

Milagro peruano: ¿buena suerte o buenas políticas?

WALDO MENDOZA BELLIDO*

RESUMEN

La economía peruana ha tenido un desempeño extraordinario en los últimos diez años. El PBI per cápita de 2012 está un 66% por encima del de 2002 y es más del doble de su nivel de 1992. En una perspectiva de largo plazo, el crecimiento acumulado del PBI per cápita registrado en los últimos diez años ha sido el más vigoroso desde 1900. Este es el «milagro peruano».

Este artículo tiene como propósito encontrar los factores determinantes del milagro peruano. En teoría, el desempeño macroeconómico de los países puede estar determinado por dos razones: i) el «efecto buena (mala) suerte» que tiene que ver con el contexto internacional que puede ser favorable o desfavorable; y ii) el efecto «buenas (malas) políticas», asociado a las políticas macroeconómicas de corto plazo o a las reformas estructurales, que son políticas que alteran el modelo de desarrollo vigente.

La hipótesis de este trabajo es que el milagro peruano de los últimos diez años tiene mucho que ver con la buena suerte y, en parte, con las buenas políticas macroeconómicas de corto plazo.

Palabras clave: desempeño macroeconómico, contexto internacional, América Latina y el Perú.

Clasificación JEL: F36, F41, F42 y F43.

The Peruvian Miracle: Good luck or good policies?

ABSTRACT

The Peruvian economy has performed extraordinarily over the last 10 years. The 2012 per capita GDP is 66 percent above that of 2002, and more than double its 1992 level. In a long term perspective, the cumulative growth of GDP per capita recorded in the last 10 years has been the strongest since 1900. This is the «Peruvian miracle».

This paper aims to find the determinants of the Peruvian miracle. In theory, countries' macroeconomic performance can be determined by two factors: i) the «good (bad) luck effect» that relates to the international context, which may be favorable or unfavorable, and ii) the «good (bad) policies effects», associated with short-term macroeconomic policies or structural reforms, which are policies that alter the current development model.

The hypothesis of this work is that the Peruvian miracle of the last 10 years has much to do with good luck, and, in part, with good short-term macroeconomic policies.

Keywords: macroeconomic performance, international context, Latin America and Peru.

JEL Codes: F36, F41, F42 y F43.

* Jefe del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). El autor agradece la impecable asistencia de Jorge Tudela y Cecilia Vargas.

1. INTRODUCCIÓN

La economía peruana ha tenido un desempeño extraordinario en los últimos diez años. El PBI per cápita de 2012 está un 66% por encima del de 2002 y es más del doble de su nivel de 1992. La tasa de inflación promedio en ese período, ha sido de 2,7% anual. En una perspectiva de largo plazo, el crecimiento acumulado del PBI per cápita registrado en los últimos diez años ha sido el más vigoroso desde 1900.

Hay justicia entonces en denominar a este desempeño asombroso, inédito en la historia peruana, como el «milagro peruano».

Pero así como se ha observado un «milagro peruano», en los últimos diez años, se ha producido también un «milagro latinoamericano». El PBI per cápita de América Latina y el Caribe (ALC) en 2012 está un 32% por encima del de 2002 y es 46% más alto que el de 1992. Asimismo, la tasa de inflación promedio de la región ha sido de 6,8% en los últimos diez años, *versus* el 121% registrado en la década de 1980 y el 94% registrado en la década de 1990. Así como el Perú, ALC no ha tenido en la historia contemporánea diez años tan buenos como los últimos.

Parece haber, en consecuencia, un elemento común, a pesar de los distintos modelos de desarrollo y las distintas políticas macroeconómicas aplicadas en los países de la región, que ha permitido este buen desempeño macroeconómico generalizado. Ese factor común, exógeno, ese «efecto buena suerte», ha sido el contexto internacional que ha sido bastante benévolo con el continente. En la historia reciente de la región, a pesar del breve retroceso de 2008-2009, no se registran unos diez años tan buenos provenientes del mundo: elevados términos de intercambio, crecimiento de la economía mundial, tasa de interés en su más bajo nivel histórico e ingreso masivo de capitales.

Este efecto buena suerte parece explicar entonces, en gran medida, el buen desempeño macroeconómico de la región¹.

Sin embargo, a pesar que el auge ha sido generalizado, el desempeño macroeconómico peruano ha sido muy especial: en los últimos diez años, el crecimiento económico peruano ha sido el segundo más alto y la inflación la más baja de la región. Durante el período 2002-2012, el PBI peruano ha crecido a una tasa de 6,3% anual, frente al promedio de 3,7% que registró ALC. Asimismo, la tasa de inflación promedio fue de 2,7%, frente a la tasa de 6,8% que mostró la región.

¹ No prestaremos atención a los casos atípicos de Argentina y Venezuela donde, evidentemente, los resultados deplorables de los últimos años se dan a pesar del excelente contexto internacional. La gestión económica de estos países tiene muchos elementos comunes con la política económica llevada a cabo por Alan García en su primera administración, la que llevó al PBI per cápita de 1990 al nivel de 1960. Cuando una gestión económica alcanza tal nivel de incompetencia, se puede estar mal, aunque el contexto externo sea muy bueno.

Queda entonces una pregunta por responder: ¿por qué el Perú tuvo un desempeño mucho mejor que el resto de países de ALC? Está claro que el efecto «buena suerte» no explica totalmente el milagro peruano.

En teoría, el desempeño macroeconómico de los países pequeños y abiertos puede estar determinado por dos razones: i) el «efecto buena (mala) suerte» que es totalmente exógeno, y tiene que ver con el contexto internacional que puede ser favorable o desfavorable; y ii) el efecto «buenas (malas) políticas», que tiene que ver con las políticas macroeconómicas de corto plazo, o con las reformas estructurales, que son políticas que buscan alterar el modelo de desarrollo vigente.

El modelo de desarrollo no ha cambiado en nada desde 1990. Alejandro Toledo, Alan García y Ollanta Humala no han alterado el modelo de desarrollo «neoliberal» puesto en marcha por Alberto Fujimori. Por lo tanto, el milagro peruano de los últimos diez años no puede estar explicado por las reformas estructurales, porque estas no se han producido. Queda como candidato explicativo relevante, entonces, el papel que han jugado las políticas macroeconómicas de corto plazo como factor local determinante del milagro peruano.

Esta hipótesis sí tiene sentido. El diseño de la política fiscal y monetaria sí ha sufrido cambios muy importantes en los últimos diez años. El sistema de políticas monetarias y fiscales es sustantivamente distinto al de la década de 1990 y, por supuesto, a la política macroeconómica «chavista» del primer gobierno de Alan García.

La hipótesis principal de este trabajo es, entonces, que el milagro peruano de los últimos diez años tiene mucho que ver con la buena suerte, el excelente contexto internacional vigente, en promedio, en ese período, y con las buenas políticas, marcada por las acertadas políticas macroeconómicas de corto plazo. ¿Cuál ha sido el factor más importante? ¿La buena suerte o las buenas políticas? Al final del trabajo esta pregunta quedará parcialmente respondida.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera. En la siguiente sección hacemos una descripción del desempeño macroeconómico de América Latina y el Caribe (ALC) en su conexión con la buena (mala) suerte y las buenas (malas) políticas. En la sección 2 hacemos lo mismo para el caso peruano. En la sección 3 se describen los cambios que se han producido en el diseño de las políticas macroeconómicas en los últimos diez años en el Perú. Por último, en la sección 4, se ensayan algunas conclusiones.

2. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 1980-2012: EL CONTEXTO EXTERNO Y LAS POLÍTICAS MACRECONÓMICAS²

El desempeño macroeconómico de largo plazo de una economía pequeña y abierta, como la mayoría de economías de ALC, puede estar determinado por tres factores: el modelo de desarrollo (mayor o menor grado de participación del Estado en la economía, mayor o menor grado de apertura comercial), la política macroeconómica de corto plazo y las fluctuaciones de la economía internacional.

En esta sección, vamos a enfocar nuestra descripción en las conexiones entre el desempeño de las economías de ALC durante el período 1980-2012, la evolución de la economía internacional y las respuestas de política macroeconómica doméstica. Abstraemos en esta descripción el rol del modelo de desarrollo en el desempeño macroeconómico de ALC. En un reciente trabajo del IMF (2012a, Ch. 4) se ha encontrado que la evolución del PBI per cápita en los últimos sesenta años, en una muestra de cien países emergentes, está asociada a los choques externos y las políticas macroeconómicas de corto plazo, y la influencia del modelo de desarrollo («características estructurales» de la economía) es casi inexistente.

Describiremos, en primer lugar, el contexto internacional relevante para ALC y, luego veremos cómo ese contexto externo ha influenciado en el nivel de actividad doméstica y la inflación en esta región.

2.1. EL CONTEXTO INTERNACIONAL PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Las economías pequeñas y abiertas, como la mayoría de economías en ALC, están expuestas a los cambios en las condiciones internacionales. Los canales básicos de transmisión que conectan estas economías con el resto del mundo son el nivel de actividad económica mundial, que afecta a los precios y los volúmenes de las exportaciones, y el ingreso o salida de capitales financieros, que afectan al costo y la disponibilidad del financiamiento doméstico. Analíticamente, estamos considerando las afluencias de capitales a la región como eventos básicamente exógenos a la región, en concordancia con el clásico trabajo de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

Respecto al nivel de actividad económica mundial, durante el período 1980-2012, el PBI mundial ha crecido en 197% en términos reales, una tasa mayor a la que experimentaron los países de ALC y los países de la OECD (157% y 108%, respectivamente).

La trayectoria del crecimiento mundial no ha sido uniforme. Esta trayectoria ha estado marcada por el desempeño de la economía más grande del mundo, los Estados Unidos.

² Esta sección está basada en Mendoza (2013a). Puede verse también IMF (1993, 2008, 2012a y 2012b) y, especialmente, Izquierdo, Romero y Talvi (2008)

Las desaceleraciones o caídas del PBI mundial registradas en el Gráfico 1 muestran que éstas están precedidas o coinciden con lo que pasa con el nivel de actividad económica en los Estados Unidos (USA).

Así, la fuerte desaceleración que muestra la economía mundial a principios de la década de 1980 está asociada a la crisis económica en los Estados Unidos de ese período, que significó que el PBI en ese país permaneciese estancado durante el período 1980-1982.

Hacia 1978, Estados Unidos había superado los estragos del choque del petróleo de 1973-1974, la economía crecía a tasas cercanas al 5,6% anual, hasta que el nuevo choque del petróleo de 1979 interrumpió esta fase de crecimiento con inflación en alza. Con el choque del petróleo, la inflación dio un salto, de 7,7% en 1978 al 11% anual en 1979.

En agosto de 1979, Paul Volcker es nombrado como presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) y puso en marcha una de las políticas monetarias más contractivas de la historia de ese país. La tasa de interés fue elevada desde el 10% al inicio de su mandato, a 12% octubre, hasta llegar a 21,5% en diciembre de 1980. La inflación demoró en bajar, pero los efectos recesivos del alza en la tasa de interés, que derrumbó los mercados de valores y generó una parada en seco de los créditos, fueron inevitables. El PBI americano se cayó en 0,3 y 1,9% en 1980 y 1982, respectivamente.

Luego vino una fase de crecimiento sostenido de la economía mundial, que se vio interrumpido en 1991, nuevamente con la caída del PBI USA en ese año, tal como lo registra el Gráfico 1. Desde octubre de 1987 la economía norteamericana se vio afectada por lo que se conoce como el «lunes negro», cuando el índice industrial de Dow Jones cayó alrededor del 22% en un solo día. La economía pareció recuperarse en los años siguientes pero la inflación empezó a crecer nuevamente, pasando de 1,94% en 1986 a 5,4% en 1990. La FED, con Alan Greenspan a la cabeza desde 1987, se vio forzada a subir la tasa de interés de 6,7% en 1987 hasta alcanzar un nuevo pico de 9,2% en 1989, lo que también detuvo la tasa de crecimiento del producto. Sumado a la guerra del golfo y a la subsecuente elevación del precio del petróleo, el PBI USA se redujo en 0,3% en 1991, luego de haber crecido a un ritmo de 3% anual entre 1980 y 1990.

La expansión económica mundial continuó en los siguientes años, pero se vio debilitada por la crisis en Asia y en Rusia de 1997-1998. Entre julio y octubre de 1997, varias economías del Sudeste Asiático se vieron forzadas a abandonar un esquema de tipo de cambio fijo respecto al dólar, dejando luego flotar sus monedas. La moneda de Tailandia se devaluó 18% en un solo día, y la siguieron las de Filipinas, Malasia, Singapur, Indonesia, Vietnam y Taiwán. Antes de la crisis, hubo un crecimiento continuo del déficit de cuenta corriente en la región así como sobrevaluación de los tipos de cambio, una acelerada expansión del crédito bancario y un rápido crecimiento de la deuda externa de corto plazo. Se formó una burbuja financiera que, al momento de su rompimiento, causó un pánico generalizado, ocasionando una fuga masiva de capitales privados que agravó la crisis en la región.

Por otro lado, en agosto de 1998, el gobierno ruso anunció la reestructuración de su deuda pública en moneda nacional, la moratoria de noventa días del pago de la deuda externa y una devaluación del rublo. Los síntomas más fuertes de esta crisis venían desde el año anterior cuando el país fue golpeado por la crisis asiática, cayendo por eso la demanda de sus principales productos de exportación. El gobierno ruso se enfrentó a una serie de problemas políticos para reactivar la economía que mellaron la confianza de los inversionistas, por lo que comenzaron a vender sus activos. Para defender su moneda, el Banco Central Ruso utilizó sus reservas internacionales, hasta casi agotarlas, lo que produjo una típica crisis de balanza de pagos que sumió a Rusia en la crisis más severa desde la caída del comunismo y contagió al resto de países emergentes con rasgos de vulnerabilidad semejantes a los de la economía rusa. El contagio sobre las economías latinoamericanas, en particular, fue severo.

Estas dos crisis consecutivas hicieron que la tasa de crecimiento económica mundial se redujese del 4,1% registrado en 1997 a solo 2,6% en 1998. En particular, las crisis hicieron recordar lo importante que es el contexto externo para las economías latinoamericanas. Al incrementarse la percepción de mayor riesgo, se interrumpió el ingreso de capitales a la región.

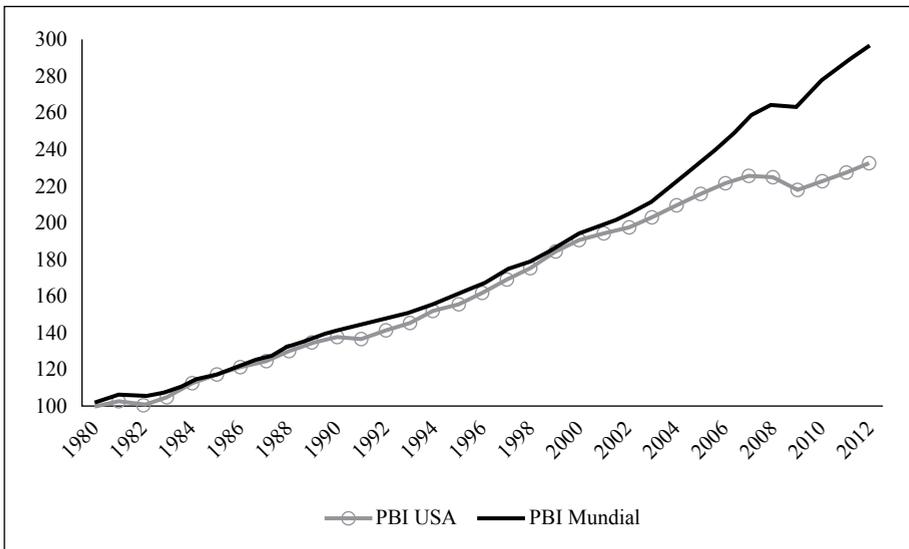
La expansión luego de la crisis asiática y rusa se prolongó hasta 2001, cuando la disminución del ritmo del crecimiento de la economía americana hizo caer la tasa de crecimiento mundial. En marzo del año 2000, en los Estados Unidos el índice tecnológico NASDAQ alcanzó un pico de 5048 puntos debido a una burbuja especulativa formada en el mercado de acciones tecnológicas. Sin embargo, para fines de ese año el índice apenas llegaba a los 2000 puntos básicos. Los efectos de la explosión de la burbuja se vieron reflejados en la quiebra de varias empresas tecnológicas y el menor crecimiento de la economía norteamericana en 2001, de 1,1%, menor a las tasas por encima de 4% de los dos años anteriores. Del mismo modo, la tasa de crecimiento del PBI mundial de 2001 fue de 2,3%, evidenciando una desaceleración con respecto al crecimiento del año anterior, de 4,8%. En esta coyuntura, la reserva federal bajó su tasa de interés de 6,2% en el año 2000 a 3,8% y 1,7% en 2001 y 2002 respectivamente.

Los años siguientes fueron de un crecimiento mundial alto, de los más intensos y prolongados de la historia contemporánea mundial, que fueron truncados por la crisis norteamericana que condujo a una crisis económica a escala mundial, la más severa desde 1929. La causa inmediata de esta crisis fue el *shock* de precios que hubo en el mercado hipotecario de Estados Unidos, en donde los precios de las viviendas cayeron 13% entre 2007 y 2008 y casi 30% entre 2007 y 2009. Al contrario de las crisis bancarias y financieras tradicionales, esta se llevó a cabo en el *Shadow Banking*, parte del sistema financiero compuesto por los bancos de inversión, los fondos mutuos y los *brokers* hipotecarios. Al no estar regulado, no forma parte del esquema de regulación prudencial al que están expuestos los bancos tradicionales. A partir de 2007 hubo un pánico

generalizado y una corrida en varios instrumentos de corto plazo, considerados antes como seguros, al ver que ellos no estaban debidamente colateralizados (REPOs, CDOs, ABS, etc.).

La caída de los precios de las viviendas desencadenó así en un problema de liquidez de varios bancos, con lo que comenzó el contagio financiero a otras regiones del mundo. Los efectos macroeconómicos no se hicieron esperar: el crecimiento del PBI USA de 2008 y 2009 fue de -0,3% y -3,1% respectivamente, mientras que el del PBI mundial fue de 2,8% y de -0,6% respectivamente. La reserva federal bajó sus tasas de interés a los más bajos niveles históricos, pasando de 5% en 2007 a 1,9% en 2008 y 0,16% en 2009.

Gráfico 1. PBI mundial y PBI USA
(1979 = 100)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

¿Cómo influyó el desempeño macroeconómico mundial en ALC?

En ALC, más del 50% de las exportaciones son de productos tradicionales o primarios, mineros y agrícolas, principalmente. La oferta de estos productos es bastante inelástica, por lo menos en el corto plazo, por lo que los cambios en el nivel de actividad económica mundial afectan, en el corto plazo, principalmente a los precios, y no a los volúmenes, de las exportaciones de ALC.

En esas condiciones, los precios internacionales de las exportaciones tradicionales de ALC o los términos de intercambio (precios de exportaciones tradicionales/precios de importaciones) constituyen los canales de transmisión fundamental entre las economías

de ALC y el resto del mundo. En general, el auge económico mundial va de la mano con mayores precios de exportaciones y mejores términos de intercambio, los cuales constituyen choques externos favorables para ALC. Simétricamente, la desaceleración de la economía mundial significa menores precios de exportaciones y peores términos de intercambio, un choque externo negativo, recesivo, para los países de ALC.

En el período de análisis, los términos de intercambio para ALC han tenido un comportamiento que se observa en el Gráfico 2. En la década de 1980, los términos de intercambio sufren un fuerte deterioro, como consecuencia de la caída del PBI norteamericano y la fuerte desaceleración del crecimiento mundial. No se han visto episodios de un deterioro tan intenso y prolongado de los términos de intercambio en ALC anteriormente.

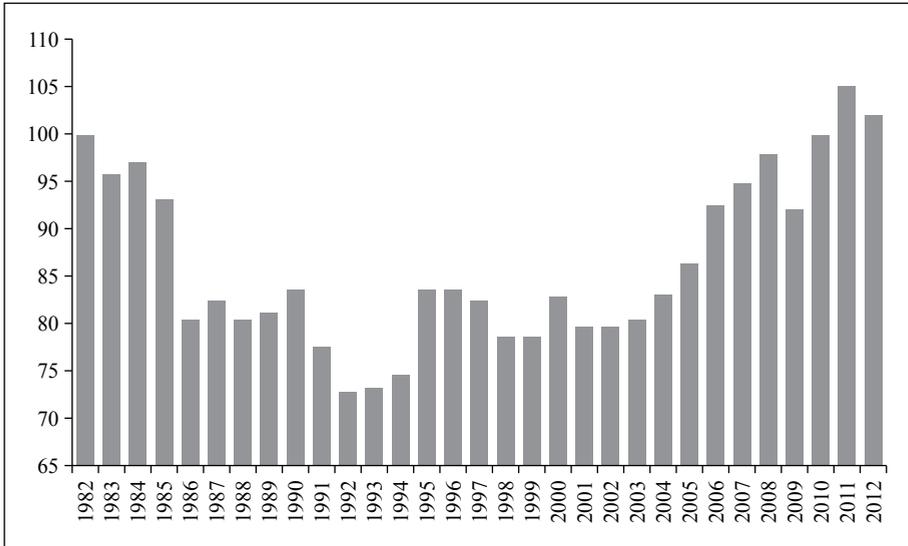
La recuperación de los términos de intercambio recién se inicia hacia fines de la década de 1980 y es interrumpida casi inmediatamente, a principios de la década de 1990, por la recesión de 1991 en los Estados Unidos. En los años siguientes, en consonancia con el importante crecimiento de la economía mundial, los términos de intercambio iniciaron un ascenso, que fue truncado por la crisis en Asia y Rusia que hizo caer la tasa de crecimiento mundial en 1998. En los años posteriores, el crecimiento de la economía mundial volvió a levantar los términos de intercambio hasta 2001, año en el que la fuerte desaceleración de la economía mundial volvió a hacer retroceder los términos de intercambio de ALC.

A partir del año 2002, en correspondencia con el notable crecimiento de la economía mundial, los términos de intercambio en ALC experimentaron uno de los períodos más prolongados y más intensos de crecimiento en la historia reciente, tal como puede verse en el Gráfico 2. En 2007, los términos de intercambio estaban un 19% encima de su nivel de 2002. El alza se interrumpió en seco con la crisis internacional de 2008-2009. En 2009, los términos de intercambio descendieron en un 8%.

En los años posteriores, pasada la severidad de la crisis internacional con epicentro en los Estados Unidos, los términos de intercambio continuaron su ascenso durante 2010 y 2011. Sin embargo, en 2012, debido en gran medida a la crisis en la Eurozona, que significó una desaceleración del crecimiento económico mundial, los términos de intercambio volvieron a caerse, aunque mucho menos que en 2009, tal como lo registra el Gráfico 2.

En resumen, en el frente de la balanza comercial, el contexto externo para ALC, según la evolución de los términos de intercambio, fue malo en la década de 1980, relativamente bueno en la de 1990, y bueno en los primeros años este siglo, a pesar de la crisis de 2009 y 2012.

Gráfico 2. América Latina y el Caribe: términos de intercambio
(1982 = 100)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

En el otro frente, en el de la balanza de capitales financieros, el contexto externo al que enfrentó ALC durante el período 1980-2011 ha sido, en términos generales, similar al registrado en el frente comercial: muy malo en la década de 1980, mejor en la década de 1990 y muy bueno en los últimos diez años.

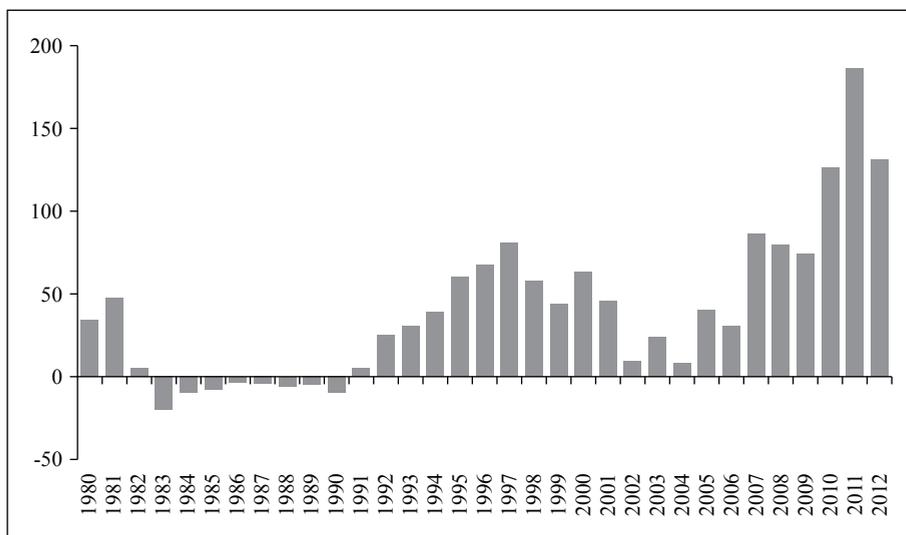
Tal como puede apreciarse en el Gráfico 3, en la década de 1980 ALC registró una virulenta salida de capitales privados. Según la información del Fondo Monetario Internacional (FMI), entre 1983 y 1990 salieron US\$ 69 735 millones de ALC. La salida estuvo explicada por dos factores. En primer lugar, el banco central de los Estados Unidos, la FED, como vimos más arriba, buscando reducir la tasa de inflación que había subido por encima del 11% anual, desde agosto de 1979 inició una fase de fuertes elevaciones de la tasa de interés, tal como puede apreciarse en el Gráfico 4. Estas mayores tasas de interés produjeron una fuga de capitales de ALC, así como del resto de países en vías de desarrollo, para instalarse en los Estados Unidos. En segundo lugar, debido en gran parte a estas alzas de las tasas de interés, muchos países latinoamericanos declararon unilateralmente la moratoria de la deuda pública externa, generándose una crisis cambiaria, financiera y bancaria, factores de expulsión de capitales de la región. La moratoria de la deuda fue iniciada por México en agosto de 1982 y fue seguida luego por Brasil, Argentina y Perú, entre otros.

En la década de 1990, ALC se convirtió en un receptor importantísimo de capitales financieros del resto del mundo. Entre 1991 y 1999, ingresaron a ALC más de US\$ 408 539 millones. La reducción de la tasa de interés de la FED, del promedio de 9,4% registrado en promedio en la década de 1980 (1981-1990) a 5% en la década de 1990 (1991-2000) y la puesta en marcha de un programa agresivo de privatizaciones, reformas estructurales y la aplicación de políticas macroeconómica que redujeron la inflación y el déficit fiscal, convirtieron a ALC en una plaza financiera atractiva para las grandes inversionistas.

En la primera década de este siglo, el fuerte ingreso de capitales se mantuvo, aunque interrumpido brevemente por la crisis internacional de 2008-2009. En esta década, las tasas de interés internacionales se mantuvieron en niveles muy bajos, por el intento de las economías desarrolladas de reactivar sus economías, y ALC se afianzó gracias a la consolidación fiscal, el crecimiento sostenido y la disponibilidad de enormes volúmenes de reservas internacionales, en una plaza segura para las inversionistas.

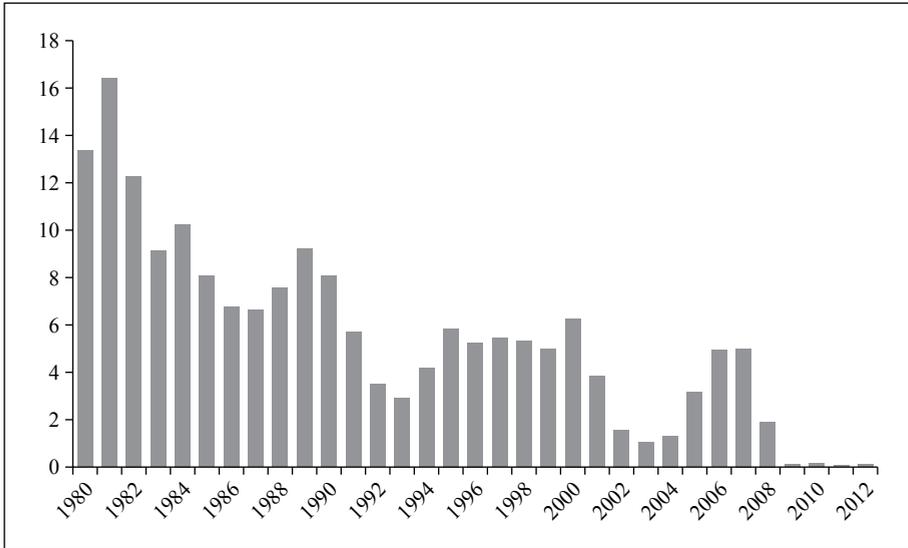
En los últimos tres años (2010-2012), el ingreso anual promedio de capitales privados a ALC ha sido de US\$ 147 881, la cifra más alta de la historia económica contemporánea, bastante por encima del promedio de US\$ 45 493 millones alcanzado en el período 1991-2000 y, por supuesto, en una tendencia diametralmente opuesta al que se observó entre 1981 y 1990, cuando los capitales salían de ALC a un ritmo anual de US\$ 1845 millones.

Gráfico 3. América Latina y el Caribe: ingreso neto de capitales privados (US\$ miles de millones)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

Gráfico 4. Tasa efectiva de los fondos federales de USA



Fuente: Federal Reserve Bank. Elaboración propia.

2.2. LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL SOBRE LAS ECONOMÍAS DE ALC

Los mejores términos de intercambio elevan la rentabilidad de los sectores primarios de exportación, atraen las inversiones a estos sectores y contribuyen al despegue de estos sectores. Además, los buenos precios de las exportaciones primarias elevan los ingresos tributarios gubernamentales que permiten financiar un gasto público creciente.

El crecimiento de la economía mundial eleva la demanda por exportaciones, lo que tiene una influencia particular sobre el volumen de exportaciones de productos no tradicionales

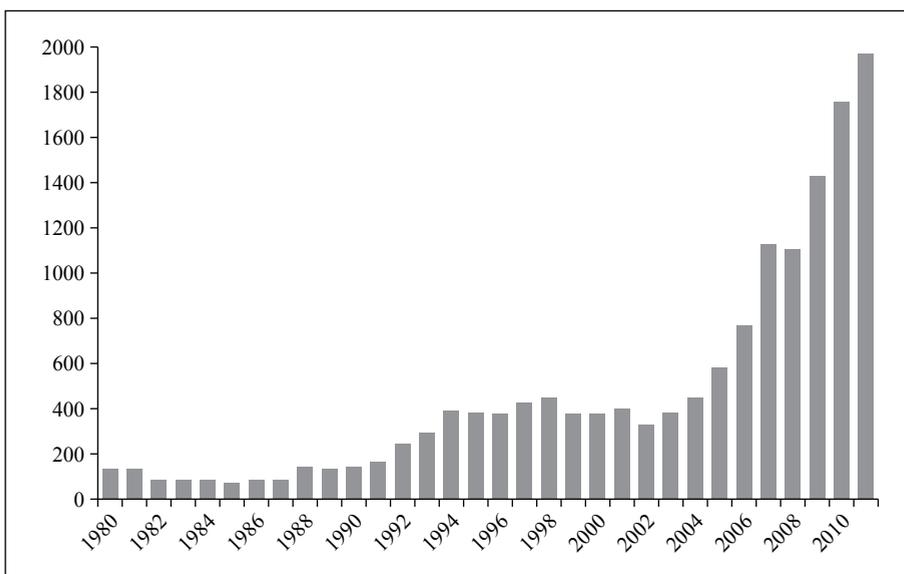
Por último, y lo más importante, las menores tasa de interés internacional y el ingreso de capitales afectan a un país a través de distintos canales.

En primer lugar, en las economías semidolarizadas estos capitales pueden tomar la forma de créditos externos que toma la banca local, con lo cual se alimenta directamente el crédito bancario en moneda extranjera, a tasas de interés más bajas. En los países con tipo de cambio fijo, el ingreso de capitales es enfrentado con intervenciones en el mercado cambiario (compras de dólares para evitar que el tipo de cambio descienda) que alimentan la base monetaria y por tanto el crédito bancario. En los países con tipo de cambio flexible y tasa de interés administrada, el auge económico que trae consigo la afluencia de capitales eleva la demanda de dinero, lo que induce a los bancos centrales a elevar la base monetaria, empujando también así el crédito bancario al alza.

En el Gráfico 5 puede observarse esta conexión estrecha entre el ingreso de capitales y el comportamiento del crédito bancario. En la década de 1980, sin ingreso de capitales, el crédito bancario se mantuvo paralizado; en la década de 1990, con un ingreso mayor de capitales, el crédito empezó a recuperarse; y en los últimos diez años, con una afluencia masiva de capitales, se produjo un *boom* crediticio en la región.

El crédito bancario es un potente dinamizador de la actividad económica.

Gráfico 5. América Latina y el Caribe: crédito bancario
(US\$ miles de millones)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

En segundo lugar, el ingreso de capitales induce también al descenso del tipo de cambio nominal, el que, dado que el efecto traspaso sobre los precios no es completo ni inmediato, hace caer el tipo de cambio real. El descenso del tipo de cambio nominal contribuye al descenso de los precios locales y el menor tipo de cambio real, si hay un efecto hoja de balance importante, y superior al efecto competitividad, puede elevar el gasto privado y en consecuencia el nivel de actividad económica.

En la Tabla 1 puede observarse cómo la década de 1980 constituye un período de tasas de devaluación altas y volátiles; la década de 1990 uno de tasas de devaluación más bajas y menos volátiles; y los últimos diez años, con las excepciones ya comentadas de Argentina y Venezuela, son años de devaluaciones muy bajas y muy poco volátiles. Las tasas de devaluación afectan, evidentemente, a las tasas de inflación, como se verá en la sección siguiente

Tabla 1. América Latina y el Caribe: Tasas de devaluación

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Venezuela	México	Perú
1981	263,67	0,00	95,12	0,00	16,01	0,00	12,78	48,38
1982	569,77	707,76	97,71	49,92	18,99	0,00	267,84	95,21
1983	379,16	-99,74	289,44	24,53	26,29	0,16	49,18	129,48
1984	668,24	1631,63	-99,68	22,26	28,30	74,42	33,79	150,79
1985	-99,55	-80,65	229,45	106,31	51,20	0,00	93,03	144,82
1986	57,03	13,65	41,97	11,62	27,18	93,33	-99,75	0,04
1987	198,33	14,92	385,10	16,15	20,41	0,00	139,27	136,56
1988	256,53	11,76	959,23	3,94	27,36	0,00	3,23	-98,48
1989	-86,57	20,65	-98,52	19,84	29,20	197,10	15,78	952,28
1990	211,14	14,09	1458,96	13,58	31,07	16,95	11,53	-90,18
1991	78,78	10,15	503,64	11,28	24,29	22,18	4,26	85,72
1992	-0,80	9,35	1059,01	1,99	14,84	29,07	1,45	69,79
1993	0,81	9,28	-97,37	12,74	13,00	32,96	-0,30	32,52
1994	0,10	4,92	613,42	-6,25	-9,38	60,92	71,45	0,93
1995	0,05	10,44	15,01	0,75	18,81	70,59	43,52	5,96
1996	-0,05	3,47	6,82	4,38	1,79	64,31	2,73	12,55
1997	0,00	5,22	7,41	3,49	28,67	5,82	2,96	5,00
1998	0,00	6,11	8,27	7,72	16,54	11,95	22,04	15,75
1999	0,00	6,68	48,01	11,88	24,29	14,84	-3,55	11,08
2000	0,00	6,73	9,26	8,04	16,72	7,94	0,61	-99,90
2001	0,00	9,82	-99,88	14,58	5,23	9,04	-4,49	-2,35
2002	232,17	4,54	52,29	8,56	24,49	-99,91	12,81	2,03
2003	-12,50	0,00	-18,23	-15,86	-2,93	9,00	8,95	-1,45
2004	1,86	2,81	-8,13	0,07	-13,26	83,62	0,26	-5,24
2005	1,79	-0,12	-11,82	-14,27	-5,30	14,06	-4,32	4,53
2006	1,00	-0,75	-8,66	3,93	-2,57	20,03	0,96	-6,84
2007	2,86	-4,51	-17,16	-7,22	-10,68	11,94	-0,14	-6,24
2008	9,72	-7,87	31,95	26,88	10,58	0,00	24,59	4,79
2009	10,11	0,00	-25,50	-19,50	-7,00	0,00	-3,54	-7,96
2010	4,66	-0,43	-3,14	-7,52	-2,66	20,82	-5,38	-2,80
2011	8,29	-1,14	10,26	11,34	-2,37	65,34	13,22	-4,01

Fuente: FMI. Elaboración propia.

Por último, el ingreso de capitales induce también a la elevación del precio de los activos financieros (bonos, acciones) que elevan la rentabilidad de las bolsas de valores locales. El mayor precio de los activos financieros genera también un efecto riqueza sobre el consumo que contribuye al auge económico.

2.3. EL DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE ALC

El desempeño macroeconómico de largo plazo de una economía pequeña y abierta, como la mayoría de economías de ALC, puede estar determinado por dos factores. En primer lugar, dicho desempeño puede estar determinado por las fluctuaciones de la economía internacional. Desde este punto de vista, el bajo crecimiento económico y las altas tasas de inflación observada en ALC en la década de 1980 serían debido a los *shocks* externos adversos, la caída de los términos de intercambio y la elevación de las tasas de interés internacional que dio lugar a la salida de capitales de la región. De la misma manera, el mejor desempeño macroeconómico de las décadas siguientes estaría determinado por el ingreso de capitales motivado por las bajas tasas de interés internacionales y los mejores términos de intercambio internacional.

En segundo lugar, el desempeño macroeconómico puede estar afectado por las políticas macroeconómicas de corto plazo y el cómo es que se enfrentan las coyunturas externas desfavorables, lo que luego puede determinar el crecimiento y la inflación.

En esta sección, vamos a hacer una descripción del desempeño macroeconómico de ALC asumiendo que sus principales determinantes son el contexto internacional y las respuestas de política macroeconómica doméstica, siguiendo lo encontrado por IMF (2012b).

Vamos a calificar el desempeño de ALC evaluando las dos variables macroeconómicas más importantes para valorar el bienestar de la población, el PBI per cápita y la inflación, y algunas variables que tienen que ver con la calidad de la gestión macroeconómica, tales como el nivel de endeudamiento público y la disponibilidad de reservas internacionales. Estas dos últimas variables son importantes especialmente porque miden la capacidad de respuesta de los países ante circunstancias internacionales adversas.

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 6, el PBI per cápita en ALC guarda una correspondencia muy estrecha con la evolución de los dos canales de transmisión más importantes que nos conectan con la economía internacional: los términos de intercambio y la afluencia de capitales.

Veamos la década de 1980, la llamada década perdida en ALC. En esta década, como vimos en la sección anterior, el contexto externo al que enfrentaron los países de ALC fue el peor posible: drástica reducción de los términos de intercambio y fuga considerable de capitales.

El deterioro agudo de los términos de intercambio constituyó un choque externo adverso para las economías de ALC. Los menores términos de intercambio afectan

directamente a la producción primaria de ALC, e indirectamente, a través del menor impuesto a la renta minera que impulsa a la reducción del gasto público. Por otro lado, la salida de capitales hace escaso y caro el financiamiento doméstico, haciendo caer el gasto privado y creando una fuerza recesiva para las economías de ALC. Por último, las altas tasas de interés externas elevaron los pagos de los intereses de la deuda pública externa que obligaron a los distintos países a recortar el gasto público primario para intentar cumplir con los servicios de la deuda pública, lo que creó así una fuerza recesiva adicional.

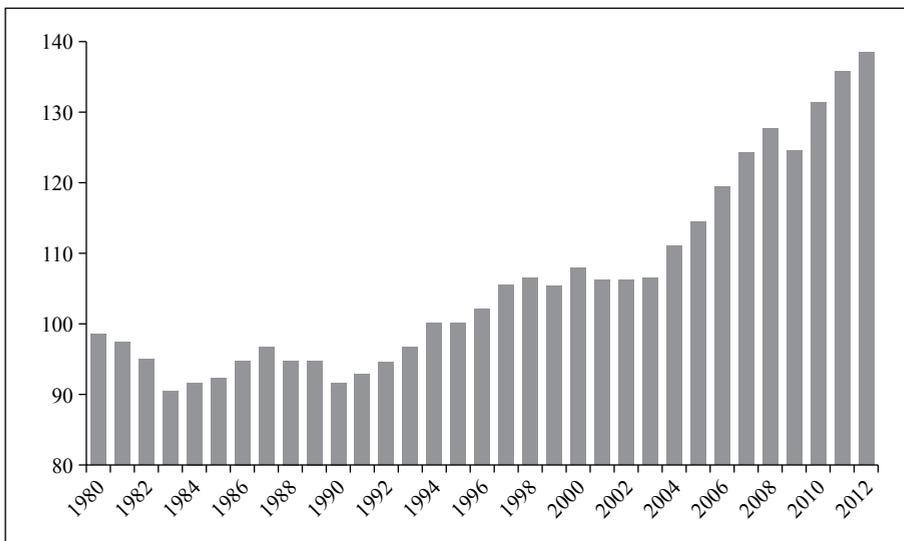
Estos distintos impulsos recesivos, y la inexistencia en esa década de políticas macroeconómicas contra cíclicas, explican el increíble empobrecimiento de ALC en esa década. El PBI per cápita de ALC en 1990 era un 93% de su nivel de 1980. Esta cifra promedio oculta algunos comportamientos más dramáticos. Por ejemplo, los ingresos per cápita de Venezuela, Argentina y Perú se redujeron en 19, 24 y 28%, respectivamente, entre 1980 y 1990.

Las excepciones fueron Chile y Colombia, cuyos ingresos per cápita, en plena década perdida para ALC, crecieron en 13 y 16%, respectivamente. En el caso de Chile, la gran ayuda norteamericana recibida en esa década, en apoyo a Pinochet, quien derrocó al presidente socialista Salvador Allende en 1973, que significó un ingreso positivo de capitales a Chile durante la década de 1980, explica este resultado. En el caso de Colombia la explicación está vinculada a la calidad de la gestión pública. En la década de 1970, en plena vorágine del endeudamiento barato, Colombia, por disposiciones de su política fiscal, se endeudó muy poco y, por lo tanto, el alza en la tasa de interés internacional no la afectó mucho. Colombia y Chile no tuvieron propiamente una crisis de deuda ni década perdida.

En la década siguiente, el escenario externo cambió. Los términos de intercambio se recuperaron y los capitales financieros empezaron a ingresar masivamente. Este choque externo favorable, y seguramente la mejor gestión macroeconómica de los ministerios de finanzas y los bancos centrales, así como la puesta en marcha de un conjunto de reformas que elevaron la competitividad de las economías de ALC, explican una elevación importante del PBI per cápita en este período. En el año 2000, el PBI per cápita en ALC estaba un 17% por encima de su nivel de 1990.

En los últimos diez años, en medio de un contexto mucho mejor —con la excepción de los años 2008 y 2009 y, en menor medida, de 2012, con la crisis de la zona del Euro—, de altos precios internacionales e ingresos masivos de capitales, el crecimiento del PBI per cápita fue notable. Según las cifras del FMI, el PBI per cápita de ALC en 2012 está 31% por encima de su nivel de 2002 y un 51% de su nivel de 1990. Tres de los casos más destacados son los de Argentina, Chile y Perú, cuyos productos por habitante crecieron en 78, 43 y 60%, respectivamente, entre 2002 y 2012.

**Gráfico 6. América Latina y el Caribe: PBI real per cápita
(Índice, 1994=100)**



Fuente: FMI. Elaboración propia³.

Respecto a la inflación, en economías pequeñas y abiertas como la gran parte de las economías de ALC, la inflación se mueve al ritmo de la devaluación. Además, cuando las tasas de inflación son muy altas, la vinculación entre la brecha del producto y la inflación es casi imperceptible.

En la década de 1980, la salida de capitales produjo enormes fuerzas devaluatorias que condujeron al alza de la tasa de inflación, que en algunos países, como Bolivia, Argentina y Perú, alcanzaron tasas de hiperinflación.

Como puede apreciarse en el Gráfico 7, la tasa de inflación fue elevándose rápidamente, del 54% anual registrado en 1980, a 133% a mediados de la década y a 477% anual en 1990. La tasa de inflación en Argentina subió de 88% en 1980, a 1344% en 1990, la de Bolivia de 24% en 1980 a 8171% en 1985, y la de Perú de 61% en 1980 a 7650% en 1990. En los picos de la inflación, por ejemplo en Bolivia, en 1985, la tasa de devaluación escaló al 8482% anual y en el Perú, en 1990, la devaluación fue de 4545%. Combatir la inflación en un escenario externo adverso de salida de divisas donde el precio del dólar sube sostenidamente, no es una tarea sencilla.

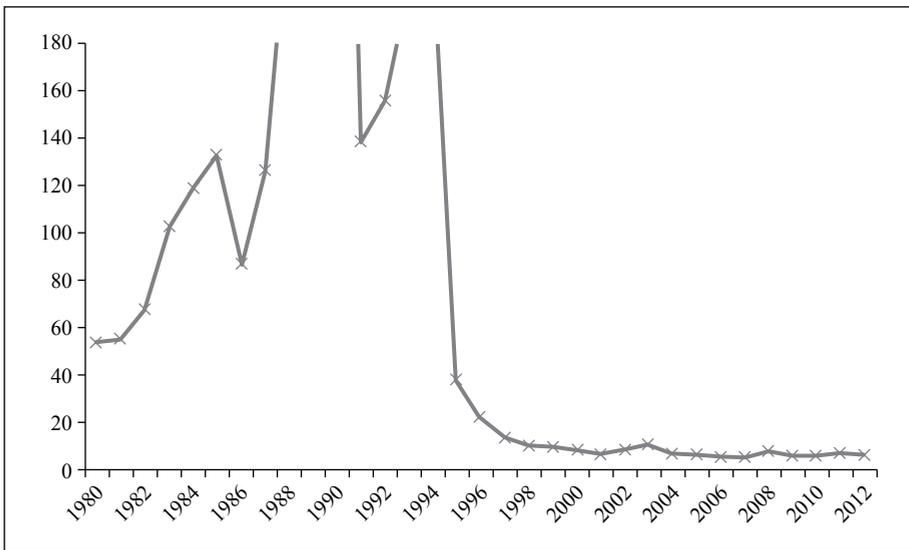
En la siguiente década, cuando los capitales empezaron a ingresar a ALC, cuando el precio de la moneda extranjera dejó de subir, la inflación también empezó a reducirse rápidamente. En este resultado influyó también el hecho de que muchos bancos centrales adquirieron la autonomía que les permitió dejar de emitir para financiar los gastos gubernamentales. La tasa de inflación anual se redujo del 477% en 1990, a 37%

³ No incluye a Costa Rica, Dominica, Nicaragua, Suriname y Trinidad y Tobago.

a mediados de esa década, y a solo 8% en 2000. En ese mismo año, la tasa de devaluación en Argentina, Bolivia y el Perú se redujo a 0% (por tener un tipo de cambio fijo respecto al dólar estadounidense), 6,9% y 3,1% en el mismo año.

En los últimos diez años, la estabilización del tipo de cambio y los cambios institucionales que han otorgado considerable autonomía a la mayoría de los bancos centrales de ALC y les han acotado, en general, sus responsabilidades, para que se concentren en el control de la inflación, han permitido construir un ambiente donde la inflación ha dejado de ser un problema. Las excepciones notables son Argentina y Venezuela, donde las tasas de inflación están todavía por encima del 40% anuales, en parte probablemente debido a la falta de independencia de sus bancos centrales. En los últimos tres años (2010-2012), la tasa de inflación promedio en ALC ha estado alrededor de 6% anual, la tasa más baja de las últimas tres décadas.

Gráfico 7. América Latina y el Caribe: inflación
(Variación porcentual del IPC)

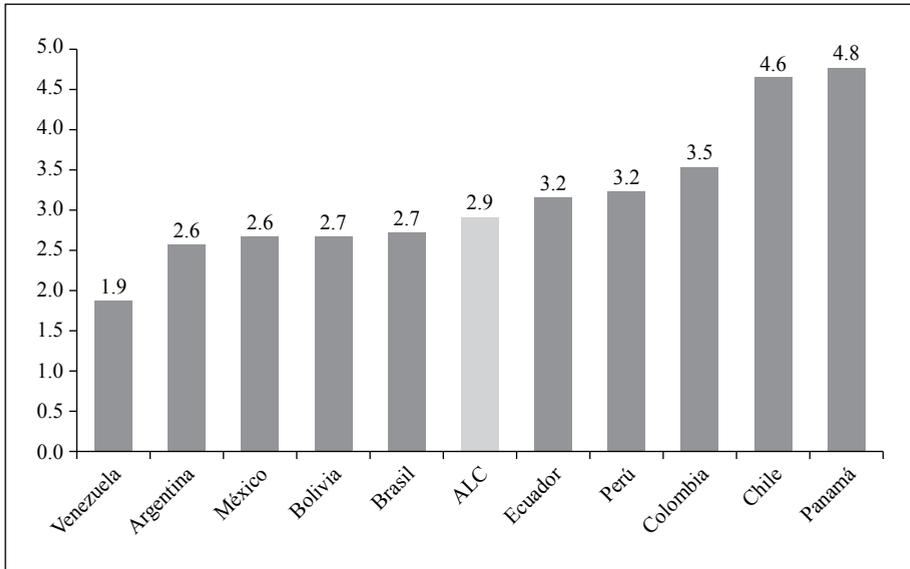


Fuente: FMI. Elaboración propia.

En términos comparativos, en el período 1980-2012, juzgando el desempeño macroeconómico sobre la base del crecimiento del PBI y la inflación, la economía panameña es la que ha tenido un mejor desempeño, tal como puede observarse en los gráficos 8 y 9. La tasa de crecimiento de la economía panameña fue de 4,8%, la más alta de ALC, mientras que su inflación fue la más baja, alcanzando una cifra de 2% anual.

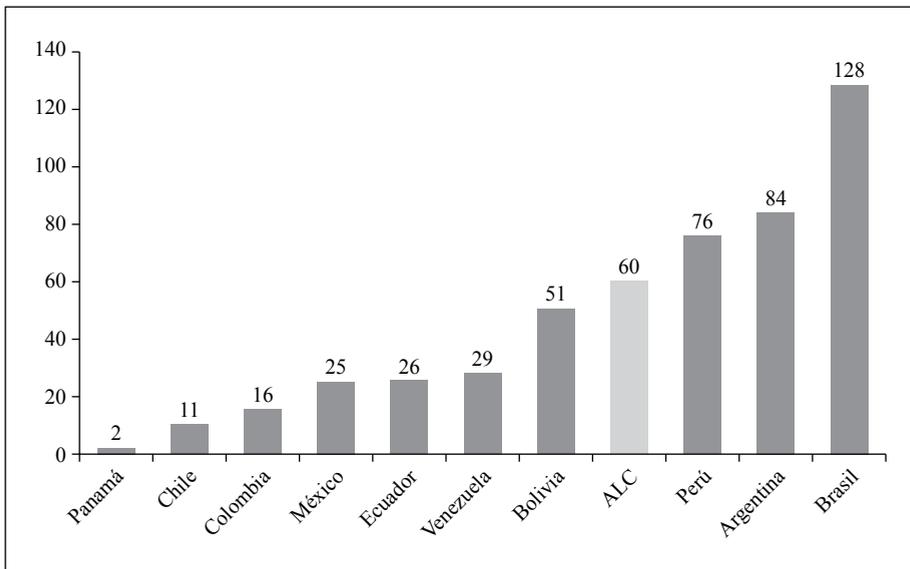
Mientras tanto, en términos de crecimiento económico, Venezuela es el país con el peor desempeño y, en términos de inflación, Brasil es el país con la más alta tasa de inflación en la región, en el período 1980-2012.

Gráfico 8. América Latina y el Caribe, 1980-2012: desempeño macroeconómico comparado (Tasa de crecimiento anual promedio)



Fuente: FMI. Elaboración propia

Gráfico 9. América Latina y el Caribe, 1980-2012: desempeño macroeconómico comparado (Tasa de inflación anual promedio)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

2.4. LA GESTIÓN MACROECONÓMICA

Kaminsky, Reinhart y Végh (2004) tienen una evaluación comprensiva del carácter de la política macroeconómica en el mundo, para una muestra de 120 países, para el período 1960-2003.

Estos autores encuentran que i) el ingreso neto de capitales es pro cíclico en la mayoría de países de la OECD y en los países en vías de desarrollo; ii) los países de la OECD tienen, en general, políticas fiscales contra cíclicas o a cíclicas, mientras que los países en vías de desarrollo tienen políticas fiscales pro cíclicas; iii) con respecto a la política monetaria, la mayoría de países de la OECD tiene políticas contra cíclicas, mientras que los países en vías de desarrollo tienen políticas pro cíclicas y iv) en los países en vías de desarrollo, el ciclo de flujo de capitales y el ciclo de la política macroeconómica se refuerzan entre ellos. Esto quiere decir que la política macroeconómica es expansiva cuando hay un influjo de capitales y es contractiva cuando los capitales están saliendo.

En el terreno de la gestión macroeconómica, describiremos el estado de las finanzas públicas y la disponibilidad de reservas internacionales como indicadores de la capacidad de los distintos gobiernos de ALC para reaccionar apropiadamente ante los eventos externos adversos, que son frecuentes en ALC. La crisis internacional de 2008-2009 ha demostrado que los países de ALC con recursos fiscales y con volúmenes importantes de reservas internacionales pueden poner en marcha políticas macroeconómicas expansivas, contra cíclicas, para hacer frente a los choques externos adversos.

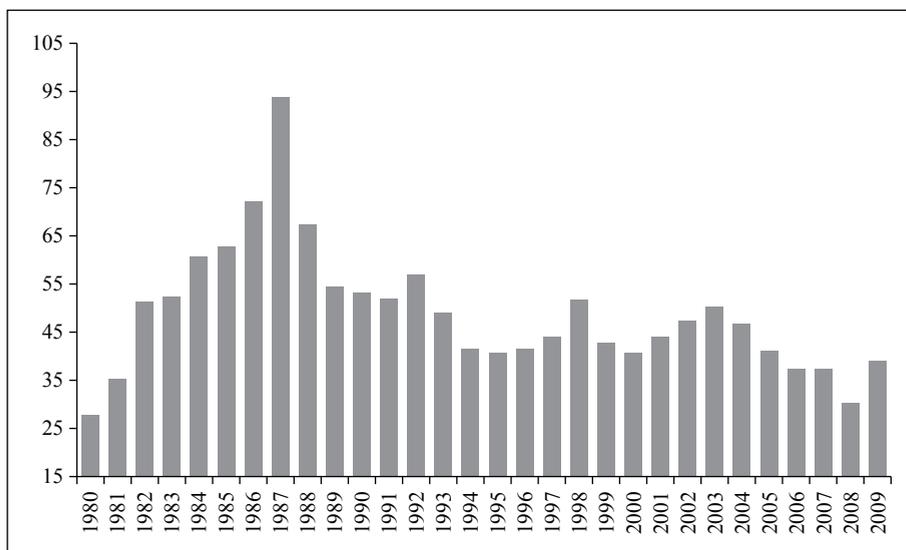
Respecto a las finanzas públicas, en el Gráfico 10 puede apreciarse la evolución del coeficiente de deuda pública con respecto al PBI. Este coeficiente se elevó desde un razonable 25% del PBI en 1980, hasta alcanzar un pico de 90% en 1987, explicado no necesariamente por una política fiscal expansiva llevada a cabo en la región, sino fundamentalmente por el salto en los intereses de la deuda pública debido al alza de la tasa de interés internacional y por el estancamiento del PBI. Posteriormente, hay una reducción sostenida de del grado de endeudamiento público de ALC, interrumpida transitoriamente por la crisis rusa de 1998 y por la crisis internacional de 2008-2009.

Durante la crisis internacional de 2008-2009, la política fiscal en ALC fue, por primera vez, distinta a la descrita por Kaminsky, Reinhart y Végh (2004). Casi en toda ALC el gasto público se elevó o no se redujo, y en varios países se bajaron algunos impuestos⁴. Con la deuda pública en alrededor del 30% del PBI, los países de la región podían poner en marcha una política fiscal expansiva, en plena crisis, cosa que antes no se podía hacer.

Con relación a la responsabilidad de los bancos centrales, de administrar apropiadamente las reservas internacionales de sus países, dicho compromiso ha estado restringido en gran medida al estado de las condiciones internacionales. No olvidemos que la variación de las reservas internacionales es igual al resultado de la balanza de pagos, que es la suma de la cuenta de capital y la cuenta corriente.

⁴ Véase, por ejemplo, CEPAL (2011).

**Gráfico 10. América Latina y el Caribe: deuda pública
(Porcentaje del PBI)**



Fuente: Reinhart y Rogoff, FMI. Elaboración propia⁵.

La administración de las reservas internacionales es más sencilla en los períodos en los que ingresan los capitales del exterior o en los que hay buenos términos de intercambio. En esos períodos, ante la amenaza de que el precio del dólar se reduzca, los bancos centrales compran dólares y acumulan así reservas internacionales. En las fases de salida de capitales, o de términos de intercambio en declive, las autoridades monetarias, para evitar fuertes devaluaciones, venden dólares, aunque esa respuesta está limitada a la disponibilidad de reservas internacionales. Comprar dólares es infinitamente más sencillo que vender dólares.

En los últimos años se ha generalizado el uso contra cíclico de las reservas internacionales: se acumulan en los períodos de ingreso de capitales y de buenos términos de intercambio, y se usan cuando los capitales salen o los términos de intercambio se caen, para atenuar los efectos sobre el crédito y el tipo de cambio de reducción en la oferta de dólares.

El comportamiento de las reservas internacionales en el período 1980-2012 se aprecia en el Gráfico 11. Durante la década de 1980, cuando, como vimos más arriba, los capitales salían de ALC y los términos de intercambio se deterioraban, los impactos en la balanza de pagos significaron una reducción formidable de reservas internacionales. Las reservas internacionales, que eran de US\$ 195 197 millones en 1980, se redujeron a US\$ 171 085 millones en 1989.

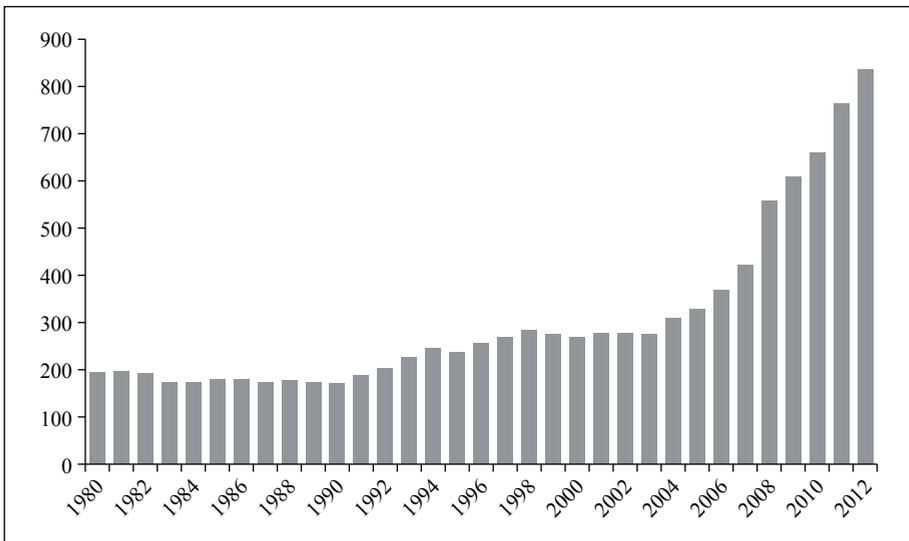
⁵ No incluye a Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y Granadinas, Surinam, y Trinidad y Tobago, según la clasificación de «América Latina y el Caribe» del Fondo Monetario Internacional.

En la década de 1990, con un cambio en las condiciones internacionales, con mejores términos de intercambio y un ingreso importante de capitales, ALC acumuló un volumen importante de reservas internacionales hasta el año 1998, cuando las reservas internacionales alcanzaron la cifra de US\$ 283 527 millones (68% de las importaciones). La crisis rusa, que se desencadenó hacia fines de 1998, puso fin a esta elevación sostenida de las reservas. Las reservas internacionales de ALC se redujeron a US\$ 274 162 millones en 1999 y a US\$ 268 894 en 2000.

En los siguientes años, entre 2002 y 2012, la acumulación de reservas internacionales fue sustantiva, interrumpida solo brevemente en 2009, cuando los bancos centrales vendieron reservas para hacer frente a la crisis internacional. En el año 2012, las reservas internacionales de ALC alcanzaron la cifra récord de US\$ 831 557 millones, que representa el 77% de las importaciones de bienes.

Esta disponibilidad de divisas es un paraguas muy importante para poder hacer frente a eventos internacionales adversos. La crisis rusa de 1998 y la crisis internacional de 2008-2009 han puesto a prueba la importancia de contar con reservas internacionales abultadas. En 1997, cuando las reservas representan tan solo un 62% de las importaciones, poco podían hacer los bancos centrales para atenuar los efectos de la salida virulenta de capitales. La crisis financiera, bancaria y cambiaria, y sus efectos en el sector real de las economías de ALC, fue severa y prolongada. En cambio, en 2008-2009, los bancos centrales tenían más reservas para financiar el déficit de balanza de pagos. No hubo crisis cambiaria ni bancaria, y ALC pudo salir rápidamente de la recesión de 2009.

Gráfico 11. América Latina y el Caribe: Reservas Internacionales Netas (RIN)
(En miles de millones de US\$)



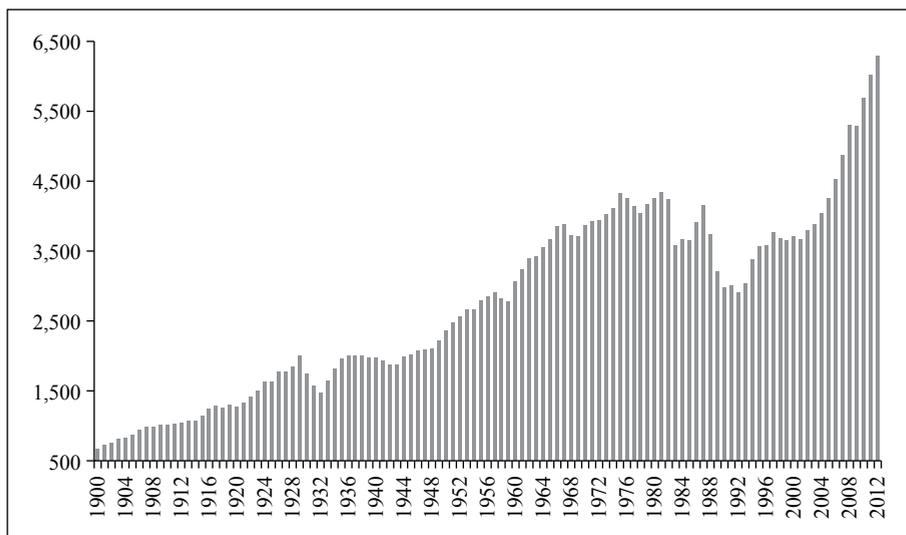
Fuente: FMI y CEPAL. Elaboración propia.

3. MILAGRO PERUANO: ¿BUENA SUERTE O BUENAS POLÍTICAS?

El componente más destacado de lo que ha venido a llamarse el milagro peruano es el espectacular crecimiento del PBI per cápita en los últimos diez años.

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 12, en el largo período comprendido entre 1900 y 2012, el crecimiento acumulado del PBI per cápita registrado en el período 2002-2012 es el más alto en la historia contemporánea del Perú.

Gráfico 12. Perú: el milagro peruano
(PBI per cápita en dólares de Geary-Khamis)



Fuente: Seminario y Alva (2012). Elaboración propia.

¿Cuáles son los determinantes del milagro peruano? Dado que el modelo de desarrollo es el mismo que el que empezó a regir la economía peruana a partir de 1990, ¿han sido las buenas políticas macroeconómicas aplicadas en ese período o ha sido la buena suerte, la de gozar un entorno internacional increíblemente favorable, interrumpido brevemente por la crisis internacional de 2008-2009?

En las siguientes secciones se intenta responder a estas preguntas.

3.1. EL EFECTO BUENA (MALA) SUERTE: EL CONTEXTO INTERNACIONAL PARA EL PERÚ

En el Perú, en 2012, el 75% de las exportaciones son de productos tradicionales y el 57% son de productos mineros. Dentro de los productos mineros, un producto, el cobre, representa más del 40% de las exportaciones mineras. Por otro lado, más del 80% de las importaciones son de insumos y bienes de capital. En consecuencia, en esta estructura económica con exportaciones poco diversificadas y con importaciones que son en

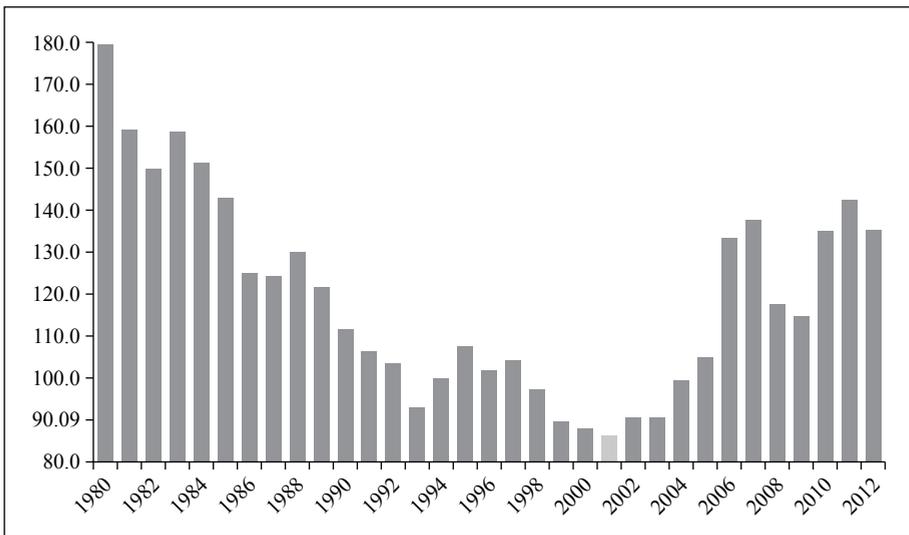
su gran parte de bienes complementarios, los movimientos en los términos de intercambio constituyen choques externos que pueden modificar el rumbo de la economía.

En el período 1980-2012 la evolución de los términos de intercambio tuvo dos fases bien marcadas, tal como puede verse en el Gráfico 13. En una primera fase, entre 1980 y el año 2001, hubo un fuerte deterioro de los términos de intercambio peruanos. Los términos de intercambio de 1990 estaban un 38% por debajo de su nivel de 1980; y los del año 2001 se redujeron en un 22% respecto a los de 1990.

Sin embargo, a partir de 2002 se inicia una elevación sostenida, sin precedentes, de los términos de intercambio, interrumpidos brevemente por la crisis internacional de 2008-2009. En 2012, los términos de intercambio están un 50% por encima de su nivel de 2002.

En resumen, el Perú, en el frente comercial, enfrentó un contexto externo adverso durante las décadas de 1980 y los 1990, y un contexto externo sumamente favorable en los diez últimos años.

Gráfico 13. Perú: términos de intercambio
(1994 = 100)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

En el otro frente, en el de la balanza de capitales financieros, el contexto externo al que enfrentó el Perú ha sido, en términos generales, similar al registrado por el resto de países de ALC: muy malo en la década de 1980, mejor en la de 1990 y muy bueno en los últimos diez años.

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 14, en la década de 1980 el Perú registró una salida de capitales privados. Según la información del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), entre 1980 y 1990 se acumuló una salida neta de capitales privados

de US\$ 4,38 millones. Las razones de esta fuga de capitales son las mismas que explican la fuga de ALC: altas tasas de interés internacional y crisis financiera en gran parte de ALC. Posiblemente el factor idiosincrático en el escenario peruano fue la irrupción violenta de Sendero Luminoso en 1981 y su subsistencia hasta 1992.

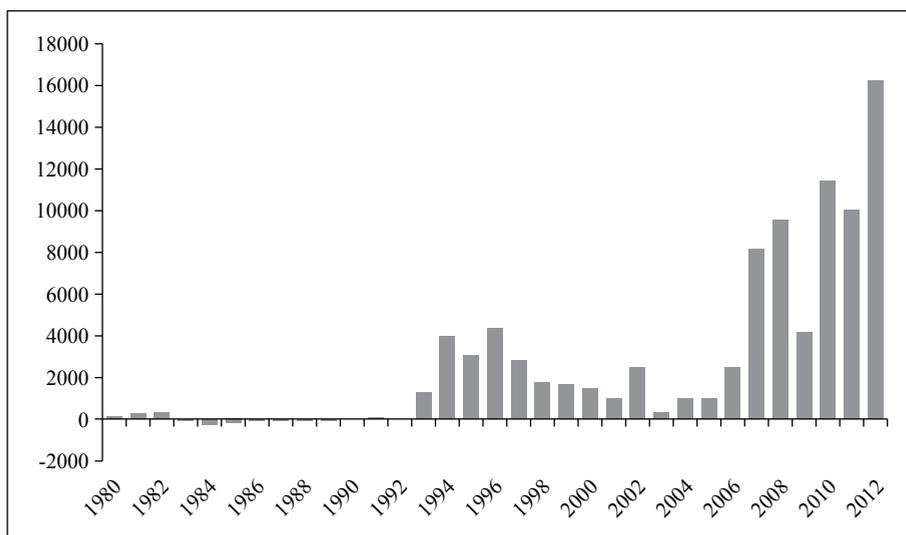
En la década de 1990, Perú, como toda ALC, se convirtió en un receptor importante de capitales privados del resto del mundo. Entre 1991 y 1997, ingresaron al Perú más de US\$ 15 644 millones. Estos resultados están fuertemente influenciados por el dinámico proceso de privatizaciones. En ese período, la inversión directa por privatizaciones fue de US\$ 4795 millones.

En 1998, como consecuencia esencialmente de la crisis rusa, se produjo una fuerte reducción del ingreso de capitales al Perú. El ingreso de capitales, como puede apreciarse en el Gráfico 14, que fue de US\$ 2833 millones en 1997, se redujo a solo US\$ 1805 millones en 1998 y a US\$ 983 millones en 2001.

El viraje en el movimiento de capitales de corto plazo fue mucho más agudo. Mientras en 1997 habían ingresado al país US\$ 2471 millones en capitales de corto plazo, en los siguientes tres años se produjeron salidas de capitales, de US\$ 72 millones en 1998, US\$ 1476 millones en 1999 y US\$ 735 millones en 2000.

A partir de 2002, como puede verse en el Gráfico 14, junto con la expansión económica que agarra fuerza en el Perú, se reanuda, con mucha más potencia que en la década de 1990, el ingreso de capitales privados, interrumpido brevemente en 2009, por la crisis internacional. Entre 2002 y 2012 han ingresado US\$ 66 652 millones de capitales privados, una cifra inédita en el Perú.

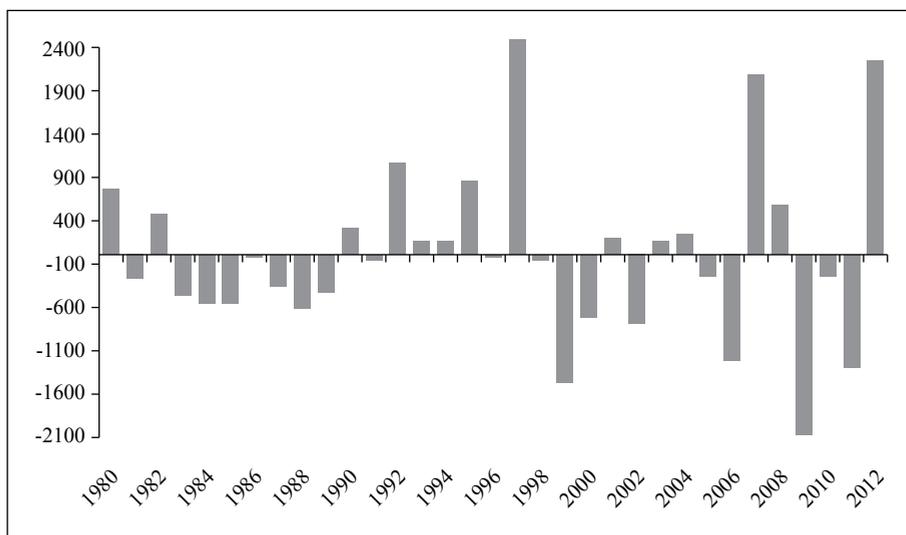
**Gráfico 14. Perú: ingreso neto de capitales privados
(US\$ millones)**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

El comportamiento de los capitales de corto plazo ha tenido ha seguido la misma dirección, aunque las fluctuaciones han sido más virulentas, tal como puede apreciarse en el Gráfico 15.

Gráfico 15. Perú: ingreso neto de capitales privados de corto plazo (US\$ millones)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

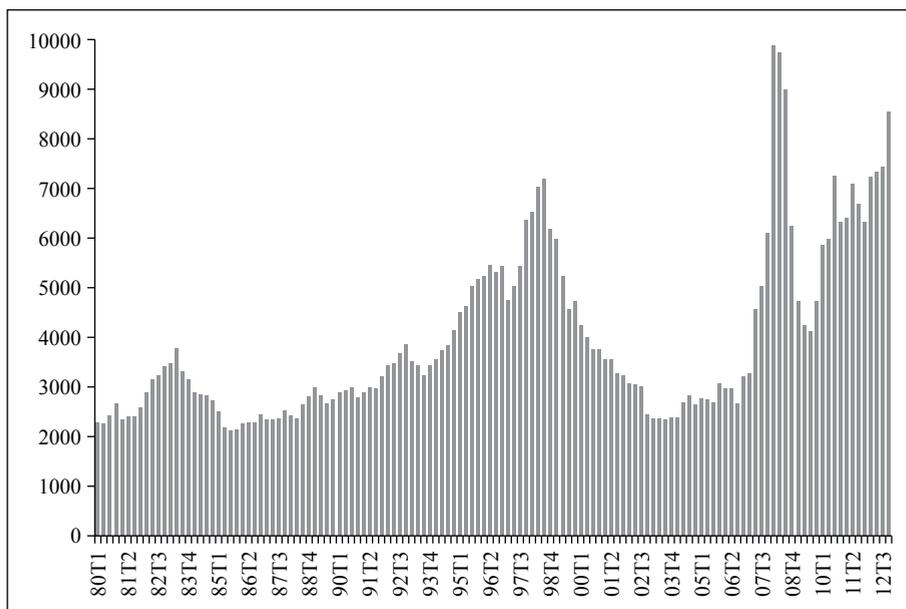
En el Gráfico 16 se puede observar la evolución de las obligaciones externas de corto plazo totales del Perú, las cuales muestran una tendencia creciente desde 2004, lo cual es evidencia de que la capacidad de financiamiento externo peruana ha mejorado. Se puede apreciar que tal nivel de deuda aumentó de manera extraordinaria en los tres primeros trimestres de 2008, antes del estallido de la crisis internacional.

En términos relativos, el nivel de deuda externa de corto plazo del Perú, representó 120% de las reservas internacionales en el último trimestre de 1980, 53% a finales del año 1999 y 13% al finalizar 2012. Esto demuestra que la capacidad de la economía peruana para responder ante una eventual reducción abrupta del financiamiento externo se ha fortalecido notablemente.

En resumen, el contexto externo al que enfrentó la economía peruana en la década de 1980 fue el peor posible: nulo ingreso de capitales privados, salida de capitales de corto plazo y deterioro de los términos de intercambio. En la década de 1990, hasta 1997, el contexto externo fue regular, pues hubo un ingreso importante de capitales y solo un ligero deterioro de los términos de intercambio. El contexto externo volvió a ser malo en el período 1998-2002, pues se acentuó el deterioro de los términos de intercambio y se interrumpió el ingreso de capitales. Por último, el contexto externo del período 2002-2012,

salvo el año 2009, fue el mejor posible: los términos de intercambio promedio 2011-2012 fueron los más elevados de los últimos veinticinco años, las tasas de interés internacionales son las más bajas de la historia contemporánea y nunca antes habían ingresado tantos capitales al Perú como en este período.

**Gráfico 16. Perú: deuda externa de corto plazo
(US\$ millones)**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

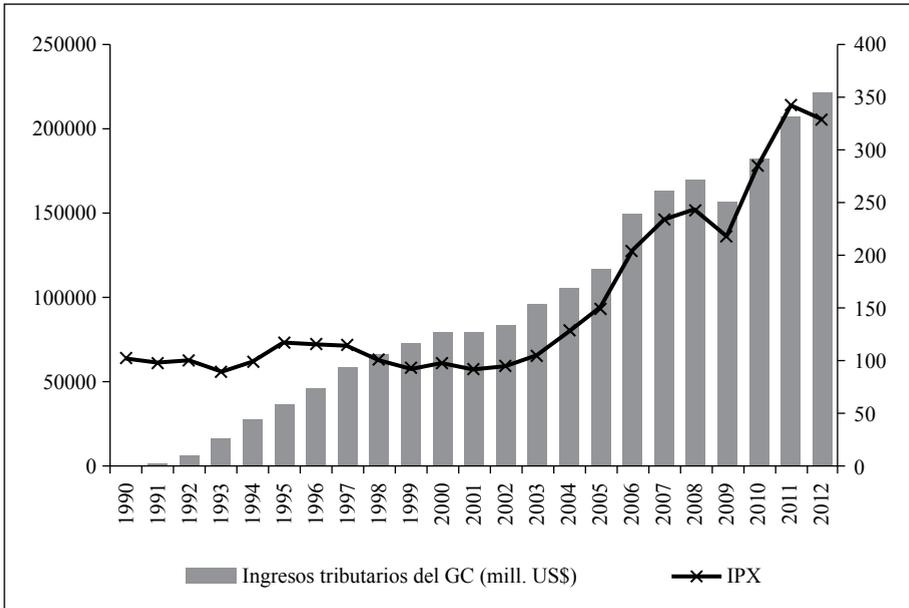
3.2. LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL SOBRE LA ECONOMÍA PERUANA

Uno de los principales canales a través de los cuales la buena o la mala suerte pueden afectar a la economía peruana es el de los precios de las exportaciones tradicionales peruanas. Estos precios, además de impactar sobre la rentabilidad y la producción de productos tradicionales, afectan fuertemente sobre los ingresos tributarios, básicamente a través de su efecto sobre el impuesto a la renta que pagan los sectores tradicionales como la minería e hidrocarburos.

En el Gráfico 17 se observa una relación nítida entre el índice de precios de las exportaciones tradicionales y los ingresos tributarios del Gobierno Central. Puede observarse la notable alza de los precios de las exportaciones peruanas en el período del milagro peruano y la concurrente alza de los ingresos tributarios del Gobierno Central. Los mayores ingresos del gobierno permiten un mayor gasto, principalmente en infraestructura (porque la mitad del impuesto a la renta minera y petrolera se destina al canon,

cuyo uso es casi exclusivamente para proyectos de inversión pública), lo cual contribuye también a la reactivación macroeconómica.

Gráfico 17. Perú: índice de precios de exportaciones tradicionales (eje der.) (1994=100) e ingresos tributarios del Gobierno Central (eje izq.) (US\$ millones)



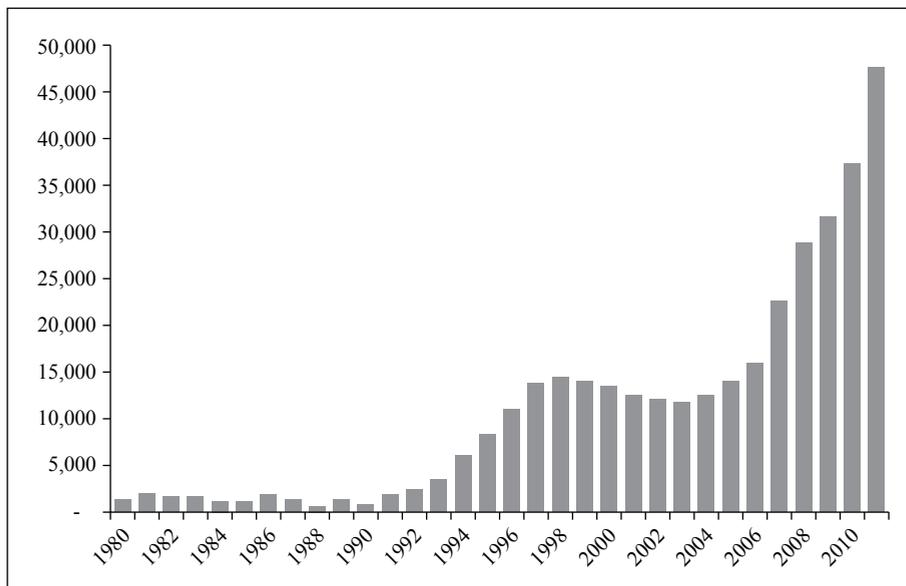
Fuente: BCRP. Elaboración propia.

El otro canal es el ingreso de capitales, que ya se describió antes, cuando tratamos el caso de ALC. El ingreso de capitales tiene una influencia muy importante sobre el crédito bancario doméstico, la bolsa de valores y el tipo de cambio. El ingreso de capitales alimenta el crecimiento del crédito bancario, eleva el precio de los activos financieros locales, conduciendo al alza en la rentabilidad de la bolsa de valores, e induce al descenso del tipo de cambio nominal.

La conexión entre ingreso de capitales y crédito bancario es muy estrecha en una economía parcialmente dolarizada como la peruana⁶, tal como puede observarse en el Gráfico 18. Los bancos locales se alimentan con créditos de corto y largo plazo del exterior. Puede observarse, por ejemplo, que en los períodos de salidas de capitales, como ocurrió con la crisis rusa de 1998-1999, o la crisis internacional de 2008-2009, el crecimiento del crédito bancario se interrumpe.

⁶ A mediados de 2013, el 43% del crédito bancario al sector privado está en dólares.

Gráfico 18. Perú: crédito bancario
(miles de US\$ millones)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

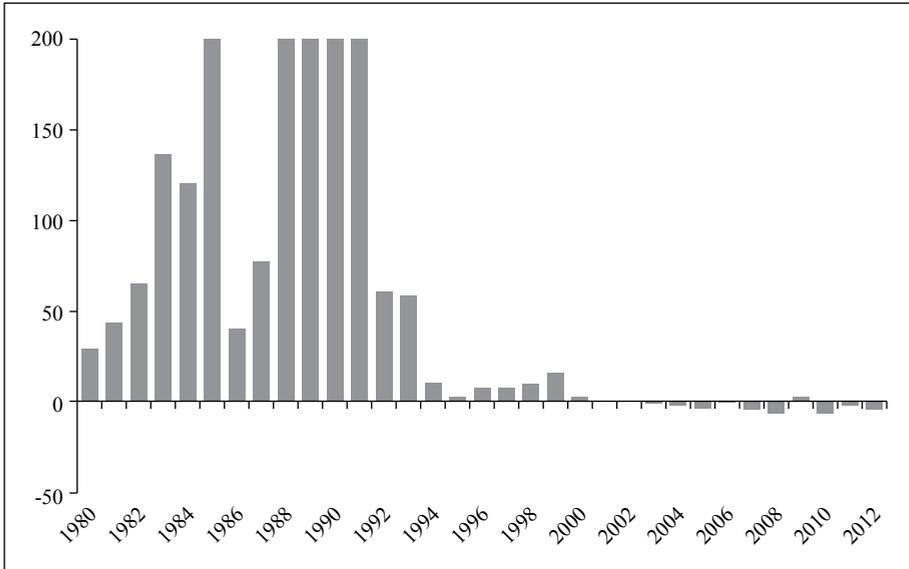
La tasa de interés activa en moneda nacional se ha reducido desde el 186% anual a principios de 1992, a 23% en 2002 y a 19% a mediados de 2013. En los mismos años, la tasa de interés activa en dólares bajó de 21% en 1992, a 10% en 2002 y a 8,7% en 2013.

La abundancia y el menor costo del crédito bancario constituyen una enorme fuerza reactivadora en cualquier economía.

El otro canal es del tipo de cambio, el nominal y el real. El comportamiento del tipo de cambio nominal influye decisivamente sobre la tasa de inflación, sobre todo cuando esta última está en niveles altos. En el Gráfico 19 es claro que las tasas de devaluación son muy altas y volátiles en la década de 1980, más bajas y menos volátiles en la de 1990, y mucho más bajas y menos volátiles en los últimos diez años. Estas tasas de devaluación tienen indudablemente un correlato inmediato en las tasas de inflación de estos distintos períodos.

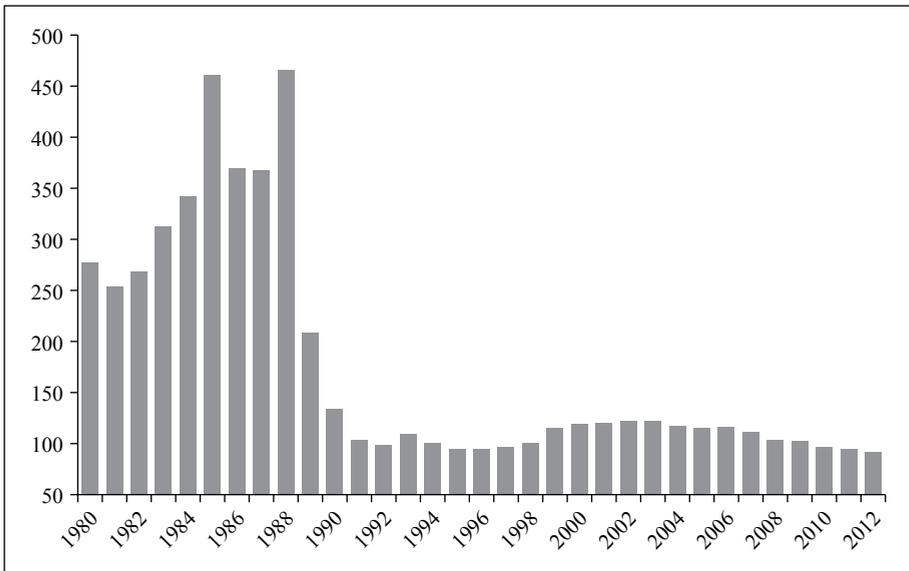
El ingreso de capitales, dado que el efecto traspaso del tipo de cambio sobre los precios no es del 100%, tiene un efecto sobre el tipo de cambio real. En el Gráfico 20 puede observarse que, en general, los períodos de fuerte ingreso de capitales son períodos de caídas del tipo de cambio real, y cuando salen los capitales, como en 1998 o 2008, o en 1992, luego del golpe de Estado de Alberto Fujimori, el tipo de cambio real se eleva.

Gráfico 19. Perú: tasa de devaluación



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

**Gráfico 20. Perú: índice tipo de cambio real bilateral (USA)
(1994=100)**



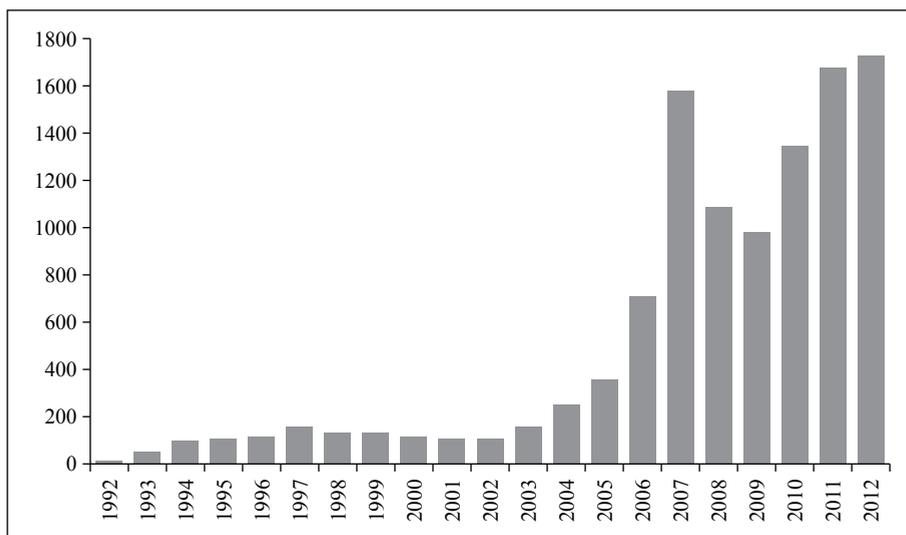
Fuente: BCRP. Elaboración propia. * TCR calculado en base al ratio $ITCN \cdot IPC \text{ USA} / IPC \text{ Perú}$.

Por otro lado, en una economía donde casi la mitad de la deuda pública está en dólares y más del 43% del crédito bancario al sector privado está también en dólares, existe un poderoso efecto hoja de balance. Si los ingresos (del sector privado o el sector público) están denominados en moneda nacional, pero los egresos u obligaciones están denominados en dólares, una elevación del tipo de cambio real puede afectar los balances de las empresas, las familias y el gobierno, generando tendencias recesivas sobre la economía. Si este efecto balance es más fuerte que el efecto competitividad o Marshall-Lerner, una elevación del tipo de cambio real puede tener efectos recesivos sobre la economía.

La importante reducción del tipo de cambio real en estos diez años del milagro peruano, constituiría una fuerza reactivadora adicional, aun cuando, en perspectiva, puede ser una amenaza para el sector exportador manufacturero, para el cual el efecto competitividad puede ser decisivo.

Por último, el ingreso de capitales induce también a la elevación del precio de los activos financieros (bonos, acciones) que elevan la rentabilidad de la bolsa de valores local. El mayor precio de los activos financieros genera también un efecto riqueza sobre el consumo que contribuye al auge económico.

Gráfico 21. Perú: índice general de la Bolsa de Valores de Lima



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

3.3. EL DESEMPEÑO MACROECONÓMICO PERUANO

La experiencia histórica muestra que las recesiones en el Perú suelen estar precedidas o acompañadas por cambios en el entorno internacional que se traducen en choques adversos sobre los precios internacionales de los productos de exportación o en choques que

generan salidas abruptas de capital. Es decir, la mayoría de las recesiones acontecidas en el país se encuentran asociadas a choques reales o financieros externos, siendo estos últimos más importantes en los períodos en los que la economía peruana permite la libre movilidad internacional de capitales (Dancourt y Mendoza 2009).

La existencia de una canasta exportadora altamente concentrada en materias primas y la inherentemente alta inestabilidad a la que están sujetos los precios de este tipo de productos permiten explicar, al menos de modo parcial, por qué las fluctuaciones de los precios internacionales tienen un impacto importante en los ciclos económicos de una economía pequeña y abierta como la peruana. La libre movilidad de capitales y la dolarización parcial del sistema bancario conectan a la economía peruana de manera directa con los avatares de los mercados financieros internacionales. Cuando la percepción de los mercados de crédito respecto del riesgo de impago o riesgo soberano de la economía se eleva, los ingresos de capitales pueden transformarse súbitamente en salidas virulentas.

Como lo hicimos antes con ALC, vamos a evaluar el desempeño de la economía peruana en función al comportamiento de las dos variables macroeconómicas más importantes para evaluar el bienestar de la población, el PBI per cápita y la inflación.

a. El PBI per cápita

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 22, el comportamiento del PBI per cápita peruano ha seguido, en términos generales, la tendencia del PBI per cápita de ALC, lo que ahonda en nuestra hipótesis de la extrema importancia del contexto internacional en el desempeño macroeconómico de las economías de ALC. Recordemos que ese contexto externo fue muy malo en la década de 1980, mejor entre 1990 y 1997, malo entre 1998 y 2002, y muy bueno en los años siguientes, salvo en 2009.

En correspondencia con el contexto internacional fuertemente adverso de la década de 1980, el PBI per cápita sufrió la peor caída registrada en la historia económica peruana. El PBI per cápita de 1990 cayó a solo un 72% de su nivel de 1980. El PBI per cápita de 1990 era muy parecido al del año 1960: el Perú se había quedado congelado durante treinta años. Nunca antes, en el siglo XX, la economía peruana había tenido un proceso de empobrecimiento tan acelerado. La década de 1980, en particular, fue la peor década del siglo XX para el Perú y ALC; de allí su denominación de «década perdida».

La década perdida alejó al Perú de varios países que eran similares en la década de 1970 y que ahora se encuentran en una fase de desarrollo muy superior. Es el caso de Chile y Corea del Sur. El PBI per cápita de estos países, medidos en Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), hacia principios de la década de 1950, era similar al del Perú. El PBI per cápita del Perú en 1950 (US\$ 3157) era muy cercano al de Chile (US\$ 3250) y el de ambos estaba bastante por encima del de Corea del Sur (US\$ 1800), un país que salía de una costosa guerra civil.

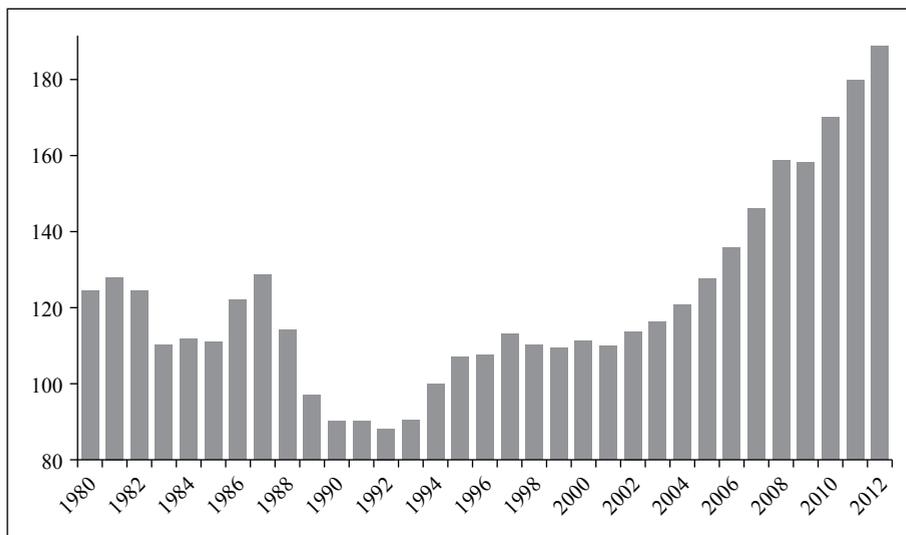
La historia posterior fue distinta. Corea del Sur inició desde mediados de la década de 1970 a un ritmo de crecimiento alto y sostenido, que se mantiene hasta hoy. Perú sufrió durante toda la década de 1980. Chile tuvo su crisis más aguda entre fines de la década de 1970 y principios de la de 1980, pero luego, desde 1983, registra tasas de crecimiento de las más altas en América Latina.

Actualmente, el PBI per cápita del Perú es aproximadamente un 60% del de Chile y un 28% del de Corea del Sur. Ese es el peso de la historia.

En la década de 1990, ante un contexto externo mucho más favorable, la economía peruana inició una franca recuperación, hasta que ésta se vio interrumpida por la crisis rusa de 1998. En 1997, el PBI per cápita ya se había puesto un 26% por encima del de 1990. En los años siguientes, 1998-2002, vino una etapa de retroceso, provocado por la crisis rusa y sus secuelas. En 2002, el PBI per cápita era similar al de 1997.

En los siguientes años, a partir de 2003, la economía peruana, en términos del PBI per cápita, tuvo el avance más importante que registren las estadísticas existentes, aunque recién en 2006 se logró superar el pico histórico en el nivel del PBI per cápita alcanzado en 1975. A pesar del bache de 2009, el PBI per cápita de 2012 en términos reales es el más alto de la historia y es más del doble de su nivel de 1990.

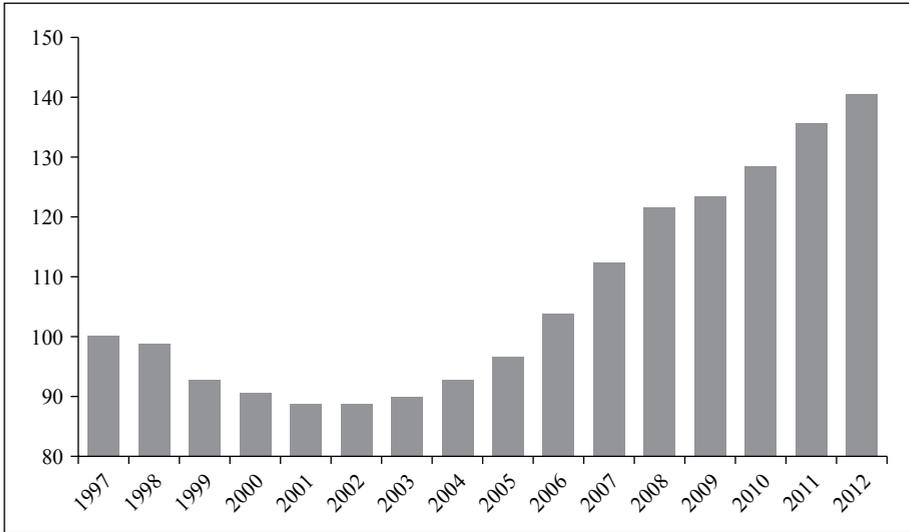
**Gráfico 22. Perú: PBI real per cápita
(1994 = 100)**



Fuente: INEI y BCRP. Elaboración propia.

El comportamiento del empleo, refleja la relación insumo producto, casi perfecta, que existe entre el nivel de actividad económica y el empleo, tal como se refleja en el Gráfico 23. En el auge, el empleo crece; en la recesión, el empleo cae.

Gráfico 23. Perú: índice de empleo urbano en empresa de más de diez trabajadores (1997=100)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

b. Inflación, devaluación y emisión

Respecto a la inflación, en una economía pequeña y abierta como la peruana, la influencia del tipo de cambio es decisiva, sobre todos en los episodios de tasas de inflación de dos o tres dígitos, como el que el Perú tuvo en la década de 1980 y principios de la de 1990.

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 24, el movimiento de la inflación va de la mano con el de la devaluación. En la década de 1980, la fuga de capitales generó presiones permanentes para la elevación del tipo de cambio. El ritmo de devaluación se elevó desde el 30% anual en 1980, a 243% en 1985 y a 1388% en 1989. Concurrentemente, la tasa de inflación saltó de 58% en 1980, a 163% en 1985 y a 3399% en 1989.

En 1990 se aplicó un programa de estabilización que significó la liberalización del tipo de cambio, que subió en 4544% en ese año, acompañado con un ajuste del precios de los combustibles, que significó que la tasa de inflación alcanzase la cifra récord de 7481% anual en ese año.

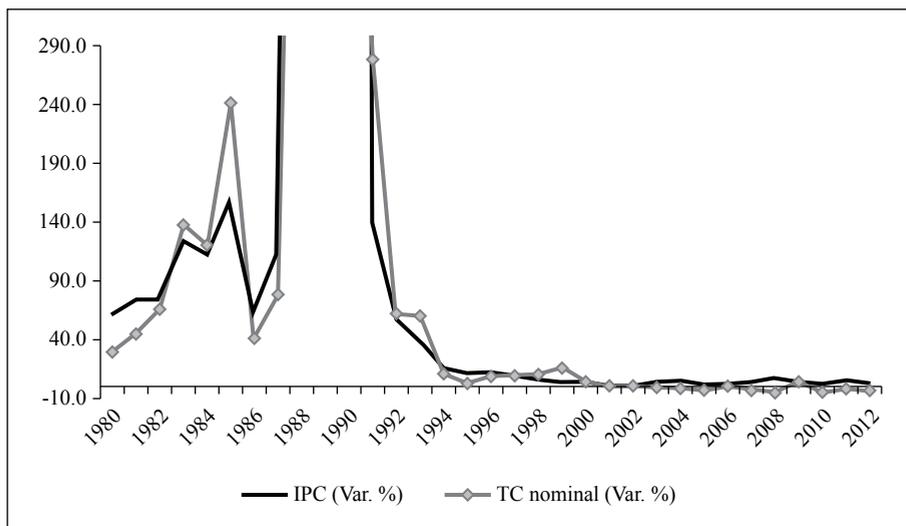
En los años siguientes, por el cambio en las condiciones internacionales, el inicio del ingreso masivo de capitales al Perú, y por el control de los agregados monetarios de un BCRP empoderado que había adquirido una autonomía constitucional, la tasa de devaluación empezó a bajar aceleradamente, del 4544% en 1990, a 2,7% en 1995. Concurrentemente, la inflación se redujo al 11% en 1995.

Durante los años 1998 y 1999, como producto de la crisis rusa, el ritmo de devaluación volvió a acelerarse, sin afectar en esta oportunidad a la inflación, debido a la fuerte

desaceleración del ritmo de actividad económica registrado en esos años. En escenarios de bajas tasas de inflación y devaluación, el efecto de la brecha del producto sobre la inflación recobra importancia.

A partir del año 2002, Perú ingresó al Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) que permitió consolidar el control de la inflación, tal como se verá en la sección siguiente. Entre 2002 y 2012, la tasa de inflación acumulada fue de 35% y la inflación anual promedio de 2,75%.

Gráfico 24. Perú: inflación y devaluación
(Variación porcentual del IPC y el tipo de cambio)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

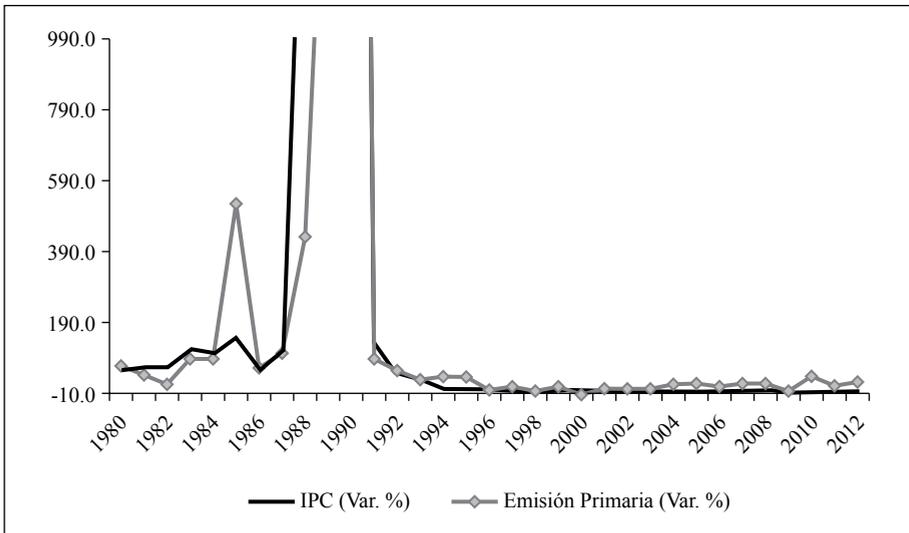
Por otro lado, en el largo plazo, cualquiera sea el esquema monetario vigente, hay una relación estrecha entre la emisión primaria y la inflación, que proviene de la identidad en la que se basa la teoría cuantitativa del dinero. En algunos esquemas monetarios, el dinero es una variable exógena; por ejemplo cuando la política monetaria se basa en el control de algún agregado monetario. En otros esquemas, como cuando el control recae sobre la tasa de interés, el dinero se constituye en una variable endógena.

En el marco de una economía abierta la discusión es mucho más compleja. Si el tipo de cambio es fijo, la autoridad monetaria tiene que intervenir en el mercado cambiario, comprando o vendiendo dólares, de tal manera la emisión primaria es claramente una variable endógena. Si el régimen es de tipo de cambio flexible o flotante, el dinero puede volver a ser una variable exógena. Pero si el régimen es como el que existe actualmente en el Perú, donde la flotación cambiaria convive con la administración de la tasa de interés interbancaria, el tipo de cambio puede ser libre, pero la emisión primaria es endógena, porque se la usa para estabilizar la tasa de interés interbancaria.

De cualquier manera, en el Gráfico 25 se muestra la conexión entre la inflación y la tasa de crecimiento de la emisión primaria. En el gráfico se puede observar cómo los períodos de mayor aceleración de la tasa de crecimiento del nivel de precios coinciden con los períodos de mayor aceleración del ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero en la economía.

En un sistema donde la emisión es claramente una variable endógena, como en el actual EMEI, que se explicará con detalle en el capítulo siguiente, donde el BCRP tiene como instrumento la tasa de interés de referencia para los mercados interbancarios y tiene un sistema de tipo de cambio con flotación administrada, la emisión primaria es claramente una variable endógena. En ese mundo, en el corto plazo, la conexión entre la inflación y la emisión es mucho más frágil, tal como se observa para el período 2002-2012, en el Gráfico 25.

Gráfico 25. Perú: inflación y emisión primaria
(Variación porcentual del IPC y de la emisión primaria)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

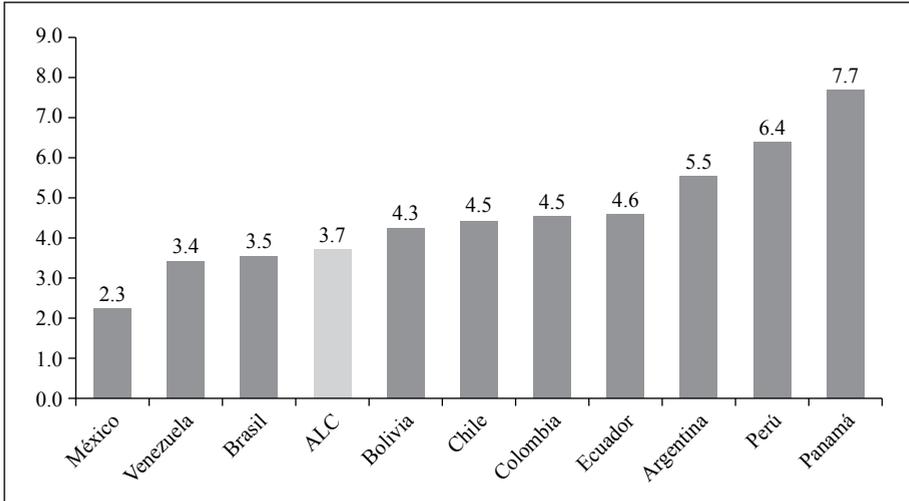
4. EL MILAGRO DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

Tal como se ha visto en la sección anterior, el desempeño de la economía peruana en los últimos años fue extraordinario. Según las cifras de Bruno Seminario, el período 2002-2012 es, de lejos, el mejor desde el año 1900.

Pero no solo han sido los mejores diez años con relación a la historia peruana. Ese hecho podría estar explicado por el excelente contexto internacional prevaleciente en ese período, exceptuando los años 2008-2009. Han sido también los mejores diez años en el contexto de América Latina y el Caribe.

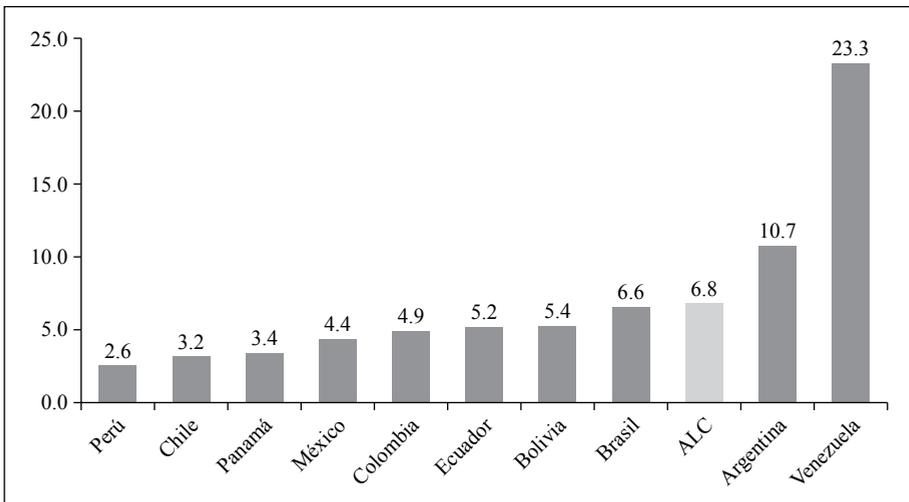
Efectivamente, tal como se observan en los Gráficos 26 y 27, en el período 2002-2012, el crecimiento promedio anual peruano ha sido el segundo más alto y ha tenido la inflación promedio anual la más baja. El efecto buena suerte puede explicar el buen desempeño histórico de ALC, pero no explica el muy buen desempeño relativo, inédito en la historia latinoamericana.

Gráfico 26. América Latina y el Caribe, 2002-2012: desempeño macroeconómico comparado (Tasa de crecimiento anual promedio)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

Gráfico 27. América Latina y el Caribe, 2002-2012: desempeño macroeconómico comparado (Tasa de inflación anual promedio)



Fuente: FMI. Elaboración propia.

¿Qué puede explicar que el desempeño macroeconómico peruano haya sido sobresaliente en la región durante los últimos diez años?

Descartado el contexto internacional, que es un elemento común para todos los países, hay que buscar un elemento particular, idiosincrático. El candidato natural es la política económica. Los *cambios* en las políticas económicas aplicadas en este período explicarían el milagro peruano.

Las políticas económicas pueden ser de dos tipos. Las primeras, las reformas estructurales, entendidas como políticas destinadas a modificar el modelo desarrollo vigente. Las segundas, dirigidas a la administración macroeconómica del corto plazo, son las políticas fiscales y monetarias que pueden ser desestabilizadoras o pro cíclicas o estabilizadoras o contra cíclicas. Las primeras acentúan los auges y agravan las recesiones; mientras que las segundas atenúan los auges y las recesiones.

Entre 2002 y 2012, no se ha producido ninguna reforma estructural que haya mejorado o empeorado el modelo de desarrollo inaugurado por Alberto Fujimori a principios de la década de 1990, que valga la pena destacar. Los presidentes Alejandro Toledo y Alan García han administrado la economía asumiendo como dado el modelo de desarrollo «neoliberal» de Fujimori, y el presidente Ollanta Humala, hasta ahora, fines de 2013, ha dejado intacto el modelo de desarrollo heredado. El milagro peruano no puede entonces estar explicado por este elemento idiosincrático.

¿Y qué ha pasado en el campo de las políticas macroeconómicas?

Allí sí, en los últimos años, se han producido varios cambios que han revolucionado la forma tradicional de hacer política macroeconómica.

La revolución más visible se ha dado en el campo de la política monetaria. Antes de 2002, la política monetaria se aplicaba como en los libros tradicionales de Macroeconomía, utilizando la oferta monetaria como instrumento de política macroeconómica y dejando flotar la tasa de interés y el tipo de cambio⁷.

En el marco institucional de la economía peruana, esa política monetaria era pro cíclica: expansiva en el auge y contractiva en la recesión. Era una política monetaria desestabilizadora.

Por ejemplo, cuando ocurrió lo de la crisis internacional de 1998, se produjo una virulenta salida de capitales que significó el alza del costo del crédito externo, del tipo de cambio y la contracción —por la dependencia de la banca local del crédito extranjero de corto plazo— del crédito bancario doméstico. Este choque externo es claramente recesivo. ¿Cómo fue la respuesta de política?

⁷ Es necesario reconocer que el fortalecimiento institucional del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ocurrió a principios de la década de 1990, en el marco de las reformas estructurales, que permitió a esta institución operar con autonomía. Antes, el BCRP no era autónomo y, además, operaba con un esquema monetario absurdo con un montón de objetivos y pocos instrumentos de política monetaria.

En el marco de una economía donde las firmas y familias pueden prestarse en dólares y en nuevos soles⁸, al elevarse el costo del crédito en dólares, por la crisis internacional, la demanda por crédito en moneda local se eleva, conduciendo, si el BCRP no hace nada, como ocurrió, al alza de la tasa de interés en moneda doméstica. Y si el BCRP además no acumuló dólares en la etapa previa a la crisis, no puede atenuar al alza del tipo de cambio, que dio un salto fuerte, y tampoco puede proveer de liquidez en dólares a los bancos, por lo que el crédito en dólares colapsó.

El alza del tipo de cambio y la tasa de interés, y el colapso del crédito en dólares, condujeron a la quiebra de varios bancos durante el período 1998-1999, el colapso del crédito bancario y el estancamiento del nivel de actividad económica cuya recuperación recién se inició cuatro años después.

La política monetaria frente a las crisis internacionales en la década de 1990 fue procíclica, desestabilizadora.

Por el lado de la política fiscal, la política no era mejor que la monetaria: era también desestabilizadora frente a las crisis internacionales.

Cuando ocurrió el choque internacional recesivo de 1998-1999, la respuesta lógica que cabe esperar es que el gobierno procure atenuar los efectos de la crisis internacional con una política fiscal expansiva, contracíclica.

Ocurrió todo lo contrario. La política fiscal fue contractiva, recesiva, desestabilizadora. La razón fue, que en el esquema fiscal vigente en la década de 1990, *no* se podía poner en marcha una política fiscal expansiva.

En primer lugar, porque en la etapa del auge, no se habían acumulado ahorros para ser gastados en los años de crisis. No existía un fondo de estabilización fiscal que financiase un déficit fiscal transitorio.

En segundo lugar, no existían vías de financiamiento del déficit alternativas a la de las multilaterales como el Banco Mundial (BM) o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Para financiar el déficit, las multilaterales le exigían al Perú tener una Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Y el recetario del FMI en épocas de crisis contenía un solo menú: elevar la tasa de interés, bajar el gasto público y subir los impuestos. Ese es el contenido de *todas* las cartas de intención que firmamos con el FMI.

Este modo tan primitivo de hacer las políticas macroeconómicas cambio radicalmente en este siglo.

En el ámbito de la política monetaria, en 2002, el anticuado esquema de control de agregados monetarios dio paso al Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) (véase Mendoza, 2013b). Bajo este esquema, las acciones del BCRP están orientadas a alcanzar una meta de inflación anual, estableciendo un compromiso explícito con la estabilidad a través de esa meta. Es importante señalar que el BCRP es el primer banco central en el mundo que ha adoptado el EMEI en un contexto de dolarización (BCRP, 2003).

⁸ Ver el primer modelo de economía con un sistema bancario dolarizado para el Perú en Dancourt y Mendoza (1999).

La meta de inflación entre 2002 y 2006, fue la de una tasa de inflación anual de 2,5%, con una tolerancia máxima de desvío de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo y, desde 2007, la meta explícita es de 2%, con un margen de tolerancia similar al esquema anterior. El anuncio de la meta tiene el objetivo de anclar las expectativas de inflación del público en torno a ella. El rango de tolerancia de un punto porcentual alrededor de la meta permite dar a la autoridad monetaria cierta flexibilidad para no reaccionar ante fluctuaciones de precios de carácter temporal, generalmente proveniente de choques de oferta locales o de choques de precios internacionales.

Bajo este esquema, el trabajo del BCRP consiste en evitar presiones inflacionarias o deflacionarias que desvíen a la tasa de inflación de la meta explícita. En la práctica, se busca que la tasa de inflación anualizada se ubique la mayor parte del tiempo en 2%, con un rango de tolerancia de más o menos un punto porcentual. Con otras palabras, se busca que el promedio de inflación en un período suficientemente largo se ubique cerca al 2% anual.

De esta manera, si se espera que la tasa de inflación se ubique por encima de la meta, el BCRP debería elevar la tasa de interés de referencia; mientras que, si se espera que la inflación caiga por debajo de la meta de inflación anunciada, el BCRP reduciría la tasa de interés de referencia.

Para que estas acciones de política monetaria sean oportunas, el BCRP observa permanentemente un conjunto grande de indicadores macroeconómicos que puedan anticipar presiones inflacionarias o deflacionarias. Dado los rezagos que existen entre las acciones de política monetaria y la tasa de inflación, las políticas del Banco tienen que procurar siempre tener un carácter preventivo; las acciones tienen que tomarse de manera anticipada.

Para ese objetivo, el BCRP cuenta con un sistema de proyecciones de inflación que considera las expectativas de inflación, la evolución probable de la oferta y la demanda agregada doméstica, así como la evolución de la economía mundial y de los mercados financieros locales.

En el EMEI, por otro lado, la política monetaria es totalmente transparente para el público: se comunica la meta de inflación, las medidas que se tomarán para alcanzarla y la racionalidad de dichas medidas. El principal medio de comunicación de la política monetaria en el Perú es el *Reporte de Inflación*, documento que el BCRP publica en marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año, donde se analiza la evolución futura más probable de la inflación, los riesgos que suponen esa proyección y las medidas que se tomarán en caso la inflación se aleje de la meta anunciada.

De manera análoga al resto de bancos centrales que siguen un EMEI, los cambios en la posición de política monetaria del BCRP se efectúan mediante modificaciones en la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. La tasa de interés interbancaria depende directamente del volumen agregado de los fondos disponibles en el mercado monetario, por lo que, a fin de inducir la convergencia entre la tasa de interés de referencia y la tasa de interés interbancaria, el BCRP interviene realizando Operaciones de Mercado Abierto (OMA) que modifiquen la oferta de fondos líquidos en dicho mercado.

Las intervenciones del BCRP en la economía no tienen una incidencia inmediata sobre las variables objetivo que se buscan modificar. El llamado *rezago interno* de la política monetaria es de corta duración, en tanto el BCRP dispone de autonomía para anunciar cambios en la tasa de interés de referencia, los cuales son publicados inmediatamente en su página web. Sin embargo, el llamado *rezago externo* de la política monetaria es amplio y variable: el impacto de una modificación en la tasa de interés de referencia sobre la tasa de inflación se produce con un importante rezago y es precisamente por este rezago que la política monetaria es inherentemente preventiva.

Es importante mencionar también que, si la política monetaria del BCRP es creíble, las modificaciones que realice en la tasa de referencia afectarán no solo la tasa de interés a la que los bancos transan activos en el muy corto plazo sino que genera un desplazamiento de toda la curva de rendimientos, porque esta tasa constituye la base sobre la que se forman las tasas de mediano y largo plazo. Son estas tasas de interés de plazos más largos las que afectan al gasto privado, a la demanda agregada, la producción y finalmente, a los precios. La efectividad de la política monetaria entonces depende de la forma cómo esta estructura de tasas de interés para diferentes plazos de vencimiento de los instrumentos de deuda responde a las intenciones de cada banco central.

El otro instrumento importante de la política monetaria son las intervenciones del BCRP en el mercado cambiario. En el contexto de una economía con dolarización parcial este esquema tiene ciertas particularidades en el Perú.

Como casi el 45% de los créditos del sistema bancario peruano están dolarizados, en estas condiciones, ante una elevación abrupta del tipo de cambio puede generarse un efecto «hoja de balance» para las empresas o familias cuyos ingresos estén denominados en moneda nacional y que tienen obligaciones en moneda extranjera, que puede producir problemas de liquidez o insolvencia.

En consecuencia, aun cuando en teoría el EMEI tiene como uno de sus ingredientes esenciales la flotación libre del tipo de cambio, la que permitiría contar con una política monetaria independiente, incluso en un contexto de libre movilidad de capitales, en el Perú esa política puede generar riesgos innecesarios. Mientras la dolarización persista, la política monetaria del BCRP debe buscar evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

Para este objetivo, el BCRP mantiene niveles altos de Reservas Internacionales Netas (RIN) y dentro de ellas, altos niveles de depósitos de encaje de las empresas financieras, acompañada de intervenciones permanentes en el mercado cambiario a través de compras o ventas esterilizadas. De esta manera, el Banco suaviza la trayectoria del tipo de cambio, eliminando sus fluctuaciones bruscas. En particular, la política de acumulación preventiva de RIN ha sido muy importante, pues ha permitido ser empleada en eventos como el de fines de 2008, de choques negativos sobre los mercados cambiario y financiero, y ha logrado controlar los riesgos asociados a la dolarización financiera, amortiguando así el impacto del choque externo sobre el nivel de actividad económica.

Cabe precisar que, dentro del EMEI, las intervenciones cambiarias del BCRP son *necesariamente* intervenciones esterilizadas. El BCRP realiza acciones de política cambiaria a través de las operaciones de mercado abierto mencionadas anteriormente. Sin embargo, esta compra o venta de divisas tiene un impacto directo sobre la base monetaria y por tanto afectarían a la tasa de interés interbancaria. Para aislar el efecto de la política cambiaria sobre la base monetaria y las tasas de interés domésticas, el BCRP esteriliza esta compra (venta) de divisas extranjeras mediante la venta (compra) de papeles en moneda doméstica. Como se detalló anteriormente, el BCRP esteriliza sus intervenciones en el mercado cambiario comprando y vendiendo los llamados Certificados de Depósito del BCRP. Claramente, las intervenciones esterilizadas son muy importantes bajo el EMEI.

Por el lado de la política fiscal, se han producido las siguientes innovaciones.

En primer lugar, el gobierno peruano ya no firma cartas de intención con el FMI. Ya no está sujeto al recetario de políticas monetarias y fiscales procíclicas que contenían las cartas de intención.

En segundo lugar, los déficits fiscales cada vez más bajos han permitido llevar el coeficiente deuda pública PBI a niveles tan bajos que la capacidad de financiamiento local o externo es el mejor de la historia contemporánea. En 2013, la deuda pública bruta como porcentaje del PBI alcanza solo el 18% del PBI y la deuda pública neta es de 3,4%.

En tercer lugar, la capacidad de financiamiento doméstico del déficit fiscal que era casi nula en el año 1999, año hasta donde llegan las estadísticas de deuda pública, el 80% de la deuda pública estaba en moneda extranjera y el endeudamiento que se lee en los libros de texto, con bonos soberanos, era nulo. El Perú no participaba en la emisión de instrumentos de deuda a través del mercado de valores local o en los mercados internacionales.

Por último, a partir de 2001 se inicia la construcción de la curva de rendimientos⁹ en el Perú, tal como se describe más adelante.

4.1. LA CONSTRUCCIÓN DE LAS FORTALEZAS

En el terreno de la gestión macroeconómica, describiremos la evolución del déficit fiscal, del coeficiente de deuda pública respecto al PBI y la disponibilidad de reservas internacionales, como indicadores de la capacidad de reacción del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el BCRP, ante la presencia de eventos externos adversos, que son frecuentes en el Perú.

La diferencia entre los gastos y los ingresos del sector público es el déficit fiscal; y el monto acumulado de los déficits fiscales es la deuda pública.

⁹ Muestra las distintas tasas de interés de los bonos para distintos plazos de vencimiento.

La economía peruana operó durante la década de 1970 y la de 1980 con déficit fiscales que durante algunos años superaban el 10% del PBI, cifras solo comparables a las que exhiben actualmente los países europeos en desgracia, como es el caso de Grecia o Portugal. Los elevados déficits fiscales produjeron un salto dramático del coeficiente de deuda pública respecto al PBI a niveles insostenibles.

Como se puede apreciar en el Gráfico 28, donde las cifras del resultado económico del Sector Público no Financiero (SPNF) representa un déficit si arroja un resultado negativo y superávit si arroja un resultado positivo, a principios de la década de 1980, por el salto en las tasas de interés internacional descritas antes, que elevaron los intereses de la deuda pública externa, y el fenómeno del niño de 1983, el más fuerte de las últimas décadas, que afectó duramente al aparato productivo del sector primario de la economía e hizo caer la recaudación, el déficit fiscal subió desde el 4,5% en 1980 hasta el 11,3% del PBI en 1983.

En los años siguientes, la administración del presidente Belaunde, bajo la supervisión del Fondo Monetario Internacional (FMI), aplicó una política fiscal contractiva que redujo el déficit fiscal hasta un 3,6% del PBI en 1985. A mediados de ese año, un inexperto presidente García puso en marcha una política fiscal expansiva que elevó el déficit hasta un 11% del PBI en 1989. En este resultado influyó también decisivamente la hiperinflación que licuó los ingresos tributarios del gobierno peruano, reduciendo la presión tributaria desde el 15% del PBI en 1985 a solo 8% en 1989. Cabe precisar que el arreglo institucional de ese entonces permitía que los déficits fueran financiados con préstamos del BCRP al MEF; es decir, con emisión.

En la década de 1990, durante los primeros años del gobierno de Alberto Fujimori, se pusieron en marcha un conjunto de cambios constitucionales que independizaron a la política monetaria de la política fiscal. Según el artículo 84 de la Constitución de 1993, el BCRP está prohibido de otorgar préstamos al MEF, de tal manera que esa fuente fácil de financiamiento quedó liquidada. Al mismo tiempo, se implementó una reforma tributaria que permitió una elevación de la presión tributaria desde el 8% del PBI observado en 1989, a 14% en 1997.

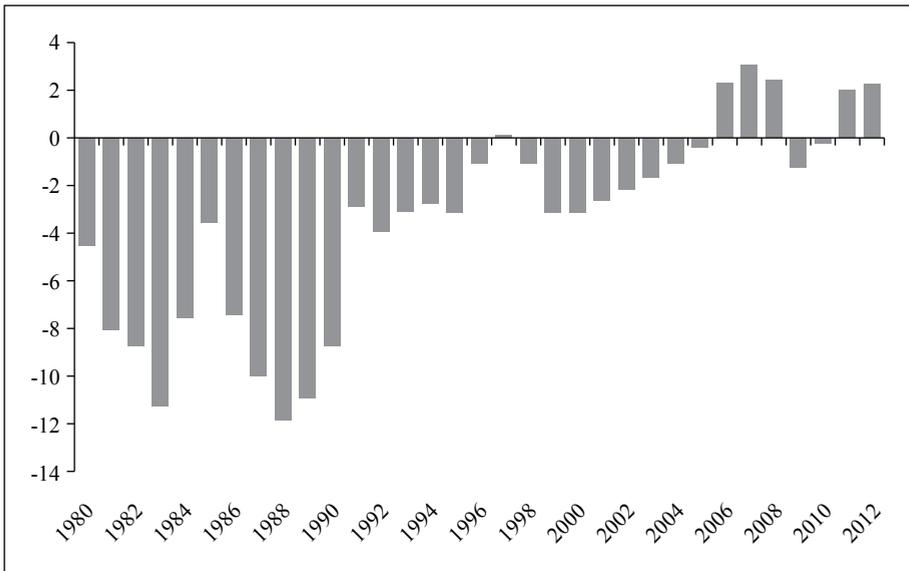
De esta manera, el déficit fiscal se redujo rápidamente, desde el 11% del PBI registrado en 1989, hasta alcanzar un superávit fiscal de 0,1% del PBI en 1997. Hacia fines de esa década, una política fiscal expansiva puesta en marcha por Fujimori en busca de su segunda reelección, junto con la creación de un conjunto de exoneraciones tributarias con el mismo propósito, y los impactos de la crisis rusa, volvieron a elevar el déficit fiscal, por encima del 3% del PBI.

En los últimos diez años, el déficit fiscal se ha reducido de manera importante. Entre 2002 y 2007 la mejora fue ininterrumpida. El déficit fiscal se redujo del 2,2% del PBI alcanzado en el año 2002, a un superávit de 2,9% en 2007, el más alto de la historia contemporánea. Posteriormente, la crisis internacional de 2008-2009 afectó

a los ingresos tributarios y la respuesta contra cíclica de la administración impulsó al alza del gasto público. De esta manera, se transitó de un superávit fiscal de 2,4% del PBI en 2008 a un déficit de 1,3% en 2009.

Sin embargo, en los años siguientes, se retomó la senda descendente del déficit fiscal. En 2010 el déficit fiscal fue de 0,3% del PBI, y en 2011 y 2012 se registraron superávits fiscales de 1,9% y 2,2% del PBI, respectivamente.

**Gráfico 28. Perú: resultado económico del Sector Público no Financiero (SPNF)
(Porcentaje del PBI)**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

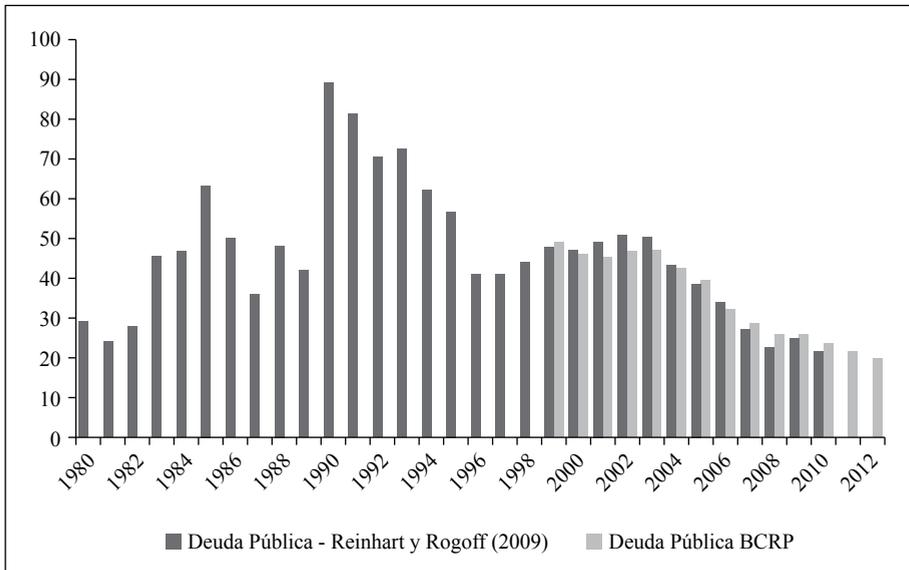
Dado que la deuda pública es el resultado de la acumulación de los déficits fiscales, el comportamiento del coeficiente de deuda pública como porcentaje del PBI ha seguido, en líneas generales, la tendencia del déficit fiscal, tal como puede verse en el Gráfico 29.

La deuda pública como porcentaje del PBI pasó de 29% del PBI en 1980 a un 89% en 1990, según las cifras de Reinhart y Rogoff (2009). Ese es el pico de endeudamiento público del Perú. Posteriormente, en consonancia con el comportamiento del déficit fiscal, y con la renegociación de la deuda pública en el marco del Plan Brady, el coeficiente de deuda pública se redujo marcadamente, hasta alcanzar la cifra de 40,7% del PBI en 1996 tal como puede verse en el Gráfico 29.

En los años siguientes, junto con el alza del déficit fiscal, el coeficiente deuda pública/PBI volvió a elevarse, hasta llegar a un nuevo pico de 51% del PBI en 2002, según las cifras del Rogoff y Reinhart. Los años siguientes significaron una reducción sostenida del coeficiente de endeudamiento público, con la única excepción de 2009 cuando,

como producto de la crisis internacional, el déficit fiscal aumentó. En el año 2012 la deuda pública como porcentaje del PBI es de solo 19,3%, el ratio más bajo de la historia contemporánea del Perú.

**Gráfico 29. Perú: deuda pública bruta
(Porcentaje del PBI)**

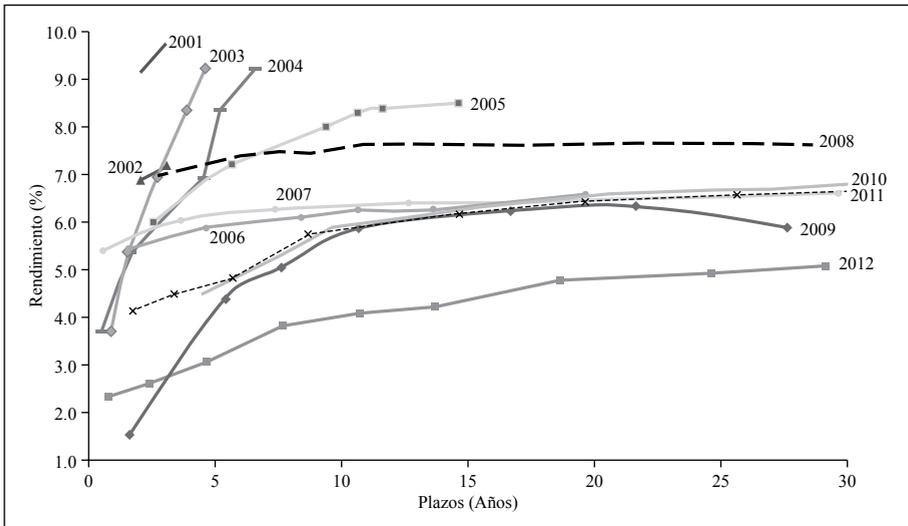


Fuente: BCRP, Reinhart y Rogoff (2009). Elaboración propia.

Por último, en el terreno fiscal, uno de los desarrollos más importantes, pero menos conocidos, es que el Perú inicia en 2001 la colocación de bonos soberanos, primero en moneda extranjera y luego en moneda nacional. Antes de ese año, el Perú no tenía una curva de rendimiento, ni siquiera un «punto» de la curva de rendimiento. En la actualidad la curva de rendimiento en moneda local extiende sus plazos hasta treinta años.

Una curva de rendimiento es un instrumento valioso para la evaluación de la situación macroeconómica pues las tasas de interés reflejan las expectativas de los participantes en el mercado de bonos respecto del futuro de la economía. La curva de rendimientos contribuye también al desarrollo del mercado de capitales doméstico, actúa como efecto señal para las otras tasas de interés y eleva los plazos de emisión de los otros instrumentos de deuda.

Como puede verse en el Gráfico 30, en 2001 aparecen los primeros puntos en la curva de rendimiento de los bonos soberanos peruanos, en los siguientes años esta curva se va desplazando sostenidamente hacia abajo, conforme el prestigio del país se va consolidando y en 2012 ya tenemos una curva que está por debajo de todas y que nos indica que el Perú puede financiar sus gastos con tasas de interés bastante bajas.

Gráfico 30. Perú: curva de rendimiento de bonos soberanos

Fuente: MEF.

Por otro lado, en el terreno del BCRP, la evolución de las reservas internacionales, variable que estamos tomando como indicador de la fortaleza del BCRP para enfrentar a los choques externos adversos, se registra en el Gráfico 31, para el período 1980-2012.

Durante la década de 1980, cuando, como vimos más arriba para ALC, los capitales salían de ALC y los términos de intercambio se deterioraban y, el Perú, además, tenía la presencia desestabilizadora de Sendero Luminoso, los impactos en la balanza de pagos significaron un descenso notable de las reservas internacionales. Las reservas internacionales netas, que eran de US\$ 1480 millones en 1980, se redujeron a una cifra negativa, de -US\$ 352 millones en 1988. El Perú había llegado al fondo de la crisis.

Posteriormente, en la década de 1990, con un cambio en las condiciones internacionales, con un ingreso importante de capitales descrito arriba, el Perú acumuló aceleradamente reservas internacionales hasta el año 1997. En ese año, las reservas internacionales alcanzaron la cifra de US\$ 10 169 millones, que representaban un 119% de las importaciones de bienes. Es necesario precisar, sin embargo, que la posición de cambios, es decir, las reservas de divisas que son realmente de propiedad del BCRP (el resto son los depósitos en dólares del gobierno y los encajes en dólares que los bancos locales mantienen en el BCRP) alcanzaban la cifra de US\$ 2301 millones, que representaban solo el 27% de las importaciones de bienes.

Como en casi toda ALC, la crisis asiática y la crisis rusa pusieron fin a esta fase de acumulación importante de reservas internacionales. Estas crisis, y sus secuelas de salidas de capitales, redujeron sistemáticamente las reservas internacionales a partir de 1997, hasta alcanzar la cifra de solo US\$ 8180 millones (un 111% de las importaciones) en el año 2000.

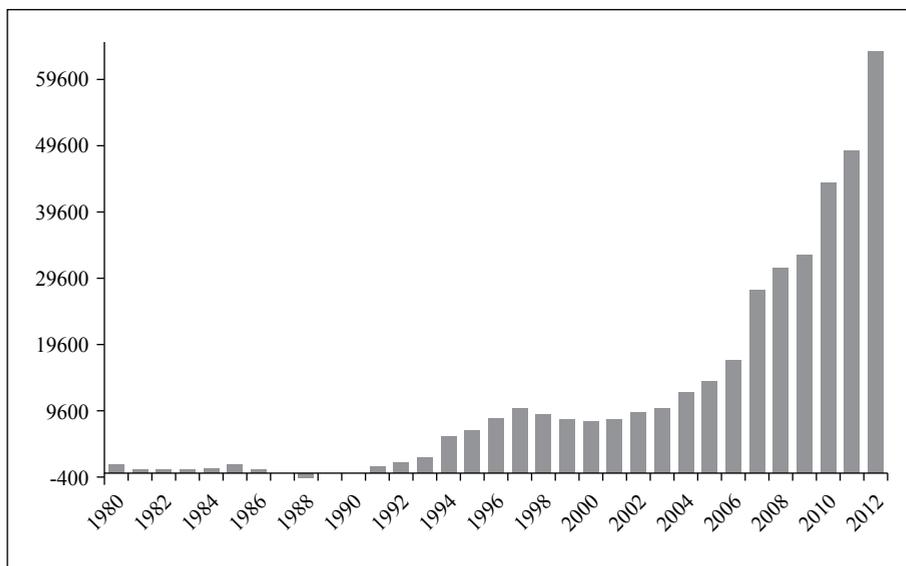
Asimismo, la posición de cambios alcanzó la cifra de US\$ 2624 millones para ese año, que representaba el 36% de las importaciones de bienes.

En los últimos diez años, incluso en la crisis internacional de 2008-2009, cuando el BCRP vendió dólares, pero los recompró en cuanto los efectos de la crisis externa se diluyeron, la acumulación de reservas internacionales ha sido ininterrumpida, tal como se observa en el Gráfico 31. En el año 2012 las reservas alcanzaron la cifra récord de US\$ 63 991 millones, un 157% de las importaciones.

Esta disponibilidad de reservas es una especie de seguro para poder hacer frente a eventos internacionales adversos. La crisis rusa de 1998 y la crisis internacional de 2008-2009 han puesto a prueba la importancia de contar con reservas internacionales abultadas. En 1997, las reservas internacionales eran de solo US\$ 10 169 millones y la posición de cambio US\$ 2301 millones. Las reservas internacionales y la posición de cambio, como proporción de la deuda externa de corto plazo, el cual es un buen indicador de la liquidez externa de una economía, alcanzaban las cifras de 161% y 36%, respectivamente. Con esos indicadores de liquidez externa, poco o casi nada podía hacer el BCRP.

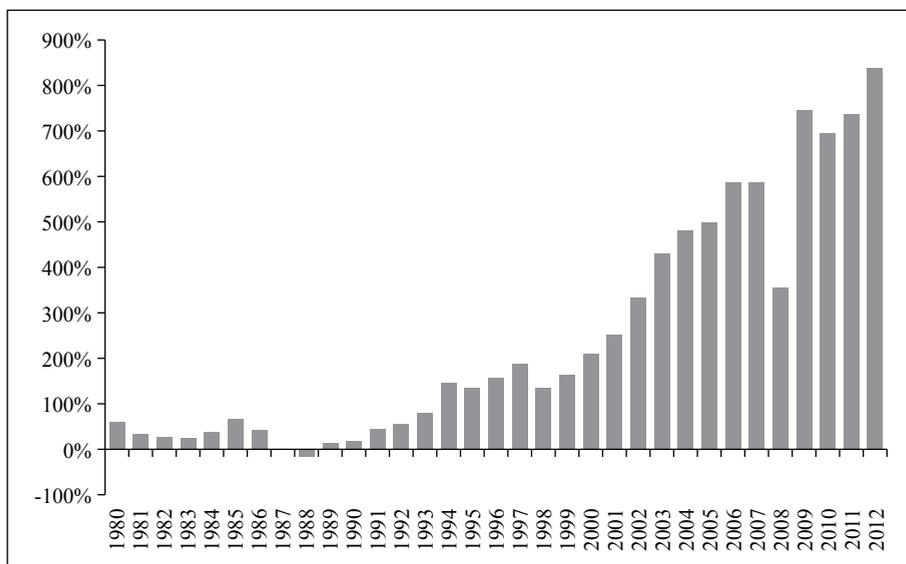
En cambio, en 2007, el año previo a la crisis internacional de 2008-2009, las reservas internacionales y la posición de cambio eran de US\$ 27 689 y US\$ 19 622, mientras que como proporción de la deuda externa de corto plazo las reservas internacionales alcanzaban el 454% y la posición de cambio el 322%, respectivamente, tal como puede apreciarse en los gráficos 31 y 32. No hubo crisis cambiaria ni bancaria, y el Perú salió rápidamente de la recesión de 2009.

Gráfico 31. Perú: Reservas Internacionales Netas (RIN)
(En millones de US\$)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

**Gráfico 32. Perú: Reservas Internacionales Netas
(como proporción de la deuda externa de corto plazo)**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

4.2. EL CARÁCTER DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL

La construcción de estas fortalezas, menor endeudamiento público y tener un volumen grande de reservas internacionales, han permitido que la economía peruana de los últimos diez años opere con políticas fiscales estabilizadoras, contra cíclicas.

El Perú opera bajo un EMEI, aunque adaptado a las condiciones de una economía semi-dolarizada¹⁰. Actualmente, el 43% de los créditos y los depósitos bancarios están todavía denominados en moneda extranjera. El arsenal de instrumentos con el que cuenta el BCRP, vinculados al canal del crédito y el régimen cambiario de flotación administrada es amplio. Una muy buena descripción de este arsenal, en el marco de un modelo macroeconómico de economía abierta, puede leerse en Dancourt (2012).

En el EMEI, el instrumento principal de la política monetaria es la tasa de interés de referencia (o de política) para los mercados interbancarios. Esta tasa de interés se mueve en la misma dirección que la brecha de la inflación (inflación observada menos inflación meta), con lo que contribuye a que la política monetaria sea contra cíclica. En general, salvo en los episodios de choques de oferta importantes, la inflación refleja el exceso de demanda existente en una economía. Si el exceso de demanda puede aproximarse con una brecha positiva del PBI, entonces, la tasa de interés debe moverse en la misma dirección que esta brecha. Por lo tanto, la política monetaria es estabilizadora.

¹⁰ Véase una revisión analítica del EMEI peruano en Dancourt (2012).

El otro instrumento es la intervención cambiaria, que en el EMEI tiene que ser necesariamente esterilizada¹¹. La regla del BCRP parece ser la de remar contra la corriente; es decir, compra dólares cuando su precio cae de cierto nivel, piso, que no es anunciado, y vende dólares cuando su precio sube por encima de cierto nivel, techo, que tampoco es anunciado.

Para poder vender dólares, el BCRP tiene que haberlos acumulado previamente. En ese contexto, el BCRP tiene desde el inicio del EMEI una política de acumulación preventiva de dólares.

Cuando, por ejemplo, se eleva la tasa de interés internacional, salen los capitales financieros y aparecen presiones para el alza del tipo de cambio. En ese contexto, recesivo¹², el BCRP interviene y evita un alza fuerte del tipo de cambio nominal. Por otro lado, la existencia de una política explícita de acumulación preventiva de reservas internacionales, permite mover la tasa de interés mirando únicamente la brecha de inflación (y a través de ella, la brecha del PBI) y no la salida de capitales.

Por ejemplo, en un episodio de salida repentina de capitales, cuando no se cuenta con reservas internacionales, la respuesta habitual de política monetaria consistía en elevar la tasa de interés, para frenar esa salida de capitales, como ocurrió en 1998. Esa política es claramente desestabilizadora pues agudiza la recesión que el choque externo produce.

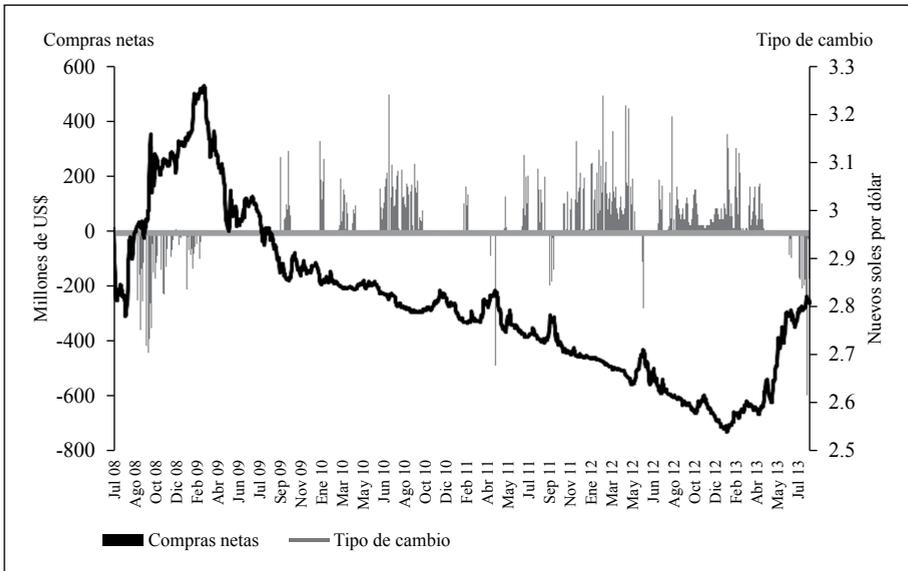
En cambio, cuando se cuenta con reservas internacionales, se puede bajar la tasa de interés, aun cuando esto agudice la salida de capitales y el alza del tipo de cambio, porque se puede vender dólares para contrarrestar estos efectos.

La regla de intervención cambiaria, de remar contra la corriente, se observa con mucha claridad en el Gráfico 33. Dicha intervención consiste en la compra-venta de dólares con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio (Rossini & otros, 2013). Cuando el tipo de cambio tiende a subir fuertemente, como en la segunda mitad de 2008 y principios de 2009, el BCRP vende dólares, y cuando aparecen tendencias apreciatorias, como las de la segunda parte de 2009 y todo 2010, el BCRP compra dólares. En el tercer trimestre de 2013, cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos insinuó que podía poner fin a la política monetaria expansiva, las tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro americano empezaron a subir y se observó en el Perú tendencias alcistas sobre el tipo de cambio. El BCRP volvió a intervenir, vendiendo dólares.

¹¹ Si el BCRP comprase dólares sin esterilizar, la oferta monetaria subiría y haría descender la tasa de interés. Como se trata de que la tasa de interés esté fija, el BCRP tiene que esterilizar esta inyección de nuevos soles, vendiendo los certificados de depósitos del BCRP en moneda nacional.

¹² Un alza de la tasa de interés internacional en una economía semi-dolarizada es un choque externo desfavorable, recesivo, pues eleva directamente el costo del crédito en moneda extranjera y eleva el tipo de cambio, lo cual también parece ser recesivo (el efecto hoja de balance prevalece sobre el efecto competitividad). En el típico modelo Mundell-Fleming un alza de la tasa de interés internacional con tipo de cambio flexible es expansivo, porque solo considera el efecto competitividad y no toma en cuenta la dolarización de las economías.

Gráfico 33. Tipo de cambio y compra neta de dólares



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

De esta manera, el BCRP dispone de dos instrumentos de política fundamentales: la tasa de interés de referencia o de política y la intervención esterilizada en el mercado cambiario.

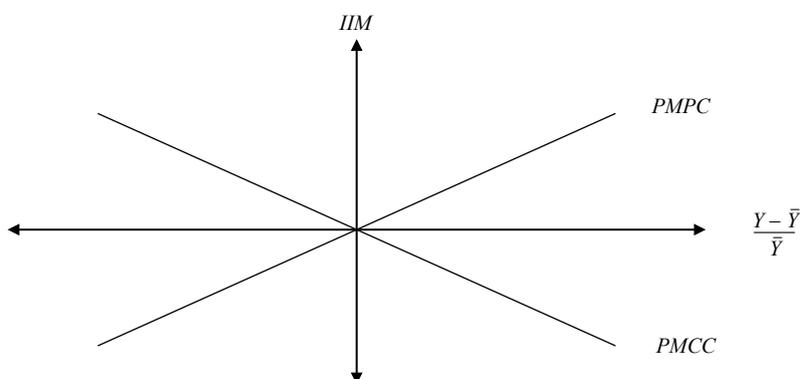
En la Figura 1 se ve con claridad las diferencias en la política monetaria de los últimos diez años y la que se aplicaba anteriormente. En el eje vertical tenemos el Indicador de Impulso Monetario (IIM), denominado en la literatura como Índice de Condiciones Monetarias (ICM). El ICM es un promedio ponderado de la variación de la tasa de interés interna y el cambio porcentual en el tipo de cambio, en relación con sus valores en un período base. Puede ser calculado utilizando la tasa de interés y el tipo de cambio en términos nominales o en términos reales.

La idea fundamental detrás de este indicador es que la política monetaria en una economía abierta afecta a la demanda agregada y, en consecuencia, a la inflación, a través de dos variables estrechamente asociadas al accionar de los bancos centrales, la tasa de interés y el tipo de cambio. En la literatura se asume que un alza en el tipo de cambio real reactiva la economía.

Dado que en la economía peruana no es claro que la devaluación sea expansiva, la construcción preliminar del IIM prescinde del tipo de cambio. El IIM es ser aproximado por la variación —precedida del signo negativo— de la tasa de interés entre un período (año) y otro, $IIM = [-(r)_t - r_{t-1}]$. Si el IIM es positivo, la política monetaria es expansiva, y si es negativo, la política monetaria es contractiva.

Si la política monetaria es estabilizadora, contra cíclica, el IIM debería moverse en la dirección opuesta a la brecha del PBI $\left(\frac{Y - \bar{Y}}{\bar{Y}}\right)$. La idea es que cuando la brecha del PBI está creciendo, pueden generarse presiones inflacionarias que hay que evitar. En ese caso, el costo del crédito, la tasa de interés, debe elevarse ($IIM < 0$). Simétricamente, en la fase contractiva del ciclo económico, cuando la brecha del PBI está reduciéndose, la política monetaria debería ser expansiva, las tasa de interés deberían reducirse ($IIM > 0$). Si la política monetaria es contra cíclica, estabilizadora, la correlación entre el IIM y la brecha del PBI debería ser negativa, tal como se muestra con la recta PMCC. Si la política monetaria es pro cíclica, la correlación debería ser positiva, y se muestra con la recta PMCC.

Figura 1. El carácter de la política monetaria



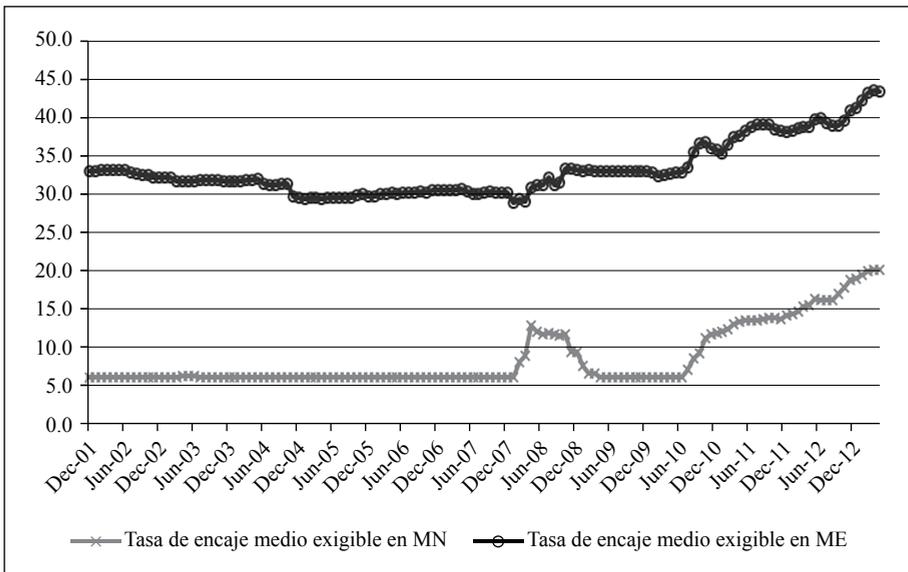
Para medir el IIM se necesita contar con una serie larga de tasa de interés interbancaria. Lamentablemente, solo se cuenta con información desde fines de 1995. Sin embargo, sí se puede decir describir dos «estudios de caso», referidos a los trimestres más críticos de la crisis de 1998-1999 y la de 2008-2009.

En la crisis de 1998-1999, el momento más crítico para el Perú fue el último semestre de 1998. En el segundo trimestre de ese año, habían ingresado al Perú US\$ 406 millones de capitales de corto plazo. Ese flujo se redujo a US\$ 220 millones en el tercer trimestre y en el último trimestre se registró una salida de US\$ 850 millones de capitales de corto plazo, casi la mitad de la posición de cambio (las reservas internacionales que son efectivamente del BCRP) de ese período. Desde mediados de ese año, el BCRP permitió el alza de la tasa de interés interbancaria, desde el 20% anual en junio hasta llegar al pico de 39% en setiembre de ese año. Esa alza de la tasa de interés explica en parte la recesión que experimentó la economía peruana entre fines de 1998 y principios de 1999. La política monetaria fue pro cíclica: agudizó la recesión.

En 2008-2009, la figura fue muy distinta. Cuando la crisis se manifestó con virulencia, cuando empezaron a salir los capitales de corto plazo entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo de 2009, cuando la economía empezó a enfriarse, el BCRP inició una reducción sistemática de su tasa de interés de referencia para los mercados interbancarios. La tasa de interés interbancaria en moneda local se redujo del 6,5% de fines de 2008, a 5% en abril y a 2% en junio de 2009. La política monetaria fue contra cíclica.

Por último, el BCRP cuenta con el instrumento de la tasa de encaje, la cual se reduce en los malos tiempos y se eleva en los buenos tiempos, tal como se observa en el Gráfico 34. El uso de este instrumento permite controlar la prociclicidad del ciclo del crédito¹³.

Gráfico 34. Perú: tasa de encaje medio de las empresas bancarias



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Por otro lado, en el terreno de la política fiscal, cuando se presenta un choque externo adverso, recesivo, no se puede llevar adelante una política fiscal expansiva, estabilizadora, si no se puede financiar el mayor gasto público o los menores impuestos. Se requiere tener ahorros acumulados en la fase expansiva del ciclo económico o tener la capacidad para conseguir financiamiento rápido y a tasas de interés razonables. Esto último se consigue cuando el coeficiente deuda pública respecto al PBI es bajo.

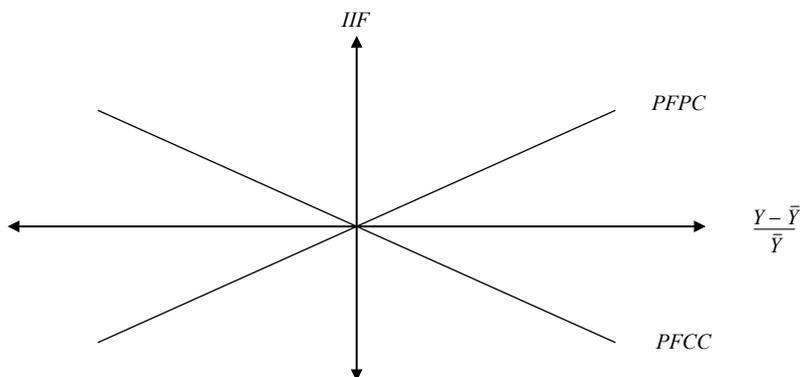
¹³ Para más información sobre los requerimientos de encaje y otros instrumentos no convencionales de política monetaria ver Rossini, Quispe y Rodríguez (2013).

En 1998, cuando el Perú tenía una deuda pública que estaba por encima del 50% del PBI y cuando el gobierno no tenía ahorros acumulados, no era posible hacer política fiscal expansiva. La crisis internacional elevó el costo del financiamiento externo, elevando los intereses de la deuda pública, e hizo descender los precios de los minerales peruanos de exportación, haciendo caer los ingresos tributarios por el impuesto a la renta minera. Los menores ingresos tributarios y los mayores gastos financieros, y la dificultad de financiar un déficit fiscal mayor, obligaron a recortar el gasto no financiero o primario, lo cual contribuyó a acelerar la recesión. La política fiscal fue procíclica.

En 2008-2009, a diferencia de 1998-1999, la economía gozaba de holgura fiscal. La deuda pública ya había descendido a un 26% del PBI, el Perú tenía ahorros fiscales, y era posible hacer una política fiscal expansiva.

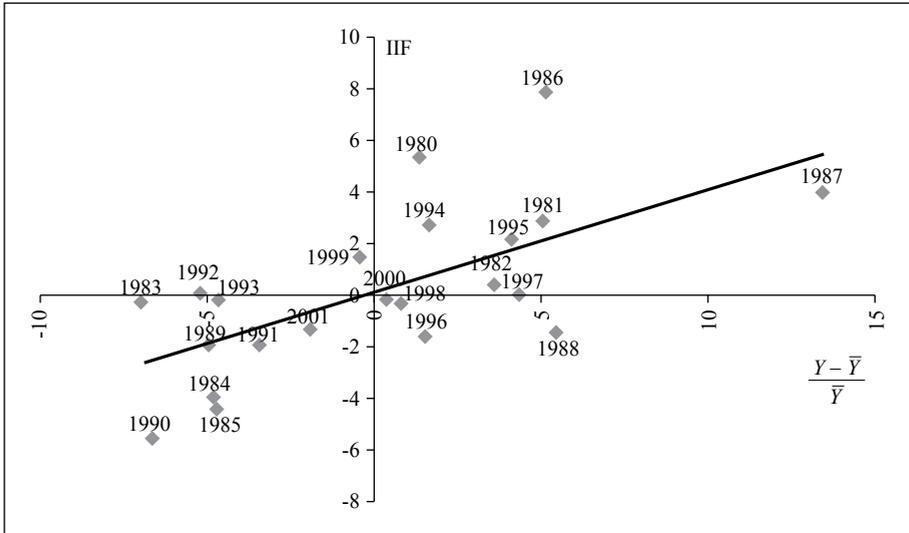
Para medir el carácter de la política fiscal se calcula el Indicador de Impulso Fiscal (IIF), que viene a ser el cambio que se produce en el superávit primario estructural o de pleno empleo. Cuando el IIF es positivo, se dice que la política fiscal es expansiva; y si es negativo, se dice que la política fiscal es contractiva. Si la política fiscal es contracíclica, estabilizadora, la correlación entre la brecha del PBI y el IIF es negativa, como la que se representa con la recta PFCC de la Figura 2. En el caso opuesto, si la política fiscal es pro cíclica, la correlación entre ambas variables es positiva, registrada en la recta PFPC.

Figura 2. El carácter de la política fiscal



Respecto al carácter de la política fiscal, sí tenemos una mayor experiencia estadística acumulada. En el Gráfico 35 se presenta el carácter de la política fiscal para el período 1980-2001. Las cifras muestran que durante este período, en promedio, la política fiscal fue procíclica, desestabilizadora.

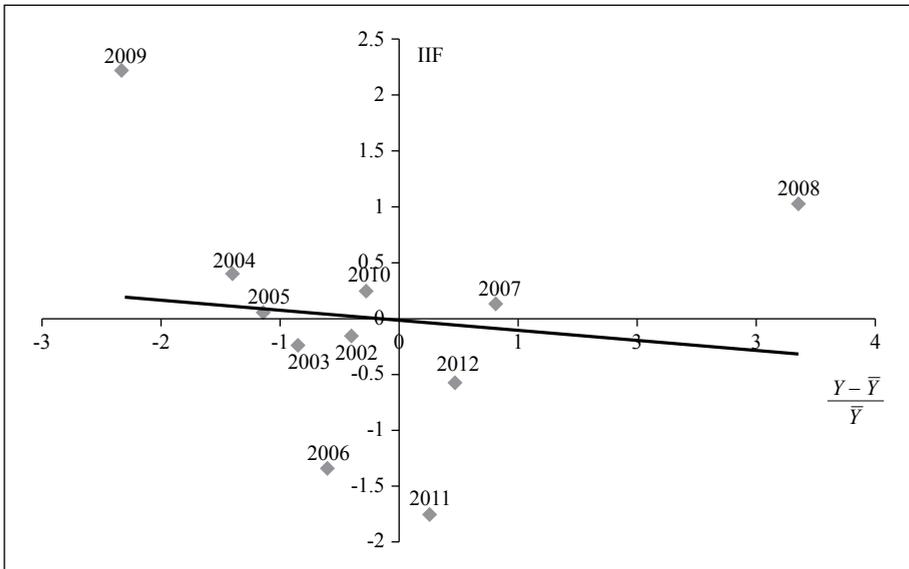
Gráfico 35. Perú: El carácter de la política fiscal, 1980-2001



Fuente: MEF y BCRP. Elaboración propia.

En el período 2002-2012, la figura cambia sustantivamente. En este período, la política fiscal, con la excepción de los años 2007 y 2008, es contracíclica, estabilizadora.

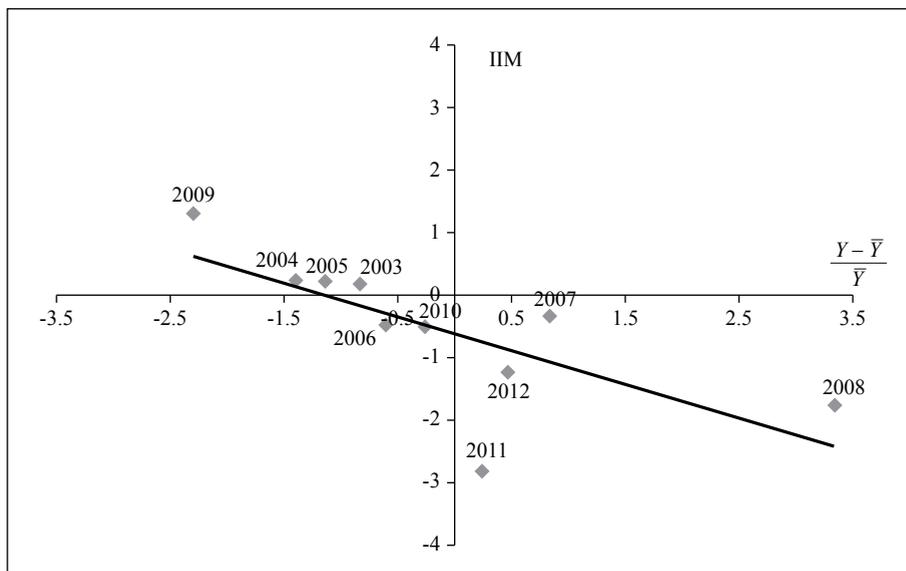
Gráfico 36. Perú: El carácter de la política fiscal, 2002-2012



Fuente: MEF y BCRP. Elaboración propia.

Por otro lado, en el período 2002-2012, a partir de la relación observada entre el IIM y la brecha del producto, podemos ver que el impulso monetario ha sido contracíclico. Es decir, así como la política fiscal para este mismo período, ha cumplido un rol estabilizador.

Gráfico 37. Perú: el caracter de la política monetaria, 2002-2012



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

La política macroeconómica peruana es, entonces, actualmente, contracíclica, estabilizadora.

5. A MODO DE CONCLUSIÓN

En una economía pequeña y abierta como la peruana, el destino macroeconómico depende decisivamente de la evolución del contexto internacional y de las respuestas de política macroeconómica frente a los choques externos adversos, frecuentes en ALC. En el auge, crecemos más que en los países desarrollados; pero en las contracciones, nos caemos con mucha más virulencia. Parece que el secreto consiste en enfrentar bien a los choques externos adversos.

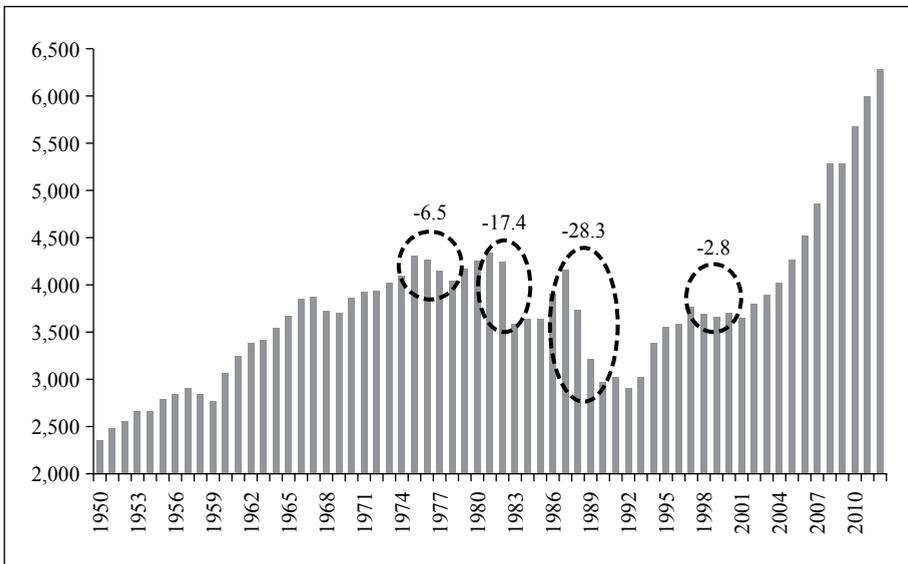
En este trabajo se ha encontrado que en el caso peruano, el pésimo desempeño macroeconómico de la década de 1980, el desempeño regular en la década de 1990 y el excelente desempeño macroeconómico de los últimos diez años, está asociado con el contexto externo sumamente adverso en la década de 1980, un contexto regular en la de 1990, y un contexto externo mucho más favorable en los últimos diez años.

Ni en la década de 1980 ni en la de 1990 la reacción de política macroeconómica fue estabilizadora, contra cíclica. Por el contrario, en los episodios de crisis externa, la respuesta habitual fue la de bajar el gasto público, elevar los impuestos, subir la tasa de interés y permitir las grandes devaluaciones, amplificando así el impacto recesivo originado en el exterior. En realidad, como en los años previos no se habían acumulado reservas internacionales ni fondos fiscales, esta era la única respuesta posible. Puede decirse entonces que en esas décadas, el desempeño macroeconómico peruano estuvo marcado por las condiciones internacionales, por la buena o la mala suerte, y que fue amplificada, de manera pro cíclica, por la política macroeconómica doméstica.

Es con la crisis de 2008-2009, por primera vez en la historia peruana de las últimas décadas, que se pone en práctica una política macroeconómica estabilizadora, contra cíclica. Se eleva el gasto público, se baja la tasa de interés y se impide una fuerte alza del tipo de cambio real. Por eso que, el milagro peruano, entendido como un desempeño macroeconómico sobresaliente en el contexto de ALC, ha estado asociado con el nuevo sistema de políticas macroeconómicas de corto plazo que se inauguraron en este siglo. En los últimos años el desempeño de la economía peruana ha tenido que ver con la suerte y con las buenas políticas macroeconómicas.

Si el Perú hubiese aplicado en el pasado políticas macroeconómicas como la de 2008-2009, podría haber atenuado los efectos de los choques externos adversos que significaron retrocesos económicos irrecuperables, increíbles, como los que se registran en el Gráfico 38.

Gráfico 38. El costo de las crisis: las caídas en el PBI per cápita



Fuente: BCRP. Elaboración propia

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (2003). *Memoria 2003*. Lima: BCRP.
- Calvo, Guillermo; Leiderman, Leonardo & Carmen Reinhart (1993). *Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*, Staff papers, IMF, Vol. 38, marzo.
- Castillo, Paul; Montoro, Carlos & Vicente Tuesta (2007). *Hechos estilizados de la economía peruana*, revista Estudios Económicos del BCRP, 14, diciembre, Lima.
- CEPAL (2011). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2010*, División de desarrollo económico, Naciones Unidas, enero.
- Dancourt, Oscar (2012). *Reglas de política monetaria y choques externos en una economía semi-dolarizada*. Documento de Trabajo 346, Departamento de Economía de la PUCP, Lima, Perú.
- Dancourt, Oscar & Waldo Mendoza (1999). *Los dos canales de transmisión de la política monetaria en una economía dolarizada*. Documento de Trabajo 162, Departamento de Economía de la PUCP, Lima, Perú.
- Dancourt, Oscar & Waldo Mendoza (2009). *Perú 2008-2009: del auge a la recesión. Choque externo y respuestas de política macroeconómica*. En O. Dancourt y F. Jiménez, *Crisis internacional: impactos y respuestas de política económica en el Perú*. Lima: Fondo Editorial PUCP.
- International Monetary Fund (IMF) (1993). *World Economic Outlook. A Survey by the staff of the International Monetary Fund*. Washington: IMF.
- International Monetary Fund (IMF) (2008). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere Grappling with the Global Financial Crisis*. Washington: IMF.
- International Monetary Fund (IMF) (2012a). *World Economic Outlook. October 2012. Coping with high Debt and Sluggish Growth*. Washington: IMF.
- International Monetary Fund (IMF) (2012b). *Regional Economic Update-Latin America and the Caribbean*, October. Washington: IMF.
- Izquierdo, Alejandro, Randall Romero & Ernesto Talvi (2008). *Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors*, Inter-American Development Bank, Working Paper 631.
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart & Carlos Végh (2004). *When it rains, it pours: Pro-cyclical capital flows and Macroeconomic Policies*. NBER, WP N° 10780.
- Mendoza, Waldo (2013a). *Contexto internacional y desempeño macroeconómico en América Latina y el Perú: 1980-2012*. Documento de Trabajo 351, Departamento de Economía de la PUCP.
- Mendoza, Waldo (2013b). *Macroeconomía intermedia para América Latina*, en prensa, Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2013). *La ciclicidad de la política fiscal en el Perú*. Lima: Ministerio de Economía y Finanzas.
- Osborne-Kinch, Jenny & Sarah Holton (2001). *A Discussion of the Monetary Condition Index*, Monetary Policy and International Relations Department, Quarterly Bulletin N° 1, January.
- Rossini, Renzo, Zenón Quispe & Donita Rodríguez (2013). *Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú*. Revista Estudios Económicos del BCRP, 25, junio. Lima.
- Seminario, Bruno & Nikolai Alva (2012). *El PIB, tres siglos pasados y media centuria venidera*. En B. Seminario, C. Sanborn y N. Alva (eds.), *Cuando despertemos en el 2062. Visiones del Perú en 50 años*. Lima: Universidad del Pacífico.

Documento recibido el 6 de junio de 2013
y aprobado el 27 de septiembre de 2013