

# PERÚ 2008-2009: DEL AUGE A LA RECESIÓN

## CHOQUE EXTERNO Y RESPUESTAS DE POLÍTICA MACROECONÓMICA

Óscar Dancourt y Waldo Mendoza<sup>1</sup>

### 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 económica mundial de 2008-2009 es la peor recesión global de los últimos sesenta años y además viene acompañada de una crisis financiera solo 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 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, como puede verse en el gráfico 1, es que todas las recesiones ocurridas en los últimos sesenta años en la economía peruana han estado asociadas a caídas de los términos de intercambio<sup>2</sup>, que son determinadas fundamentalmente

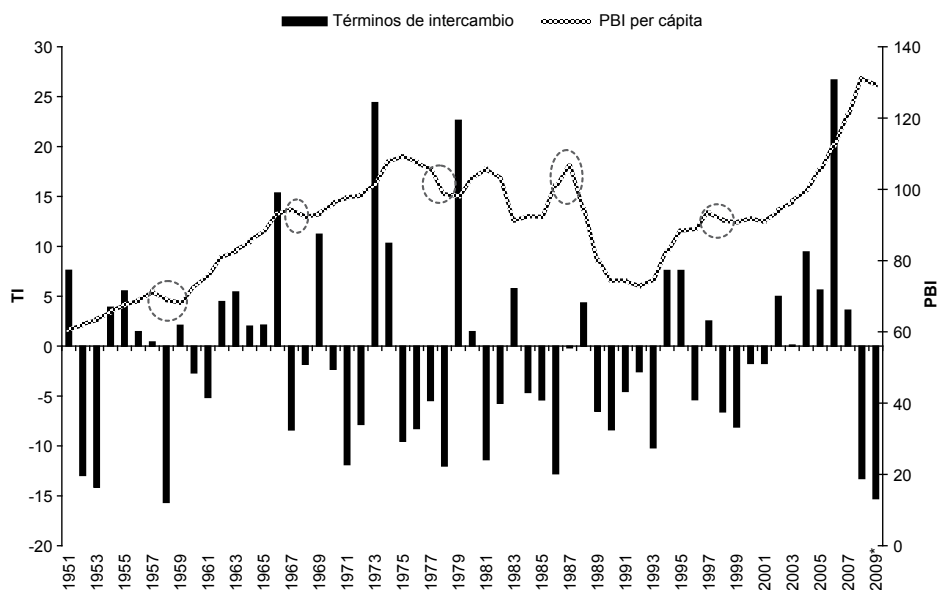
---

<sup>1</sup> Los autores agradecen la inmejorable asistencia de Gustavo Ganiko, jefe de práctica del Departamento.

<sup>2</sup> Este fenómeno es general. 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 & Lee (2003). Para la economía peruana, Tovar & Chuy (2000) hallan una relación positiva robusta entre el componente cíclico del producto y el componente cíclico de los términos de intercambio para el periodo 1950-1998; véase también Castillo, Montoro & Tuesta (2006).

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 2009, el Reporte de Inflación del BCRP correspondiente a junio proyecta una disminución de 13% de los términos de intercambio.

**Gráfico 1: Recesiones y caídas de los términos de intercambio, 1951-2008**



Fuente: BCRP.

\* PIB per cápita: proyección; TI: variación % anualizada del segundo trimestre de 2009.

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 porque coincide con un alza de los términos de intercambio<sup>3</sup>. 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.

<sup>3</sup> 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).

La libre movilidad internacional de los capitales se reinstauró en el Perú en la década de los noventa, al mismo tiempo que en gran parte de la periferia<sup>4</sup>. Así, los choques financieros externos (salidas de capital por cambios en la tasa de interés internacional, por contagio, etcétera) adquirieron un papel tan importante como los choques reales externos (caídas de términos de intercambio, recesiones en los socios comerciales) en los avatares macroeconómicos de la economía peruana. Es revelador que las dos últimas recesiones sufridas en el Perú hayan sido resultado de una combinación de ambos tipos de choques externos.

## 1. EL CHOQUE EXTERNO CAMBIARIO

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 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 de 2008, las exportaciones en dólares cayeron un 25%, en comparación con el mismo periodo del año anterior. En el periodo enero-junio de 2009, las exportaciones totales se redujeron en un 29,6%, cayendo tanto las de materias primas (metales, harina de pescado, etcétera) en 31,7% como las no tradicionales (confecciones, agroindustriales, etcétera) en 22,9%, siempre respecto al mismo periodo del año anterior. Según el Reporte de Inflación de junio de 2009 del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), las ventas al exterior alcanzarían en 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 de 2008 y principios de 2009. De esta manera, el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (promedio móvil de cuatro trimestres), que se registra desde mediados de 2004, se convirtió en un déficit de 3% del PBI hacia fines de 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.

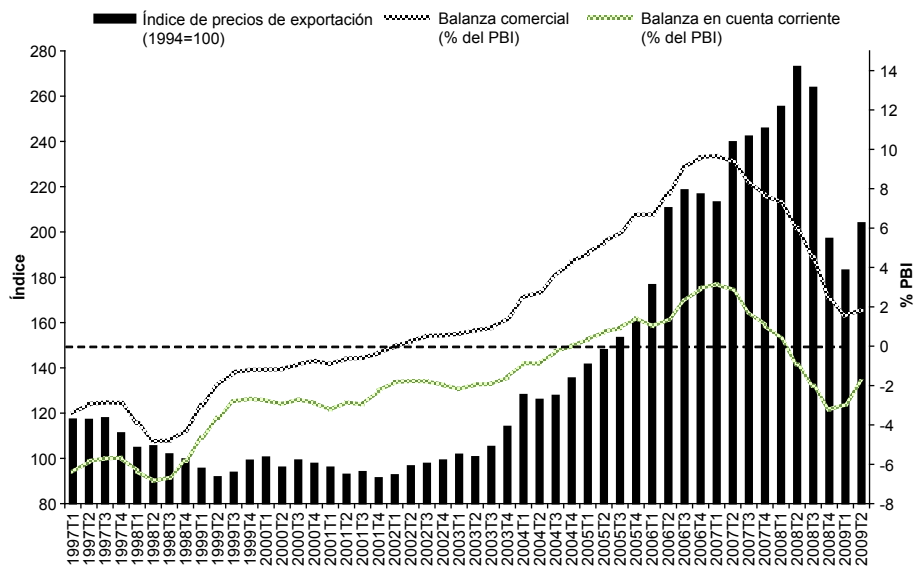
El gráfico 2 también permite apreciar que tanto la balanza comercial como la cuenta corriente alcanzaron su pico y empezaron a deteriorarse marcadamente unos cuantos

---

<sup>4</sup> Véase Krugman (2000) y Calvo (2007).

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.

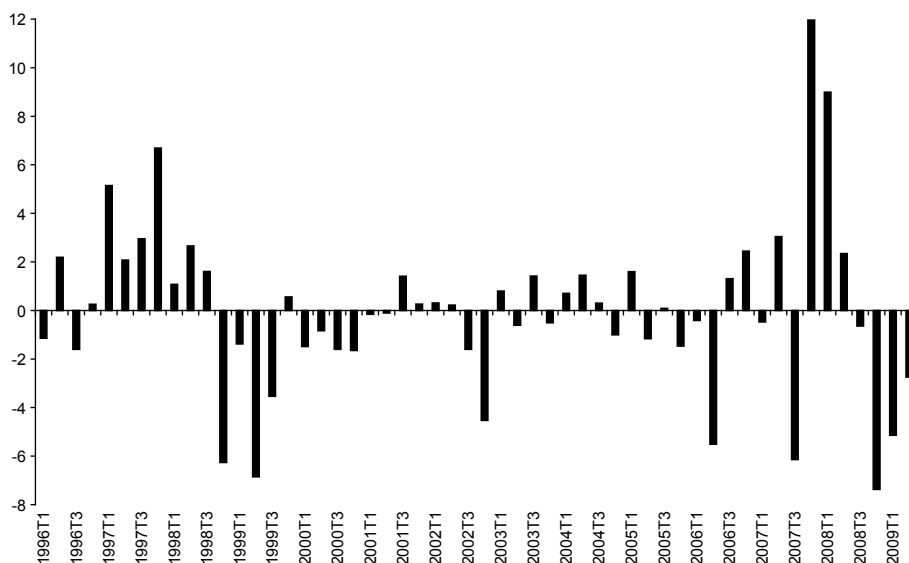
Finalmente, el gráfico 2 ilustra claramente que el más reciente ciclo de expansión de la economía peruana (2002-2008.3) ha estado asociado con un alza prolongada de los precios de las materias primas, que incluyen el mayor incremento anual (ocurrido en 2006) de los términos de intercambio que se registra 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 la balanza comercial y en cuenta corriente, el índice de precios de exportaciones aumentó en 2,8 veces entre 2003 y mediados de 2008, mientras mejoraban la balanza comercial y la cuenta corriente.

Durante el último trimestre de 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 de 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 el primer trimestre de 2009, continuó esta salida de capitales de corto plazo por un monto equivalente a un 5% del PBI del periodo; las líneas de crédito de corto plazo de la banca local siguieron disminuyendo y, además, los fondos de pensiones privados (las AFP) trasladaron capitales al exterior. En el segundo trimestre, la salida de capitales de corto plazo representó un 2,7% del PBI.

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 equivalente al  $-1,1\%$  del PBI en el último trimestre de 2008, cosa que no ocurría desde hacía un quinquenio. Es probable que estas cifras reflejaran 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 de 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

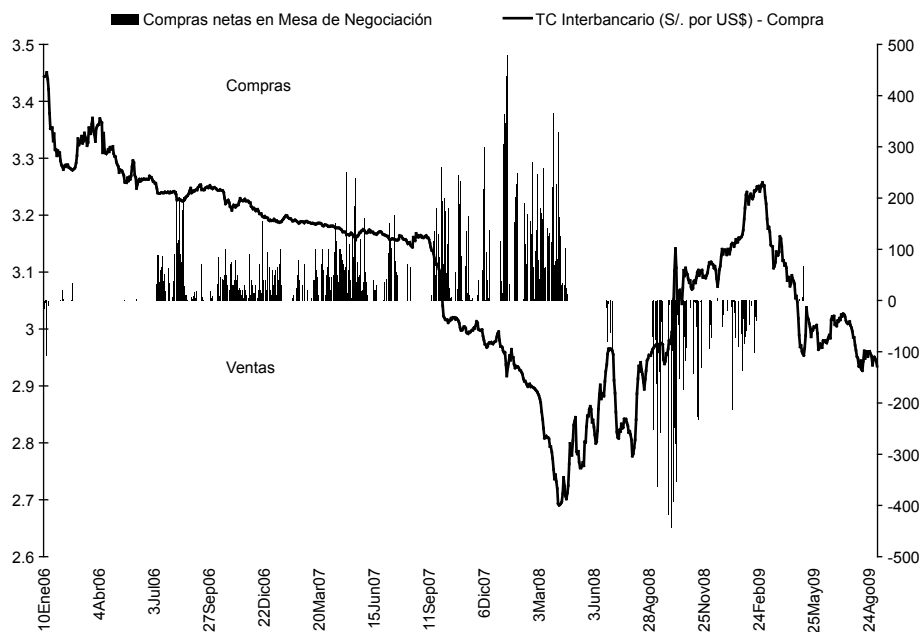
de 3% del PBI. En el segundo trimestre, los capitales de largo plazo representaron 0,7% del PBI, mientras que la cuenta financiera arrojó un déficit de 2,7 % del PBI.

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 BCRP empezó a vender dólares agresivamente desde mediados de 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 y a la nueva manera de hacer política monetaria, basada en la administración de la tasa de interés de corto plazo.

En consecuencia, las reservas de divisas de la autoridad monetaria (medidas por la posición de cambio) disminuyeron en un 27%, desde junio de 2008 hasta fines de marzo de 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 de 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 doméstica no primaria había perdido competitividad respecto a la producción extranjera desde mediados de 2008, a juzgar por la evolución del tipo de cambio real multilateral.

En el tercer trimestre de 2009, la tranquilidad parece haber retornado al mercado cambiario, el precio del dólar es similar al nivel previo registrado antes del estallido de la crisis internacional, pero la autoridad monetaria todavía no ha iniciado un nuevo ciclo de compras esterilizadas de dólares.

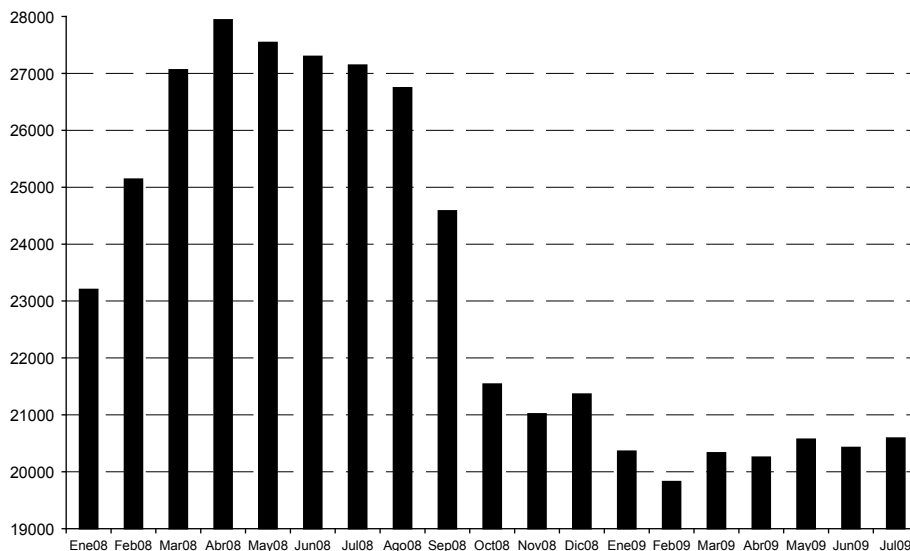
**Gráfico 4: Compras y ventas de dólares del Banco Central y tipo de cambio**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Las reservas internacionales vendidas por el BCRP durante el 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 (AFP). 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. 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 de 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 incrementó entre mediados de 2008 y fines de marzo de 2009 en una magnitud equivalente a un 15% de la posición de cambio actual del BCRP.

**Gráfico 5: Posición de cambio  
(millones de 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 en la cual se eleva rápidamente el precio del dólar, lo que ocurre normalmente tras una sensible disminución de las reservas de divisas del banco central<sup>5</sup>. 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 durante el segundo semestre de 2008 y el primer trimestre de 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 de 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 el 60% de la deuda externa de corto plazo del sistema bancario

<sup>5</sup> Véase Dancourt, Mendoza & Vilcapoma (1997).



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 de capitales externos al país. La recuperación posterior estuvo liderada por las exportaciones, impulsada en buena medida por el Programa de Comercio Andino y el Acta de Erradicación de Drogas (*Andean Trade Programme and Drug Eradication Act* – ATPDEA) firmado con los Estados Unidos en 2002, 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 nacional<sup>6</sup>. 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 PBI; 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 BCRP 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 e 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 financiera tanto para reducir la vulnerabilidad ante los choques externos como para ampliar la potencia de la política monetaria, al sustituir el crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional.

Estas opciones de política monetaria y fiscal tuvieron su contraparte necesaria en una política de acumulación de reservas de divisas. El instrumento principal para lograr este objetivo fue una regla de intervención cambiaria esterilizada<sup>7</sup> que remaba contra la

---

<sup>6</sup> 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 por debajo del 5% anual durante 2002-2006; al mismo tiempo, se eliminó la enorme variabilidad que tenía esta tasa de interés de corto plazo cuando el BCRP operaba fijando metas para la cantidad de dinero (diversos agregados monetarios).

<sup>7</sup> Es decir, que no tiene efectos sobre la tasa de interés de corto plazo. Cuando el BCRP compra dólares en el mercado cambiario, paga con soles a los bancos vendedores, lo que tiende a reducir la tasa de

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 permitió aumentar las reservas de divisas del banco central<sup>8</sup> y resultó en un tipo de cambio real relativamente alto y estable hasta 2006, a pesar del alza sostenida de los precios internacionales de las materias primas de exportación<sup>9</sup>.

Como se puede ver en el gráfico 6, 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 primario<sup>10</sup> como en términos de la creación de empleos urbanos (y manufactureros) en las empresas de más de diez trabajadores.

Este prolongado auge de la economía peruana, sin precedentes en las últimas cuatro décadas, finalizó en el último trimestre de 2008 a causa del brusco descenso del valor de las exportaciones y la enorme salida de capitales generada 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 de 2008 hasta un -0,19% en el periodo enero-junio de 2009, siempre en comparación con el mismo periodo del año anterior; cabe apuntar que esta tasa negativa sería mayor si ciertos cambios metodológicos controvertidos no se hubieran introducido recientemente en el cálculo del PBI del sector servicios.

Las ramas productivas que se desaceleraron más bruscamente durante el último trimestre de 2008 fueron los dos motores de la actividad económica no primaria, es

interés de corto plazo en el mercado interbancario. Para impedir que esto ocurra, el BCRP retira soles de la circulación vendiendo papeles suyos o del gobierno a distintos plazos determinados por la demanda.

<sup>8</sup> A mediados de 2006, la posición de cambio era cuatro veces mayor que la que existía a principios de 1998; a mediados de 2008, era diez veces mayor.

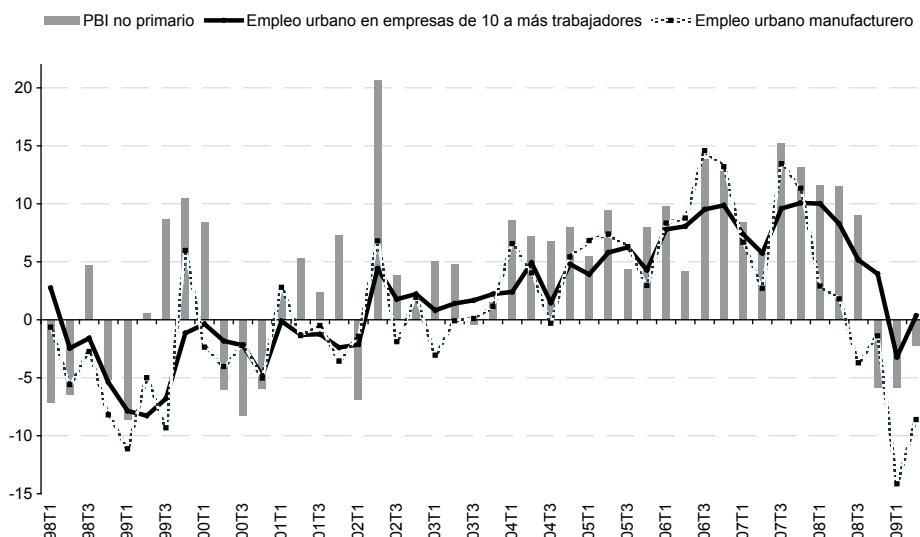
<sup>9</sup> Véase Dancourt (2008).

<sup>10</sup> 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 y la pesca y las actividades de transformación vinculadas a estas ramas (fábricas de harina de pescado, refinerías de metales, etc.), cuya producción está 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 está 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 público 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.

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 de 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 de 2008; y la industria de la construcción solo se expandió en  $1,9\%$  en enero-junio de 2009, después de haber registrado una tasa promedio del  $18,6\%$  anual durante los tres primeros trimestres de 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 (INEI) y por el BCRP, sugieren que el punto de inflexión, donde las tasas de crecimiento positivas se convierten en negativas, se habría alcanzado en el último trimestre de 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 diez 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 6: 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 inició en el último trimestre de 2008, se agudizó en el primer trimestre de 2009 y continuó en el segundo; en términos de tasas anualizadas, las caídas fueron de -5,8%, -5,7% y -2,1%, respectivamente. Mientras tanto, el empleo urbano desestacionalizado en las empresas de más de diez trabajadores se redujo durante el primer trimestre de 2009, cosa que ocurre por primera vez desde la recesión anterior de 1998-2000; y registró un leve incremento durante el segundo trimestre, registrando una tasa de 0,36% anual, siempre en términos de tasas anualizadas.

Vale la pena señalar también que el empleo en las empresas manufactureras con más de diez trabajadores empezó a contraerse antes, desde mediados de 2008, debido a su dependencia de los mercados externos y por su mayor exposición a la competencia de las importaciones. Esta contracción continuó durante el primer y segundo trimestre de 2009, con caídas del 14% y 8% respectivamente, corroborando el inicio de este nuevo ciclo de contracción del producto y el empleo.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no solo revela la magnitud del impulso recesivo externo. También demuestra 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—; a la gran influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros; y, especialmente, al gran ajuste de inventarios que parece haber ocurrido en los sectores comercial e industrial durante el último trimestre de 2008 y los primeros de 2009.

**Cuadro 1: Contribución al crecimiento del PBI (en porcentajes)**

	2008				2009	
	I	II	III	IV	I	II
1. Demanda interna	11,1	14,3	14,2	10,7	4,1	-2,1
2. Exportaciones netas	-1,8	-3	-3	-2,7	2,6	4,5
3. Variación de inventarios	1	0,5	-0,3	-1,5	-4,9	-3,5
Producto Bruto Interno	10,3	11,8	10,9	6,5	1,8	-1,1

Fuente: BCRP (2009) y nota semanal del BCRP.

El cuadro 1 muestra que la reducción de los inventarios ocurrida en el último trimestre de 2008 y amplificadas durante el primer y segundo trimestre de 2009 representa entre 1%, 5% y 3% del PBI del periodo, respectivamente; es decir, una buena parte de la caída de la tasa de crecimiento del PBI que, en este cuadro 1, es medida respecto del mismo periodo del año anterior. Ciertamente, es la caída de la demanda final (en

nuestro caso, un descenso de las exportaciones más los efectos de la salida de capitales sobre la demanda interna) la que origina el impulso recesivo inicial. Sin embargo, la liquidación del exceso de inventarios creado en el tránsito 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 prominente<sup>11</sup>.

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.

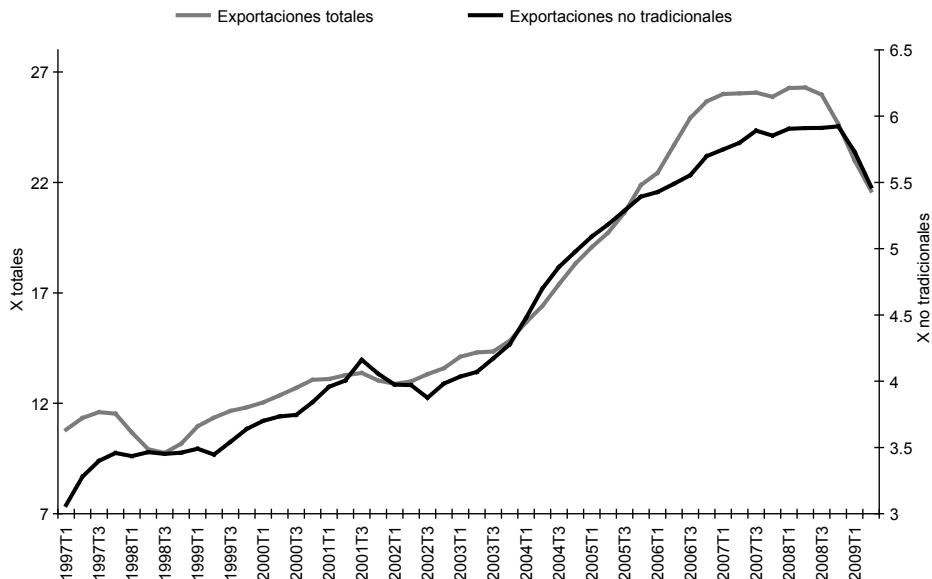
En la última década, las exportaciones totales como porcentaje del PBI se han más que duplicado, girando actualmente alrededor del 25% del PBI, como puede verse en el gráfico 7. Como durante la recesión anterior de 1998-2000 las exportaciones totales eran alrededor de un 10% del PBI, una caída del 30% 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.

El otro punto que muestra el gráfico 7 es el rápido incremento del peso macroeconómico de las exportaciones no tradicionales, cuyos sectores líderes son las confecciones y la agroindustria, que representan ahora 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.

---

<sup>11</sup> Según el Observatorio Económico del BBVA (agosto de 2009), se infiere de «los resultados financieros de una muestra representativa de empresas manufactureras, (que) el proceso de ajuste a la baja de inventarios continuó en el segundo trimestre (de 2009). Sin embargo, estos no habrían alcanzado (todavía) un nivel acorde con el deseado ni con el promedio de los últimos años». Véase también Blinder & Maccini (1990).

**Gráfico 7: Exportaciones como % del PBI**  
(promedios móviles – 4 trimestres)



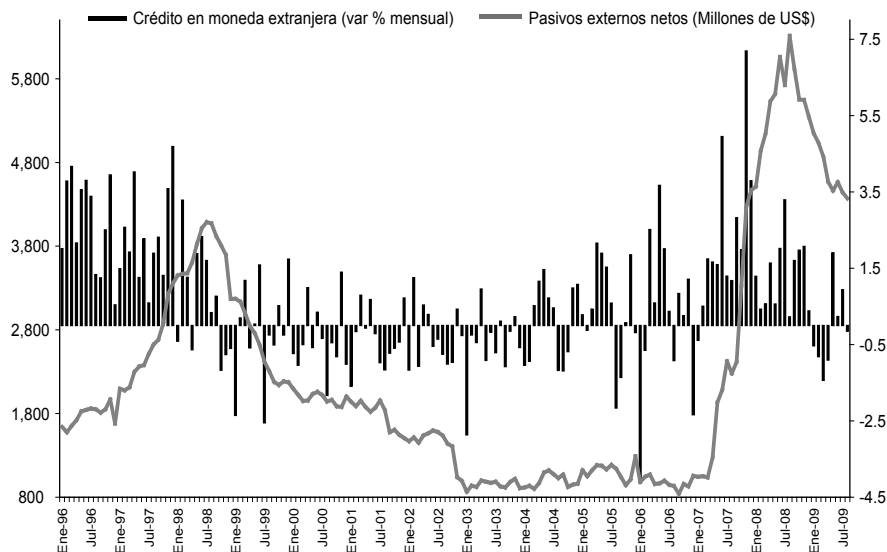
Fuente: BCRP. Elaboración propia.

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 han reducido en más de un 1% del PBI entre mediados de 2008 y principios de 2009, implica que se detiene bruscamente la expansión del crédito bancario en moneda extranjera (hipotecarios, comerciales, etcétera). Desde fines de 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 8, 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 Estados Unidos y Europa.

**Gráfico 8: 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 de 2006 hasta mediados de 2008. Durante 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 de 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 encaje<sup>12</sup>. En el *boom* de crédito

<sup>12</sup> También se abandonó el rol de instrumento de política que esta tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera tenía previamente (el directorio la fijaba y la decisión se publicaba en la nota de

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 extranjera<sup>13</sup>.

Según Blanchard (2009):

Uno de los canales a través de los cuales se ha propagado la crisis desde las economías avanzadas hacia las economías 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 (p. 39).

Mientras mayor sea la fracción de los préstamos locales que está financiada con estas líneas de crédito externas, es claro que mayor será la contracción del crédito bancario en moneda extranjera generada 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 WEO del FMI (2009)<sup>14</sup>. Según esta visión<sup>15</sup>, los bancos locales no habrían sufrido ningún recorte exógeno de sus líneas de crédito determinado por la oferta. 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 afectó a los créditos en moneda extranjera, pues los préstamos en moneda nacional han seguido creciendo a tasas anuales ubicadas entre el 25% y el 40% desde julio de 2008 hasta julio de 2009, como se muestra en el gráfico 9.

---

política monetaria mensual junto con la decisión sobre la tasa de interés de referencia en soles), al indexarla automáticamente a una tasa Libor de corto plazo.

<sup>13</sup> Véase Dancourt & Mendoza (2002); también Dancourt & Jiménez (2001).

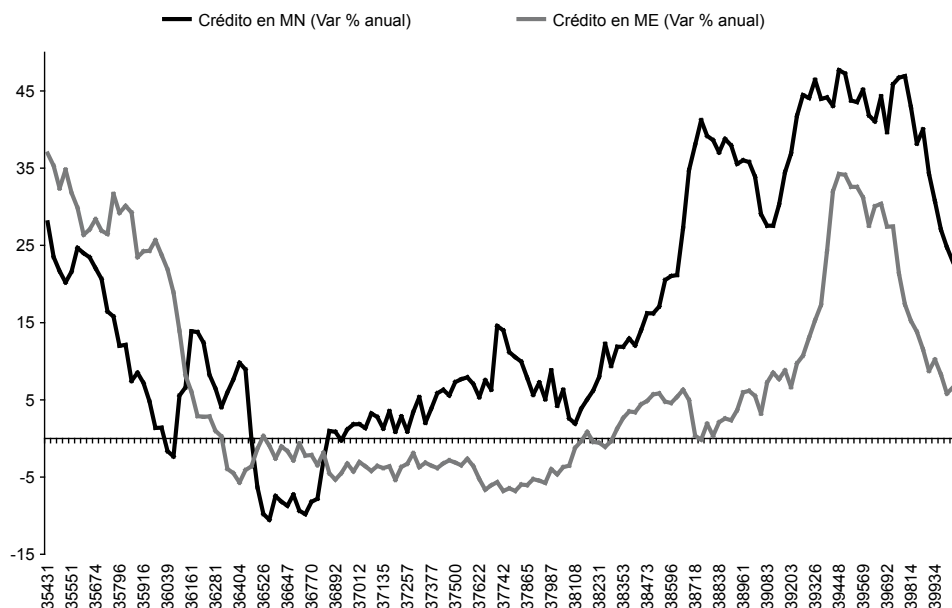
<sup>14</sup> Para un análisis empírico de la importancia que los distintos canales tienen en la propagación de la crisis financieras (pasadas y actual) desde el centro hacia la periferia, véase Balakrishnan *et al* (2009); los autores concluyen que los países de la periferia más endeudados con los países 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.

<sup>15</sup> 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». (BCRPb, 2009, p. 23).



El gráfico 9 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, 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 las diferentes políticas monetarias aplicadas en estas dos recesiones: muy restrictiva en 1998-2000, neutral en el segundo semestre de 2008 y primer trimestre de 2009, y expansiva a partir de allí.

**Gráfico 9: Crédito del sistema bancario al sector privado**



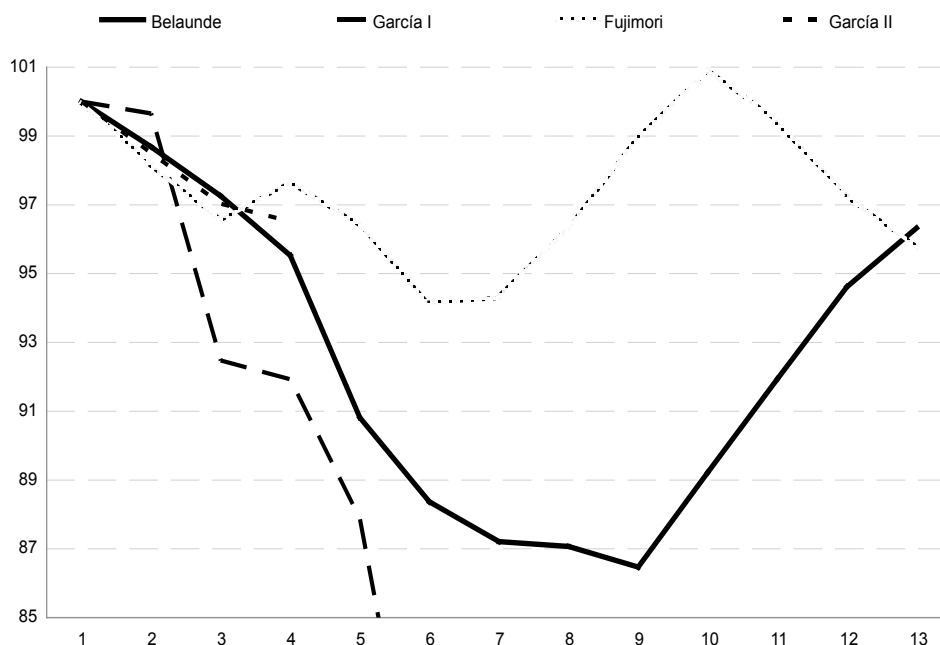
Fuente: BCRP. Elaboración propia.

### 3. COMPARANDO CUATRO 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 10, 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 García2 (2008.4-?).

Las tres recesiones anteriores son las que hemos denominado Belaúnde que dura ocho trimestres (se inicia en 1982.2 y termina en 1984.1), García I, que dura once trimestres e incluye los efectos del infame *fujishock* (se inicia en 1988.1 y termina en 1990.3), y Fujimori, que dura doce 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 dura más de dos trimestres consecutivos, lo que permite excluir dos mini recesiones de solo dos trimestres consecutivos ocurridas en 1985 y en 1992. No hay una regla simple para fechar el final de estas tres recesiones, ya que dos de ellas (García I 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 10: PBI no primario desestacionalizado



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

El gráfico 10 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 Belaúnde, 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 diez trabajadores (serie que se inicia en 1997) cayó hasta un máximo del 12% (en 2002) y recién en 2006 se recuperó el mismo nivel de empleo registrado antes de la recesión.

El principio de la recesión actual es comparable con los principios de la recesión Fujimori o de la recesión Belaúnde. 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 Belaúnde, 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 sumó 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 saltó de 60% anual en 1982 a 120% anual en 1983.

En la recesión Fujimori, la respuesta de política monetaria (subir el tipo de cambio y la tasa de interés)<sup>16</sup> 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 sumó a ellos<sup>17</sup>; de allí la forma de W que tiene esta recesión y su carácter menos severo, aunque está ligada a una crisis bancaria<sup>18</sup>. Un punto importante es que esta recesión es la primera, de todas las ocurridas desde 1950, que está 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 de 2000, a pesar de que ocurre una devaluación de casi un 30% entre fines de 1997 y principios de 2000.

---

<sup>16</sup> 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, salta hasta un promedio del 22,5% anual.

<sup>17</sup> Véase Dancourt & Jiménez (2001).

<sup>18</sup> Véase Rojas & Costa (2002) y Castillo & Barco (2009).

Como veremos a continuación, en la recesión actual, a diferencia de todas las recesiones ocurridas en las últimas seis décadas, se han aplicado políticas monetarias y fiscales expansivas, aunque con rezagos y errores, por vez primera en el Perú. Este es uno de sus rasgos distintivos y 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, es claro que el choque externo adverso actual es el más potente de todos los que hemos visto en estos últimos sesenta 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 registra un descenso del 5% del PBI no primario desestacionalizado entre el pico del auge ocurrido en el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009— aunque su duración en trimestres pueda ser menor. Durante el segundo trimestre de 2009, el PBI no primario registró una caída del 2%, siempre en términos anualizados y desestacionalizados.

#### 4. LA RESPUESTA DE POLÍTICA MACROECONÓMICA

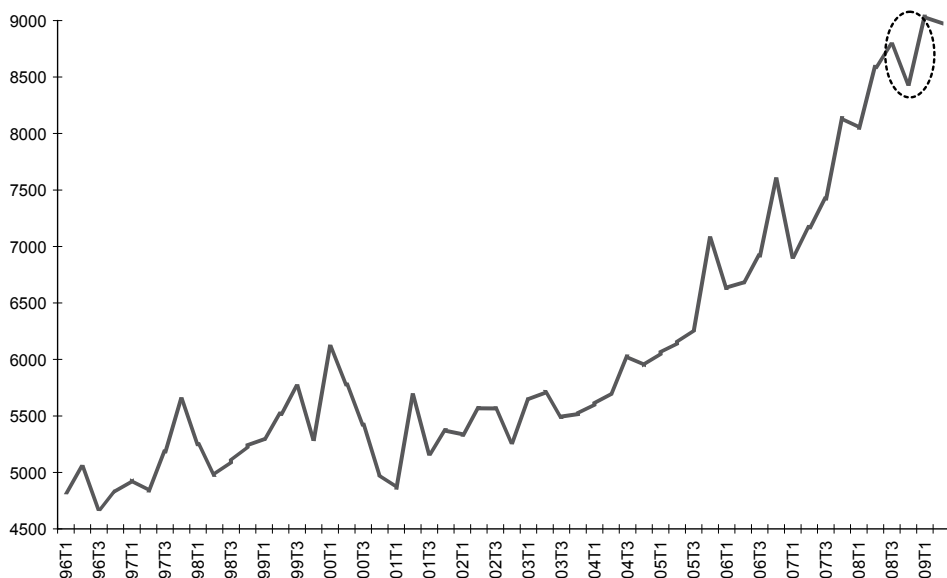
Además del choque externo adverso de enorme magnitud, que impactó simultáneamente sobre el sector real y el financiero, existen diversos factores domésticos que ayudan a explicar la repentina liquidación de este prolongado auge experimentado por la economía peruana y el rápido tránsito a una recesión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

El más importante de estos factores es, quizás, el inoportuno ajuste del gasto público ejecutado durante el último trimestre de 2008 por el ministro de economía Valdivieso. En el gráfico 11 puede verse la caída notoria que sufre el gasto público no financiero desestacionalizado en el último trimestre de 2008. Un punto que merece mencionarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central en un 18% en el último trimestre de 2008 respecto al mismo periodo del año anterior.

Este proceso de expansión fiscal 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.

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 de 2007 hasta un 7% anual a fines de 2008, medida por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana (véase el gráfico 12). Justo a inicios de 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, etcétera), y como la inflación estaba

**Gráfico 11: Gasto no financiero del gobierno general  
(variables reales desestacionalizadas)**

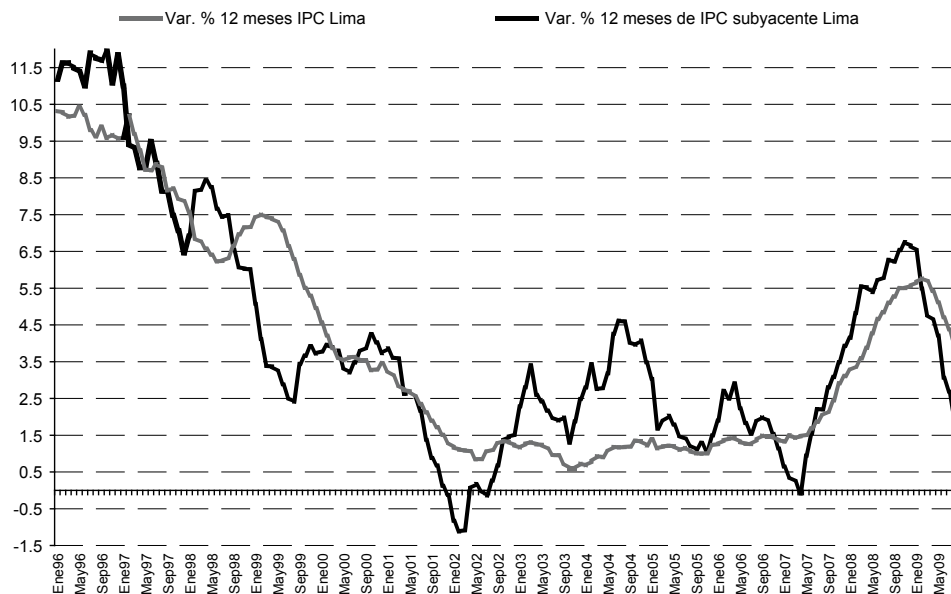


Fuente: BCRP. Elaboración propia.

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 y Finanzas (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 unilaterales de aranceles a las importaciones; no hubo, sin embargo, aumentos del salario mínimo o las pensiones de jubilación pagadas por el gobierno.

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 de 2% a inicios de 2007 hasta casi un 6% a fines de 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 auténtica inflación por demanda de libro de texto como esta última, se resisten todavía a este diagnóstico.

Gráfico 12: Inflación



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

En 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 12).

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 orwellianamente los discursos oficiales. Mientras tanto, altos funcionarios del MEF sugerían públicamente que el choque externo adverso (más 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 de 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 de 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 expansivas<sup>19</sup>, 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 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.

El BCRP (2009c)<sup>20</sup> 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 (BCRP, 2009c, p. 1).

Si este era el diagnóstico básico, ¿por qué entonces no subir la tasa de interés de manera prekeynesiana como en Hungría, donde también se redujo el gasto público? 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 como los de Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea y México) 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 dólares<sup>21</sup>, como se puede ver en el cuadro 2.

<sup>19</sup> Véanse los artículos de Waldo Mendoza y de Félix Jiménez publicados en el diario La República en tales fechas, o la entrevista a Óscar Dancourt en el mismo diario el 23 de noviembre.

<sup>20</sup> Véase la carta del BCRP en La República (BCRP, 2009c), que responde a un artículo de Waldo Mendoza (2009) publicado el domingo anterior.

<sup>21</sup> Para una descripción sucinta de las políticas monetaria y fiscal aplicadas en Latinoamérica ante este choque externo adverso, véase «Perspectivas Económicas: las Américas», FMI, 2009.

**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: BCRP (2009a).

La idea básica es que, en estas circunstancias, la autoridad monetaria tiene dos instrumentos de política independientes: la venta de dólares esterilizada<sup>22</sup> y la tasa de interés<sup>23</sup>. El primer instrumento se usa para combatir un alza excesiva 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 BCRP; el segundo instrumento fue usado con 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 parcialmente 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

<sup>22</sup> 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.

<sup>23</sup> 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 & Obstfeld (2001), 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 mercado. También tiene esta propiedad el modelo Mundell-Fleming con bancos que prestan en soles y en dólares usado por Dancourt & 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 (2003). Esta última condición se conoce como la trinidad imposible.



tipo de cambio que están detrás de esta tendencia: 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<sup>24</sup>. 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 BCRP 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.

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 normalmente 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 plazo. No es simple, sin embargo, establecer cuál 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, está amortiguando o mitigando el choque recesivo e inflacionario que traen consigo una salida de capitales y una caída de las exportaciones.

---

<sup>24</sup> A esta tendencia se le denomina el miedo a la flotación del tipo de cambio. Véase Calvo & Reinhart (2000).

Si bien el Banco Central retrasó equivocadamente la rebaja de la tasa de interés de referencia por uno o dos trimestres, el principal error de política monetaria se cometió antes del segundo semestre de 2008, o sea, antes de que estallase la crisis financiera en Estados Unidos 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 rusa generase 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 bancos locales. Este *boom* de préstamos en moneda extranjera hizo a la economía peruana más vulnerable al choque recesivo gestado a mediados de 2008 por el recorte de las líneas de crédito externas.

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 de 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, del programa anticrisis.

En esta segunda etapa, iniciada en el segundo trimestre de 2009, el banco central reduce de manera rápida y decidida la tasa de interés de referencia desde un 6% hasta un 1,25% 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 de 2009, la inversión pública real del sector público solo aumentó en un 17% respecto al mismo periodo del año anterior.

Este impulso fiscal y la reducción de la recaudación tributaria<sup>25</sup>, 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 de 2008 en un déficit fiscal del 2% del PBI en 2009, según el Marco Macroeconómico Multianual 2010-2012 actualizado publicado en

---

<sup>25</sup> En el periodo enero-julio de 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 de 2009.

agosto pasado. Para el primer semestre de 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 sector público, que siempre tiende a ser mayor en la primera mitad del año, se redujo desde un 4% del PBI en el primer semestre de 2008 hasta un 1% del PBI en el primer semestre de 2009. El déficit fiscal anual, que podría exceder las proyecciones, se financiaría sin mayor dificultad; el gobierno ha colocado en Nueva York, en lo que va de 2009, 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 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 cuándo realmente empezará a operar este impulso fiscal concentrado en el gasto público en infraestructura.

Parece razonable esperar que el rezago entre el anuncio (febrero pasado) y la ejecución de los grandes proyectos de infraestructura tome, como mínimo, entre tres y cuatro trimestres. Y como el grueso del estímulo monetario recién se aplicó en el segundo trimestre de 2009, tardará un par de trimestres, como mínimo, para operar efectivamente. En suma, tanto el impulso fiscal como el monetario empezarán a operar con fuerza sobre la economía urbana recién a partir del cuarto trimestre de 2009. En consecuencia, difícilmente se podría impedir que la recesión iniciada en 2008.4 se prolongue hasta el tercer o cuarto trimestre de 2009, salvo que la dinámica del ajuste de inventarios produzca una reactivación transitoria para esas fechas.

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, que incluyen el aumento de los aranceles (que el gobierno ha rebajado repetidamente en los últimos años). 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 (IGV), 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 y no se sintió en la industria de la construcción sino en la industria manufacturera no primaria<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Véase Dancourt & Jiménez (2001).

## 5. BALANCE Y PERSPECTIVAS

Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones, la salida de capitales y la política fiscal contractiva en 2008.4. La disminución sustantiva de las importaciones y de la recaudación tributaria durante el primer semestre de 2009 confirma que la economía atraviesa una recesión en toda regla. También es claro, como puede verse en el gráfico 12, que la inflación dejó de ser un problema una vez que se revirtió el choque de oferta negativo y, agregaríamos, una vez que se inició la recesión; tanto la inflación total como la subyacente, aunque esta última con un rezago, han empezado a disminuir sensiblemente; en julio pasado, la inflación total retornó al rango meta fijado por el Banco Central.

Desde el segundo trimestre de 2009, dos fuerzas están operando sobre el nivel de actividad económica urbano en direcciones contrarias: las políticas fiscales y monetarias —que apuntan en el sentido expansivo— y la dinámica recesiva (ajuste de los inventarios, pesimismo de banqueros y empresarios que conducen a la contracción de la inversión privada, paralización del ritmo de contratación de mano de obra, etcétera) originada por la caída de las exportaciones y la salida de capitales. Seguramente, si el contexto externo mejorase de manera apreciable o si las políticas macroeconómicas expansivas demostraran su efectividad más allá de toda duda, la fuerza expansiva empezaría a prevalecer. Pero no es eso lo que sugieren los primeros indicadores del tercer trimestre de 2009, por lo que no debe desactivarse prematuramente el impulso fiscal y monetario actual.

Es claro también 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. Pero, si se mira la trayectoria del sector real en el centro de la economía mundial, la evolución del PBI y del desempleo, la mejora no parece tan evidente.

¿Cómo salimos de la recesión anterior, la de 1998-2000? Parece claro que a través de una expansión notable de las exportaciones. La pregunta es si, en las actuales condiciones de la economía mundial, es posible repetir el plato a partir de 2010. Como se espera un crecimiento mundial modesto, el rol de las políticas fiscales y monetarias será mayor en la recuperación que vendrá después de la recesión. Y también parece inobjetable la necesidad de elevar el tipo de cambio real para ganar competitividad en los mercados internacionales y en el mercado interno.

Por último, cabe recalcar que la crisis mundial ha generado esta recesión de 2008-09 a pesar de que, como nunca antes en nuestra historia contemporánea, la economía peruana contaba con todas las condiciones objetivas para poner en marcha una mezcla de política fiscal y monetaria capaz de neutralizar oportunamente este enorme choque externo.

## Referencias bibliográficas

- Armas, A. & F. Grippa (2006) Metas de inflación en una economía dolarizada: la experiencia del Perú, en A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, *Dolarización Financiera. La Agenda de Política*. Lima: BCRP y FMI.
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (2009a). *Carta del BCRP*. La República, 28 de junio.
- Banco Central de Reserva del Perú (2009a). *Reporte de estabilidad financiera*, mayo
- Banco Central de Reserva del Perú (2009b). *Reporte de inflación*, marzo
- Banco Central de Reserva del Perú (2008). *Reporte de inflación*, junio
- Banco Central de Reserva del Perú (2007). *Reporte de inflación*, setiembre
- Banco Central de Reserva del Perú (1984). *Memoria*.
- Balakrishnan, R., Danninger, S., Elekdag, S., & I. Titell (2009). *The transmission of financial stress from advanced to emerging economies*. Fondo Monetario Internacional, *WP 09/133*.
- Banco Continental Bilbao-Vizcaya (BBVA) (2009). *Observatorio Económico*, 6 de agosto.
- Blanchard, O. (2009). The Perfect Storm. *Finance & Development*, junio.
- Blanchard, O. (2006). *Macroeconomics*. Cuarta edición. Nueva Jersey: Prentice Hall.
- Blinder, A. & L. Maccini (1990). The Resurgence of Inventory Research: What Have We Learned? *NBER, WP 3408*, agosto.
- Calvo, G. & C. Reinhart (2000). Fear of Floating, *NBER, WP 7993*, noviembre.
- Castillo, P., Montoro, C. & V. Tuesta (2006). Hechos estilizados de la economía peruana. *BCRP, Documento de Trabajo 5*.
- Castillo, P., & D. Barco (2009). Crisis financieras y manejo de reservas en el Perú. *Estudios Económicos 17*, junio.
- Cayazzo, J., A. García Pascual, E. Gutierrez & S. Heysen (2006). Hacia una supervisión eficaz de los sistemas bancarios parcialmente dolarizados. En A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, *Dolarización financiera. La agenda de política*. Lima: BCRP y FMI.
- Dancourt, O., Mendoza, W. & L. Vilcapoma (1997). Fluctuaciones económicas y shocks externos, Perú 1950-1996. Departamento de Economía PUCP, *Documento de Trabajo 135*.
- Dancourt, O. (1999). Reforma neoliberal y política macroeconómica en el Perú, *Revista de la CEPAL 67*, abril.

- Dancourt, O. & F. Jiménez (2001). Informe de coyuntura económica: anatomía de la recesión. *Economía y Sociedad* 42.
- Dancourt, O. & W. Mendoza (2002). *Modelos macroeconómicos para una economía dolarizada*. Lima: Fondo Editorial PUCP.
- Dancourt, O. (2008). Choques externos y política monetaria. Departamento de Economía PUCP, *Documento de trabajo* 269.
- De Gregorio, J. & J. Lee (2003). Growth and adjustment in East Asia and Latin America. Banco Central de Chile, *WP* 245.
- Edwards, S. (2007). Crises and Growth: A Latin American Perspective, *NBER*, *WP* 13019, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2009). Perspectivas económicas. *Las Américas*, mayo.
- Krugman, P. (2000). Crises: The Price of Globalization? Jackson Hole Conference. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Kansas City: Federal Reserve of Kansas City.
- Krugman, P. & M. Obstfeld (2001). *Economía internacional. Teoría y política*. Quinta Edición. Madrid: Addison-Wesley.
- Mendoza, W. (2009). Carta abierta al MEF y al BCRP, *La República*, 21 de junio.
- Rojas J. & E. Costa (2002). *Movilidad de capitales y crisis bancaria en el Perú, 1990-2000*. Mimeo. Lima: CIES.
- Rossini R. & 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. BCRP, *Documento de Trabajo* 2007-017.
- Thorp, R. & G. Bertram (1985). *Perú: 1890-1977. Crecimiento y políticas en una economía abierta*. Lima: Mosca Azul.
- Tovar, P. & A. Chuy (2000). Términos de Intercambio y ciclos económicos: 1950-1998. BCRP, *Serie Estudios Económicos* N° 6.

ÓSCAR DANCOURT / FÉLIX JIMÉNEZ

Editores

# CRISIS INTERNACIONAL

Impactos y respuestas de política económica en el Perú



FONDO  
EDITORIAL

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

*Crisis internacional*

*Impactos y respuestas de política económica en el Perú*

Óscar Dancourt / Félix Jiménez, editores

© Óscar Dancourt / Félix Jiménez, editores

De esta edición:

© Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2009

Av. Universitaria 1801, Lima 32 - Perú

Teléfono: (51 1) 626-2650

Fax: (51 1) 626-2913

feditor@pucp.edu.pe

www.pucp.edu.pe/publicaciones

Cuidado de la edición, diseño de cubierta y diagramación de interiores:

Fondo Editorial PUCP

Primera edición, noviembre de 2009

Tiraje: 600 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio, total o parcialmente,  
sin permiso expreso de los editores

ISBN: 978-9972-42-913-2

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2009-14925

Registro de Proyecto Editorial: 31501380900852

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú