaciones y no de nuevos negocios y las ampliaciones de capital han sido, en parte, compensadas por recompras de acciones y salidas de la bolsa de otras compañías.

En segundo lugar, el coste de financiarse emitiendo acciones ha sido casi siempre más elevado que el del endeudamiento bancario o el de las emisiones de renta fija. En tercer lugar, y, paradójicamente, la experiencia muestra que las grandes adquisiciones, fusiones y opas en bolsa se han dado en las etapas de auge bursátil y no en las de caída de las cotizaciones.

Finalmente, las bolsas de los países de la OCDE se han recuperado ya de su caída, al menos de momento, por lo que el "efecto riqueza" de las familias en su consumo no ha tenido más efecto que el del "susto" y un cierto temor a que se repita, lo

que las ha hecho más precavidas y selectivas.

Los efectos reales más importantes están aún por llegar y son los que se refieren al impacto sobre el comercio y la inversión mundiales y, a través de estos, sobre el crecimiento de las economías.

Las fuertes devaluaciones de las monedas de Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea y las caídas del yen y del dólar de Hong Kong y Singapur, harán que sus exportaciones sean mayores por ser más baratas y competitivas y que sus importaciones sean menores, no sólo porque sus economías van a crecer menos, sino también por que serán más caras en términos de sus monedas nacionales.

Por un lado, como dichos países (más China, que devaluó ya hace dos años, y Japón) representan un 34% de las exportaciones mundiales, van a tener una capacidad de competitividad y penetración mucho mayor en el resto de los mercados mundiales, especialmente en los de los países de la OCDE, lo que puede hacer resurgir presiones proteccionistas.

Por otro lado, dichos países han representado, con sus altas tasas de crecimiento, cerca del 50% del crecimiento mundial en los últimos seis años y ahora van a crecer menos, con lo que importarán menos. Además, el 40% de las exportaciones japonesas que se dirigen a dichos países, así como el 25% de las de Estados Unidos y el 10% de las de Europa, serán también menores en los próximos años por ser menos competitivas en términos de sus monedas devaluadas. Como consecuencia de ello, la contribución de sector exterior al crecimiento de Japón, Estados Unidos y Europa será menor, ya que importarán más y exportarán menos y, por tanto, sus tasas de crecimiento se verán afectadas. El resultado final será que aumentarán los desequilibrios de las balanzas de bienes y servicios de todos los países del mundo, los de Asia aumentarán sus superávit o reducirán sus déficit y los del resto del mundo reducirán sus superávit o aumentarán sus déficit. Un reciente estudio de Goldman Sachs ha estimado que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países del Asean mejorará un 4% en términos de su PIB, las del resto de Asia un 2% de su PIB y la de Japón un 1%. Estos ajustes en las cuentas corrientes producirán en 1998 una reducción de las tasas de crecimiento del PIB de Estados Unidos de 0,5 puntos, de Europa de 0,4 puntos y de Japón de 1,6 puntos (incluido un punto de caída por la demanda interna). La OCDE crecerá un 0,5% menos y el mundo un 1% menos. El impacto se notará especialmente en el primer semestre de 1998. El efecto sobre la inflación de la OCDE será positivo ya que la reducirá en un 0,4% y caerá a un 2,1%. Naturalmente, estos cálculos se referían a la situación al 5 de noviembre y, desde entonces, la crisis ha empeorado con una mayor caída del Won coreano y de otras monedas, por lo que el impacto final puede ser aún mayor, especialmente en Japón.

Ahora bien, al mismo tiempo que la crisis se ha acentuado, las estimaciones del crecimiento de Estados Unidos y de Europa se están revisando al alza. Estados Unidos se espera que crezca un 3,7% en 1997 frente a una estimación de un 3% hace sólo unos meses, debido a un crecimiento de su demanda interna mayor del esperado. El crecimiento de Europa también se ha revisado al alza hasta un 2,7% en 1997. Ello hará que el impacto neto sea bastante menor en ambas áreas.

Por último, existe otro efecto negativo, que es enormemente difícil de calcular y es el de la crisis bancaria. El este asiático ha sido un importantísimo importador de capital del resto del mundo tanto en forma de inversión directa como de líneas de crédito bancario de los principales bancos internacionales, especialmente japoneses. El volumen total de créditos bancarios sobre dicha región al comenzar la crisis superaban los 800.000 millones de dólares. Muchos de dichos créditos van a ser de difícil recuperación porque, por un lado, una buena parte de ellos estaban denominados en dólares o yenes sin cobertura del riesgo de cambio por parte de las empresas o bancos prestatarios y, al sufrir devaluaciones de cerca de un 50%, va a ser muy difícil que puedan repagar una carga de intereses y principal un 50% más cara y, por otra parte, muchas de las empresas y bancos deudores están en dificultades y algunos ya han quebrado. La tasa de morosidad y fallidos de la banca en estos países se sitúa, según varias fuentes, en una media cercana al 30%.

Los bancos japoneses, que aún no han terminado de salir de los problemas de saneamiento de sus carteras inmobiliarias, se encuentran ahora con que tienen que provisionar tanto el fuerte deterioro de sus carteras de acciones por una caída de Nikkei de 7.000 puntos en pocos meses, como sus créditos morosos y fallidos concedidos a los países más afectados de la región. Todo ello con un mercado interno que prácticamente no crece, ya que el crecimiento japonés se espera que sea del 0,7 en 1997 y de un 0,6% como máximo en 1998.

Ante esta situación, Japón no tiene más remedio que, por un lado, dejar caer los bancos comerciales, las empresas de seguros y las casas de valores que estén en peor situación y ayudar con inyecciones temporales de dinero al resto y, por otro, intentar expansionar, fiscalmente, su demanda interna para compensar parte del impacto negativo sobre su crecimiento. De no ser así los riesgos potenciales de propagación de la crisis financiera podrían ser muy elevados. De todas maneras, no va a ser tarea fácil ya que el valor total de los activos en la economía ha caído por debajo de los créditos extendidos contra ellos, a pesar de haber inyectado ya 1 billón de dólares.

En definitiva, el impacto real es, de momento, manejable, pero para evitar que vaya a más necesitaba una mayor

coordinación de políticas económicas entre los Estados Unidos la Unión Europea y Japón y que los tres y el Fondo Monetario Internacional actúen de común acuerdo y con celeridad para evitar que la crisis financiera se propague y se convierta en sistémica.

24 de noviembre de 1997