

## La economía peruana y la crisis mundial

Oscar Dancourt\*  
Marzo de 2009.

La experiencia histórica muestra que las fluctuaciones macroeconómicas del 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 mundial actual puede definirse como la peor recesión global de los últimos 60 años que, para colmo de males, viene acompañada de una crisis bancaria y financiera en el centro sólo comparable a la de 1930.

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 desploman los precios de las materias primas y fugan los capitales del país. La novedad está en la enorme magnitud que tienen hoy día estos efectos.

El choque externo cambiario

La crisis mundial ha tenido un doble impacto sobre la balanza de pagos del Perú. De un lado, las exportaciones de materias primas (tres cuartas partes del total) cayeron en dólares un 25 por ciento durante el último trimestre del 2008, en comparación con el mismo período del año anterior. En enero del 2009, las exportaciones totales mensuales se redujeron en un 37 por ciento, disminuyendo tanto las de materias primas (metales, harina de pescado, etc.) en 41 por ciento, como las no tradicionales (textiles, agropecuarios, etc.) en 25 por ciento, siempre respecto al mismo mes del año anterior. De esta manera, el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se observaba desde mediados del 2004, se convirtió en un déficit de 3,3 por ciento del PBI para todo el 2008; este resultado refleja también el gran incremento de las importaciones. Según el último Reporte de Inflación del Banco Central de Reserva, las ventas al exterior alcanzarían en el



2009 unos 24 mil millones de dólares, esto es, un 25 por ciento menos que el valor registrado el año pasado.

Del otro lado, durante este último trimestre del 2008, se produjo también una apreciable salida del país de capitales de corto y largo plazo (incluyendo errores y omisiones) equivalente a casi el 11 por ciento del PBI. La reversión de los flujos de capital de corto plazo fue violenta: salieron por un valor igual al 8 por ciento del PBI a fines del 2008, después de haber ingresado por un equivalente al 9 por ciento del PBI a principios del año. Dentro de estas salidas de corto plazo destacan la reducción de las líneas de crédito externas para los bancos locales y las ventas de papeles de la autoridad monetaria y del gobierno en manos de inversionistas no-residentes. Los flujos de capital de largo plazo (inversión directa extranjera) también decrecieron sensiblemente hasta arrojar una cifra negativa del 1,1 por ciento 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.

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, mientras mantenía prácticamente constante la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional. En consecuencia, las reservas de divisas de la autoridad monetaria, medidas por la posición de cambio, disminuyeron en un 27 por ciento, desde junio del 2008 hasta mediados de marzo del 2009. Mientras tanto, el tipo de cambio (el precio de un dólar en soles) apenas subió un 8 por ciento en el mismo período, cifra bastante menor que la de los socios comerciales. Esta respuesta de política monetaria, muy distinta a la ejecutada en la crisis anterior de 1998-2001, fue posible gracias a la acumulación previa de un nivel de reservas internacionales de divisas sin precedentes. Actualmente, la posición de cambio bordea los 20 mil millones de dólares, un 15 por ciento del PBI, mientras que la producción doméstica no primaria ha perdido competitividad respecto a la producción extranjera desde mediados del 2008, a juzgar por la evolución del tipo de cambio real multilateral.

Las reservas internacionales vendidas por el Banco Central han sido compradas no sólo por inversionistas extranjeros sino también por el sector privado local,



especialmente por los bancos comerciales y los fondos del sistema privado de pensiones (AFPs), entre otros. 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 doméstica. El stock de estos papeles representaría alrededor de un 15 por ciento de la posición de cambio actual de la autoridad monetaria. Los bancos comerciales usan estos papeles para cubrirse de los compromisos que adquieren cuando venden dólares para entrega a futuro a un tipo de cambio fijado hoy (forwards), 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 se ha incrementado desde mediados del año pasado en una magnitud equivalente a un 15 por ciento de la posición de cambio actual del Banco Central.

#### El choque externo real

El año 2002 acabó una larga 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. Desde 2002 hasta 2008, la marcha de la economía peruana adquirió progresivamente cada vez más velocidad, hasta alcanzar un ritmo superior al 9 por ciento anual durante ocho trimestres consecutivos, desde el tercer trimestre del 2006 hasta el tercer trimestre del 2008; en este último período, la creación de empleos urbanos en las empresas de más de 10 trabajadores avanzó a un 9 por ciento ó 10 por ciento anual.

Este prolongado auge de la economía peruana terminó en el último trimestre del 2008. La tasa de crecimiento del PBI en el sector no primario o urbano de la economía peruana, sector que genera el grueso del empleo en el país y representa más de cuatro quintas partes del producto total, cayó sensiblemente desde un 11,5 por ciento anual en el período enero-octubre del 2008 hasta un 3,1 por ciento anual en enero pasado, siempre en comparación con el mismo período del año anterior; cabe apuntar que esta tasa del 3,1 por ciento sería mucho menor si ciertos cambios metodológicos controvertidos no se hubieran introducido recientemente en el cálculo del PBI del sector servicios. Algunas medidas del PBI mensual desestacionalizado, como la publicada por el Instituto Nacional de Estadística e Informática, 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.

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, fabricación de harina de pescado, etc., y que depende en parte de la demanda externa, y la industria de la construcción. En enero del 2009, la manufactura no primaria decreció en 4,1 por ciento anual, tras haber registrado una tasa superior al 10 por ciento anual durante el período enero-octubre del 2008; y la industria de la construcción sólo se expandió en 4,5 por ciento, después de haber crecido a una tasa del 17,9 por ciento anual durante enero-octubre del 2008, siempre en comparación con el mismo período del año anterior. Es posible que la economía peruana registre durante el 2009 una recesión en toda regla, definida como dos o más trimestres consecutivos de tasas de crecimiento negativas del PBI.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no sólo 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, por ejemplo, el seguro de desempleo, y debido a la gran influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros.

Si las exportaciones representan un 30 por ciento del PBI nominal, y si disminuyen en un cuarto, 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 por ciento del PBI nominal. Y como esta caída de las exportaciones tiene un efecto multiplicador (relativamente pequeño en promedio por el peso del enclave minero) sobre el resto de la economía, tanto vía el gasto en el resto de la economía de los ingresos generados en el sector exportador como vía la demanda de insumos intermedios, podríamos elevar este impulso recesivo hasta un 10 por ciento del PBI nominal.

A este impacto 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. En segundo lugar, conviene recordar que el sistema financiero peruano esta 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 han reducido en mas de un 1 por ciento 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, son negativas las tasas mensuales de crecimiento del crédito en dólares del sistema financiero al sector privado.

Cabe aquí mencionar que la expansión del crédito en dólares fue una fuerza importante que, junto con una política fiscal expansiva, sustentó el notable auge de la demanda interna observado en los últimos dos años. Durante el 2007, el crédito bancario al sector privado en dólares se incremento por un valor equivalente al 3 por ciento del PBI; similar ritmo de incremento se registró también durante el primer semestre del 2008.

#### La respuesta de política macroeconómica

Además de este choque externo adverso de enorme magnitud, que ha impactado 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.

El más importante de estos es, quizás, el inoportuno ajuste del gasto público ejecutado durante el último trimestre del 2008 por el anterior ministro de economía; destaca la reducción de la inversión pública a cargo del gobierno central en un 18 por ciento respecto al mismo trimestre del año anterior. Este ajuste fiscal estaba destinado a enfriar la economía y bajar así la tasa de inflación, que se había disparado desde un 1 por ciento anual a mediados del 2007 hasta un 7 por ciento anual a fines del 2008, medida por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana. Justo a inicios del 2007, el Banco Central había rebajado el límite superior de su meta de inflación de 3,5 por ciento a 3 por ciento 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 disminución del poder de compra de estos estratos, un descontento masivo, y una sustancial merma de la popularidad del presidente García. De allí, el ajuste del gasto público y la adopción de otras medidas como el subsidio a los combustibles importados o la rebaja generalizada y unilateral de aranceles a las importaciones; no hubo, sin embargo, aumentos del salario mínimo o las pensiones de jubilación pagadas por el gobierno.

Esta alza de la inflación respondía, en parte, a un choque de oferta negativo (alza 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 un 2 por ciento a mediados del 2007 hasta casi un 6 por ciento a fines del 2008 y principios de 2009.

Fue en estas circunstancias, 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 infatigablemente los discursos oficiales. En el Reporte de Inflación del Banco Central correspondiente a septiembre pasado se proyectaba que la economía peruana crecería un 6,5 por ciento durante el año 2009 y un 7 por ciento durante el 2010.

Esta negación de la realidad generó una respuesta de política macroeconómica que ha hecho más probable la ocurrencia de una recesión en el 2009. 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 por ciento anual para combatir la inflación y, por último, vender agresivamente dólares para impedir un alza significativa del tipo de cambio (que hubiera podido echar mas leña al fuego de la inflación). Es decir, cuando ya existía evidencia que permitía actuar preventivamente con una política monetaria y fiscal expansivas, 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 venta de dólares moderó los impulsos recesivos generados por la salida de capitales, cosa que no ocurrió en la crisis de 1998; 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.

Esta primera etapa terminó cuando el gobierno de García abandonó aparentemente la línea dura y decidió lanzar un programa fiscal 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 era un instrumento de propaganda destinado a infundir el optimismo entre los empresarios. No había un solo dólar de gasto público extra. Después del obligatorio cambio del ministro de economía, el gobierno de García volvió a lanzar a principios del 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, del programa anticrisis.

#### Las perspectivas

El nuevo plan anticrisis del gobierno gira alrededor de una sola bala de plata para matar al tigre de la recesión: 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 por ciento anual durante 2009, elevando así su participación desde un 4 por ciento hasta casi un 6 por ciento del PBI. Aunque existen otros componentes secundarios en este paquete de política fiscal expansiva, como la rebaja del precio de los combustibles o el incremento de la devolución de impuestos a los exportadores no tradicionales, la gran cuestión es si este impulso fiscal llegará a tiempo y con la fuerza suficiente para evitar una recesión el 2009. El gobierno no parece haber advertido que, en situaciones como esta, mejor es pecar por exceso que por defecto.

De acuerdo al Reporte de Inflación, este impulso fiscal y la previsible reducción de la recaudación tributaria, convertirían el superávit fiscal de 2,1 por ciento del PBI del 2008 en un déficit fiscal del 1 por ciento del PBI en 2009; déficit que el gobierno financiaría fácilmente con los depósitos que tiene acumulados en el Banco Central.

El nuevo plan anticrisis del gobierno excluye otras medidas que elevarían 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) y la suspensión de la firma de nuevos tratados de libre comercio (el gobierno ha anunciado que firmara uno de estos tratados con China próximamente), el incremento del salario mínimo y las pensiones de jubilación, etc.. Pero, esta vez el plan fiscal anticrisis ha ido acompañado por un par de tímidas rebajas de 25 puntos básicos de la tasa de interés de referencia del Banco Central.

Finalmente, cabe enfatizar lo obvio: la persistencia del déficit de la balanza de pagos depende de la duración de la crisis mundial, que determina la caída de los precios de las materias primas de exportación y la salida de capitales de la periferia. El último Reporte de Inflación proyecta, sin embargo, un déficit de balanza de pagos para el 2009 equivalente a tan solo un 2,5 por ciento del PBI, a pesar de que el déficit externo registrado en el cuarto trimestre del 2008 alcanzó un 13,2 por ciento del PBI. Segundo, es claro que las políticas fiscales y monetarias expansivas que contrapesan el efecto recesivo de la caída de las exportaciones y la salida de capitales, también deterioran la cuenta corriente de la balanza de pagos vía las mayores importaciones. En consecuencia, es perfectamente posible que las reservas de divisas actuales no sean suficientes para atravesar esta enorme crisis mundial de duración incierta y llegar a un puerto seguro, si se mantiene el tipo de cambio real multilateral existente. Este aspecto crucial de la situación económica actual (que exige, por lo menos, un alza del tipo de cambio y/o de los aranceles) parece ser ignorado por el gobierno de García y su plan anticrisis.

\*Profesor del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú.