

Perú: la recesión del 2008-09 en perspectiva.

Oscar Dancourt¹

Introducción.

La experiencia histórica muestra que las recesiones en el Perú suelen tener su origen último en los cambios reales o financieros que se producen en la economía mundial. En particular, todas las recesiones registradas desde 1950 coinciden con fuertes caídas de los precios internacionales de las materias primas de exportación y, algunas de ellas, también con abruptas salidas de capital.

La crisis financiera iniciada en USA en 2007, solo comparable a la de 1930, ha generado la peor recesión global de los últimos 60 años. Para una economía como la peruana, exportadora de materias primas que opera en un marco de libre movilidad internacional de los capitales, esta crisis mundial tiene dos consecuencias conocidas: se caen los precios de las materias primas y salen los capitales del país. La novedad está en la enorme magnitud que tienen hoy día estos efectos.

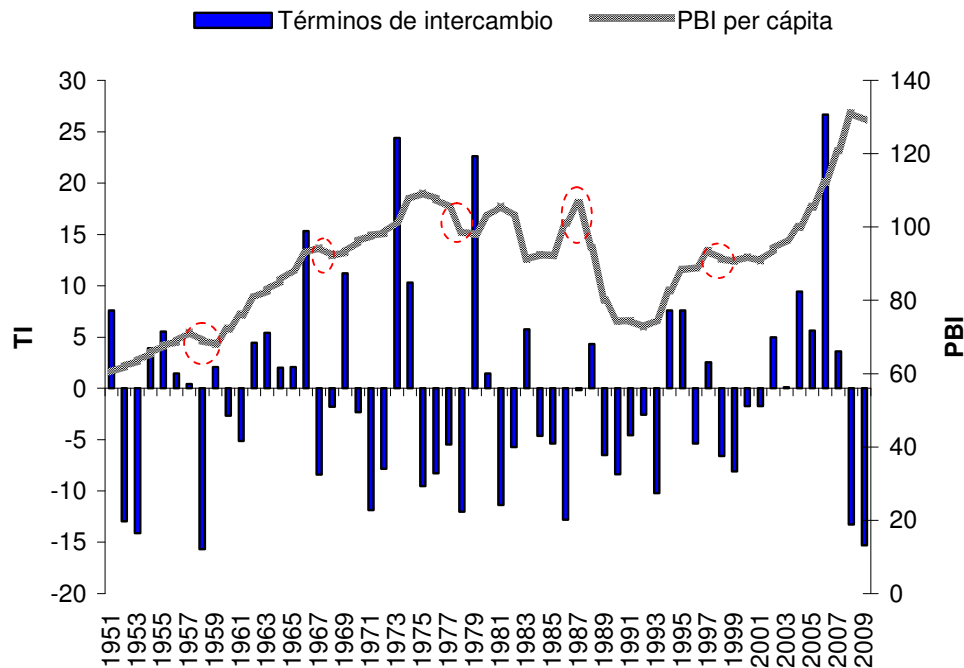
El hecho estilizado básico de la historia económica reciente del Perú, como puede verse en el gráfico 1, es que todas las recesiones ocurridas en los últimos 60 años han estado asociadas a caídas de los términos de intercambio², que son determinadas por las caídas de los precios externos de las materias primas de exportación. A partir de julio de 2008, los términos de intercambio se desploman por vez primera desde la recesión de 1998-2000; para el 2009, el Reporte de Inflación del BCRP correspondiente a junio último proyecta una disminución de 13% de los términos de intercambio.

¹ Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Agradezco la inmejorable asistencia de Gustavo Ganiko.

² Precios de exportaciones entre precios de importaciones. Para una muestra de 105 países durante 1970-2004, Edwards (2007) encuentra que una mejora (deterioro) de los términos de intercambio resulta en una aceleración (desaceleración) de corto plazo del crecimiento económico; y que una mayor volatilidad de los términos de intercambio reduce el crecimiento de largo plazo. Véase también De Gregorio y Lee (2003). Para la economía peruana, Tovar y Chuy (2000) hallan una relación positiva robusta entre el componente cíclico del producto y el componente cíclico de los términos de intercambio para el período 1950-1998; véase también Castillo, Montoro y Tuesta (2006).

Gráfico 1

Recesiones y caídas de los términos de intercambio:
1951-2008



Fuente: BCRP.

Elaboración propia. 2009* datos estimados.

La única excepción aparente a esta regla que vincula las recesiones de la economía peruana con fuertes caídas de los precios de las materias primas de exportación es la recesión de 1982-1983, que no está señalada con un círculo en rojo por coincidir con un alza de los términos de intercambio³. Sin embargo, esta recesión fue precedida por una severa disminución de los términos de intercambio; y también estuvo asociada a un alza notable de la tasa de interés internacional.

³ El precio de la harina de pescado subió en el mercado internacional cuando la producción peruana de esta materia prima se desplomó a raíz del fenómeno del Niño; los precios de los metales también se elevaron. Aún así, los términos de intercambio de 1983 eran 25% inferiores a los de 1980. Véase BCRP (1984).

El gráfico 1 también permite mostrar de manera sucinta la evolución macroeconómica del Perú en los últimos 60 años⁴. En una primera etapa, durante los 25 años que van de 1950 a 1975, el producto per cápita casi se duplicó en un contexto de baja inflación (promedio del 10% anual). En una segunda etapa, durante los 17 años siguientes, el producto per cápita decreció violentamente de tal modo que en 1992 era un tercio menor al registrado en 1975; esto sucedió en un contexto de inflación creciente que desembocó en una hiperinflación en toda regla durante el primer gobierno de Alan García. Finalmente, en una tercera etapa, desde 1993 hasta la actualidad, tenemos un nuevo momento de baja inflación y de expansión del producto per cápita, que recién en 2006 sobrepasó el pico alcanzado 30 años antes, en 1975.

En esta tercera etapa, a principios de la década del 90, se reinstaura la libre movilidad internacional de los capitales en el Perú, al mismo tiempo que en gran parte de la periferia⁵. De esta manera, los choques financieros externos (salidas de capital por cambios en la tasa de interés internacional, por contagio, etc) adquieren un papel tan importante como los choques reales externos (caídas de términos de intercambio, recesiones de los socios comerciales) en los avatares macroeconómicos de la economía peruana. Es revelador que las dos últimas recesiones ocurridas en el Perú, ambas en esta tercera etapa, hayan sido resultado de una combinación de ambos tipos de choques externos.

Este texto tiene 5 secciones. En la primera, se detalla el impacto que la crisis mundial ha tenido sobre la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza de pagos, el tipo de cambio y las reservas de divisas de la autoridad monetaria. En la segunda, se describe como la caída de las exportaciones y la salida de capitales han detenido el crecimiento económico y la generación de empleo. En la tercera, se comparan las 4 últimas recesiones, incluyendo la iniciada a fines del 2008. En la cuarta, se discute la respuesta de política económica del gobierno de García ante la crisis mundial. Y en la quinta sección, a modo de conclusión, se especula sobre cuanto durará la recesión y que se podría hacer para que no se prolongue demasiado.

1. El choque externo cambiario.

⁴ Véase Thorp y Bertram (1988) para una notable historia económica del Perú, que gira alrededor de la exportación de materias primas. Sobre los años 90, puede verse Dancourt (1999).

⁵ Para el caso del Perú, véase Rojas y Costa (2002). Véase también Krugman (2000).

La crisis económica y financiera mundial ha tenido un doble impacto adverso, fuerte y súbito, sobre la balanza de pagos del Perú. De un lado, se han deteriorado tanto la balanza comercial como la balanza en cuenta corriente debido al desplome de los precios externos de las materias primas de exportación y, del otro, se ha deteriorado la cuenta de capitales.

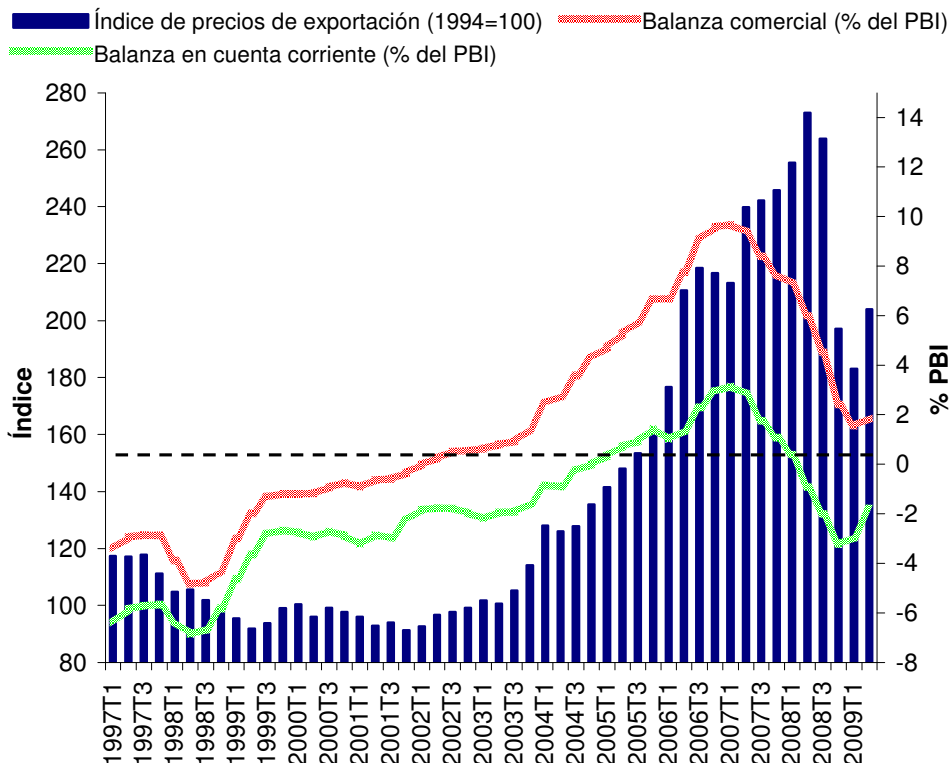
Durante el último trimestre del 2008, las exportaciones en dólares cayeron un 25%, en comparación con el mismo periodo del año anterior. Durante el primer semestre del 2009, las exportaciones totales se redujeron en un 30%, cayendo tanto las de materias primas (metales, harina de pescado, etc.) en 32% como las no tradicionales (confecciones, agroindustriales, etc.) en 23%, siempre respecto al mismo periodo del año anterior. Según el Reporte de Inflación de junio último del banco central, las ventas al exterior alcanzarían en el 2009 unos 24 mil millones de dólares, esto es, un 25% menos que el valor registrado el año pasado.

Como se puede ver en el gráfico 2, el índice de precios de exportación se desplomó en un 35% entre mediados del 2008 y principios del 2009. De esta manera, el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (promedio móvil de cuatro trimestres), que se registraba desde mediados del 2004, se convirtió en un déficit de 3% del PBI hacia fines del 2008 y principios de 2009, como se muestra en el gráfico 2. Igualmente, el apreciable superávit en la balanza comercial (también promedio móvil de cuatro trimestres) de más de 8% del PBI registrado entre 2006 y 2007 se redujo hasta un 2% del PBI a principios de 2009. La diferencia entre ambas medidas de la brecha externa se explica básicamente por las remesas de utilidades al exterior de las empresas extranjeras radicadas en el país que, en gran parte, dependen directamente de las cotizaciones internacionales de los metales.

El gráfico 2 también permite apreciar que tanto la balanza comercial como la cuenta corriente alcanzaron su pico y empezaron a deteriorarse marcadamente unos cuantos trimestres antes de que se desplomaran los precios de exportación, lo que refleja el gran incremento de las importaciones asociado tanto al fuerte crecimiento de la economía durante 2007-2008 como a las rebajas arancelarias ejecutadas durante ese periodo.

Gráfico 2

Índice de precios de exportación, balanza comercial y balanza en cuenta corriente (promedio móvil - 4 trimestres)



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Finalmente, el gráfico 2 ilustra claramente que el más reciente ciclo de expansión de la economía peruana (2002-2008.3) ha estado asociado a un alza prolongada de los precios de las materias primas, que incluyen el mayor incremento anual (ocurrido en 2006) de los términos de intercambio que se registra en el último medio siglo (véase también el gráfico 1). Terminada la recesión de 1998-2000, vinculada también a una fuerte caída de los precios de las exportaciones y a un deterioro de las cuentas externas, el índice de precios de exportaciones aumento en 2.8 veces entre 2003 y mediados del 2008, mientras mejoraban la balanza comercial y la balanza en cuenta corriente.

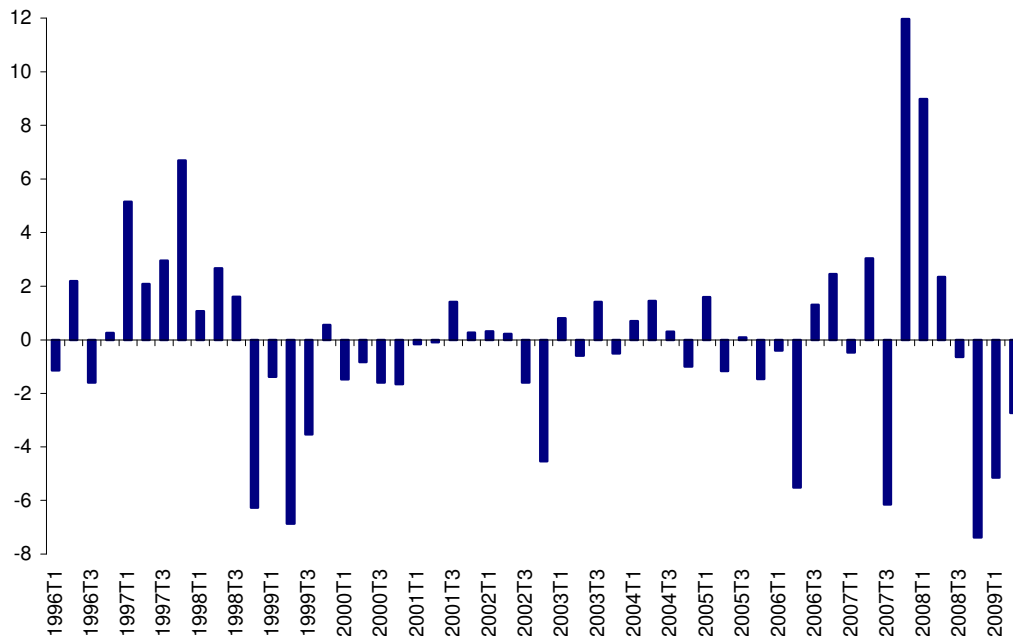
Durante el último trimestre del 2008, se produjo también una enorme salida del país de capitales de corto y largo plazo (incluyendo errores y omisiones) equivalente a casi el 11% del PBI del periodo. La reversión de los flujos de

capital de corto plazo fue violenta: salieron por un valor igual al 8% del PBI a fines del 2008, después de haber ingresado por un equivalente al 9% del PBI a principios del año. Dentro de estas salidas de corto plazo destacan la reducción de las líneas de crédito externo para los bancos locales y las ventas de papeles de la autoridad monetaria y del gobierno en manos de inversionistas no-residentes. En los dos primeros trimestres del 2009 continuó esta salida de capitales de corto plazo, por un monto equivalente al 5% y al 2.7% del PBI del periodo respectivo; las líneas de crédito de corto plazo de la banca local siguieron disminuyendo y, además, los fondos de pensiones privados (las AFPs) trasladaron capitales al exterior.

Estas salidas de capital de corto plazo son un fenómeno común a las recesiones de 1998-2000 y a la actual, como se puede ver en el gráfico 3. Allí también se puede ver que estas salidas de capital fueron precedidas por fuertes ingresos de capital de corto plazo.

Gráfico 3

**Perú: Flujos de capitales de corto plazo
(% del PBI)**



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Los flujos de capital de largo plazo (inversión directa extranjera) también decrecieron sensiblemente hasta arrojar una cifra negativa del -1.1% del PBI en

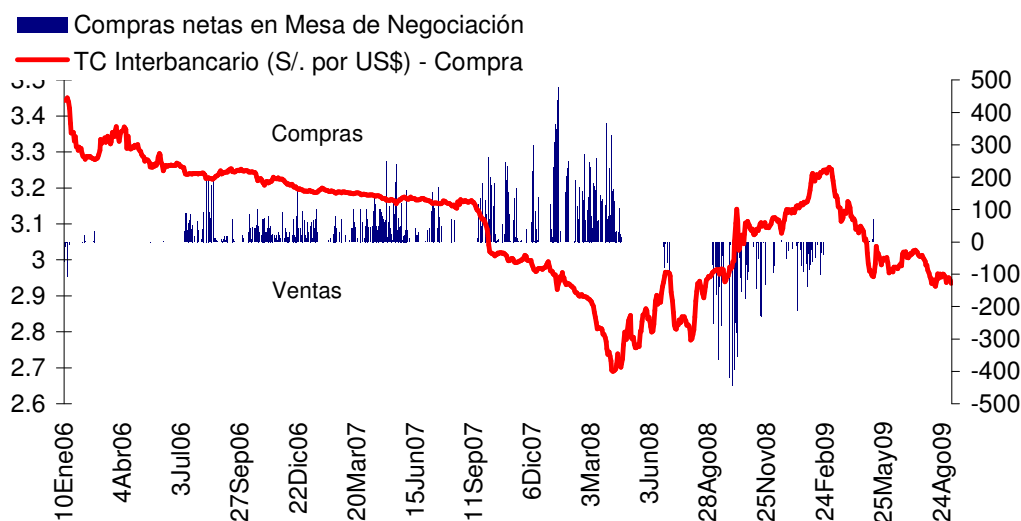
el último trimestre del 2008, cosa que no ocurría desde hace un quinquenio. Estas cifras reflejarían tanto la paralización de las inversiones en la minería debido a la caída de los precios de los metales, como el inusual otorgamiento de préstamos por parte de las subsidiarias peruanas a sus casas matrices en el exterior. En el primer trimestre del 2009 los flujos de largo plazo arrojaron una cifra positiva de un poco más del 4% del PBI del periodo, a lo cual se sumaron los ingresos de dólares del gobierno por endeudamiento externo vía la colocación de bonos en Nueva York por un monto de 3% del PBI. En el segundo trimestre, los ingresos de capitales de largo plazo representaron 0.7% del PBI.

Para evitar que este repentino deterioro de la balanza de pagos, vía la cuenta corriente y la cuenta de capital, generase una excesiva presión al alza del tipo de cambio, el banco central empezó a vender dólares agresivamente desde mediados del 2008, como se muestra en el gráfico 4, mientras mantenía prácticamente constante la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional. Esta respuesta de política monetaria, muy distinta a la ejecutada en la crisis anterior de 1998-2000, donde subieron juntos el tipo de cambio y la tasa de interés de corto plazo, fue posible gracias a la acumulación previa de un nivel de reservas internacionales de divisas sin precedentes.

En consecuencia, las reservas de divisas de la autoridad monetaria (medidas por la posición de cambio) disminuyeron en un 27%, desde junio del 2008 hasta fines de marzo del 2009, como se puede ver en el gráfico 5. Mientras tanto, el tipo de cambio (el precio de un dólar en soles) apenas subió un 10% en el mismo periodo, cifra bastante menor que la de países vecinos o socios comerciales. A marzo del 2009, después de haber vendido dólares por el equivalente a un 6% del PBI anual, la posición de cambio bordeaba los 20 mil millones de dólares, un 15% del PBI, mientras que la producción domestica no primaria había perdido competitividad respecto a la producción extranjera desde mediados del 2008, a juzgar por la evolución del tipo de cambio real multilateral, como se puede apreciar en el gráfico 6. Para el tercer trimestre del 2009, la tranquilidad había retornado al mercado cambiario, el tipo de cambio nominal era similar al registrado antes del estallido de la crisis financiera internacional, pero la autoridad monetaria todavía no había reiniciado sus compras de dólares esterilizadas.

Gráfico 4

Compras - Ventas de dólares del Banco Central y tipo de cambio



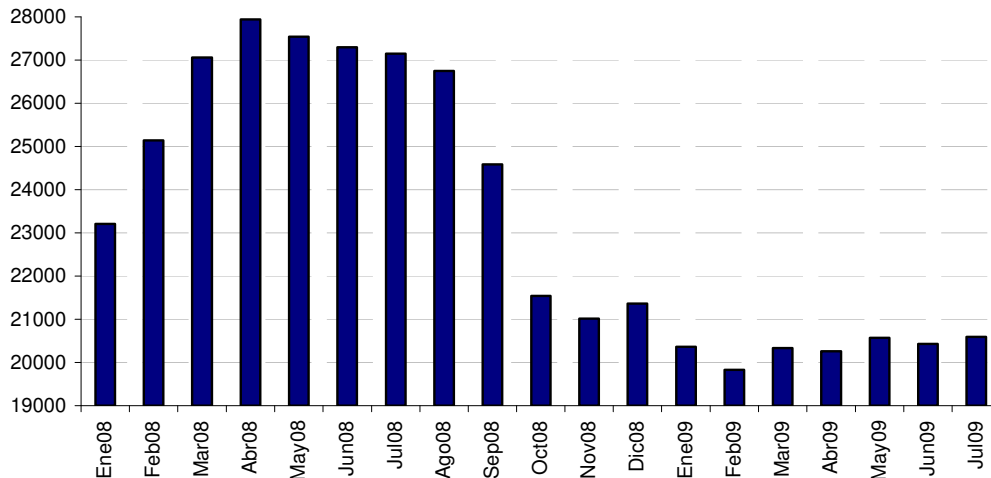
Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Las reservas internacionales vendidas por el banco central durante este periodo de salidas de capital han sido compradas no solo por inversionistas extranjeros sino también por el sector privado local, especialmente por los bancos comerciales y los fondos del sistema privado de pensiones (AFPs). Esta cifra de reservas vendidas no incluye la emisión por parte del banco central de papeles de corto plazo indexados al tipo de cambio pero pagaderos en moneda domestica. Estos papeles son un buen sustituto del dólar para quien no necesita llevar su dinero al exterior y permiten, en cierta forma, multiplicar las reservas de divisas en manos del banco central. El stock de estos papeles representaba, a marzo del 2009, un 15% de la posición de cambio del banco central. Los bancos comerciales usan estos papeles para cubrirse de los compromisos que adquieren cuando venden dólares para entrega a futuro (forwards) a un tipo de cambio fijado hoy, a otros agentes extranjeros o locales que se protegen así contra la devaluación de la moneda nacional (empresas con deudas en dólares) o apuestan a ella. El stock de ventas netas de dólares a futuro (con entrega y sin entrega) se ha incrementado desde mediados del año pasado en una magnitud equivalente a un 15% de la posición de cambio actual del banco central.

Gráfico 5

**Posición de cambio
(mill. US\$)**



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Una característica típica de todas las recesiones iniciadas por choques externos en la economía peruana es que el primer acto de estos dramas es una devaluación brusca o una crisis cambiaria donde se eleva rápidamente el precio del dólar, lo que ocurre normalmente tras una sensible disminución de las reservas de divisas del banco central⁶. Si el choque externo es real (caída de los términos de intercambio), la disminución previa de las reservas de divisas tiende a ser paulatina. Si el choque externo es financiero (salida de capitales), la disminución previa de las reservas de divisas puede ser muy rápida.

La peculiaridad de esta última recesión es que, a pesar de la gran potencia del choque externo, no se ha producido esa crisis cambiaria debido a la enorme venta de dólares que el banco central llevó a cabo en el segundo semestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009. Este rasgo distingue a esta recesión de todas las anteriores; incluida la ocurrida en 1998-2000 donde el tipo de cambio se incrementó casi un 30% entre fines de 1997 e inicios del 2000, ya que el banco central carecía de los medios para realizar una venta de dólares significativa; la posición de cambio del banco central a julio de 1998 era apenas

⁶ Véase Dancourt, Mendoza y Vilcapoma (1997).

el 60% de la deuda externa de corto plazo del sistema bancario o, desde otro ángulo, apenas llegaba al 4% del PBI a principios de 1999, cuando ese mismo año salieron capitales de corto plazo por casi 3% del PBI anual.

2. El choque externo real.

A fines del año 2000 terminó una prolongada recesión causada por el efecto adverso conjunto que las crisis asiática y rusa tuvieron sobre las cotizaciones internacionales de las materias primas de exportación y sobre el ingreso al país de capitales externos. La recuperación posterior estuvo liderada por las exportaciones y ocurrió en un contexto de muy baja inflación.

Esta recuperación estuvo sellada también por cambios en las políticas monetaria y fiscal. La política monetaria, estructurada alrededor de un nuevo sistema de metas explícitas de inflación donde la tasa de interés de corto plazo se constituyó en el principal instrumento de la autoridad monetaria, produjo una mejora gradual de las condiciones financieras en términos del costo y disponibilidad del crédito en moneda nacional⁷. Respecto a la política fiscal, esta tuvo como ejes reducir el déficit fiscal y generar así una trayectoria decreciente de la deuda pública como porcentaje del PBI⁸; y, simultáneamente, crear un mercado interno de deuda pública que extendió gradualmente la estructura de las tasas de interés en moneda nacional hacia el largo plazo, por primera vez en varias décadas.

Esto hizo posible que el banco central aspire a guiar el conjunto de tasas de interés en moneda nacional a plazos largos –que son las que deberían influir sobre las decisiones de consumo y inversión si el sistema financiero no estuviese tan dolarizado- a través del manejo de las tasas de interés de corto plazo; y que diseñe una estrategia activa de desdolarización financiera⁹ tanto para reducir la vulnerabilidad ante los choques externos como para ampliar la potencia de la

⁷ La tasa de interés interbancaria (la que se cobran los bancos entre sí por prestarse soles por un día) se redujo apreciablemente desde niveles situados muy por encima del 10% anual durante 1996-2001 hasta niveles inferiores al 5% anual durante 2002-2006; al mismo tiempo, se liquidó la gran variabilidad que tenía esta tasa de interés cuando el banco central operaba fijando metas para la cantidad de dinero.

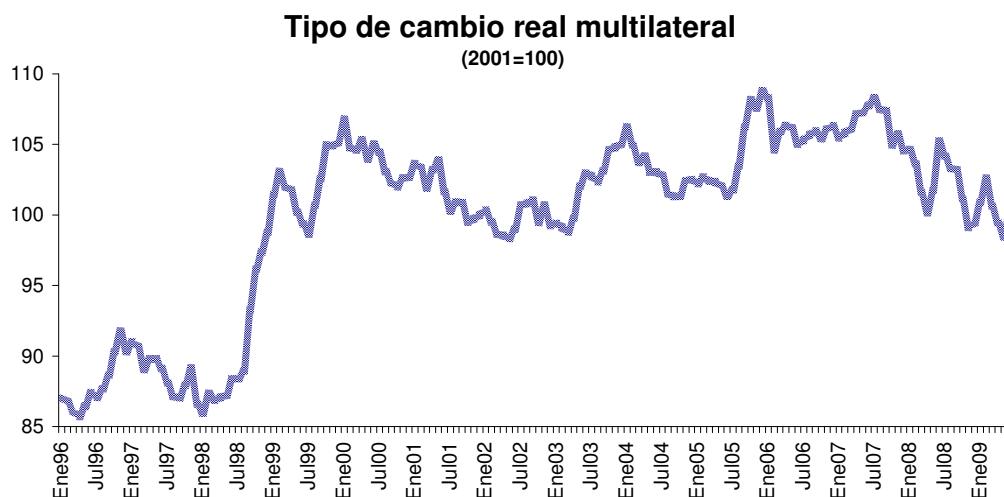
⁸ El déficit fiscal se redujo desde un 2.8% del PBI promedio en 1999-2002 hasta un 0.2% promedio en 2003-2006; en el trienio 2006-08, las cuentas públicas fueron superavitarias. La deuda pública, mayoritariamente externa, cayó desde un 47% del PBI en 2002 hasta un 33% del PBI en 2006; en 2008 era un 24% del PBI.

⁹ Véase Armas y Grippa (2006). El grado de dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado cayó desde 82% en diciembre de 1999 hasta 60% en diciembre del 2006; a diciembre del 2008 era 52%.

política monetaria, al sustituir el crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional.

Estas opciones de política monetaria y fiscal estuvieron acompañadas por una política de acumulación de reservas de divisas¹⁰. El instrumento principal para lograr este objetivo fue una regla de intervención cambiaria que remaba contra la corriente. Es decir, el banco central compraba dólares cuando el precio del dólar bajaba "excesivamente" y vendía dólares cuando el precio del dólar subía "excesivamente". Esta regla de intervención cambiaria esterilizada¹¹ permitió aumentar las reservas de divisas del banco central¹² y resultó en un tipo de cambio real relativamente alto y estable hasta 2006, como se muestra en el Gráfico 6, a pesar del alza sostenida de los precios internacionales de las materias primas de exportación¹³.

Gráfico 6



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

¹⁰ Véase Armas y Grippa (2006).

¹¹ Es decir, que no tiene efectos sobre la tasa de interés de corto plazo. Cuando el banco central compra dólares en el mercado cambiario, paga con soles a los bancos vendedores, lo que tiende a reducir la tasa de interés de corto plazo en el mercado interbancario. Para impedir que esto ocurra, el banco central retira soles de la circulación vendiendo papeles suyos o del gobierno a distintos plazos determinados por la demanda.

¹² En una economía como la peruana, las reservas de divisas del banco central pueden considerarse suficientes si la razón entre las reservas disponibles (la posición de cambio más los encajes de los depósitos en dólares) y los pasivos de corto plazo en moneda extranjera de la banca comercial (los depósitos en dólares más la deuda externa de corto plazo) es igual o mayor que uno. Esta razón, que era apenas 0.49 en junio de 1998, había subido hasta 1.1 en junio del 2006; y, llegaba a 1.8 en junio de 2008, aun si tomamos en cuenta la deuda externa de largo plazo de los bancos comerciales, que era despreciable antes del 2007.

¹³ Véase Dancourt (2008).

Como se puede ver en el gráfico 7, tras superar la recesión de 1998-2000, la marcha de la economía peruana adquirió progresivamente cada vez más velocidad en el periodo 2002-2008, tanto en términos de la tasa de crecimiento del PBI no primario¹⁴ como en términos de la creación de empleos urbanos (y manufactureros) en las empresas de más de 10 trabajadores.

Este prolongado auge de la economía peruana, sin precedentes en las últimas cuatro décadas, finalizó en el último trimestre del 2008 a causa del brusco descenso del valor de las exportaciones y la enorme salida de capitales generadas por la actual crisis mundial. La tasa de crecimiento del PBI en el sector no primario o urbano de la economía peruana cayó en picada desde un 11.8% promedio durante los tres primeros trimestres del 2008 hasta un 0% en el periodo enero-junio del 2009, siempre en comparación con el mismo periodo del año anterior; cabe apuntar que esta tasa del 0% sería negativa si ciertos cambios metodológicos controvertidos no se hubieran introducido recientemente en el cálculo del PBI del sector servicios.

Las ramas productivas que más bruscamente se desaceleraron durante el último trimestre del 2008 fueron los dos motores de la actividad económica no primaria, es decir, la manufactura no primaria, que excluye las actividades de procesamiento de recursos naturales como refinación de metales o fabricación de harina de pescado, y la industria de la construcción. En el periodo enero-junio del 2009, la manufactura no primaria, que depende también de la demanda externa, decreció en -10.2% anual, tras haber registrado una tasa promedio del 12.2% durante los tres primeros trimestres del 2008; y la industria de la construcción solo se expandió en 1.9% en enero-junio del 2009, después de

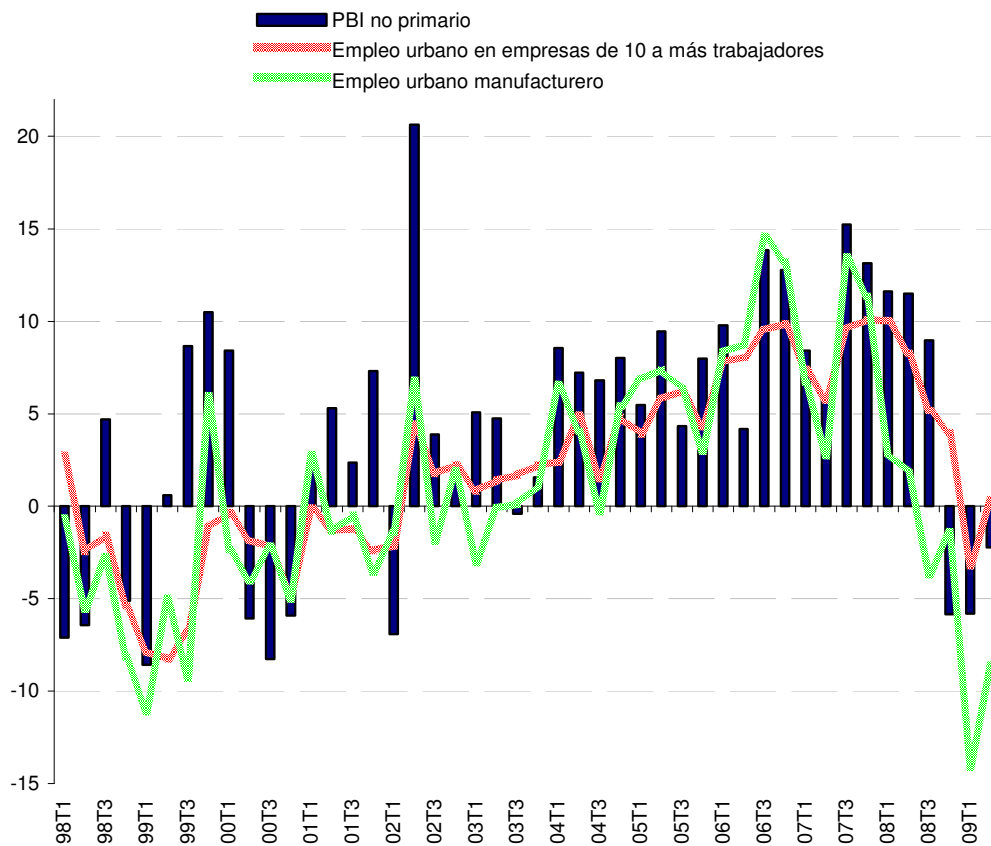
¹⁴ Se puede dividir la economía peruana en dos grandes sectores productivos. De un lado, tenemos al sector primario que agrupa a la agricultura, la minería, la pesca y las actividades de transformación vinculadas a estas ramas (fabricas de harina de pescado, refinerías de metales, etc), cuya producción esta determinada básicamente por factores de oferta (lluvias, temperatura del mar, etc). Y del otro, tenemos al sector no primario que agrega las distintas ramas (manufactura, construcción, comercio y servicios) que conforman la economía del Perú urbano, cuya producción esta determinada por la demanda agregada. Este sector no primario representa el 80% del PBI y casi todo el empleo asalariado; mientras que la minería representa el 60% de las exportaciones pero solo el 1% de la fuerza laboral. La demanda agregada por los bienes y servicios producidos en el sector no primario depende, entre otros factores, de las exportaciones netas originadas en el sector no primario, de las políticas macroeconómicas, y de los precios externos de las materias primas de exportación. Así, una caída de los precios externos de las materias primas de exportación provocará un impulso recesivo en la economía urbana vía una reducción del consumo de bienes nacionales, o vía una reducción de la inversión en construcción, o vía una reducción del gasto publico no financiero porque se reduce la recaudación tributaria en el sector primario. Y, viceversa, un alza de estos precios externos provocará un impulso expansivo en la economía urbana.

haber registrado una tasa promedio del 18.8% anual durante los tres primeros trimestres del 2008, siempre en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Diversas medidas del PBI mensual desestacionalizado, como las publicadas por el Instituto Nacional de Estadística e Informática y por el Banco Central de Reserva del Perú, sugieren que el punto de inflexión, donde las tasas de crecimiento positivas se convierten en negativas, se habría alcanzado en el último trimestre del 2008. Este hecho se confirma en el gráfico 6, donde se presentan las tasas de crecimiento trimestral del PBI no primario, del empleo urbano en las empresas de más de 10 trabajadores, y del empleo manufacturero en estas mismas empresas, a partir de la desestacionalización de las tres series respectivas y comparando cada trimestre con el anterior.

Gráfico 7

PBI no primario y empleo urbano y manufacturero desestacionalizados (variación trimestral anualizada)



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

De acuerdo al comportamiento del PBI no primario desestacionalizado, la recesión se inicio en el último trimestre del 2008 y continuó durante los dos primeros trimestres del 2009; en términos de tasas anualizadas, las caídas fueron de -5.8%, -5.9% y -2.0% respectivamente. La reducción del empleo urbano manufacturero y total en las empresas de más de 10 trabajadores, que ocurre por primera vez desde la recesión anterior de 1998-2000, corrobora el inicio de este nuevo ciclo de contracción del producto y el empleo urbanos. Vale la pena señalar también que el empleo en las empresas manufactureras con más de 10 trabajadores empezó a contraerse antes, desde mediados del 2008, por su dependencia de los mercados externos y por su mayor exposición a la competencia de las importaciones.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no solo revela la magnitud del impulso recesivo externo. También revela la poca inercia que tiene el PBI no primario de la economía peruana debido a la inexistencia de estabilizadores automáticos como el seguro de desempleo, por ejemplo; debido a la gran influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros; y, especialmente, debido al gran ajuste de inventarios que parece haber ocurrido en los sectores comercial e industrial durante el último trimestre del 2008 y los primeros del 2009.

Cuadro 1

Contribución al crecimiento del PBI
(En porcentajes)

	2008				2009
	I	II	III	IV	I
1. Demanda interna	11.1	14.3	14.2	10.7	4.1
2. Exportaciones netas	-1.8	-3	-3	-2.7	2.6
3. Variación de inventarios	1	0.5	-0.3	-1.5	-4.9
Producto Bruto Interno	10.3	11.8	10.9	6.5	1.8

Fuente: Reporte de Inflación, junio.

El cuadro 1 muestra que la reducción de los inventarios ocurrida en el último trimestre del 2008 y en el primero del 2009 representa entre 1% y 5% del PBI del periodo, es decir, explica una buena parte de la caída de la tasa de crecimiento del PBI que, en este cuadro 1, es medida respecto al mismo periodo del año anterior. Ciertamente, es la caída de la demanda final (en nuestro caso,

un descenso de las exportaciones mas los efectos de la salida de capitales sobre la demanda interna) la que origina el impulso recesivo inicial. Pero, la liquidación del exceso de inventarios creado en el transito del auge a la recesión, magnifica de manera transitoria la reducción de la producción y el empleo. Si, además, se reducen los inventarios normalmente deseados por las empresas (como parece haber ocurrido), este componente transitorio de la recesión se hace más prominente¹⁵.

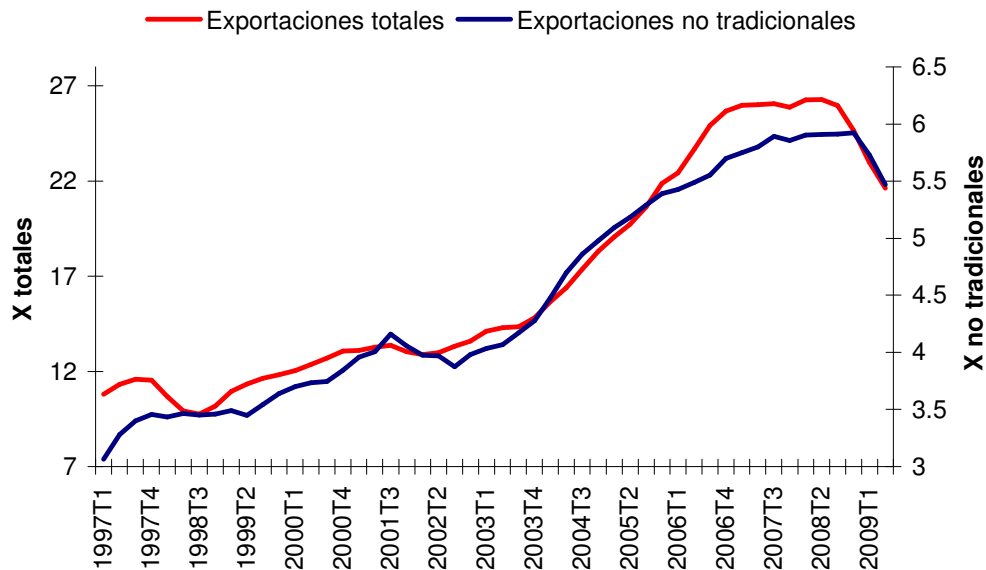
Respecto a la magnitud del impulso recesivo inicial, si las exportaciones representan un 25% del PBI nominal, y si disminuyen en un 30%, el impacto directo de esta caída de las exportaciones (tanto por precios en el sector tradicional como por cantidades en el sector no tradicional) equivale a un 7.5% del PBI nominal. Y como esta caída de las exportaciones tiene un efecto multiplicador (relativamente pequeño en promedio por el peso del enclave minero que explica un 60% del valor exportado) sobre el resto de la economía, tanto vía el gasto en el resto de la economía de parte de los ingresos generados en el sector exportador como vía la demanda de insumos intermedios, podríamos elevar este impacto negativo hasta un 10% del PBI nominal.

En la última década, las exportaciones totales como porcentaje del PBI se han más que duplicado, girando actualmente alrededor del 25% del PBI, como puede verse en el gráfico 8. Como las exportaciones totales eran alrededor de un 10% del PBI durante la recesión anterior de 1998-2000, una caída del 30% del valor exportado similar a la ocurrida en 2009 hubiese generado un impacto total negativo de apenas un 4% del PBI nominal, asumiendo el mismo multiplicador (1.33). De hecho, como en 1998 las exportaciones totales se redujeron en un 15% respecto a 1997, la caída de las exportaciones habría generado un impacto total negativo de apenas un 2% del PBI nominal.

¹⁵ Según el Observatorio Económico del BBVA (agosto del 2009), se infiere de “los resultados financieros de una muestra representativa de empresas manufactureras, (que) el proceso de ajuste a la baja de inventarios continuo en el segundo trimestre (del 2009). Sin embargo, estos no habrían alcanzado (todavía) un nivel acorde con el deseado ni con el promedio de los últimos años”. Sobre el papel de los inventarios en las recesiones, puede verse Blinder y Maccini (1990).

Gráfico 8

**Exportaciones como % del PBI
(promedios móviles - 4 trimestres)**



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

El otro punto que muestra el gráfico 8 es el rápido incremento del peso macroeconómico de las exportaciones no tradicionales, cuyos sectores líderes son las confecciones y la agroindustria, que representan actualmente entre un 5% y 6% del PBI. Este hecho ayuda mucho a explicar la magnitud del impulso recesivo generado en la economía del Perú urbano por la caída de las exportaciones en 2008-09, ya que tanto el empleo generado por dólar exportado como el efecto multiplicador sobre el resto de la economía que caracteriza a estas exportaciones no tradicionales son mucho mayores que los acostumbrados en la minería. Y también sugiere que los ajustes cíclicos de inventarios, tanto de bienes nacionales como importados, que están típicamente asociados a la producción industrial y al gran comercio podrían ser más relevantes en la actualidad.

A este impacto directo e indirecto del descenso de las exportaciones, hay que sumarle los efectos negativos originados por la salida de capitales de largo y corto plazo, que operan sin mediaciones sobre el nivel de actividad económica

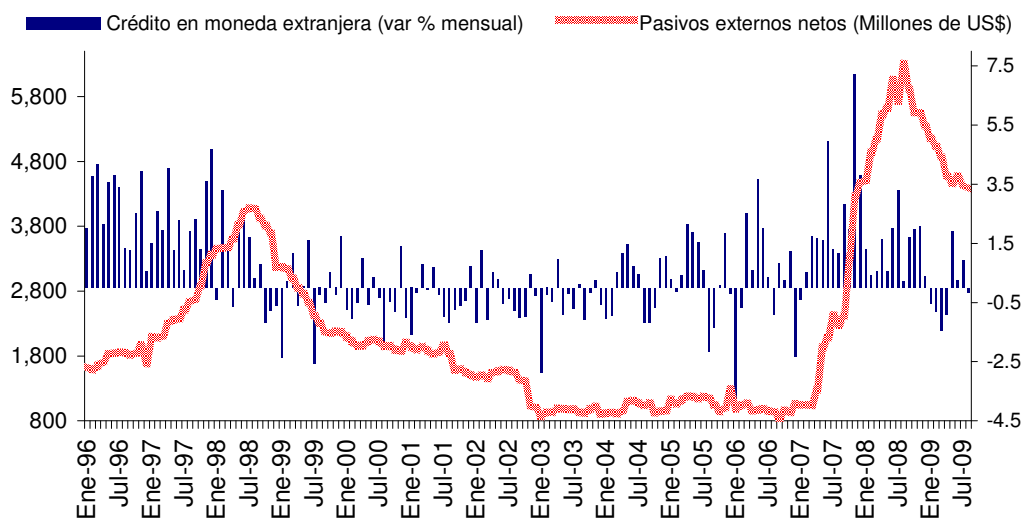
del sector no primario peruano. En primer lugar, la paralización de la inversión directa extranjera en el sector minero, causada por la profunda caída de los precios externos de los metales, disminuye la demanda de la industria de la construcción y de otros proveedores de insumos y servicios.

En segundo lugar, conviene recordar que el sistema financiero peruano está dolarizado. La mitad de los préstamos bancarios a firmas y familias están denominados en dólares y una parte apreciable de estos préstamos se financian con fondos (líneas de crédito de corto y largo plazo) que los bancos locales obtienen en el exterior. Por tanto, un recorte violento de estas líneas de crédito del exterior, como el que ha ocurrido con las líneas de corto plazo que se ha reducido en más de un 1% del PBI entre mediados del 2008 y principios del 2009, implica que se detiene bruscamente la expansión del crédito bancario en moneda extranjera (hipotecarios, comerciales, etc.). Desde fines del 2008, las tasas mensuales negativas de crecimiento del crédito en dólares del sistema bancario al sector privado se han hecho más frecuentes.

Como se puede apreciar en el gráfico 9, un rasgo que comparten la recesión actual y la recesión de 1998-2000 es esta misma secuencia de eventos: un recorte abrupto de las líneas de crédito externas que causa una contracción de los préstamos en moneda extranjera, precedido de una expansión rápida de estas mismas líneas asociada a un boom de crédito en moneda extranjera. En 1998, el recorte de estas líneas de crédito externas de corto plazo fue causado por la crisis rusa; en 2008, el recorte de estas líneas fue causado por la crisis financiera en USA y Europa.

Gráfico 9

Crédito del Sistema Bancario al Sector Privado y Pasivos Externos de las Empresas Bancarias



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Cabe mencionar que fue esta gran expansión crediticia en dólares una de las fuerzas más importantes que sustentó, junto con una política fiscal expansiva, el notable auge que experimentó la demanda interna desde fines del 2006 hasta mediados del 2008. Durante el 2007, el crédito bancario al sector privado en dólares se incrementó por un valor equivalente al 3% del PBI; similar ritmo de incremento se registró durante el primer semestre del 2008. Esta expansión crediticia basada en una rápida acumulación de deuda externa de corto plazo por parte de los bancos locales, fue alentada por el banco central al relajar las regulaciones preexistentes sobre el encaje en moneda extranjera para las líneas de crédito y al elevar la remuneración a este encaje¹⁶. En el boom de crédito en moneda extranjera previo a la recesión de 1998-2000, las líneas de crédito externas estaban exentas del encaje que gravaba a los depósitos en moneda extranjera¹⁷.

Según Blanchard (2009), "uno de los canales a través de los cuales se ha propagado la crisis desde las economías avanzadas hacia las economías

¹⁶ Se impuso en 2004 por vez primera una tasa de encaje a los adeudados con el exterior de la banca comercial igual a la que gravaba los depósitos en moneda extranjera (30% promedio); esta regulación es la que se relajó. También se cambió la forma de fijar la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera al indexarla automáticamente a una tasa Libor de corto plazo. Antes, el directorio fijaba esta tasa de remuneración al encaje y la decisión se hacía pública en la nota de política monetaria mensual, al mismo tiempo que la decisión sobre la tasa de interés de referencia en soles.

¹⁷ Véase Dancourt y Mendoza (2002); también Dancourt y Jiménez (2001).

emergentes ha sido el recorte de las líneas de crédito que las instituciones financieras de las economías avanzadas otorgan a sus subsidiarias extranjeras, lo que ha obligado a estas últimas a vender activos financieros o, a su vez, a cortar el crédito a sus clientes domésticos”.

Mientras mayor sea la fracción de los préstamos locales que esta financiada con estas líneas de crédito externas, es claro que mayor será la contracción del crédito bancario en moneda extranjera generado por un recorte dado de estas líneas. Y también es claro que el efecto recesivo de una salida de capitales vía el recorte de las líneas de crédito externas de corto plazo será mayor, todo lo demás constante, mientras mayor sea el volumen de los préstamos bancarios en moneda extranjera otorgado a firmas y familias o, lo que es lo mismo, mientras mayor sea el grado de dolarización del sistema bancario.

Sin embargo, se ha sugerido que el Perú constituye una excepción a este fenómeno mundial descrito en el último World Economic Outlook del FMI¹⁸. Según esta visión¹⁹, los bancos locales no habrían sufrido ningún recorte exógeno, determinado por la oferta, de sus líneas de crédito. Mas bien, sería la demanda local de líneas de crédito externas la que habría disminuido súbitamente; los bancos locales habrían decidido recortar sus préstamos en moneda extranjera a firmas y familias, justo en el pico del auge más intenso y prolongado que la economía peruana haya experimentado en las últimas décadas. Lo curioso es que esta disminución de la propensión a prestar de los banqueros solo habría afectado a los créditos en moneda extranjera, pues los préstamos en moneda nacional han seguido creciendo a tasas ubicadas entre el 25% anual y el 40% anual desde julio del 2008 hasta julio del 2009, como se muestra en el gráfico 10.

Este gráfico 10 también demuestra que, en materia de crédito bancario, la diferencia entre las recesiones de 1998-2000 y la de 2008-2009 no reside en el comportamiento del crédito en moneda extranjera, que cae en ambas por igual,

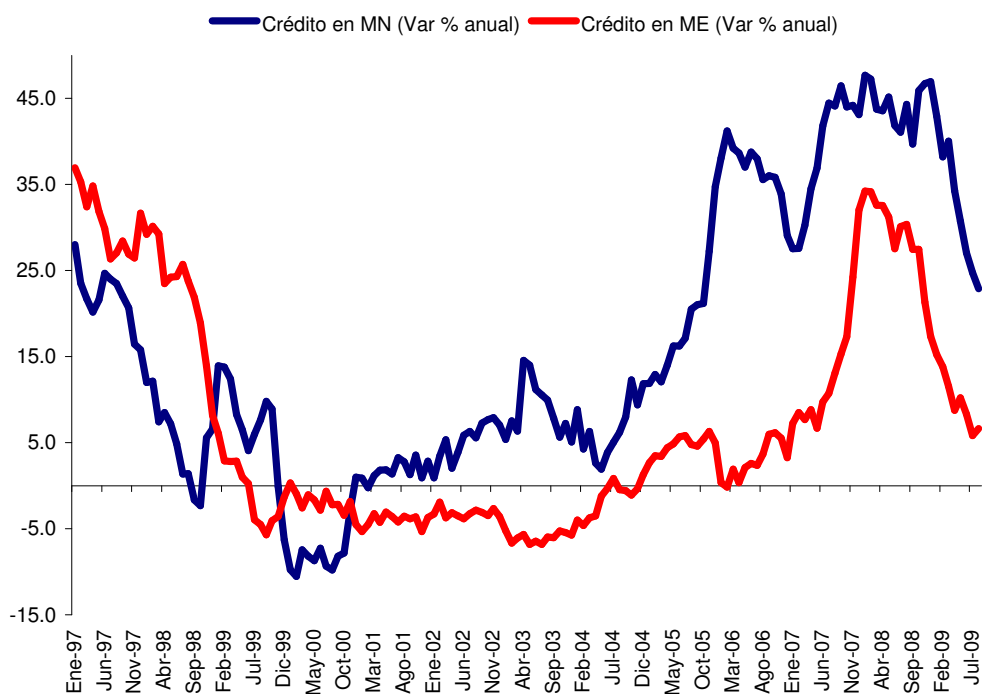
¹⁸ Para un análisis empírico de la importancia que los distintos canales tienen en la propagación de la crisis financieras (pasadas y actual) desde el centro hacia la periferia, véase Balakrishnan et al (2009); los autores concluyen que los países de la periferia más endeudados con los países del centro son los más afectados y que las conexiones o lazos bancarios (líneas de crédito, subsidiarias locales de bancos del centro) son un canal mayor de transmisión en la crisis actual.

¹⁹ La reducción de los adeudados con el exterior del sistema financiero “se explica por la decisión adoptada por los bancos de no renovar estos adeudados debido a que el costo de estas líneas se habría incrementado de manera significativa...y a una posición de liquidez en moneda extranjera suficientemente holgada.” Véase el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo último del BCRP, Pág. 23.

sino en el comportamiento del crédito en moneda nacional. Mientras que el crédito en moneda nacional se contrajo fuertemente en la recesión de 1998, durante la recesión actual el crédito en soles ha seguido expandiéndose vigorosamente. Como veremos, esto tiene conexión con la crisis bancaria ocurrida en 1998-2000 y con las diferentes políticas monetarias aplicadas en estas dos recesiones: muy restrictiva en 1998-2000, neutral en el segundo semestre del 2008 y primer trimestre del 2009, y expansiva a partir de allí.

Gráfico 10

Crédito del Sistema Bancario al Sector Privado



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

La crisis bancaria²⁰, desencadenada por el recorte de las líneas de crédito externas a raíz de la crisis rusa, explica en buena parte esta restricción crediticia general que tipifica la recesión de 1998-2000. De los 25 bancos que existían en

²⁰ Para un análisis detallado de esta crisis bancaria y de la expansión crediticia que la precedió, así como de las distintas formas que asumió el rescate gubernamental, véase Rojas y Costa (2002); este texto es la fuente de los datos aquí citados. Véase también Castillo y Barco (2009), para quienes no hubo una crisis bancaria en 1998-2000.

1997-1998, 11 habían sido liquidados u obligados a fusionarse dos años mas tarde, entre ellos el segundo y el quinto banco por monto de depósitos a diciembre de 1997. Los diversos programas gubernamentales de rescate de las instituciones financieras en problemas alcanzaron un monto equivalente al 2% del PBI, según Rojas y Costa (2002). Los préstamos impagos como porcentaje de los préstamos totales (cartera atrasada y refinanciada o reestructurada sobre colocaciones brutas) aumentaron desde un 8% en 1997 hasta un 17% en 2000; esta cartera atrasada total neta de provisiones, que era un 24% del patrimonio del sistema bancario en 1997, subió hasta un 41% del patrimonio en 2000.

Una regulación prudencial y monetaria²¹ que ignoraba completamente la dolarización del sistema bancario y su profunda dependencia del endeudamiento externo de corto plazo sentó las bases para esta crisis bancaria. Y la respuesta de política monetaria, dejar subir el tipo de cambio y la tasa de interés en moneda nacional en vez de proveer al mercado interbancario con liquidez en dólares y en soles, permitió que el súbito recorte de las líneas de crédito del exterior, un fenómeno muy similar a una corrida masiva de los depositantes, generase vía el multiplicador bancario un proceso de contracción de préstamos, depósitos y encajes en moneda extranjera en todo el sistema, que trajo consigo la quiebra y fusión obligada de varios bancos. Las corridas de los depositantes locales fueron un componente secundario pero importante de este proceso.

A pesar de que la regulación prudencial y monetaria de 2008 era básicamente igual que la de 1998 respecto a la dolarización del sistema bancario y a su dependencia del endeudamiento externo de corto plazo, no ocurrió una crisis bancaria en 2008. ¿Por que? Porque el banco central suministró al mercado interbancario toda la liquidez que este requirió en dólares y en soles a raíz del drástico recorte de las líneas externas. Esto se hizo de manera “automática” al hacer efectiva la tasa de interés de política en el mercado interbancario y al limitar el alza del tipo de cambio.

²¹ Los bancos casan activos y pasivos por monedas, pero prestan en moneda extranjera a quienes obtienen sus ingresos en moneda local. En el Perú, la morosidad de los préstamos en moneda extranjera se eleva sensiblemente con el tipo de cambio; véase Cayazzo et al (2006). El banco central impone una tasa de encaje a los depósitos en dólares (30%) mucho mayor que la tasa de encaje a los depósitos en soles (6%), aunque solo se remuneran los encajes en dólares. Las líneas de crédito externas están sujetas a encaje solo desde 2004 y esta regulación se flexibilizo a mediados del 2007. El regulador bancario no ha exigido nunca capital o provisiones extras por prestar en dólares a quien gana en soles. Sobre la regulación prudencial, véase el detallado trabajo de Cayazzo et al (2006), que concluyen “una investigación realizada en 2004 en diecisiete países que muestran distintos niveles de dolarización parcial” diciendo que “mientras muchos países han puesto en práctica medidas para lograr una adecuada protección frente a los riesgos de tipo de cambio y de liquidez, pocos han hecho lo propio contra el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario”.

3. Comparando 4 recesiones.

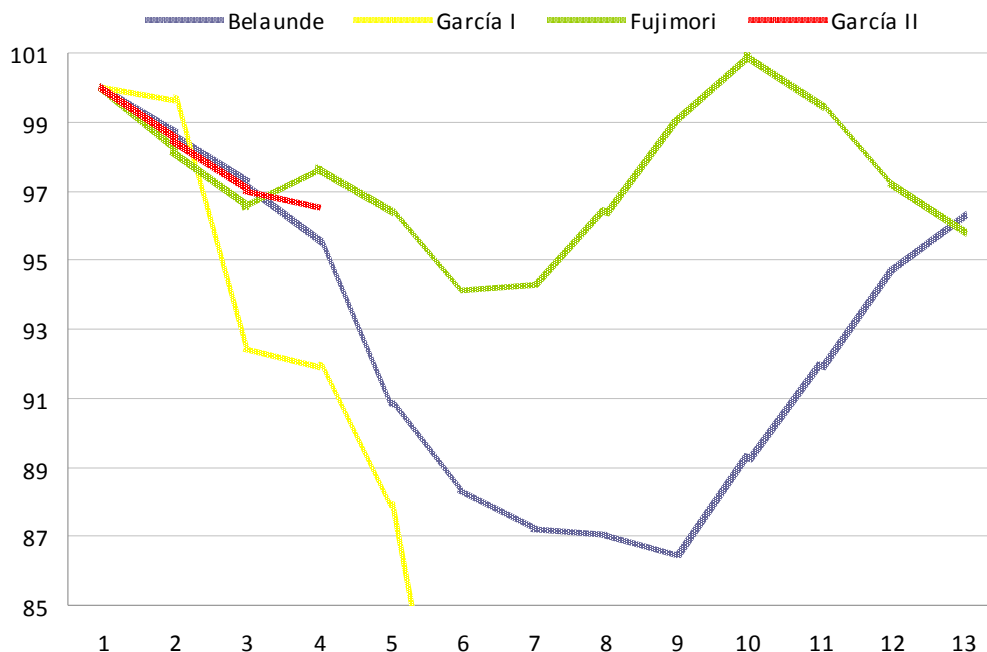
Es ilustrativo comparar la actual recesión en desarrollo con las tres anteriores ocurridas desde 1980, tanto en términos de su severidad (magnitud de la caída del PBI) como de su duración. Estas cuatro recesiones se muestran en el gráfico 11, donde el PBI no primario desestacionalizado del trimestre previo al inicio de cada recesión se hace igual a 100. La recesión actual ha sido denominada García 2 (2008.4-?).

Las 3 recesiones anteriores son las que hemos denominado Belaunde, que dura 8 trimestres (se inicia en 1982.2 y termina en 1984.1), García1 que dura 11 trimestres e incluye los efectos del infame fujishock²² (se inicia en 1988.1 y termina en 1990.3), y Fujimori que dura 12 trimestres (se inicia en 1998.1 y termina en 2000.4). La definición operativa de recesión que hemos usado es una caída del PBI no primario trimestral desestacionalizado que se extiende por más de 2 trimestres consecutivos, lo que permite excluir dos mini-recesiones de solo 2 trimestres consecutivos ocurridas en 1985 y en 1992. No hay una regla simple para fechar el final de estas 3 recesiones, ya que dos de ellas (García1 y Fujimori) tienen forma de W: la producción agregada cae, luego se expande unos pocos trimestres, y vuelve a caer. En estos casos, hemos atendido al contexto macroeconómico para fechar el fin de la recesión; así, hemos incorporado el fujishock y sus secuelas recesivas al episodio de la hiperinflación iniciada en 1988 y hemos unido la recesión posterior a la frustrada segunda reelección de Fujimori con la contracción iniciada en 1998 a raíz de la crisis asiática y la crisis rusa.

Gráfico 11. Perú: las cuatro últimas recesiones.

²² El fujishock, como se le denominó popularmente, fue un choque de oferta negativo de magnitudes catastróficas decretado por el gobierno del recién elegido Alberto Fujimori, que violó así su principal promesa electoral. A mediados de 1990, los precios al consumidor en Lima Metropolitana se multiplicaron por 5 en un solo mes debido, principalmente, a que los precios de los combustibles, que eran fijados por el gobierno, se incrementaron en 30 veces. Los salarios reales y el consumo se desplomaron. El principal antecedente del fujishock ocurrió en setiembre de 1988 durante el primer gobierno de Alan García; en esa ocasión, el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana se duplicó en un solo mes ante un choque de oferta negativo de características similares.

PBI no primario desestacionalizado



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

El gráfico 11 permite apreciar que la recesión García1 pertenece a otra especie. Caídas del producto agregado, medidas entre el pico del auge previo y el piso de la recesión, equivalentes a casi un 5% del PBI trimestral pico, como ocurre con la recesión Fujimori, o incluso equivalentes a un 13% del PBI trimestral pico, como ocurre con la recesión Belaunde, no son comparables con caídas del orden del 40% como ocurre con García1 (donde el piso es el trimestre del fujishock). Ciertamente, esto no implica, por ejemplo, que el empleo disminuyese poco durante la recesión Fujimori (1998.1-2000.4); comparado con el nivel registrado antes del inicio de la recesión, el índice de empleo en las empresas de más de 10 trabajadores (serie que se inicia en 1997) cayó hasta un máximo del 12% (en 2002); y recién en el 2006 se recuperó el mismo nivel de empleo registrado antes de la recesión.

A juzgar por los tres primeros trimestres, el principio de la recesión actual es perfectamente comparable con los principios de la recesión Fujimori o de la recesión Belaunde. Estas tres recesiones tienen un origen común: choques externos adversos que incluyen tanto una caída de las exportaciones como una salida de capitales del país. Lo que las diferencia es la política macroeconómica

que se aplicó en respuesta a este choque externo. En la recesión Belaunde, la respuesta de política monetaria y fiscal (que operó básicamente como un inmenso choque de oferta negativo al subir el tipo de cambio y los precios de los combustibles y otros bienes producidos por empresas estatales) se sumo al impulso contractivo generado por el choque externo; de allí, la severidad y la extensión de esta recesión que estuvo asociada a una fuerte aceleración de la tasa de inflación que salto desde un 60% anual en 1982 hasta un 120% anual en 1983.

En la recesión Fujimori, la respuesta de política monetaria (subir el tipo de cambio y la tasa de interés²³) agravó el impulso contractivo inicial pero la política fiscal expansiva, vinculada orgánicamente al intento frustrado de reelección de Fujimori, contrarrestó al principio estos impulsos contractivos, aunque luego del proceso electoral se convirtió en política fiscal contractiva y se sumo a ellos²⁴; de allí, la forma de W que tiene esta recesión y su carácter menos severo, aunque esta ligada a una crisis bancaria²⁵. Un punto importante es que esta recesión Fujimori es la primera, de todas las ocurridas desde 1950, que esta asociada a una reducción de la inflación, que disminuye desde un 7-8% anual a principios de 1998 hasta un 3-4% anual a fines del 2000, a pesar de que ocurre una devaluación de casi un 30% entre fines de 1997 y principios del 2000.

Como veremos a continuación, en la recesión actual, a diferencia de todas las recesiones ocurridas en las últimas 6 décadas, se han aplicado políticas monetarias y fiscales expansivas, aunque con rezagos y errores, por vez primera en el Perú. Ese es uno de sus rasgos distintivos. Esto sugiere que la recesión actual podría ser la menos severa y extensa de todas las que ha sufrido la economía peruana desde 1980. Pero, en el otro lado de la balanza, esta el choque externo adverso más potente de los últimos 60 años. En cualquier caso, la recesión actual podría ser parecida a la recesión Fujimori en términos de la caída del PBI no primario entre pico y piso –ya se registra un descenso del 5% del PBI no primario entre el pico del auge ocurrido en el tercer trimestre del 2008 y el segundo trimestre del 2009- aunque su duración en trimestres pueda ser menor.

²³ La tasa de interés interbancaria subió desde un promedio del 11.6 % anual en el segundo semestre de 1997 hasta un promedio del 15.5 % anual en el primer semestre de 1998; luego, en el segundo semestre de 1998, salto hasta un promedio del 22.5% anual.

²⁴ Véase Dancourt y Jimenez (2001).

²⁵ Véase Rojas y Costa (2002) y Castillo y Barco (2009).

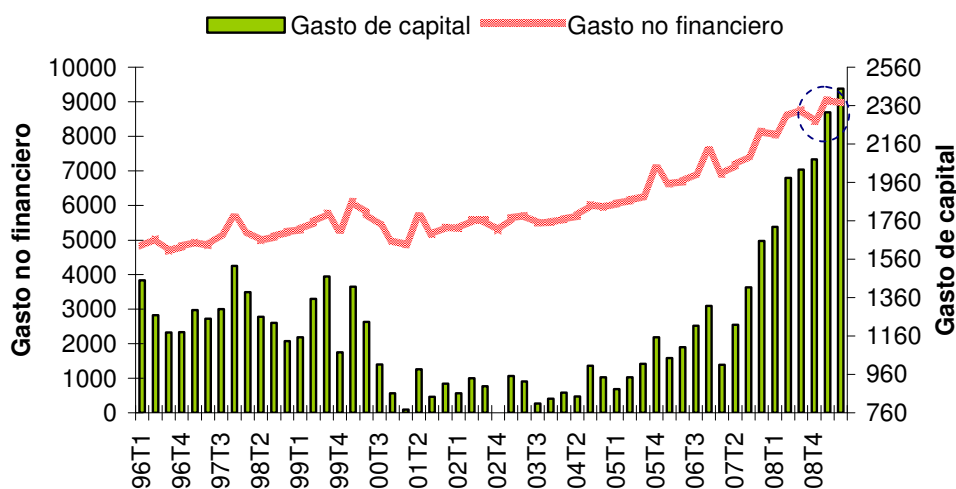
4. La respuesta de política macroeconómica.

Además del choque externo adverso de enorme magnitud, que impactó simultáneamente sobre el sector real y el financiero, existen diversos factores domésticos que explican de manera secundaria la repentina liquidación de este prolongado auge experimentado por la economía peruana y el rápido tránsito a una recesión a partir del último trimestre del 2008.

El más importante de estos factores es, quizás, el inoportuno ajuste del gasto público ejecutado durante el último trimestre del 2008 por el ministro de economía Valdivieso. En el gráfico 12, puede verse la caída notoria que sufre el gasto público no financiero desestacionalizado en el último trimestre del 2008. Un punto que merece destacarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central en un 18% durante el último trimestre del 2008 respecto al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 12

Gasto no financiero del Gobierno General (variables reales desestacionalizadas)



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

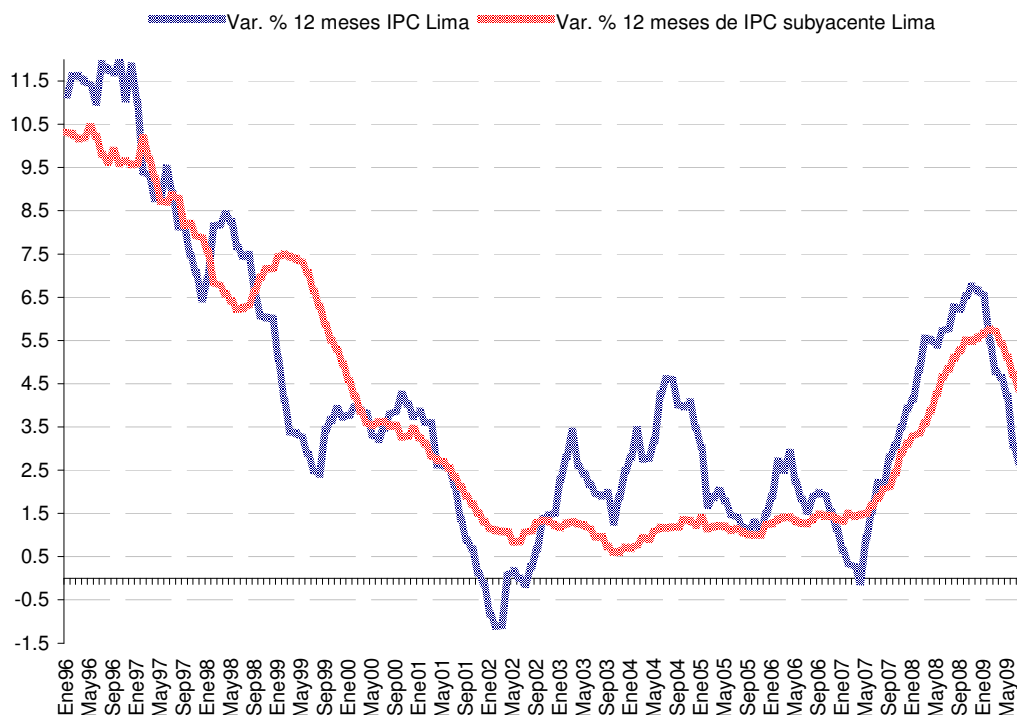
El gráfico 12 también muestra el proceso previo de expansión fiscal que había sido puesto en marcha por el ministro Carranza en 2006 y había contribuido,

junto con el boom del crédito en moneda extranjera, a pasar de un crecimiento del 6-7% anual del PBI a uno del 9-10% anual. Allí también puede verse que el gobierno de Toledo (2001-2006) realizó un drástico recorte de la inversión pública para alcanzar la meta de reducir el déficit fiscal como porcentaje del PBI.

El ajuste fiscal del ministro Valdivieso estaba destinado a enfriar un poco la economía y bajar así la tasa de inflación, que se había disparado desde un 1% anual a mediados del 2007 hasta un 7% anual a fines del 2008, medida por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana (véase el gráfico 13). Justo a inicios del 2007, el banco central había rebajado el límite superior de su meta de inflación de 3.5% a 3% anual. Como las clases populares carecen de toda protección institucionalizada contra una aceleración de la inflación (no existe indexación a la inflación pasada del salario mínimo legal, de las pensiones de jubilación, etc), y como la inflación estaba liderada por los alimentos que tienen un peso mayor en la canasta de los estratos populares, este proceso provocó una reducción del poder de compra de estos estratos, un descontento masivo, y una sustancial merma de la popularidad del presidente García. De allí, el cambio en el ministerio de economía (MEF) de Carranza por Valdivieso, el ajuste del gasto público y la adopción de otras medidas como el subsidio a los combustibles importados o las rebajas generalizadas y unilaterales de aranceles a las importaciones; no hubo, sin embargo, aumentos del salario mínimo o las pensiones de jubilación pagadas por el gobierno.

Gráfico 13

Inflación



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Este alza de la inflación respondía, en parte, a un choque de oferta negativo (subida de alimentos y combustibles importados) y, en parte, a una considerable presión de demanda, como lo revela la paulatina elevación de la inflación subyacente (que excluye del índice de precios al consumidor los precios más volátiles de combustibles, alimentos frescos y otros) desde menos del 2% a inicios del 2007 hasta casi un 6% a fines del 2008 y principios de 2009 (véase el gráfico 12). Muchos economistas peruanos que han conocido toda clase de inflaciones cambiarias e hiperinflaciones, pero que no habían visto nunca una autentica inflación por demanda de libro de texto como esta última, se resisten todavía a este diagnóstico.

En el 2004 ocurrió también un choque de oferta negativo similar (alza de alimentos y combustibles importados), pero la economía urbana no crecía a un ritmo chino superior al 10% anual como en 2007-2008, sino a una tasa menos espectacular (véase el gráfico 6). Como resultado, la inflación subyacente, que por construcción es más sensible a las presiones de demanda que la inflación

total, se elevó muy poco durante 2004 en abierto contraste con lo que ocurrió en 2007-2008 (véase el gráfico 13).

Fue en estas circunstancias, mientras el debate macroeconómico doméstico giraba alrededor de cómo encarar el aumento de la inflación en una economía que crecía muy rápidamente, que el choque externo adverso empezó a desplegar sus efectos sobre la economía peruana. Desconcertado ideológicamente, el gobierno de García adoptó la línea dura de negar de plano cualquier impacto adverso que la crisis mundial pudiera tener sobre la economía peruana. Estamos blindados, repetían los discursos oficiales. Mientras tanto, altos funcionarios del ministerio de economía sugerían públicamente que el choque externo adverso, mas el ajuste fiscal que el MEF llevaba a cabo, colocaría suavemente a la economía peruana en una trayectoria de crecimiento sostenible igual a la tasa de expansión del producto potencial, que se calculaba cerca de un 7% anual. En el Reporte de Inflación de setiembre del 2008 se proyectaba que la economía peruana crecería al 6.5% durante el año 2009 y al 7% durante el año 2010.

Esta negación sistemática de los eventuales impactos de la crisis económica mundial generó una respuesta de política macroeconómica que abrió las puertas a la recesión. En una primera etapa, durante el segundo semestre del 2008, la mezcla de política macroeconómica consistió en reducir el gasto público, mantener constante la tasa de interés de referencia que el banco central había elevado progresivamente hasta un 6.5% anual para combatir la inflación y, por último, vender agresivamente dólares para impedir un alza significativa del tipo de cambio (que hubiera podido echar más leña al fuego de la inflación). Es decir, cuando ya existía cierta evidencia que permitía actuar preventivamente con una política monetaria y fiscal expansivas²⁶, ni se redujo la tasa de interés ni se incrementó el gasto público para amortiguar los impulsos recesivos que la caída de exportaciones y la salida de capitales iban a originar inevitablemente, como enseña la experiencia; ciertamente, la masiva venta de dólares moderó los impulsos recesivos generados por la salida de capitales e impidió una crisis cambiaria, cosa que no ocurrió en la recesión de 1998-2000. Y la intervención en el mercado de bonos públicos impidió que la salida de capitales elevase permanentemente las tasas de interés de largo plazo en moneda local.

²⁶ Véase, por ejemplo, los artículos del profesor Waldo Mendoza en el diario La Republica durante el último trimestre del 2008.

El BCRP²⁷ se ha justificado diciendo que no se puede bajar la tasa de interés cuando salen los capitales y presionan el tipo de cambio hacia el alza, aunque sepamos que este choque externo (salida de capital y caída de exportaciones) genera también un fuerte impulso recesivo. Según el BCRP, "una reducción de la tasa de interés de referencia en el contexto de los últimos meses de 2008 no era recomendable, ya que debido a la incertidumbre financiera y a las presiones depreciatorias la disminución de la tasa de interés del BCR habría sido anulada por el aumento del tipo de cambio". Si este era el diagnóstico, ¿por qué entonces no subir la tasa de interés de manera prekeynesiana como en Hungría o Rusia? El hecho es que, enfrentados a este mismo choque externo adverso, otros bancos centrales, de países exportadores de materias primas o de manufacturas con libre movilidad internacional de capitales y que también siguen el sistema de metas explícitas de inflación, bajaron sus tasas de interés uno o dos trimestres antes que en el Perú y muchos de ellos vendieron también dólares²⁸, como se puede ver en el cuadro 3.

Cuadro 2

Cambios en la tasa de interés de referencia del banco central
(En puntos básicos)

	Brasil	Colombia	Chile	México	Perú	Australia	Canadá	Corea
2008.3	50	25	150	75	75	-25	0	25
2008.4	0	-50	0	0	0	-275	-150	-225
2009.1	-250	-250	-600	-150	-50	-100	-100	-25
2009.2	-200	-250	-150	-200	-300	-25	-25	0

Fuente: Reporte Inflación, BCRP, junio 2009.

La idea básica es que, en estas circunstancias, la autoridad monetaria tiene dos instrumentos de política independientes: la venta de dólares esterilizada²⁹ y la tasa de interés³⁰. El primer instrumento se usa para combatir un alza excesiva

²⁷ Véase la carta del BCRP en el diario La República (28/6/2009), que responde a un artículo del profesor Waldo Mendoza publicado el domingo anterior (21/6/2009).

²⁸ Para una descripción de las políticas monetaria y fiscal aplicadas en Latinoamérica ante este choque externo adverso, véase "Perspectivas Económicas: las Américas", FMI, 2009.

²⁹ Es decir, la venta de dólares por parte de la autoridad monetaria se hace sin afectar la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional.

³⁰ Este argumento surge de un modelo Mundell-Fleming con libre movilidad de capitales donde los activos financieros domésticos y externos son sustitutos imperfectos entre sí. Véase, por ejemplo, Krugman y Obstfeld (2001), cap. 17, o Dancourt (2008). En estas condiciones, el banco central puede fijar la tasa de interés y el tipo de cambio, siendo la oferta de dinero y las reservas de divisas variables determinadas por el mercado; por el contrario, si el banco central fija la cantidad de dinero y las reservas de divisas, entonces la tasa de interés y el tipo de cambio son variables determinadas por el

del tipo de cambio, y el segundo instrumento para combatir el impulso recesivo, ambos desencadenados por el choque externo adverso; en este tipo de contexto, lo normal es que las presiones inflacionarias pierdan fuerza si el nivel de inflación inicial es bajo y el alza del tipo de cambio es moderada. El primer instrumento fue usado oportunamente por el BCR; el segundo instrumento fue usado con un par de trimestres de retraso.

Ciertamente, una rebaja significativa de la tasa de interés en 2008.4 habría implicado una mayor venta de dólares para mantener el tipo de cambio constante a pesar de la salida de capitales; pero, también es cierto que limitar la venta de dólares y la consiguiente pérdida de reservas de divisas del banco central, hubiera exigido dejar que el tipo de cambio subiera algo más de lo que efectivamente subió.

El banco central de una economía como la peruana, con un sistema financiero dolarizado, tiende naturalmente a clasificar como excesivos incrementos del tipo de cambio que, en otras economías donde los sistemas financieros operan en moneda nacional, no serían considerados como tales. Hay dos efectos de un alza del tipo de cambio que están detrás de esta tendencia³¹: un efecto inflacionario, que se explica porque hay un importante componente importado (directo de bienes finales o indirecto de insumos) en el índice de precios al consumidor de una economía pequeña como la peruana; y un efecto recesivo denominado hoja de balance. Este último se refiere a que un alza excesiva del precio del dólar en soles eleva bruscamente la carga de la deuda para firmas y familias que obtienen sus ingresos en soles pero tienen sus deudas denominadas en dólares. Este aumento de la carga de la deuda (se eleva la fracción del ingreso que se destina al pago de la deuda) que recae sobre firmas y familias reduce la demanda agregada (consumo e inversión) y, además, puede incrementar la cartera pesada (los préstamos impagos como fracción de los préstamos totales) de los bancos. A este efecto hoja de balance alude el BCR cuando dice que la rebaja de la tasa de interés (y su efecto expansivo sobre la demanda agregada, la producción y el empleo) hubiese sido anulada por el aumento del tipo de cambio.

mercado. También tiene esta propiedad el modelo Mundell-Fleming con bancos que prestan en soles y en dólares usado por Dancourt y Mendoza (2002). El banco central no puede fijar ambas variables, la tasa de interés y el tipo de cambio, sino solo una de ellas, cuando los activos financieros domésticos y externos son sustitutos perfectos entre sí, (ambos activos rinden lo mismo en la misma moneda), y existe libre movilidad internacional de capitales; véase Blanchard (2006). Esta última condición se conoce como la trinidad imposible.

³¹ Véase Calvo y Reinhart (2000), sobre este miedo a la flotación del tipo de cambio.

Existe, finalmente, un tercer efecto expansivo del alza del tipo de cambio que ocupa un lugar destacado en los libros de texto de macroeconomía. Cuando sube el tipo de cambio, los precios en soles de los bienes importados se elevan más que los precios en soles de los bienes producidos en el país, si los salarios nominales permanecen constantes y, por ende, se encarecen relativamente los bienes importados que compiten con la producción nacional en el mercado interno. Y también ocurre, en estas condiciones, que se reducen los precios en dólares de los bienes manufacturados que el país vende en el extranjero. De esta manera, de un lado, un alza del tipo de cambio abarata los bienes nacionales respecto a los extranjeros, eleva la demanda de bienes nacionales en los mercados interno y externo, y así estimula su producción. Y del otro, reduce los salarios reales, lo que tiende a reducir el consumo y la producción.

Como el efecto expansivo tiende a operar más lentamente que el efecto inflacionario o que el efecto hoja de balance, para una economía dolarizada como la peruana, la hipótesis más razonable es que una devaluación significativa será recesiva y tendrá un impacto inflacionario en el corto plazo³². No es simple, sin embargo, establecer cual es el límite que define esta "devaluación significativa" (15% o 30% anual) que, en parte, depende de la tasa de inflación inicial y, en parte, de si hay otras fuerzas que expanden o contraen la demanda agregada.

En estas condiciones, si el banco central impide un excesivo incremento del tipo de cambio a través de la venta de dólares y, simultáneamente, rebaja la tasa de interés, esta amortiguando o mitigando el choque recesivo e inflacionario que traen consigo una salida de capitales y una caída de las exportaciones.

Si bien el banco central retraso equivocadamente la rebaja de la tasa de interés de referencia por un par de trimestres, el principal error de política monetaria se cometió antes del segundo semestre del 2008, es decir, antes de que estallase la crisis financiera en USA con la quiebra de Lehman Brothers, y antes de que se desplomasen los precios internacionales de las materias primas de exportación. Esencialmente, fue el mismo error de política monetaria que se cometió antes de que la crisis asiática y la rusa generasen la recesión de 1998-2000. Como hemos detallado anteriormente, este error consistió en fomentar un boom de crédito en moneda extranjera basado en el endeudamiento externo de corto plazo de los

³² Véase Rossini y Vega (2007).

bancos locales. Este boom de préstamos en moneda extranjera hizo que la economía peruana fuese más vulnerable al choque recesivo gestado a mediados del 2008 por el recorte de las líneas de crédito externas.

Por último, cabe mencionar que este retraso en la rebaja de la tasa de interés estuvo también vinculado a la propensión reciente del banco central a utilizar, sin éxito aparente, la tasa de encaje en moneda nacional como instrumento alternativo a la tasa de referencia de corto plazo. En la primera mitad del 2008, la autoridad monetaria elevó sistemáticamente la tasa de encaje que recae sobre los depósitos bancarios en moneda nacional, con el propósito de enfriar la economía que crecía a un ritmo del 10% anual, en un contexto donde ocurría un notorio aumento de la inflación y una fuerte expansión del crédito bancario. Luego, a fines del 2008 y principios del 2009, el banco central redujo varias veces esta misma tasa de encaje para contrarrestar el impulso recesivo generado por la caída de las exportaciones y la salida de capitales.

La autoridad monetaria utilizó este instrumento de política, que había estado en desuso por muchos años, como un sustituto de la tasa de interés de referencia para el mercado de fondos interbancario. Es decir, elevo (o redujo) la tasa de encaje para no subir (o bajar) la tasa de interés de referencia; como dice, por ejemplo, una nota de prensa del banco central (26/03/2008), "el impacto del aumento del encaje en moneda nacional de febrero habría sido equivalente a 59 puntos básicos de incremento en la tasa de referencia". Hasta este reciente episodio de marcados cambios en la tasa de encaje, la tasa de interés de referencia había sido el principal instrumento de política monetaria del sistema de metas explícitas de inflación adoptado desde 2002.

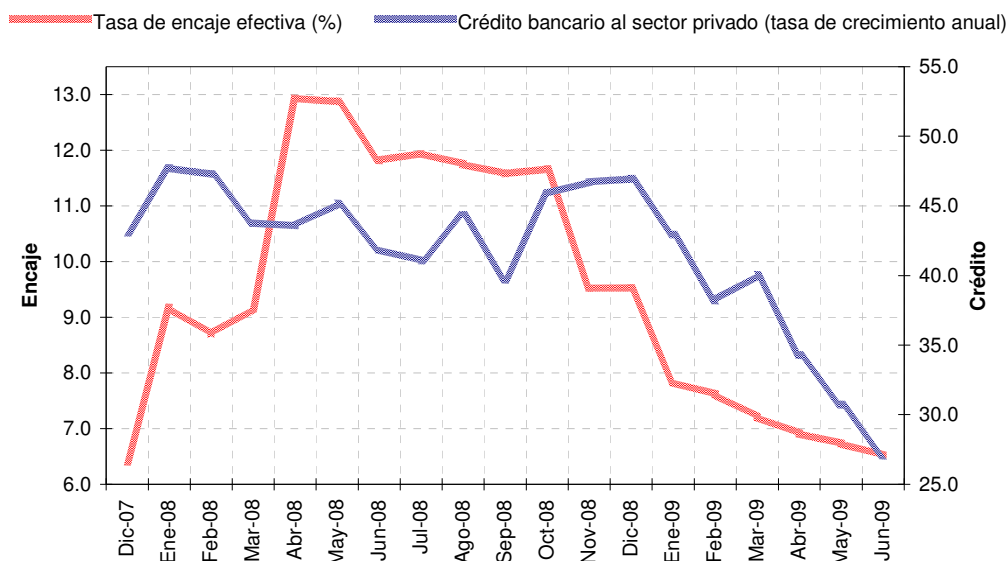
¿Cuáles son los hechos estilizados vinculados a este episodio? Como se puede ver en el gráfico 14, el crédito bancario en soles se expandió a tasas sumamente altas, a pesar de la duplicación de la tasa de encaje efectiva a los depósitos en moneda nacional ocurrida entre diciembre de 2007 y abril de 2008; y las tasas de crecimiento del crédito bancario descendieron sensiblemente en el 2009, a pesar de la reducción drástica de la tasa de encaje ocurrida en el último trimestre del 2008 y principios del 2009; es decir, lo contrario de lo que deberíamos esperar.

Al subir la tasa de encaje, la oferta de crédito debió reducirse, a no ser que los bancos (en particular, los más grandes) tuvieran muchos recursos líquidos

(bonos públicos y papeles del banco central) y mucho optimismo para seguir prestando. Al bajar la tasa de encaje, la oferta de crédito debió expandirse, si todo lo demás permanecía constante; se podría argüir entonces que, con el inicio de la recesión, la demanda de crédito en moneda nacional se redujo naturalmente y/o que los banqueros se tornaron pesimistas³³.

Gráfico 14

Tasa de encaje efectiva y crédito en moneda nacional



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

El comportamiento de la tasa de interés bancaria en soles ante estos cambios en la tasa de encaje, se puede ver en el gráfico 15. La tasa de interés activa hasta 360 días subió y bajó de la misma manera y en similar magnitud que la tasa de interés interbancaria³⁴; esta última, a su vez, replicó la trayectoria de la tasa de interés de referencia fijada por el banco central. Es decir, no se percibe efecto alguno sobre la tasa activa de interés en soles hasta 360 días de la duplicación de la tasa de encaje ocurrida entre diciembre de 2007 y abril de 2008; ni

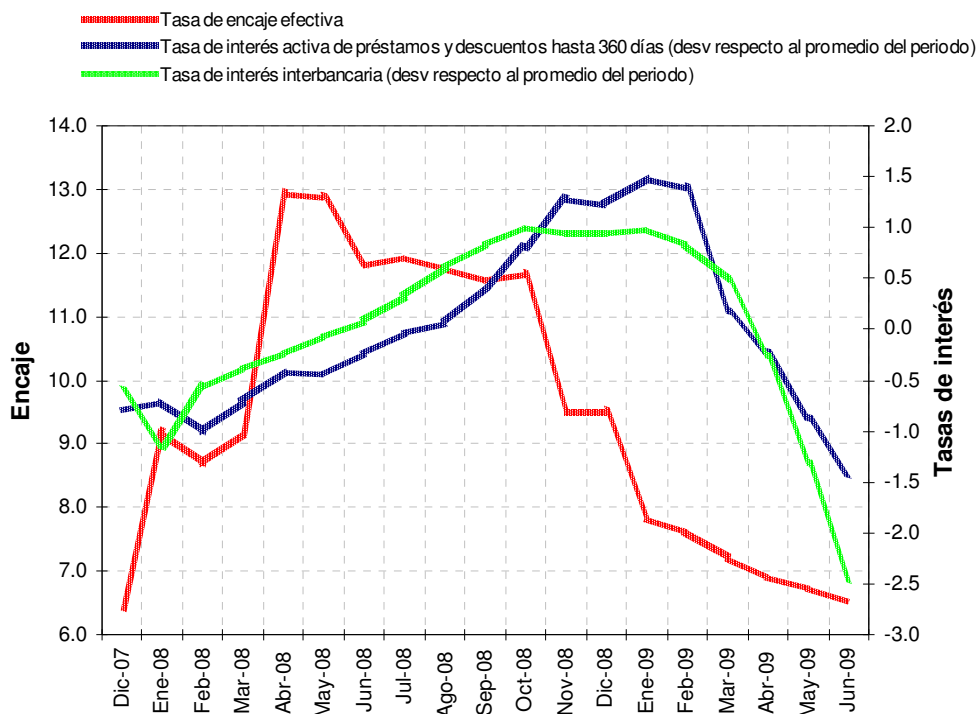
³³ El racionamiento crediticio en moneda extranjera causado por el recorte de los fondos interbancarios provenientes del exterior debería operar en dirección contraria, aumentando la demanda de préstamos en soles, si es que ambos tipos de crédito son sustitutos entre sí.

³⁴ Los coeficientes de traspaso que conectan los cambios en la tasa de interés interbancaria con los cambios en las tasas de interés en soles activas y pasivas de plazos mayores han ido aumentando durante esta década, como documenta el Reporte de Inflación de junio último. En la actualidad, “el impacto de una modificación de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria sobre la tasa de préstamos hasta 360 días es de 0.56 puntos porcentuales en el lapso de 2 meses.”

tampoco se percibe efecto alguno de la reducción drástica de la tasa de encaje ocurrida a partir del último trimestre del 2008.

Gráfico 15

Encaje y tasas de interés (%)



Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Esta primera etapa en el desarrollo de la respuesta de política macroeconómica terminó cuando el gobierno de García abandonó aparentemente la línea dura y decidió lanzar un programa anticrisis ante la clara desaceleración del crecimiento económico y el malestar creciente de los gremios empresariales. Sin embargo, pronto se reveló que este programa anticrisis había sido concebido como un instrumento puro de propaganda destinado a infundir el optimismo entre los empresarios. No había un solo sol de gasto público extra. Después del obligatorio reemplazo en el MEF de Valdivieso por Carranza, el gobierno de García volvió a lanzar a principios del 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, del programa anticrisis.

En esta segunda etapa, iniciada en el segundo trimestre del 2009, el banco central reduce de manera rápida y decidida la tasa de interés de referencia

desde un 6% anual hasta un 2% anual, mientras el MEF lanza un nuevo plan anticrisis que gira alrededor de una sola bala de plata: un aumento de la inversión pública.

En esencia, se trata de impedir la paralización de la industria de la construcción poniendo en marcha un programa de grandes obras públicas. El gobierno proyecta para 2009, según el Reporte de Inflación de marzo pasado, que la inversión pública crecería a una tasa del 50% anual durante 2009, elevando así su participación desde un 4% hasta un 6% del PBI. Durante el primer semestre del 2009, la inversión pública real del gobierno general solo aumentó en un 18% respecto al mismo periodo del año anterior.

Este impulso fiscal y la reducción de la recaudación tributaria³⁵, debido a la caída de los precios externos de las materias primas y a la propia recesión, convertirían el superávit fiscal de 2.1% del PBI del 2008 en un déficit fiscal del 1.8% del PBI en 2009, según el Reporte de Inflación de junio. Para el primer semestre del 2009, los ingresos totales reales del gobierno central habían disminuido en casi 18% mientras que los gastos no financieros reales habían aumentado un 14%, siempre respecto al mismo periodo del año anterior; por tanto, el superávit total del gobierno general, que siempre tiende a ser mayor en la primera mitad del año, se redujo desde un 5% del PBI en el primer semestre del 2008 hasta un 1% del PBI en el primer semestre del 2009. El déficit fiscal anual, que podría exceder las proyecciones, se financiaría sin mayor dificultad; en lo que va del 2009, el gobierno ha colocado en los mercados de Nueva York dos emisiones de bonos soberanos por un total de 2 mil millones de dólares, lo que equivale a poco más de 1.6% del PBI anual; y puede colocar bonos en moneda nacional en el mercado financiero local.

Aunque existen otros componentes secundarios en este paquete de política fiscal expansiva, como la rebaja del precio de los combustibles en 10% o el incremento de la devolución de impuestos a los exportadores no-tradicionales, la gran cuestión es saber cuando realmente empezara a operar este impulso fiscal concentrado en el gasto público en infraestructura. El gráfico 11 permite ver que, en términos desestacionalizados, la inversión pública del gobierno general ha experimentado un incremento en el primer trimestre del 2009, aunque es

³⁵ En el primer semestre del 2009, la recaudación tributaria real cayó un 15% respecto al mismo periodo del año anterior. Los dos principales tributos, el impuesto general a las ventas (IGV) y el impuesto a la renta, cayeron en 7% y 20% respectivamente. Una razón para la caída del IGV es la fuerte disminución de las importaciones en 30% durante el primer semestre del 2009.

claro que los grandes proyectos de infraestructura todavía no han empezado a ejecutarse.

El plan anticrisis del gobierno excluyó otras medidas que hubieran elevado la demanda agregada de bienes nacionales, especialmente para la manufactura no primaria orientada al mercado interno que está expuesta a una fuerte competencia de importaciones, como las reclamadas recientemente por la principal central sindical del país y que incluyen el aumento de los aranceles (que el gobierno ha rebajado repetidamente en los últimos años) y la suspensión de la firma de nuevos tratados de libre comercio (con China se firmó uno recientemente). El gobierno también descartó de plano un incremento del salario mínimo o la posibilidad de reducir temporalmente algunos tributos, como el impuesto general a las ventas, que recaen sobre las clases medias y populares, que pueden surtir efecto sobre la demanda agregada mucho más rápido que un aumento del gasto público en infraestructura, aunque con menor potencia quizás.

Aquí conviene recordar que, durante la recesión de 1998-2000, el gobierno de Fujimori aumentó el consumo público antes que la inversión pública, de tal modo que el impulso expansivo demoró menos en producirse y no se sintió en la industria de la construcción sino en la industria manufacturera no primaria³⁶.

4. Las perspectivas inmediatas.

Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones y la salida de capitales. También es claro que el gobierno de García abrió las puertas a esta recesión con la tesis del blindaje de la economía peruana ante los efectos de la crisis mundial, y con los errores de política macroeconómica cometidos al amparo de esta tesis, algunos garrafales como la política fiscal contractiva en el último trimestre del 2008 y otros menos graves como el retraso innecesario de la rebaja de la tasa de interés.

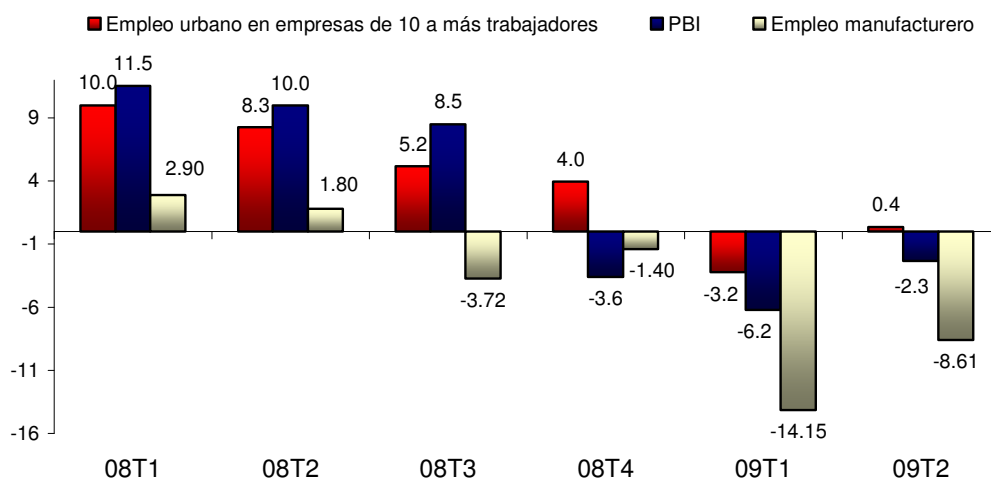
La disminución sustantiva de las importaciones y de la recaudación tributaria durante el primer semestre del 2009 confirman que la economía atraviesa una recesión en toda regla, aunque el gobierno se resiste a admitirlo. El gráfico 16 permite apreciar, con las series desestacionalizadas, que la producción agregada (PBI) ha disminuido ya por tres trimestres consecutivos, mientras que el empleo

³⁶ Véase Dancort y Jiménez (2001).

urbano manufacturero en las empresas de mas de 10 trabajadores ha caído por cuatro trimestres consecutivos; el empleo urbano total en las empresas de mas de 10 trabajadores descendió en el primer trimestre del 2009 y permaneció prácticamente constante en el segundo trimestre.

Grafico 16

PBI y empleo urbano
(variación % respecto al trimestre anterior)



Fuente: BCRP

Elaboración propia, tasas anualizadas, series desestacionalizadas.

El otro rasgo básico de la coyuntura, como puede verse en el gráfico 13, es que la inflación dejó de ser un problema importante, una vez que revirtió el choque de oferta negativo y, agregaríamos, una vez que se inició la recesión y aumentaron los inventarios y la capacidad ociosa; tanto la inflación total, como la subyacente, aunque esta última con rezagos, han empezado a disminuir sensiblemente, como puede verse en el Grafico 13; en julio pasado, la inflación total retorno al rango meta fijado por el banco central.

¿Cuánto durara la recesión? Parece razonable esperar que el rezago entre el anuncio a inicios del 2008 y la ejecución de los grandes proyectos de infraestructura tome, como mínimo, unos tres o cuatro trimestres. Y como el grueso del estímulo monetario recién se aplicó en el segundo trimestre del 2009, este tardara unos dos o tres trimestres, como mínimo, para operar efectivamente. En suma, en el mejor de los casos, tanto el impulso fiscal como

el monetario empezaran a operar con fuerza sobre la economía urbana a partir del cuarto trimestre del 2009. En consecuencia, difícilmente se podría impedir que la recesión iniciada en 2008.4 se prolongue hasta el cuarto trimestre del 2009, salvo que la dinámica del ajuste de inventarios produzca una inesperada reactivación transitoria para esas fechas.

A partir del último trimestre del 2009, dos fuerzas fundamentales estarán empujando el nivel de actividad económica urbano en direcciones contrarias: las políticas fiscal y monetaria que apuntan en el sentido expansivo y la caída de las exportaciones y la salida de capitales que apuntan en el sentido recesivo. Ciertamente, un tercer factor importante es el pesimismo de banqueros y empresarios al cual, sin embargo, resulta difícil atribuirle una existencia completamente independiente del contexto externo adverso. Seguramente, si el contexto externo mejorase de manera apreciable, o si las políticas macroeconómicas expansivas demostraran su efectividad mas allá de toda duda, el optimismo se abriría paso gradualmente.

¿Como salio la economía peruana de la recesión anterior, la de 1998-2000? Parece claro que a través de una expansión notable y sostenida de las exportaciones. Esa fue la fuerza principal que estuvo detrás de la recuperación. La pregunta es si, en las actuales condiciones de la economía mundial, es posible repetir el plato a partir del 2010.

El gobierno de Alan García parece creer que si. Si hay dos escenarios posibles para la economía mundial en el futuro inmediato, uno bueno y uno malo, el gobierno de García ha apostado al escenario bueno. La economía mundial se reactivaría en el segundo semestre del 2009 y eso nos sacaría, quizás con algún rezago, de la recesión vía un aumento de nuestras exportaciones y un ingreso de capitales extranjeros. ¿Cual ha sido la conclusión de política? El gobierno ha decidido recientemente que no vale la pena lanzar un segundo programa fiscal de estímulo económico; a pesar de las fundadas dudas que se han ido acumulando sobre la fuerza y la oportunidad del eventual impacto reactivador de esta política de incrementar la inversión publica en infraestructura. El gobierno se comporta efectivamente como si la economía peruana estuviera a punto de arrancar jalada por una reactivación vigorosa de la economía mundial.

Es cierto que el contexto externo ha mejorado en los últimos meses si uno enfoca la mirada en el comportamiento general de los mercados financieros y de

crédito, o en la evolución reciente de las cotizaciones internacionales de los metales o el petróleo; el precio de la libra de cobre, por ejemplo, cayó desde un pico cercano a los US\$ 4 en julio del 2008 hasta un piso de US\$ 1.20 a fines del 2008, para recuperarse luego y registrar US\$ 2.50 a fines del primer semestre del 2009. Pero, aunque la crisis financiera en USA parece haber sido controlada³⁷, si se mira la trayectoria del sector real en los centros de la economía mundial, la evolución del PBI y del desempleo, una reactivación pronta y vigorosa no parece tan evidente.

Si se materializa un escenario malo para la economía mundial, distinto al esperado por el gobierno, la recesión de la economía peruana puede prolongarse fácilmente más allá del 2009. Ese es el principal riesgo que corremos. Digamos que, en este escenario malo, la economía mundial se reactiva vigorosamente recién en la segunda mitad del 2010, que las exportaciones permanecen estancadas hasta esa fecha, que no entran capitales extranjeros al país y, por último, que banqueros y empresarios continúan pesimistas hasta las próximas elecciones presidenciales del 2011.

En este escenario malo, tampoco habría una segunda dosis de estímulo fiscal. La política monetaria empujaría solitariamente el nivel de actividad económica mientras se sigue esperando el impulso de la inversión pública, pero las exportaciones estancadas y la salida de capitales deprimirían la demanda agregada. La tasa de interés de política se puede reducir algo más, hasta cero, pero ya estamos cerca; es cierto que el banco central puede comprometerse explícitamente por un periodo prolongado a mantener baja esta tasa de interés, pero la dolarización del sistema financiero merma la potencia de la política monetaria. Además, podemos descubrir, algo tarde quizás, que el impacto reactivador del aumento de la inversión pública en curso no es tan poderoso como suponíamos.

Como quien compra un seguro contra accidentes, el gobierno podría diseñar un segundo plan de estímulo fiscal, para impedir que la recesión se extienda hasta fines del 2010, si se materializa este escenario malo para la economía mundial. ¿Como debería ser este segundo plan de estímulo? No sería recomendable insistir con ulteriores incrementos de la inversión pública, dados los rezagos que caracterizan a este instrumento de política fiscal. Una rebaja del impuesto general a las ventas (IGV o impuesto al valor agregado) combinada con un alza

³⁷ Véase Bernanke (2009).

de aranceles, de tal modo que los precios de las importaciones tiendan a quedar constantes y los precios de los productos nacionales tiendan a bajar, podría surtir efecto mucho mas rápido sobre el gasto en bienes nacionales, aunque su impacto multiplicador pudiese ser menor que el de la inversión publica por dólar de déficit fiscal. Además, podría ser diseñado como un programa transitorio. El hecho político, sin embargo, es que el gobierno no desea por ahora comprar ningún seguro para la eventualidad de un escenario malo en la economía mundial.

Un último punto es si resulta prudente dar por extinguida, hasta la próxima crisis externa, la presión devaluatoria sobre la moneda nacional³⁸. Eso equivaldría a suponer que los precios de las materias primas de exportación no vuelven a caer y que los capitales solo entran al país, es decir, que la crisis económica mundial no generara ninguna sorpresa adicional. Si esto es cierto, las reservas de divisas actuales son suficientes para atravesar esta crisis mundial y llegar a un puerto seguro, manteniendo el tipo de cambio real multilateral existente. Si puede darse el caso de que esto no sea cierto, entonces cabria también comprar un seguro, en este caso, vía un alza gradual del tipo de cambio y/o de los aranceles.

³⁸ Una medida de esta presión alcista sobre el tipo de cambio es el déficit de la balanza de pagos. El Reporte de Inflación de junio último proyecta un pequeño déficit de balanza de pagos para el 2009 equivalente a tan solo un 2.5% del PBI; aunque el déficit externo alcanzo un pico del 13.2% del PBI durante el último trimestre del 2008, es cierto que cayó hasta un 0.1% y un 1.0% del PBI, respectivamente, durante los dos primeros trimestres del 2009.

Bibliografía.

Armas, A. y F. Grippa

2006 *Metas de inflación en una economía dolarizada: la experiencia del Perú*, en Dolarización Financiera. La Agenda de Política, A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, BCRP y FMI, Lima.

Banco Central de Reserva del Perú

1984 *Memoria*

2007 *Reporte de inflación*, setiembre.

2008 *Reporte de inflación*, junio.

2009 *Reporte de Estabilidad Financiera*, mayo.

Balakrishnan, R., Danninger, S., Elekdag, S., y I. Titell

2009 *The transmission of financial stress from advanced to emerging economies*, FMI, WP 09/133.

BBVA.

2009 *Observatorio Economico*, 06 de agosto.

Bernanke, B.

2009 *Reflections on a year of crisis*, speech, 21 de agosto, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Blanchard, O.

2006 *Macroeconomics*, Fourth Edition, Pearson Prentice Hall.

Blanchard, O.

2009 *The Perfect Storm*, Finance & Development, junio.

Blinder, A., y L. Maccini

1990 *The Resurgence of Inventory Research: What Have We Learned*, NBER, WP 3408.

Calvo, G., y C. Reinhart

2000 *Fear to Floating*, NBER, WP 7993.

Castillo, P., Montoro, C. y V. Tuesta

2006 *Hechos estilizados de la economía peruana*, Documento de Trabajo N° 5, BCRP.

Castillo, P., y D. Barco

2009 *Crisis financieras y manejo de reservas en el Peru*, Revista Estudios Economicos, 17, junio, BCRP.

Cayazzo, J., Garcia Pascual A., Gutierrez E. y S. Heysen

2006 *Hacia una supervisión eficaz de los sistemas bancarios parcialmente dolarizados*, en *Dolarización Financiera. La Agenda de Política*, A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, BCRP y FMI, Lima.

Dancourt, O., Mendoza, W. y L. Vilcapoma

1997 *Fluctuaciones económicas y shocks externos, Perú 1950-1996*, Documento de Trabajo No 135, Departamento de Economía PUCP.

Dancourt, O

1999 *Reforma Neoliberal y Política Macroeconómica en el Perú*, Revista de la CEPAL N° 67, abril.

Dancourt, O. y F. Jiménez

2001 *"Informe de coyuntura económica: anatomía de la recesión"*. *Economía y Sociedad* N° 42, CIES.

Dancourt, O. y W. Mendoza

2002 *Modelos Macroeconómicos para una Economía Dolarizada*, PUCP Fondo Editorial.

Dancourt, O.

2008 *Choques externos y política monetaria*, Documento de trabajo 269, Departamento de Economía, PUCP.

De Gregorio, J. y J. Lee

2003 *Growth and adjustment in East Asia and Latin America*, WP 245, Banco Central de Chile.

FMI

2009 *Perspectivas Economicas. Las Americas*, mayo.

Edwards, S.

2007 "*Crises and Growth: A Latin American Perspective*", NBER WP 13019.

Krugman, P.

2000 *Crises: The Price of Globalization?* Jackson Hole Conference. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Federal Reserve of Kansas City

Krugman, P. y M. Obstfeld

2001 *Economía internacional. Teoría y política*. Quinta Edición, Addison-Wesley, Madrid.

Rojas J. y E. Costa

2002 *Movilidad de Capitales y Crisis Bancaria en el Peru, 1990-2000*, mimeo, CIES, Lima.

Rossini R. y M. Vega

2007 *El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006*, Documento de Trabajo 2007-017.

Thorp, R. y G. Bertram

1988 *Perú: 1890-1977. Crecimiento y Políticas en una Economía Abierta*, Mosca Azul Editores.

Tovar, P. y A. Chuy

2000 "*Términos de Intercambio y ciclos económicos: 1950-1998*". Serie *Estudios Económicos* N° 6, BCRP.