

CEDES-ITF. SERIE DOCUMENTOS TÉCNICOS ITF. FEBRERO 2013. BUENOS AIRES.

www.itf.org.ar

EL DETERIORO DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y SUS RIESGOS

(PERÚ 2013)

Norberto E. García (*)

Lima, 31 de Enero del 2013

(*) negarcia@speedy.com.pe

Índice

1. Introducción
2. El descenso del tipo de cambio real.
 - 2.1. Magnitud de la caída
 - 2.2. Tipo de cambio real de equilibrio.
3. El contexto
4. Causas

5. Consecuencias
 - 5.1. El efecto sobre la competitividad
 - 5.2. El efecto sobre la cuenta corriente
 - 5.3. El efecto sobre la diversificación de productos
 - 5.4. El efecto sobre la asignación de recursos
 - 5.5. El efecto sobre el crecimiento económico
 - 5.6. El efecto sobre el empleo y la pobreza
 - 5.7. El efecto sobre la tasa de inflación

6. ¿Puede una caída del TCR ser enfrentada con un aumento en la productividad total?

7. Medidas adoptables.
 - 7.1. Un marco analítico para sujetar el tipo de cambio
 - 7.2. Legitimidad de asumir como objetivo la reversión de la tendencia.
 - 7.3. Prepago de la deuda externa.
 - 7.4. Incremento de recursos para el Fondo de Estabilidad Fiscal y creación de un Fondo Soberano.
 - 7.5. Incremento del Superávit Fiscal.
 - 7.6. Aumento del límite de inversiones en el exterior de las AFP
 - 7.7. Cambios en las operaciones de compra de dólares
 - 7.8. Controles de capitales
 - 7.9. Baja en la tasa de interés de referencia.
 - 7.10. Efecto sobre la tasa de inflación y la hoja de balance.

8. Conclusiones

1. Introducción

La caída del tipo de cambio real (TCR) es uno de los mayores obstáculos que enfrenta actualmente la economía Peruana. El objetivo de este trabajo es revisar algunos de los temas relevantes que ratifican este diagnóstico y señalar la necesidad de enfrentarlo con decisión. En la sección 2 se analiza la magnitud de su caída y las variantes que esconden las definiciones vigentes. La sección 3 subraya el contexto en que tiene lugar, diferente al del período 2002-07. La sección 4 expone las causas de la caída y la elevada probabilidad de que las mismas continúen hacia el futuro. La sección 5 destaca las consecuencias para la competitividad, la balanza de pagos, la diversificación de productos, la asignación de recursos hacia transables, el crecimiento económico, el empleo y la pobreza. La sección 6 plantea si en la actualidad es factible compensar la caída del TCR con una aceleración en el crecimiento de la productividad total. La sección 7 explora un conjunto de medidas susceptibles de ser adoptadas para contener la caída del TCR. La sección 8 presenta las conclusiones del trabajo.

2. El descenso del tipo de cambio real.

2.1. Magnitud de la caída del tipo de cambio real.

El descenso del tipo de cambio real (TCR) es una tendencia de más de una década. No obstante, la información del Banco Central de la Reserva de Perú (BCRP) sugiere que se ha intensificado en el período 2010-2012. Simultáneamente, las proyecciones efectuadas por los Departamentos de Estudios Económicos de los principales bancos, por centros de estudios económicos y por analistas privados, coinciden en que para fines del 2013 el TC nominal se reducirá a S/2.45 por us. dls., desde el nivel de S/ 2.57 registrado en Diciembre del 2012. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP efectuada en Diciembre del 2012 también señala un tipo de cambio nominal esperado de 2.50 para fines del 2013. Es decir, la tendencia a la apreciación continuará¹.

El Cuadro 1 presenta información seleccionada a partir de Diciembre del 2005 – conviene recordar que antes de esa fecha se registraron puntos más elevados para el TCR Multilateral. La variación relativa del TCR multilateral Dic. 2005 a Dic. 2012 es de – 17.4 por ciento. En el mismo período, la contracción relativa del TCR bilateral (con el u.s. dólar) es mucho más intensa: aproximadamente -28.9 por ciento. La variación del TCR está más explicada por la evolución del Tipo de Cambio Nominal – tercera columna - que por el comportamiento de los precios internos versus los externos.

¹ / De hecho el tipo de cambio nominal bancario comprador ya había alcanzado los 2.45 por u.s. dólar antes del 31 de Enero, lo que indica la aceleración de la tendencia a la caída.

La fuerte diferencia entre el TCR bilateral con el us dolar y el TCR multilateral es importante porque la proporción de las exportaciones e importaciones que se transan en u.s. dólares, es mucho mayor a lo calculado en el TCR multilateral. Este último usa como ponderadores el comercio con los principales socios comerciales. Pero este procedimiento omite tener en cuenta que muchas exportaciones efectuadas a diferentes socios comerciales distintos de EEUU son transadas en u.s. dólares y no en la moneda del país de que se trate. Por consiguiente, la proporción de las exportaciones transadas en dólares, es mucho mayor al ponderador respectivo del dólar de EEUU usado en la construcción del

Cuadro 1. Perú. Índices del Tipo de Cambio Real y Tipo de Cambio Nominal 2005-2012.

(2009 = 100)

	Índice TCR Multilateral	Índice de TCR Bilateral a/	Tipo de Cambio b/
Dic. 2005	107.6	117.1	3.42
Dic. 2007	104.2	103.5	2.98
Dic. 2009	99.9	96.1	2.88
Dic. 2011	93.9	88.0	2.70
Dic. 2012	88.9	83.2	2.56
Var. % 2005-12	- 17.4	- 28.9	- 25.2

Fuente: BCRP, Estadísticas Mensuales, www.bcrp.gob.pe

a/ Bilateral con el us. dólar

b/ Nominal Bancario Comprador con el us. dólar.

TCR multilateral. Este hecho sugiere que el verdadero TCR multilateral “efectivo” se ubicaría entre la estimación efectuada por el BCRP para el TCR multilateral y el TCR bilateral.^{2/}

Por consiguiente la caída relativa del TCR multilateral “efectivo” es mayor al 17.4 por ciento del Cuadro 1. Para fines de este trabajo, adoptaremos como una mera hipótesis ilustrativa, que la caída relativa del TCR multilateral “efectivo”, entre Dic. 2005 y Dic. 2012, fue de aproximadamente 23.2 por ciento - aplicando una simple repartición lineal de la diferencia entre la variación del TCR bilateral y el TCR multilateral registrada en el Cuadro 1 previo.

Conviene recordar que Colombia, Chile y Perú fueron en el 2012 los países de América en que se verificó una mayor apreciación cambiaria – de modo que Perú se encuentra entre los países más afectados por esta tendencia.

2.2. El tipo de cambio real de equilibrio y los fundamentos macro.

Algunos economistas sostienen que mientras el TCR se corresponda al de equilibrio, su tendencia hacia el descenso no debería preocuparnos. El problema en Perú se deriva de errores de enfoque teórico y fallas en la medición empírica del TCR de equilibrio.

Respecto al enfoque teórico, Edwards (1989) en línea con el enfoque de Nurkse (1945) define el tipo de cambio real de equilibrio como... “aquel precio relativo de bienes transables a no transables, para los valores sostenibles dadas otras variables relevantes, que genere simultáneamente el equilibrio externo e interno. El equilibrio interno se refiere a que el mercado de no transables se equilibra (clear) en el período en curso y se espera que se mantenga equilibrado en períodos futuros” El equilibrio de no transables incluye en particular el equilibrio del mercado de trabajo. Por eso Edwards (op.cit) agrega: ... “En esta definición está implícito que el equilibrio interno tiene lugar cuando se alcanza la tasa natural de desempleo”...

Pero el concepto de tasa natural de desempleo para una economía como la peruana carece de significado. Ese concepto fue elaborado como una abstracción para economías maduras con un mercado laboral homogéneo en el que el ajuste en dicho mercado se da sólo vía variaciones en la tasa de desempleo y en los salarios reales. La tasa natural de desempleo es definida por razones friccionales – tráfico en el mercado de trabajo - e

^{2/} Aunque desconozco la metodología y la robustez de la misma, el Índice de Competitividad Cambiaria de las Exportaciones (ICCE) elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos de ADEX, concluye que la pérdida de competitividad cambiaria sufrida por las exportaciones no tradicionales es bastante mayor a la que se registra a través del TCR multilateral. El ICCE es elaborado con mucha más información detallada de productos, sectores y países con quienes Perú compete, que la estimación de TCR multilateral.

institucionales – regulaciones que establecen los salarios por encima del nivel determinado por un equilibrio general competitivo – véase Blanchard y Katz (1996).

Esa definición no es relevante para Perú porque su mercado de trabajo no es un mercado homogéneo si no un mercado segmentado, heterogéneo, imperfecto, con información asimétrica y sensible a “fricciones” en sus procesos de ajuste. Por ello dejan de ser ciertas las definiciones del ajuste del mismo acercándose o alejándose de una supuesta tasa natural de desempleo. En Perú la tasa de desempleo no está determinada sólo por razones friccionales o institucionales, ya que el “mismatching” entre demanda y oferta por tipo de calificaciones juega un rol importante. En segundo lugar, más importante, el mercado de trabajo segmentado del país se ajusta más por variaciones en la tasa de informalidad y tasa de subempleo, que por variaciones en la tasa de desempleo abierto. Esto, ni siquiera es tomado en cuenta en la definición de equilibrio interno basada en el acercamiento de la tasa de desempleo abierto a una supuesta tasa natural de desempleo.

Adicionalmente, Blanchard y Katz (1996) agregan que la tasa natural de desempleo es interpretada como la tasa de desempleo abierto consistente con una tasa de inflación constante en la curva de Philips, o NAIRU³, tasa de desempleo que induce una tasa de inflación que no se acelera.

Pero el propio concepto de NAIRU debe ser tomado con pinzas en economías emergentes, ya que fue corregido por la realidad. En todas las experiencias en que se enfatizó el crecimiento de la productividad total, esto operó desplazando anualmente la curva de Philips, en la dirección de situar el umbral de la NAIRU a niveles cada vez más bajos de la tasa de desempleo para una dada meta de la tasa de inflación.

La consecuencia práctica para la política económica es que conviene prestar más atención a las políticas para acelerar el crecimiento de la productividad total, que aferrarse a un enfoque convencional de la NAIRU incorporado implícitamente en la tasa de desempleo natural y en la definición de equilibrio interno.

Respecto a las mediciones empíricas del tipo de cambio real de equilibrio efectuadas en Perú, Ferreira y Herrada (2003) sostienen que el TCR observado ha seguido muy estrechamente al tipo de cambio real de equilibrio. Estos autores usan para estimar el equilibrio interno la tasa de desempleo abierto. Con lo que su análisis incluye una subestimación del TCR de equilibrio que cumpla simultáneamente con el equilibrio externo y el interno, porque en las mismas no se presta atención alguna a la tasa de informalidad y/o tasa de subempleo, que son relevantes para el ajuste del mercado de trabajo de Perú.

³ / NAIRU: Non accelerating inflation rate of unemployment.

De tomar en cuenta el ajuste vía variaciones en la informalidad y el subempleo, el tipo de cambio real que asegurara el equilibrio interno sería *mayor* al estimado por esos autores, que asumen que es la tasa de desempleo abierto la que ajusta (clear) el mercado de trabajo de Perú.

3. El contexto

Es muy diferente enfrentar una tendencia a la baja en el TCR en un período en que los precios de la mayoría de los mercados se comportaba al alza – como ocurrió en 2004-07 – a enfrentar la misma tendencia en el TCR cuando los precios de numerosos productos de exportables no tradicionales y de competidores con importaciones, enfrentan una tendencia a la baja originada en una economía internacional no recuperada y en la contracción relativa de muchos mercados externos, tendencia que se espera persistirá en los próximos años. Las alzas de precios externos operan como un colchón amortiguador que permite a las empresas absorber el descenso del TCR. A la inversa, la caída o mayor rigidez en los precios externos genera una agudización de la contracción de márgenes de ganancia en transables que hace mucho más difícil absorber la caída del TCR.

Similarmente, el contexto previo se agudiza si los costos internos en moneda nacional crecen muy rápidamente en los sectores transables y en las actividades proveedoras de esos sectores. Recordemos que el salario mínimo se reajustó en 16.4 por ciento en el 2011 y 15.4 por ciento en el 2012, frente a una inflación promedio anual cercana al 3 por ciento, hecho que afectó esencialmente a la mediana y pequeña empresa y que repercutió en todas las actividades.

4. Causas.

En el pasado reciente, la Reserva Federal de los EEUU ha inyectado cifras cuantiosas de liquidez en los mercados con el objeto de consolidar el crecimiento económico y lograr un descenso de la tasa de desempleo abierto de ese país. Simultáneamente, miles de millones de Euro salían de las economías del Sur de Europa afectadas por serios desajustes económicos y financieros. Se generó así una gran masa de liquidez que mientras estuvo presente el temor a una caída de la Eurozona o un derrape de la economía de EEUU por el enfrentamiento político en el Congreso en torno a el techo del endeudamiento público, permaneció en las economías del Norte que ofrecían más seguridad. Pero a medida que los riesgos de lo expuesto se fueron disipando, se generó una fuerte corriente de capitales financieros hacia los países emergentes. Así, el reciente Informe del Instituto de Finanzas Internacionales y un trabajo de sus investigadores – véase IIF (2013) y Koepke, Huefner y Suttle (2013) -señala que en el segundo semestre del 2012 la inversión financiera y real en países emergentes se disparó a la notable cifra de 1.1

billones de dólares ^{4/}. Esto refleja el menor temor al riesgo de una caída de Europa o derrape de EEUU y por lo tanto, una mayor confianza en compras de activos en países emergentes.

A esto se le agregan los flujos de ingresos de dólares provenientes de las exportaciones ilegales de drogas o insumos para drogas, que ha alcanzado una proporción elevada y afecta al comportamiento del mercado cambiario peruano.

También es importante percibir que las expectativas hacia el futuro, son de una intensificación de estos flujos. La Reserva Federal ya está implementando un enorme programa de inyecciones de liquidez de 85 mil millones de us. dls. por mes para reducir la tasa de desempleo. Japón ha anunciado ya un agresivo programa de expansión de la liquidez. Similarmente, la huida de capitales financieros de los países del Sur de Europa, continuará contribuyendo a este proceso de flujos financieros hacia economías emergentes.

Siendo Perú una economía pequeña, estable y que da confianza por su estabilidad macroeconómica, no es de extrañar que en el contexto del proceso descrito en el párrafo previo, haya sido un receptor neto de inversión financiera y real por montos significativos para la economía del país.

5. Consecuencias

5.1. El efecto sobre la competitividad.

Asumiendo que los costos de una determinada actividad en transables se expresan en moneda nacional, y definiendo las variables:

P = precio del producto transable en moneda nacional

Pex = precio en divisas del producto transable.

TC = Tipo de cambio Nominal

Q = producción anual.

Mi = Insumo de tipo (i) para generar el producto incluyendo diferentes tipos de trabajo.

qi = productividad del insumo de tipo (i)

^{4/} En el periodo pre-crisis 2008-09 las cifras de flujos financieros internacionales fueron más elevadas, porque el crédito bancario internacional no se ha recuperado todavía a los niveles de 2007.

$[q_i]$ = vector de productividad de todos los insumos requeridos cuya variación equivale a la al crecimiento de la productividad total.

p_i = precio del insumo (i)

m = margen de ganancias

Se puede escribir:

$$P = P_{ex} * TC \quad (1)$$

$$P_{ex} * TC = [\sum (M_i/Q) * p_i] [1+ m] \quad (2)$$

$$P_{ex} * TC = [\sum (1/q_i) * p_i] [1+ m] \quad (3)$$

Dividiendo miembro a miembro por P:

$$(P_{ex}/P) * TC = [\sum (1/q_i) * p_i/P] [1+m] \quad (4)$$

$$TCR' = [\sum (1/q_i) * (p_i/P)] [1 + m] \quad (5)$$

La ecuación (5) vincula al TCR' para el productor de transables, donde el precio en moneda nacional (P) se corresponde al precio de producción de la actividad transable analizada, con la formación de costos y margen de ganancia (m). De la misma se infiere que cuando el TCR cae, los ajustes posibles son un descenso en (1+m) y en el margen de ganancia (m); un descenso en los precios de los insumos respecto al precio del producto (p_i/P) o un aumento de la productividad de todos los insumos (q_i).

Esto último supone una tasa de rentabilidad presente y esperada que haga viable invertir en todo lo necesario para elevar la productividad $[q_i]$ en la magnitud necesaria. El segundo ajuste, la compresión de (p_i/P), supone la existencia de espacio para ello, en particular para la compresión de salarios – y en Perú viene ocurriendo en 2011-12 lo contrario, un aumento en el precio relativo de los insumos y salarios respecto al precio de productos transables. Por consiguiente, el ajuste más probable es la reducción en (1+m) que implica una compresión en márgenes de ganancia en transables.

Para tener una idea de la magnitud de la presión sobre márgenes de ganancia que desencadena una caída del TCR multilateral “efectivo”, supongamos un descenso en el mismo de 10 por ciento – cifra inferior a la caída del TCR multilateral “efectivo” en los dos últimos años. Esta caída habría inicialmente presionado hacia una contracción de 10 por ciento en uno más el margen de ganancia (1+m) en esas actividades.

De este modo, si el margen de ganancia de una determinada actividad exportadora no tradicional fuera originalmente 25 por ciento, una caída de 10 por ciento en el TCR

multilateral “efectivo”, reduciría (1.25) en 12.5 por ciento. Esto implica una reducción en el margen (m) de 12.5 puntos de porcentaje, reduciéndolo de 25 por ciento a 12.5 por ciento – suponiendo que el grueso de los insumos de dichas actividades sean nacionales. Conviene recordar que en gran parte de las actividades transables el mayor componente de insumos nacionales son los costos laborales.^{5/}

Si, en el otro extremo, asumimos un uso de insumos importados de 30 por ciento, la caída en el margen de ganancias sería menor porque el costo de los insumos importados se reduce por la caída del tipo de cambio. En este caso, la caída del margen sería de 9 puntos de porcentaje reduciéndolo de 25 a 16 por ciento.

Por consiguiente, para una caída del TCR “efectivo” del orden de 10 % cada punto de porcentaje de caída en el TCR multilateral “efectivo” estaría generando una presión contractiva sobre márgenes de entre 1.25 y 0.9 puntos de porcentaje, dependiendo del porcentaje de insumos importados.

El ejercicio simple previo demuestra que la sensibilidad de la presión sobre márgenes respecto a una caída del TCR es muy elevada. Es probable que durante 2005-2010 parte de este impacto haya sido absorbido por aumentos de productividad [qi], alza de precios externos (Pex) y reducción relativa de precios de insumos internos respecto a precios de producto (pi/P) y sólo el resto haya comprimido márgenes.

Pero en 2011-12 se está verificando un alza de costos de insumos nacionales y salarios considerable, un descenso en precios externos en divisas y los aumentos de productividad no alcanzan a cubrir la caída del TCR. Dada la intensa competitividad que enfrentan estas actividades en este período, una significativa contracción del TCR como la expuesta que afecte sus márgenes, puede colocarlas en situación no competitiva a corto plazo, sobre todo si la expectativa es que la tendencia contractiva del tipo de cambio real continúe hacia el futuro. Esto está afectando sobre todo a la pequeña empresa exportadora.

De acuerdo a la información de la Asociación de Exportadores (ADEX) a pesar del aumento de las exportaciones no tradicionales verificado en 2012, 2465 pequeñas empresas exportadoras salieron del mercado en ese año – lo que representa un 30 por ciento del total ^{6/}. Es esperable que el impacto de una contracción de márgenes afecte más a la pequeña empresa exportadora, ya que es la que menos defensas tiene para soportar simultáneamente una caída del TCR, dificultades en mercados externos y un alza de costos internos. Es también la que cuenta con menos recursos para responder con

^{5/} Recordemos que la presión sobre márgenes no es igual a la contracción efectiva de los mismos, porque la primera puede ser contrarrestada por aumentos de productividad y reducción de precios de insumos respecto al precio del producto,

^{6/} Información publicada en Gestión el 31 de Enero del 2013.

aumentos de productividad. Este hecho consolida la tendencia a la concentración de las exportaciones en torno a grandes empresas y reduce la diversificación de las exportaciones.

Recordemos que la apreciación cambiaria no afecta sólo la producción transable de bienes. Afecta también el Turismo que es una fuente importante de divisas para el país.

5.2. El Efecto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos

Siguiendo a Cuba (2013), en el 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos tenía un superávit de casi 4 % del PIB. En el 2012 se verifica un déficit de 4 % del PIB. El deterioro acumulado en 6 años es equivalente a casi 8 puntos de por ciento del PIB. De hecho, las exportaciones totales medidas en dólares caen en 2.3 por ciento en el 2012. Si bien esa caída es explicada principalmente por las menores exportaciones mineras, también caen exportaciones no tradicionales como café, productos pesqueros, químicos y de la madera. Para las exportaciones no tradicionales, la situación de muchos mercados externos, y tanto una infraestructura insuficiente como la caída del TCR son parte de la explicación. En la medida que se espera que la caída del TCR continúe hacia el futuro, el deterioro continuará. Cuba (2013) estima que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos llegará a un 6 por ciento en el 2014. La contrapartida de esta tendencia al incremento del déficit en cuenta corriente es un aumento de la entrada de capitales para inversión directa y también de capitales financieros de corto plazo.

5.3. El efecto sobre la diversificación de productos.

Un descenso (aumento) del TCR tiende a reducir (elevar) el número de bienes y servicios que aparecen como competitivos para las decisiones de las empresas. Esto fue planteado años atrás como el proceso de “self discovery” de los productos que podían ser competitivos – o dejar de serlo – por Hausmann y Rodrik (2003). Si el descenso del TCR se prolonga durante un quinquenio o más, el principal efecto es que dejarán de incorporarse nuevos productos a la pauta de exportables o producción competitiva de importaciones y tenderá a contraerse el número de productos y servicios de competitividad aceptable en esos dos sectores. En consecuencia, la pronunciada tendencia a la baja del TCR afecta negativamente la diversificación de productos, que es aceptado actualmente como uno de los objetivos intermedios del crecimiento económico de Perú.

5.4. El efecto sobre la asignación de recursos.

Con una caída del TCR de la magnitud registrada, cabe esperar que la rentabilidad en no transables se eleve significativamente respecto a transables, y que esto induzca una reasignación de recursos hacia no transables. Esto es lo que sucedió en Perú en 2004-12.

Los precios de la vivienda en Lima- Callao crecen a un ritmo de casi tres veces la inflación promedio anual: 10 por ciento anual ^{7/}, de acuerdo a la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO). El precio del metro cuadrado construido se dispara a un ritmo de casi cinco veces la inflación promedio anual: 14 por ciento anual. El Índice de Producción del Sector Construcción elaborado por el INEI, crece a un ritmo de 14.7 por ciento entre Diciembre del 2004 y Diciembre del 2012, más de dos veces el registrado por el promedio de los restantes sectores.

De acuerdo al INEI, el PIB del Sector Construcción crece en 2004-12 a un ritmo de 14 por ciento anual – cifra que es más del doble de la registrada por el conjunto de los restantes sectores económicos en el mismo período. Similarmente, la Inversión en Construcción de acuerdo al INEI, se acelera en 2004-12 hasta un ritmo superior al 14 por ciento anual – muy por encima de la verificada en el promedio de los restantes componentes.

Los indicadores previos sugieren que de continuar la tendencia a la caída del TCR se intensificará una significativa reasignación de recursos hacia no transables, proceso que es exactamente lo opuesto a lo que necesita Perú para aumentar la productividad en transables para mejorar su competitividad y diversificar su inserción en mercados externos.^{8/}

5.5. El efecto sobre el crecimiento económico.

Una contracción de márgenes de ganancia de la magnitud expuesta en una sección previa, a lo que se le agrega la expectativa de que esta tendencia continuará los próximos años, tiene sin dudas un efecto negativo sobre las decisiones de inversión privada en exportables no tradicionales, en actividades competidoras con importaciones, y en las decisiones de inversión en toda la cadena de proveedores de insumos para exportables y competidores con importaciones. Esto implica un impacto directo sobre aproximadamente el 50 % del PIB de Perú e indirecto sobre el resto ^{9/}.

Dadas las interrelaciones de estos tres sectores con el resto de la economía y la magnitud de los mismos, el resultado esperable es un descenso significativo de la tasa esperada de crecimiento del PIB. Cuba (2013) estima que esta reducción será equivalente a pasar de un crecimiento esperado de 6 a 7 por ciento anual para los próximos años, a un 4 a 5 por

^{7/} Información del Observatorio del BBVA.

^{8/} La inversión en maquinaria y equipo en transables tiene un mucho mayor efecto sobre el aumento de la productividad en transables que la inversión en construcción de viviendas.

^{9/} En una aproximación simplificada, la suma del aporte al PIB de la Industria Manufacturera, de la Minería, del sector Agropecuario, del Sector Pesca y de ½ del aporte de Electricidad y Agua, Comercio y Servicios arroja un 55.4 por ciento

ciento anual, del 2014 en adelante. Es decir una pérdida de 2 puntos de por ciento de crecimiento anual.

Las antes citadas proyecciones están condicionadas a determinados escenarios macroeconómicos y, en particular, a determinadas hipótesis de tendencia esperada del tipo de cambio. Dada la alta volatilidad del tipo de cambio nominal, la tendencia a su caída podrá acelerarse u operar más moderadamente, lo que a su vez se traducirá en una restricción más intensa y más cercana en el tiempo, u otra menos intensa y más alejada en el tiempo.

Si el análisis expuesto es correcto implica que la caída pasada del TCR y esperada hacia el futuro, se ha ido constituyendo por las razones ya señaladas, en una de las principales restricciones al crecimiento económico futuro. Esto implica que cualquier intento de sostener una tasa elevada de crecimiento económico hacia el futuro, debe necesariamente resolver previamente esta restricción – siguiendo a Hausmann, R., Rodrik, D. y Velasco, A. (2005)

5.6. El efecto sobre el empleo y la pobreza

Las proyecciones del INEI sugieren que en el 2012-15 el crecimiento de la PEA Total se situaría entre 1.7 y 1.8 por ciento anual, mientras que el de la PEA Urbana alcanzaría una tasa de 2.4 a 2.5 por ciento anual. La experiencia de 2002-2012 sugiere para la creación de empleos formales una proxy de la elasticidad (empleo formal / producto) basada en una elasticidad arco de aproximadamente 0.676 ¹⁰/ Esto significa que Peru enfrenta un umbral de crecimiento por debajo del cual la creación de empleo formal dejaría de superar el crecimiento de la PEA Urbana y se enfrentaría un incremento progresivo del porcentaje de informalidad urbana. Este umbral está definido por:

$$\varepsilon = \hat{e} / \hat{y} \quad (1)$$

Donde:

ε = Elasticidad empleo formal urbano / PIB

¹⁰ / De acuerdo al INEI, el crecimiento del PBI a precios constantes en 2002-2012 fue de 6.5 por ciento anual. De acuerdo al Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, el crecimiento promedio anual del empleo formal urbano en empresas de 10 y más ocupados en el mismo período, fue de 4.4 por ciento anual. Por consiguiente la elasticidad arco (Empleo Formal Urbano / PBI) es 0.676. Una estimación econométrica de dicha elasticidad para el período 1997-2012 arroja una elasticidad más baja, en el rango de 0.52-0.55, pero incluye un sub-período 1997-2001 de muy bajo crecimiento del PIB y del empleo formal. Se prefirió entonces usar una elasticidad arco para el período de mayor crecimiento 2002-2012 porque se espera hacia el futuro la continuidad de un alto crecimiento.

$\hat{\epsilon}$ = Tasa de crecimiento anual del empleo formal urbano

\hat{y} = Tasa de crecimiento anual del PIB

De (1) se concluye que la condición para seguir absorbiendo gradualmente la informalidad, está dada por:

$$\hat{y} > \hat{z}/\epsilon \quad (2)$$

Donde:

\hat{z} = Tasa de crecimiento anual de la PEA Urbana

Reemplazando en (2) las estimaciones respectivas, se tiene:

$$\hat{y} > 2.5 / 0.676 = 3.7$$

La simple estimación previa sugiere que para seguir absorbiendo trabajadores en actividades formales a un ritmo que impida el aumento del porcentaje de informalidad urbana, la economía peruana debe crecer en los próximos tres o cuatro años a una tasa *superior* a 3.7 por ciento anual ¹¹/. Adoptando un margen de error de 10 % para ganar seguridad, digamos 4 por ciento anual. Este es el umbral de la tasa de crecimiento económico por debajo de la cual tenderá a incrementarse el porcentaje de empleo informal urbano.

Como se recuerda, al exponer el efecto de una continuación de la caída del TCR, se concluyó que implicaba un descenso del ritmo de crecimiento desde 6 a 7 por ciento anual, a 4 a 5 por ciento anual.

Por consiguiente, un tema no trivial es que debido a la caída del TCR estaríamos en riesgo de aproximarnos a un ritmo de crecimiento económico demasiado cercano al antes citado umbral. En otras palabras, la continuación de un declive en el TCR generaría una tasa de crecimiento económico muy cercana a la insuficiente para asegurar que el país continúe reduciendo la informalidad.

El efecto sobre la pobreza se origina en dos factores. Por un lado el impacto contractivo sobre exportables y competencia con importaciones, y actividades proveedoras, reducirá el crecimiento económico, el empleo – que afectará la pobreza - y los ingresos fiscales. Dada una elasticidad de los (ingresos tributarios/PIB) >1, esto implica una contracción más

¹¹/ Conviene recordar que la economía peruana no ajusta su mercado de trabajo a la baja vía tasa de desempleo, sino principalmente a través del aumento de la informalidad y el descenso de salarios.

acentuada de los recursos fiscales y con ello una menor disponibilidad de financiamiento para el conjunto de programas destinados a la lucha contra la pobreza.

Por otro lado, la producción campesina enfrentará una competencia más intensa, ya que la caída del tipo de cambio hace más baratos productos importados – como el trigo – respecto a sustitutos cercanos como las avenas de quinua, maca y papa y otros productos. En general, la producción campesina sufrirá este impacto sobre todo considerando los tratados de libre comercio vigentes que facilitan la importación de granos y alimentos que son sustitutos cercanos a lo que produce el campesino.

5.7. El efecto sobre la tasa de inflación.

Normalmente una caída del tipo de cambio opera como un ancla para frenar expectativas de alzas de precios, y con ello, actúa en la dirección de desacelerar la tasa de inflación – aunque es difícil cuantificar con exactitud este efecto porque opera en cada momento en el tiempo vía expectativas hacia el futuro, y porque la relación es no lineal, influida por las diferentes situaciones de la economía y otros factores. Adicionalmente, el abaratamiento de las importaciones induce un aumento de productos de consumo importados a menor costo, que al satisfacer presiones de demanda, contribuyen también a una menor tasa de inflación.

A Diciembre del 2012 la tasa de aumento del IPC 12 meses fue 2.65 % ubicándose así dentro del rango meta (2% +/- 1%). La tasa de inflación subyacente fue mayor: 3.27 por ciento. La tasa de inflación sin alimentos y combustibles fue de 1.91 por ciento. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP señala un aumento esperado de precios de 2.5 a 2.6 por ciento para el 2013. El crecimiento de los precios habría sido mayor sin el efecto de la caída del TCR.

Las estimaciones de pass through de tipo de cambio a precios para Perú han sido medidas para alzas del tipo de cambio – no para la reducción del mismo. La evidencia para Perú apunta un pass through bajo – entre 0.16 y 0.20 ¹²/ siguiendo a Morón y Lama (2003), Miller (2003) y Wilkenreid (2003, 2012) – en una fase de alza moderada del tipo de cambio. La evidencia de un pass through bajo es confirmada por muchos estudios para países de América Latina y Europa. Entre ellos, Burstein, A., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2002) para Brasil; Frenkel y Damill (2004) para Argentina; García, C. y Restrepo, J.(2001) para Chile, y Goldfajn, I. y Werlog, S. (2000) para Brasil. En general, la evidencia empírica sugiere que el pass through es más bajo a medida que entramos a períodos de menor tasa

¹² / Un punto de por ciento de alza en el tipo de cambio generaría un incremento de entre 0.16 y 0.20 puntos de por ciento en la tasa de inflación dentro de 12 meses plazo.

de inflación, es decir, desde comienzos del siglo XXI hasta el presente para varios países de América Latina.

Wilkenreid (2003) enfatiza el carácter asimétrico de la relación entre devaluación y alza de precios, caracterizada por una relación no lineal, explicada por diferentes puntos de partida, distintas situaciones de la economía, y otros factores. En particular, este autor señala que un tipo de cambio subvaluado generará un pass through más bajo que uno sobrevaluado.

Intuitivamente, cabría esperar un coeficiente de pass through diferente según se trate de un alza moderada del tipo de cambio o una contracción significativa del mismo. La hipótesis adoptada en este trabajo es que el pass through es menor en la segunda alternativa. Aceptada esta idea, asumiendo un pass through a la baja de 0.16, un descenso de 5 puntos de por ciento en el TCR multilateral en el 2012 habría ayudado a evitar aproximadamente 0.8 puntos de por ciento de inflación – o menos - en los siguientes 12 meses. Evitar un 0.8 por ciento de inflación anual (o menos) no suena muy dramático, pero dadas las tasas de inflación recientes, prescindir de ese efecto colocaría al BCRP fuera del rango meta en el 2012-13. Quizás el problema se halla en un rango meta para la inflación anual (2 % +/- 1%) un poco ambicioso, que presiona al BCRP a esfuerzos y decisiones difíciles para poder cumplir con dicha meta.

En consecuencia, las instituciones responsables de conducir la política económica, deben evaluar con mucha atención el trade-off entre la desaceleración de la inflación y el menor crecimiento del PIB y del empleo, ya que es posible reducir la tasa de inflación al rango meta aceptando un significativo descenso del TCR, pero a costa de detener el impulso al crecimiento económico que tanto costó alcanzar – y recuperarlo no será fácil.

6. ¿Puede una caída del TCR ser enfrentada con aumentos de la productividad total?

Muchos economistas en Perú sostienen que la tendencia a la baja del TCR debería ser enfrentada vía aumentos de productividad de las empresas. Esto es probablemente cierto si esa baja fuera relativamente débil o si se contara con un plazo de varios años. Pero no es cierto cuando la caída acumulada es del orden de 23.2 por ciento, tiene lugar durante períodos prolongados y se espera que hacia el futuro la misma siga intensificándose, en un período en que se enfrentan simultáneamente caída de precios externos y contracción de diversos mercados externos, por la desaceleración de la economía internacional, junto con alza de costos laborales internos – por reajustes de salarios. Los aumentos de productividad son siempre positivos – sobre todos los provenientes de la mejora de la infraestructura que debería ser provista por el gobierno o alianzas público-privadas, pero requieren de tiempo y recursos. Pero en la situación antes descrita, de rápida caída del

TCR, es probable que sólo una porción de la caída del mismo sea absorbida con aumentos de productividad.

La razón es simple. Para aumentar la productividad, las empresas requieren invertir en equipos, en organización, en innovaciones, en calificación de los recursos humanos y en toda la cadena de transporte y distribución. Pero para efectuar esas inversiones para hacer crecer la productividad, las empresas en transables necesitan una tasa de rentabilidad adecuada, sobre todo si esperan dificultades en el comportamiento futuro del TCR.

Si observamos la simplificada formación de costos expuesta previamente queda claro que una contracción de precios externos con alzas en costos internos, acompañada con una tendencia pronunciada al descenso del TCR, contraerá con mucha intensidad los márgenes de ganancia en transables, *esto reducirá significativamente la tasa de rentabilidad de las empresas afectadas y consecuentemente desalentará decisiones de inversión para aumentar la productividad en transables.*

En ese contexto parece poco probable esperar que la mayoría de las empresas en transables que están sufriendo una caída en su tasa de rentabilidad y esperan hacia el futuro una nueva caída, inviertan para aumentar la productividad para con ello poder neutralizar la fuerte caída del tipo de cambio. Por consiguiente, en la actual situación de Perú, proponer que la caída del TCR sea reemplazada por aumentos de la productividad total de las empresas, revela un desconocimiento de cómo funcionan las empresas en la realidad y de cual es el mecanismo que induce el aumento de la productividad en el sector privado. El argumento de la productividad pareciera más bien, en el contexto actual, una vía para sacarse el problema de encima y colocarlo sobre las espaldas de las empresas afectadas.

Un simple cálculo macroeconómico puede ilustrarnos el tema. A la luz de la experiencia reciente 2003-12, la productividad total puede crecer a un ritmo cercano a 2.0 por ciento por año si el crecimiento económico de Perú se mantiene entre 6.5 y 7 por ciento anual. Luego, recuperar 10 puntos de porcentaje de caída del TCR es equivalente a todos los recursos requeridos para hacer crecer durante aproximadamente cinco años la productividad total. Por lo tanto el trade-off (TCR/Productividad Total) no es algo trivial, si no que implica un cuantioso uso de recursos para compensar la caída del TCR. Ese uso de recursos está restringido por la rentabilidad de la inversión de esos recursos, por el crecimiento de la demanda y por el producto potencial, por lo que en cada momento en el tiempo es poco factible compensar una gran caída del TCR con un alza en la productividad total en períodos en que los precios externos no se elevan y los costos internos crecen.

7. Medidas adoptables.

7.1. Un marco analítico para sujetar el tipo de cambio.

Ubiquémonos en la situación en que el Banco Central acepta la necesidad de perseguir dos metas: una meta de inflación y una meta de TCR, lo que le obliga a ser mucho más cuidadoso con el manejo cambiario. Esto ya fue establecido como una regla de política económica para economías pequeñas y abiertas, muchos años atrás, por Ball (1998), que supone adoptar dos metas (cada una con una determinada ponderación) para la autoridad monetaria: una de inflación y otra de tipo de cambio. No obstante, hay un enfoque menos rígido que el de Ball (1998), que permite acercarnos mejor a la actual situación de Perú y ha sido expuesto por Frenkel (2004), Frenkel (2006), Frenkel y Taylor (2006) y Frenkel (2007).

Frenkel (2006) nos recuerda que usualmente se acepta el conocido “trilema” de que en una economía pequeña y abierta en la que exista libertad para el movimiento de capitales, el Banco Central no puede simultáneamente establecer el tipo de cambio y la tasa de interés. Si la autoridad monetaria persigue un objetivo de tipo de cambio, compromete su único instrumento de política – la tasa de interés – y afecta la credibilidad de la tasa de inflación asumida como meta.

Así definido *el “trilema” es falso*, ya que sólo es cierto en condiciones de un déficit en el mercado de divisas originado en un saldo negativo de la Balanza de Pagos. A la inversa, en condiciones de un exceso de oferta en el mercado de divisas (Saldo Positivo del Balance de Pagos) el trilema deja de ser cierto.

En condiciones de un exceso en el mercado de divisas (saldo positivo del Balance de Pagos), el Banco Central puede determinar el tipo de cambio aplicando un conjunto de medidas, entre ellas, comprando el excedente de divisas y esterilizando el efecto monetario de esa compra. La tasa de interés no se ve afectada porque el Banco Central dispone de otro instrumento, la intervención completamente esterilizada, para el objetivo tipo de cambio. En el contexto expuesto, la intervención completamente esterilizada, reconoce un límite: el crecimiento muy rápido del pasivo del Banco Central y del efecto sobre el resultado anual del Balance del Banco Central – Frenkel (op.cit).

Todas las medidas que en el contexto previo apunten a reducir el exceso de divisas en el mercado cambiario – incluyendo el control de capitales – disminuyen el monto que el Banco Central debe adquirir para sostener un cierto tipo de cambio, facilitando así su incidencia sobre ese instrumento.

7.2. Legitimidad de asumir como objetivo la reversión de la tendencia al descenso del TCR.

Conviene comenzar despejando un error: el aceptar invariable la regla principal de manejo del TC nominal del BCRP. La idea de que el BCRP y la Superintendencia de Bancos no deben alterar la tendencia del TC nominal y concentrarse sólo en suavizar su volatilidad, se basa en suponer que los mercados monetarios y cambiarios mundiales están operando en forma eficiente y normal.

Pero en períodos como el actual, de fuertes desequilibrios en los mercados monetarios y financieros del mundo, en que tanto en EEUU, Japón y Europa se verifican eventos que implican inyectar cifras enormes de liquidez en dichos mercados, una parte de las cuales se orienta hacia economías emergentes como la peruana, ese supuesto deja de ser cierto por el gran desajuste financiero externo que se enfrenta. Por consiguiente, en este nuevo contexto la regla antes citada pierde relevancia y la misma acentúa la tendencia al descenso del TCR. Veremos este tema detalladamente en la sección 7.7.

Lo que en realidad sucede es un fuerte desequilibrio en la liquidez mundial, alimentado por las expansiones de la Reserva Federal y la huida de capitales de los países del Sur de Europa. Este gigantesco desequilibrio, al volcar parte de sus tenencias de liquidez sobre los países emergentes más atractivos – como Perú – provoca en el país receptor desajustes significativos en una gama de variables críticas que hacen peligrar el funcionamiento y ritmo de desarrollo del país.

En este nuevo contexto, es perfectamente legítimo que los países emergentes defiendan sus economías de los desajustes inducidos por los excesos de liquidez del Norte que buscan destinos rentables en el Sur. Esto implica definir políticas para contener y revertir la tendencia a la baja del TCR y no sólo suavizar la volatilidad (tema que se discutirá en la sección 7.7.). El propio FMI ha venido reconociendo la legitimidad de esta aproximación.

Recordemos lo expuesto en la sección 5.4. La principal restricción a la mantención del actual ritmo de crecimiento en los próximos años, es la caída verificada en el TCR y las expectativas de que la misma continúe, como consecuencia de fuertes desajustes en los mercados monetario-financieros fuera de Perú. Esta aclaración es importante porque le da legitimidad a la autoridad económica para implementar medidas más potentes que en el pasado para contener y revertir la caída del TCR.

7.3. Prepago de la deuda externa.

El prepago de la deuda externa puede reducir la presión vendedora neta sobre el mercado cambiario. Pero esta medida posee un efecto de una sola vez, por lo que es imprescindible sincronizarla con todo un conjunto de medidas que operen en la misma dirección.

7.4. Incremento de recursos para el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) y constitución de un Fondo Soberano.

En el pasado reciente la coordinación de acciones entre el BCRP y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) para enfrentar la caída del tipo de cambio, no ha sido todo lo efectiva que se requiere para detener la continuación de la tendencia a la baja en el TCR. En la actualidad, el MEF parece más decidido a un rol más activo en este ámbito. Así, parece más dispuesto a apoyar al BCRP y planea comprar en el 2013 4.000 millones de dólares, para pagar los intereses de la deuda externa en dólares, pre-pagar la deuda externa e incrementar los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). También contempla limitar la emisión de papeles en dólares de entidades públicas como la Corporación del Financiamiento para el Desarrollo (COFIDE). El MEF está analizando además la creación de un Fondo de Riqueza Soberano. La pregunta es si esto será suficiente para contener la caída.

EL MEF en colaboración con el BCRP puede decidir en el futuro un incremento aún mayor del (FEF) y comprar dólares para un Fondo Soberano en divisas, que pueden ser aumentados gradualmente en la medida que el excedente del mercado de divisas crezca.

7.5. Incremento del Superávit Fiscal

Un incremento del superávit fiscal reduce el crecimiento de la demanda lo que tenderá a disminuir el precio de no transables. Esto contribuirá a disminuir la presión sobre el TCR desacelerando su caída. No obstante, la dificultad de esta aproximación es que en forma simultánea el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) enfrenta la necesidad de financiar múltiples proyectos y demandas, por lo que no es una decisión sin costos.

7.6. Aumento del límite para inversiones de las AFP en el exterior

En la actualidad sigue existiendo un amplio margen para incrementar el límite de inversiones del sistema de AFP en el exterior. Se suele argumentar contra ello que esto reduciría el ahorro para financiar proyectos importantes para el país. Cabe recordar que el incremento en el límite es por definición gradual, y que por lo tanto no tiene un efecto desmesurado sobre la formación de ahorro interno. Más importante aún, si se acepta que la restricción dominante es la tendencia a la caída del TCR y las expectativas de que este continúe cayendo, esto significa que el crecimiento del país chocará mucho antes contra la restricción de la caída del TCR que contra la restricción de ahorro.

7.7. Cambios en las Operaciones de Compra de dólares.

El BCRP ha venido implementando una política de compra de dólares que se ha acrecentado en los últimos años, esterilizando su efecto sobre la tasa de inflación a través de la colocación de papeles con una cierta tasa de interés. Pero dados los cambios en el contexto externo, que asumen la dimensión de un shock externo financiero, y lo expuesto en secciones previas, hay al menos tres temas relevantes que deberían ser tomados en cuenta para modificar las operaciones de compras de divisas con esterilización.

i). El tema clave es como el BCRP incide sobre las expectativas de los agentes en el mercado cambiario de Perú. El BCRP posee una capacidad de intervención enorme en proporción al tamaño de ese mercado, en el que se transan en promedio 300 a 400 millones de u.s. dls. diarios. Todo depende entonces de las señales que emita para la formación de expectativas de los agentes.

Si el BCRP mantiene explícitamente como regla – como lo ha venido haciendo – que su objetivo es moderar la volatilidad *sin modificar la tendencia del mercado*, en un período de un fuerte shock externo provocado por el gran desajuste de los mercados monetarios financieros mundiales, *la señal que está dando hacia los agentes es que espera la continuación de la caída del TCR dentro de Perú. Esta señal impulsa a los agentes a comportarse anticipadamente en forma acorde, reduciendo la demanda por u.s. dólares y aumentando las ventas de esa moneda. Con lo que esa regla provoca una profecía auto-cumplida: la continuidad de la caída del TCR.*

De hecho, hacia fines de Diciembre del 2012 la demanda por u.s. dólares había caído tanto que el sistema bancario carecía de los dólares requeridos para sus operaciones y tuvo necesidad de aumentar la tasa de interés sobre los depósitos en dólares para atraer recursos en esa moneda.

A la inversa, si el BCRP explicita como objetivo temporario (mientras dure el desequilibrio monetario y financiero en las economías del Norte), su decisión de contener y revertir la caída del TCR, (sin comprometerse con una meta del tipo de cambio) y avala ese objetivo con el anuncio de medidas potentes, la señal que está dando a los agentes es que no es seguro que el TCR continuará cayendo, y este hecho los impulsará a moderar la venta de dólares y a aumentar su compra. Con lo que la caída del TCR se moderará y si el BCRP actúa con suficiente decisión, adoptando medidas potentes, podrá revertirla parcialmente.

ii). Un segundo aspecto es que la intervención del BCRP se ha caracterizado por efectuar compras por un monto calculado para suavizar la volatilidad y normalmente hacia el final de la jornada de las operaciones de cambio. Con esto, cualquiera haya sido la evolución

del tipo de cambio durante la jornada, hacia el cierre de la misma logra un TC más elevado que el verificado durante la jornada. Pero este procedimiento es sólo nominal, ya que en la práctica los que transaron dólares antes de su intervención – por ejemplo los exportadores que vendieron dólares – lo hicieron a un TC más bajo.

Por consiguiente, si desea tener mayor impacto, *el BCRP debería variar su forma de intervención*. En primer lugar *debería estar dispuesto a comprometer cifras mayores en la compra diaria* de dólares y anunciar esa decisión sin comprometerse con una meta anual de tipo de cambio. El anuncio es fundamental por su efecto sobre expectativas. En segundo lugar debería efectuar el anuncio y comenzar la compra de divisas al principio de la jornada. Es posible que en los primeros días algunos agentes intenten apostar contra su decisión. Pero con su gran capacidad de intervención en un mercado de cambios reducido, el BCRP podrá hacer sentir su gravitación – y provocar pérdidas a los que apostaron en su contra. Por consiguiente esta nueva forma de operatoria, es más coherente con el objetivo de contener y en lo posible revertir parcialmente la caída del TCR.

iii).El tercer tema es que existe un límite al proceso de compras de divisas más esterilización: el efecto del mismo sobre el Balance Anual de Resultados y de Activos y Pasivos del BCRP. El BCRP obtiene un cierto rendimiento de las reservas propias de divisas, y simultáneamente, enfrenta un pago anual por los intereses de los papeles emitidos para esterilizar. Similarmente, la emisión de papeles para esterilizar, implica un alza en sus pasivos

Por consiguiente, si el pago de intereses por los papeles emitidos supera al monto de intereses percibidos por el incremento de reservas multiplicado por el tipo de cambio nominal, el Balance Anual de Resultados registrará una pérdida por este concepto en la línea respectiva. Esta pérdida tenderá a sentirse más en el conjunto del balance cuanto mayor sea el aumento del pasivo originado en la esterilización.

Un incremento en las compras respecto a las efectuadas en años anteriores acercará al BCRP a un resultado anual negativo en esta línea del Balance. Pero la pérdida será menor cuanto mayor sea el tipo de cambio nominal con el que se multiplique el incremento de reservas. Adicionalmente, una decisión que el BCRP deberá evaluar es que es lo más conveniente para el país: que el BCRP arroje a fin de años una utilidad mayor en su Balance de Resultados o que Perú pueda mantener el ritmo de crecimiento económico que lo ha caracterizado. Además el Balance de Resultados del BCRP no depende solo de las operaciones de compra de divisas. La persistencia de la caída del TCR con sus implicancias sobre una mucho menor tasa de crecimiento económico, apunta al hecho de que un menor crecimiento se reflejará también en menores ingresos en el Balance de Resultados del BCRP – sólo que con un rezago de tiempo. La conclusión parece evidente:

el BCRP debe continuar e incrementar su política de compras de divisas porque de una u otra manera, el efecto de sobre el Balance Anual de Resultados se sentirá, mientras que mantener esas operaciones le permite salvaguardar mejor la tasa de crecimiento económico.

7.8. Controles de Capitales

El FMI ha reivindicado en el pasado reciente la conveniencia de aplicar controles de capitales en las economías emergentes para hacer frente a la oleada de desajustes monetario-financieros en las economías del Norte. Por otra parte, aún antes de la decisión explícita del FMI, no se ha encontrado evidencia empírica robusta que señale serias consecuencias negativas en la aplicación de esos controles. Cuba (2013) sugiere aplicar controles sobre el ingreso de capitales de corto plazo y reducir la rentabilidad para los mismos ¹³/. Por ejemplo un impuesto de 10 por ciento al ingreso de capitales de corto plazo que permanezcan menos de un año. Esto puede combinarse con un incremento del encaje en depósitos en divisas y con otras medidas dirigidas a reducir la rentabilidad del ingreso de flujos financieros ¹⁴/. La oposición a este tipo de medidas suele argumentar que el país necesita de financiamiento externo. La respuesta a esta objeción es que en la actualidad, la principal restricción al crecimiento futuro de Perú no es la disponibilidad de financiamiento externo. La principal restricción enfrentada por la economía Peruana es la caída del TCR. Una vez superada esa restricción principal, podremos preocuparnos por superar las que le siguen en orden de importancia.

7.9. Baja en la tasa de interés de referencia.

Si la continuidad del descenso en la caída del TCR conduce a una fuerte desaceleración del crecimiento económico, como ha planteado Cuba (2013), entonces una medida complementaria a las expuestas es reducir la tasa de interés de referencia desde el 4.25 por ciento actual para bajar la rentabilidad que atrae a los flujos financieros externos y contener la caída del TCR. Esto permite expandir un poco la economía y compensar las tendencias contractivas originadas en el descenso del TCR. No obstante, también es cierto que esta medida expansiva presionará sobre la tasa de inflación. Por lo que es adoptable sólo en la medida que la tasa de inflación esperada se reduzca hacia un 2 por ciento – o que se incremente el superávit fiscal para moderar ese efecto expansivo.

¹³ / De acuerdo al BCRP, el ingreso de capitales de corto plazo se elevó a 2.615 millones de us. dólares en el 2012 y se estima que permanecerá elevado en el 2013. La inversión directa extranjera ascendió a us. 11.084 millones en el 2012 y se estima que se acercaría a 9.500 millones en el 2013.

¹⁴ / El 30 de Enero del 2013 el BCRP elevó el encaje de los depósitos en divisas de 41.2 % vigente en Diciembre del 2012 a 42.2 %. El 31 de Enero esta medida provocó un alza de 0.31 por ciento en el valor del dólar.

7.10. El efecto sobre la tasa de inflación y la hoja de balance.

En algunos ámbitos existe preocupación sobre el eventual efecto inflacionario de una política que logre contener la caída del TCR y revertirla parcialmente. Para entender la respuesta, conviene tener en cuenta que la tarea de contener y revertir esa tendencia es un proceso gradual en el tiempo – y no una decisión con un efecto instantáneo.

En esa óptica, recordemos que los trabajos empíricos existentes, citados en la Sección 5.6., señalan que el pass through del tipo de cambio a precios es empíricamente bajo en Perú, en el rango de 0.16 a 0.20 a 12 meses plazo o menos, lo que sugiere que aún un aumento de 2 por ciento por año del TCR, estaría añadiendo una presión inflacionaria de 0.3 a 0.4 puntos de porcentaje como máximo. Previsiblemente, el aumento efectivo del TCR, si es que tiene lugar, sería - en el mejor de los escenarios - bastante menor que 2 por ciento anual y la presión inflacionaria bastante más baja y por lo tanto digerible para la política de estabilización.

Respecto al efecto de hoja de balance, el mismo enfatiza que en una economía semi-dolarizada como la peruana, un aumento del TCR conduce a una elevación de los compromisos en moneda nacional de las empresas con deudas en dólares. En ese escenario, una devaluación real brusca y elevada, provocaría la quiebra de muchas empresas. Pero no se está proponiendo una devaluación ni brusca ni elevada.

Conviene recordar que el índice de dolarización del BCRP se redujo a 43.1 % en Diciembre del 2012 – aún cuando se ha reducido más levemente el endeudamiento en dólares de las empresas a 53.9 %, cifra todavía elevada; ii) el máximo aumento del TCR propuesto en este trabajo sería 2 por ciento anual implementado muy gradualmente.

La reducción en la desdolarización y la caída del TCR ha facilitado que las empresas puedan absorber un aumento gradual anual del TCR no superior a 2 por ciento anual. Durante el proceso de fuerte caída del TCR ningún especialista señaló la fuerte transferencia de recursos que esta caída supuso para las empresas endeudadas.

El tema central pasa por el anuncio previo del BCRP de su decisión de contener la caída del TCR y lograr, en lo posible, un aumento muy gradual y moderado de esa variable. Esto no pondrá en marcha un proceso de quiebras de empresas y hará que las mismas adquieran anticipadamente dólares para asegurar el pago de su deuda anual, lo que operará justamente en la dirección de contener la caída del TCR.

8. Conclusiones.

Provocada por los excesos de liquidez y disponibilidad financiera generados por los desajustes de las economías del Norte, la evidencia disponible señala una significativa caída del TCR multilateral y bilateral, y de lo que en este trabajo se denominó TCR multilateral “efectivo” durante más de una década. Esto se ve peligrosamente reforzado por las expectativas hacia la continuación de esta tendencia hacia el futuro, por la fuerte expansión esperada de la liquidez en EEUU y Japón y la salida de capitales financieros de la Eurozona.

La caída del TCR multilateral estimado por el BCRP subestima significativamente el deterioro sobre la competitividad de las actividades transables por dos motivos: i) la proporción de transacciones comerciales externas efectuadas en us. dólares es muy superior a la ponderación de EEUU como socio comercial en la estimación del TCR multilateral; ii) el TCR multilateral no toma en cuenta los precios de producción de las actividades transables y en la práctica nada nos asegura que los mismos se comporten de la misma manera que los índices de precios agregados usados en la estimación de TCR.

La estimación de TCR de equilibrio en Perú incluye fallas analíticas y de medición empírica, ya que omite tomar en cuenta que el desempleo por “mismatching” es un factor importante, y sobre todo, ignora que el mercado de trabajo de Perú no es homogéneo, si no segmentado y heterogéneo, sujeto a “fricciones” que afectan su desempeño, y que se ajusta más por variaciones en la tasa de informalidad y subempleo que sólo por variaciones en la tasa de desempleo abierto. En consecuencia, las estimaciones empíricas del TCR de equilibrio que incorporen sólo la evolución de la tasa de desempleo abierto, subestiman significativamente el TCR que asegura el equilibrio en el mercado de trabajo y por lo tanto el equilibrio interno – condición necesaria para que el TCR sea considerado de equilibrio.

Las repercusiones negativas de las tendencias del TCR son muy serias, ya que afectan en el presente y futuro significativamente la competitividad, elevan el saldo ya negativo de la balanza comercial, reducen la diversificación de productos, elevan la rentabilidad en no transables y desaceleran el aumento de la inversión en transables que es crítica para el aumento de la productividad en este sector, reducen el crecimiento económico esperado y con ello el crecimiento futuro del empleo y la reducción de la pobreza.

Muchas empresas han batallado contra esta caída del TCR. En particular, el sector confecciones se ha especializado en prendas más sofisticadas, los pesqueros han abandonado el mercado europeo de productos frescos por la caída del TCR y los han reemplazado por conservas de pescado enlatadas. Los agroexportadores han pasado a manejar la comercialización y no sólo la producción, mientras al mismo tiempo diversificaban su producción. La diversificación de productos y mercados, el

desplazamiento hacia nuevos productos, son estrategias positivas frente a la caída del TCR, pero como el aumento de la productividad, requieren un plazo significativo y no pueden contrarrestar una caída muy veloz del TCR.

Frente a este escenario de alto riesgo para el crecimiento y la inclusión social, las autoridades disponen de una gama de instrumentos para actuar, algunos de los cuales fueron señalados en este trabajo – encuadrar las medidas en un enfoque comprensivo; lograr una efectiva coordinación entre el BCRP y el MEF en este tema; decidir un conjunto de medidas y su secuencia en lugar de aplicar medidas aisladas y puntuales; pre-pagar la deuda externa; incrementar el Fondo de Estabilización Fiscal; analizar la posible creación de un Fondo Soberano; postergar las acciones de entidades públicas que conducen a un aumento de las ventas de divisas; incrementar el Superavit Fiscal; elevar el límite para las inversiones en el exterior de las AFP's; aumentar e introducir en la operatoria de compras diarias de divisas del BCRP en el mercado cambiario criterios más coherentes con el objetivo de contener la caída del TCR; elevar el encaje sobre los depósitos en divisas; introducir un impuesto a los capitales de corto plazo que permanezcan en el país menos de un año y previa coordinación con cambios en la política fiscal reducir la tasa de interés de referencia cuando la inflación esperada se aproxime a un 2 por ciento. Dado el riesgo que se enfrenta, lo importante es colocar sobre la mesa todo el instrumental de políticas susceptible de incidir sobre la contención del tipo de cambio y aplicar la mezcla de políticas que se estime más eficaz.

Lo que conviene subrayar es que una acción eficiente y eficaz en este ámbito, requiere de mucha mayor coordinación entre el MEF y el BCRP que en el pasado, y una mente abierta respecto al tipo de medidas a adoptar. La coordinación programada de políticas es esencial porque es poco probable que un par de medidas aisladas pueda cambiar la tendencia y velocidad de la apreciación cambiaria.

También es bueno recordar que existe un rezago de tiempo entre la adopción de cada medida y su efecto sobre el tipo de cambio (variable según la medida), a ello le sigue un cierto rezago para que ese efecto incida sobre expectativas y modifique decisiones privadas en tal magnitud como para revertir el riesgo de una seria desaceleración del crecimiento económico. A ello debe agregarse el rezago entre el crecimiento de la inversión privada y el PIB y el crecimiento del empleo formal y el descenso de la pobreza. Por consiguiente, si nos preocupa el efecto sobre la inclusión social, deberíamos promover la citada coordinación de políticas lo antes posible.

Finalmente es necesario advertir que no hay mucho plazo para intervenir y contener la tendencia. En la medida que el TCR “efectivo” siga cayendo a fuerte velocidad, el saldo negativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos tenderá a elevarse rápidamente y

nadie puede garantizar un ingreso de capitales a la misma velocidad. Se enfrentaría así el riesgo de un saldo negativo en la balanza de pagos, con lo que la demanda por dólares en el mercado cambiario comenzaría a superar la oferta. En este escenario, la economía peruana se enfrentaría a una trampa: un TCR muy bajo y la imposibilidad de intervenir para modificar la tendencia del TCR, ya que en ese escenario tendría plena vigencia el “trilema” y ya no sería posible intentar controlar el tipo de cambio sin un efecto pernicioso sobre la tasa de interés y la inflación.

Se podrá argumentar que la aproximación expuesta en este trabajo es heterodoxa en el sentido que no se ajusta a la visión ortodoxa en la materia. Esto es cierto, pero recordemos que estamos en buena compañía ya que son muchos los Gobiernos y Bancos Centrales del mundo que en la actualidad, en respuesta a los grandes desequilibrios monetario-financieros originados en las economías del Norte, se vienen protegiendo de una severa apreciación de su moneda para impedir una seria caída de sus exportaciones netas. Una de esas experiencias se halla en el país considerado por muchos como de gran capacidad en el manejo del sistema financiero: Suiza.

Amenazado por una avalancha de euros que escapaban de un eventual derrumbe de la Eurozona, que apreciaría significativamente el franco Suizo y afectaría sus exportaciones, el Banco Nacional de Suiza anunció en Septiembre de 2011 que establecía un piso fijo de 1.20 francos suizos por euro, para lo cual estaba dispuesto a entregar todos los francos suizos que esta medida demandara. Al principio, muchos analistas serios advirtieron de un inminente fracaso, pero 15 meses más tarde, a fines de Diciembre del 2012, la tasa de cambio se situaba cómodamente por encima del piso de 1.20 francos suizos por euro y el Banco Nacional de Suiza mantenía calmada y firmemente el curso adoptado. En esa experiencia, el sólo anuncio de la decisión adoptada, sirvió para comenzar a cambiar las expectativas de apreciación del franco suizo, en un clarísimo ejemplo de que cuando un Banco Central se empeña, puede modificar internamente la tendencia de los mercados externos en la medida que el contexto sea de un exceso de divisas. Haberlo hecho de otra manera habría implicado una fuerte apreciación del franco suizo y el derrumbe de las exportaciones de Suiza, uno de los motores del crecimiento de ese país.

Bibliografía

Ball, C. (1998). Policy Rules for Open Economies. NBER Working Paper N° 6760, Cambridge, Mass., USA.

Blanchard, O. y L. Katz (1996) “What we know and do not know about the natural rate of unemployment”. NBER Working Paper 5822, Cambridge, Mass. USA.

Burstein, A., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2002) Why are rates of inflation so low after devaluation? NBER Working Paper N° 8748, Cambridge, Mass. USA.

Clinton, K. and Perrault, J.(2001). Metas de Inflación y Tipo de Cambio. Revista de Estudios Económicos, BCRP, Vol. 7, Lima.

Cuba, E. Sobre el Tipo de Cambio Real. Gestión , 21 de Enero del 2013.

Edwards, S. (1989) Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment. The MIT Press, USA.

Ferreira J. y Herrada, R. (2003) “Tipo de cambio real y sus fundamentos: estimación de su des-alineamiento”, Revista de Estudios Económicos, N°22, BCRP, Lima

Frenkel, R.(2004). “Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo”. En Empleo y Estrategia de Crecimiento en los Países del MERCOSUR, OIT, Buenos Aires.

Frenkel, R. (2006) “El esquema de inflation targeting y las economías en desarrollo”, en Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Junio.

Frenkel, R. and Taylor, L. (2006) Exchange Rate, Monetary Policy and Employment. United Nations Department of Economic and Social Affairs (DESA), Working Paper N° 19, New York, February

Frenkel, R. (2007) The Central Bank in the Foreign Exchange Market CEPR, Wash. D.C. February

Frenkel, R. y Damill, M. (2004). Argentina. Panorama y perspectivas macroeconómicas. CEDES, Buenos Aires.

García, C. y Restrepo, J. (2001) Price Inflation and Exchange Rate Pass Through. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 128, Santiago.

Goldfajn, I. y Werlag, S. (2000) The pass through from depreciation to inflation: a panel study. Banco Central do Brasil, Working Paper N°5, Brasilia.

Hausmann, R. y Rodrik, D. (2003) “Economic Development as Self Discovery”, Journal of Development Economics, 72 (2).

Hausmann, R. , Rodrik, D. y Velasco, A. (2005) “Growth Diagnostics”. John F. Kennedy School of Management, Harvard University, March.

IIF (2013) Capital Flows to Emerging Markets. Wash. D.C., January.

Koepke, R., Huefner, F. y Suttle, P. (2013). Capital Flows to Emerging Markets Economies. IIF, Wash. D.C., January.

Miller, S. (2003) "Estimación del pass-through a precios 1995-2002". Revista de Estudios Económicos, BCRP, Lima.

Nurkse, R. (1945) "Conditions of monetary equilibrium" in Essays in International Finance, Princeton University, USA.

Wilkenreid, D. (2003). "¿Es asimétrico el pass through?" Revista de Estudios Económicos, BCRP, Lima.

Wlikenreid, D. (2012). "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación" Revista de Estudios Económicos, BCRP, Lima