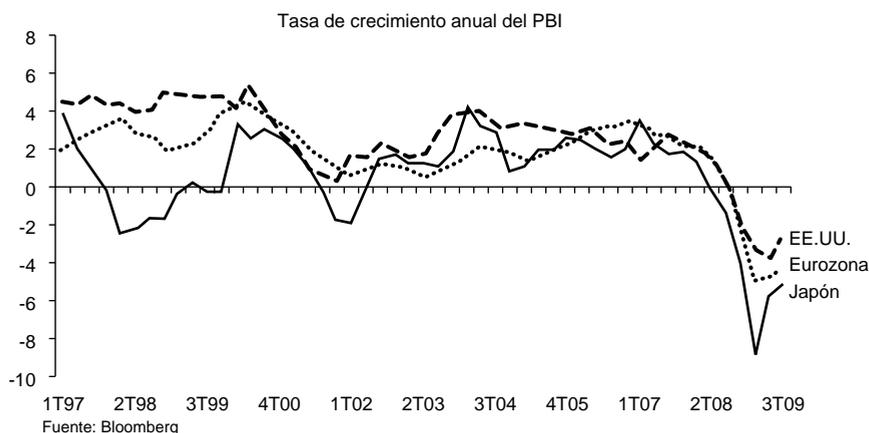


## La crisis económica actual: evaluación y perspectivas

IVÁN RIVERA\*

### SITUACIÓN MUNDIAL ACTUAL

La crisis mundial está amortiguándose pero nada garantiza una recuperación a niveles de actividad pre-crisis en el corto plazo en los países desarrollados. Lo más importante es que esta crisis disminuirá el crecimiento potencial de estas economías. Tanto EEUU como Europa y Japón muestran signos de recuperación aún débiles, al final de 2009. Esto es una muestra de que los estímulos fiscales y el aflojamiento monetario y crediticio han funcionado solo parcialmente. Como en crisis anteriores, el desempleo sigue aún aumentando en el mundo. El consenso de proyecciones es que la recuperación mundial va a ser lenta. El peligro de reversión de la recuperación está latente, pues los impulsos fiscales y el aflojamiento monetario están llegando a su fin y el sector privado todavía no da muestras ciertas de entrar a la recuperación sostenida. Esto debido a que aún no empieza a recuperarse el empleo y aunque la reducción de inventarios parece estar llegando a su fin, el proceso de «desapalancamiento» va a seguir afectando el consumo y la inversión en el mediano plazo en las economías desarrolladas, sobre todo en los EEUU. Adicionalmente, si no se corrigen oportunamente los problemas regulatorios que incentivaron el comportamiento excesivamente arriesgado que originó esta crisis, los problemas financieros pueden reaparecer. El principal dilema está en que ajustar la tasa de interés y la regulación en este momento puede hacer abortar la débil recuperación, pero en algún momento se empezarán a revertir las políticas de estímulo.

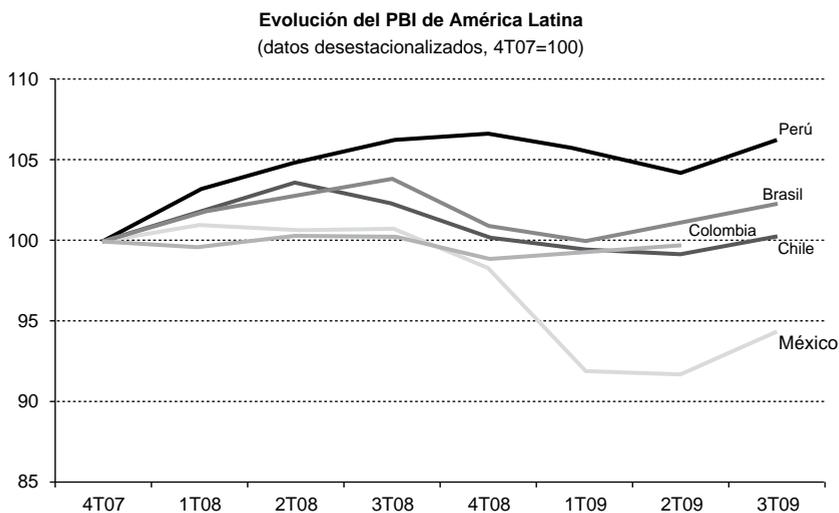


Fuente: BCRP

\* Profesor, Departamento de Economía PUCP.

## IMPACTO DE LA CRISIS EN EL PERÚ

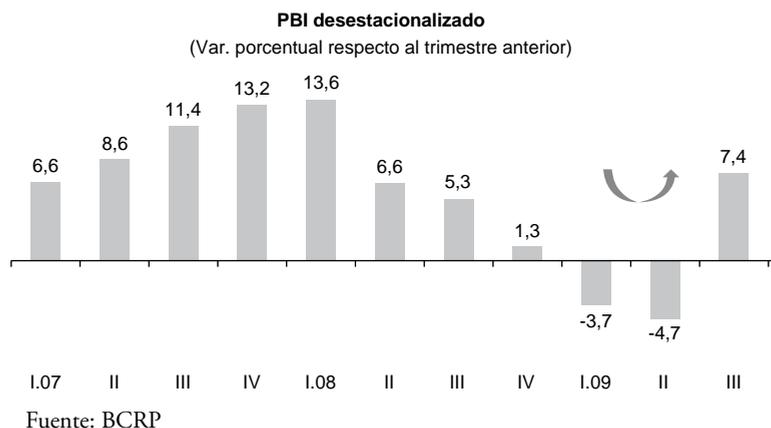
El Perú, a pesar de la contracción en el crecimiento de su PBI, ha sido uno de los países menos afectados por la crisis en América Latina. La contracción del PBI del Perú empezó más tarde y fue más suave que la de países como Brasil, Colombia, Chile y México. El PBI desestacionalizado se contrajo el primer semestre de 2009 y empezó a recuperarse con fuerza el tercer trimestre.



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística

Fuente: BCRP

La crisis empieza a golpear al mundo desarrollado alrededor del segundo semestre de 2007, se agudiza y se percibe como una crisis de excepcional magnitud en el año 2008. En el Perú la crisis llega con un rezago de un semestre largo. El PBI desestacionalizado trimestral de Perú acelera su ritmo de crecimiento persistentemente de 6,6% en 2007-I a 13,6% en 2008-I. Luego desacelera persistentemente su ritmo de crecimiento de 6,6% en 2008-II hasta -4,2% en 2009-II. En 2009-III empieza a recuperarse mostrando un crecimiento de 7,2% respecto al trimestre anterior. De acuerdo a la definición estándar de recesión se puede decir que hubo recesión en el año 2009.



La contracción del PBI en el año 2009 se explica principalmente por la contracción en la inversión privada que, incluyendo una variación negativa en inventarios, explica 6,1 puntos porcentuales de la contracción. El consumo privado es el otro gran componente de la contracción que explica 4,4 puntos porcentuales. La reducción drástica en las importaciones, principalmente de insumos y bienes de capital, amortiguó el impacto en el PBI de la contracción en la demanda agregada en 4,5 puntos porcentuales. El rol del gobierno en amortiguar la crisis incluyendo su política discrecional monetaria y fiscal fue relativamente pequeño: la inversión pública se mantuvo prácticamente constante aunque a un nivel relativamente alto y el consumo público subió en forma insignificante. Es sorprendente el pequeño rol que jugó la caída en los términos de intercambio en esta crisis pues a pesar de que estos cayeron en 13,3% en 2008 y en 5,8% en 2009, su efecto sobre la demanda agregada es menor a 1 punto porcentual en 2009. Es probable que su mayor impacto se haya dado en el segundo semestre de 2008 contribuyendo a desacelerar el ritmo de crecimiento, ya que en solo tres meses bajó de 11% a 9,8% anual. En resumen, el principal amortiguador automático de esta crisis fue la contracción en las importaciones, que amortiguaron el efecto de la gran caída de la inversión y el consumo privados sobre la demanda agregada.

Contribución al crecimiento del PBI

	2008		2009*			2010*		2011	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set 09	RI Dic 09	RI Set 09	RI Dic 09	RI Set 09	RI Dic 09
a. Consumo privado	6,2	5,9	1,6	1,7	1,5	2,2	2,2	2,8	2,8
b. Consumo público	0,2	0,2	0,6	0,8	0,8	0,4	0,4	0,3	0,3
c. Inversión Privada	5,3	5,1	-3,3	-2,3	-3,5	0,8	1,2	1,8	1,7
d. Inversión Pública	1,5	1,4	0,8	1,7	0,9	0,9	1,1	0,5	0,6
e. Variación de existencias	0,4	-0,1	-3,7	-2,3	-2,6	1,6	1,2	0,4	0,6
f. Exportaciones	2,1	1,6	-0,6	-0,5	-0,6	0,9	1,0	1,1	1,1
g. Importaciones <sup>1/</sup>	4,7	4,3	-4,7	-2,7	-4,5	1,9	1,7	1,8	1,7
<b>Producto bruto interno</b>	<b>11,0</b>	<b>9,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>

RI: Reporte de Inflación

\* Proyección

<sup>1/</sup> (+) Indica contribución negativa, (-) Indica contribución positiva

Fuente: BCRP

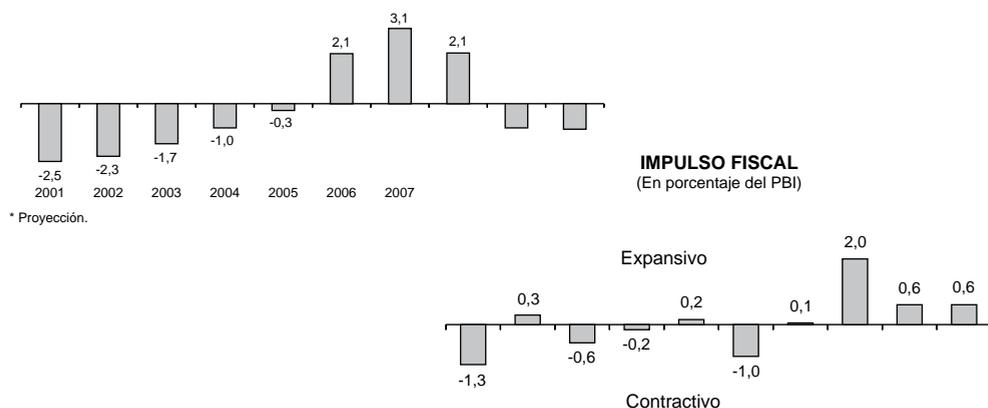
## POLÍTICAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS

### POLÍTICA FISCAL

La reducción en el superávit fiscal de 1,1% del PBI en 2008, que se traduce en un impulso fiscal de 2% del PBI, parece una política fiscal apropiada y oportuna frente a la recesión emergente. En el año 2009, la drástica reducción del balance fiscal de un superávit de 2,1% del PBI a un déficit del orden de 2% parece haber sido principalmente endógena, ya que el impulso fiscal discrecional para ese año se reduce a solo 0,6% del PBI.

#### RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(En porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP

### POLÍTICA MONETARIA

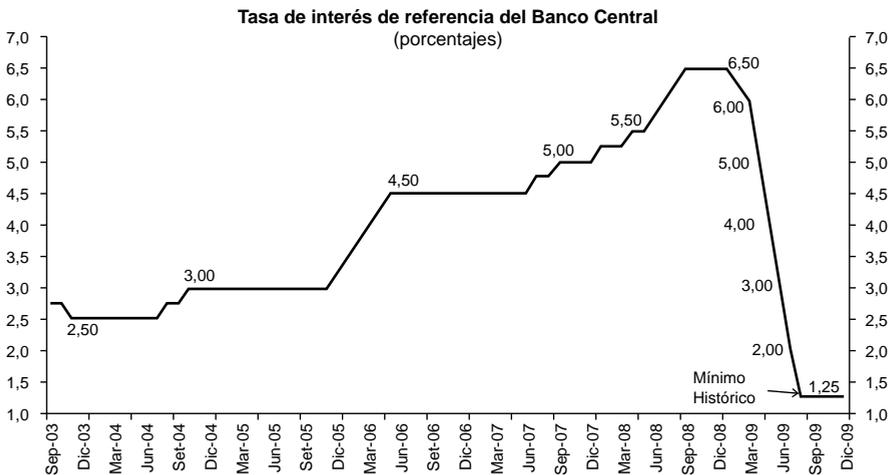
La política monetaria fue cautelosa pero apropiada frente a la crisis. La tasa de referencia se mantuvo alta hasta el primer trimestre de 2009, cuando la crisis ya se manifestaba con claridad pues en ese trimestre el PBI trimestral se contrajo en 3,7%. El crédito total al sector privado disminuyó su ritmo de crecimiento a partir de noviembre de 2008, mes y medio después de la quiebra del Lehman Brothers, especialmente el crédito en soles. Pero no se redujo, no se produjo un *credit crunch*, como en otras ocasiones, en esta crisis, en otros países. Es evidente que hubo elementos de trampa de liquidez en este período y bien entrado el año 2009, pues a pesar del fuerte aflojamiento monetario y la drástica reducción de la tasa de referencia entre marzo y septiembre de 6,5% a 1,25%, la economía siguió contrayéndose.

Queda pendiente la pregunta de si la tasa de interés se redujo muy tardíamente. Viendo el contexto de alta incertidumbre ante la quiebra del Lehman Brothers, el BCR optó por un aflojamiento monetario antes que reducir la tasa de interés drásticamente y rápidamente. En medio del nerviosismo, luego de la quiebra de Lehman, los nuevos créditos sufrieron contracciones fuertes e intentos de no prestar en el mundo y en el Perú: es

decir, el *spread* entre la tasa de interés de referencia y la tasa efectiva para nuevos créditos aumentó, acentuándose para largo plazo y con mayor riesgo. Por ello, el masivo ingreso de liquidez a los bancos (por reversión de los incrementos de encaje y reducción del saldo de CD) hizo que dicho *spread* no se incremente considerablemente en los tiempos de turbulencia. Sin ello, las tasas hubieran sido mayores y se hubiera producido un *credit crunch* como en otros países y otras ocasiones. Esto tiene sentido en una economía altamente dolarizada donde no se sabe a ciencia cierta cuál será el efecto de una medida drástica de tasa de interés en un ambiente de alta incertidumbre.



CREDITO TOTAL	2007	Ene 08 - Set 08	Oct 08 - Dic 08	Ene 09 - Set 09	Oct 09 - Nov 09
Saldos fin de periodo	75 181	90 087	97 649	101 913	105 721
Flujo mensual promedio	1 558	1 656	2 521	474	1 904
CREDITO SOLES	2007	Ene 08 - Set 08	Oct 08 - Dic 08	Ene 09 - Set 09	Oct 09 - Nov 09
Saldos fin de periodo	33 348	43 122	48 832	54 463	57 126
Flujo mensual promedio	763	1 086	1 903	626	1 331
CREDITO DOLARES	2007	Ene 08 - Set 08	Oct 08 - Dic 08	Ene 09 - Set 09	Oct 09 - Nov 09
Saldos fin de periodo	14 525	16 307	16 950	16 476	16 873
Flujo mensual promedio	276	198	214	-53	199

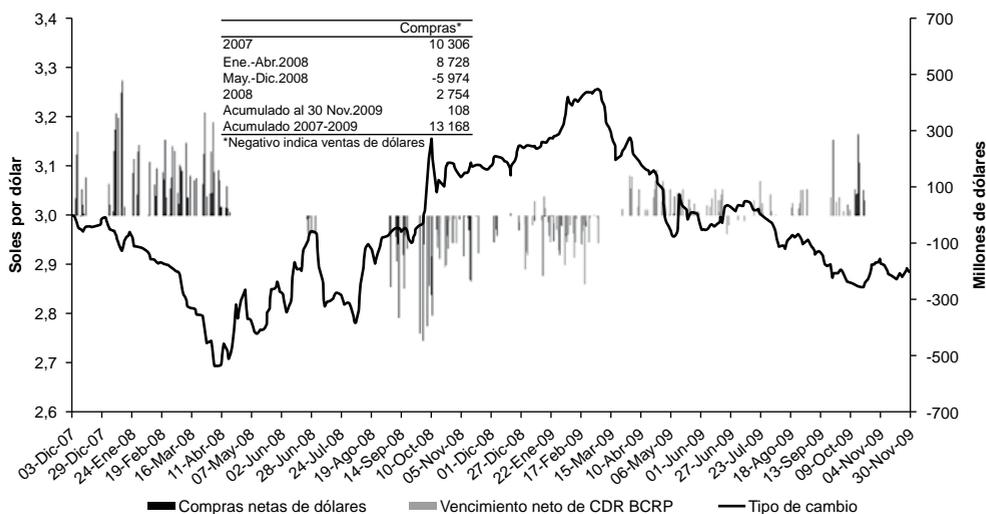


Fuente: BCRP

## POLÍTICA CAMBIARIA

En el año 2008 el BCR tuvo una política muy activa de intervención. De enero a abril compró \$8000 millones de dólares y de abril a diciembre vendió \$5000 millones. En 2009 el volumen de intervención se redujo significativamente manteniéndose la política de intervenciones compensatorias. El dólar ha perdido valor en ese mismo año en más de 10% con respecto al sol. La tasa de cambio real, sin embargo, se mantiene fluctuando alrededor del nivel que tenía en el año 2001.

**Tipo de cambio, compras netas de dólares y vencimiento neto de CDR**  
(tipo de cambio en soles por dólar y compras y vencimientos en millones de dólares)

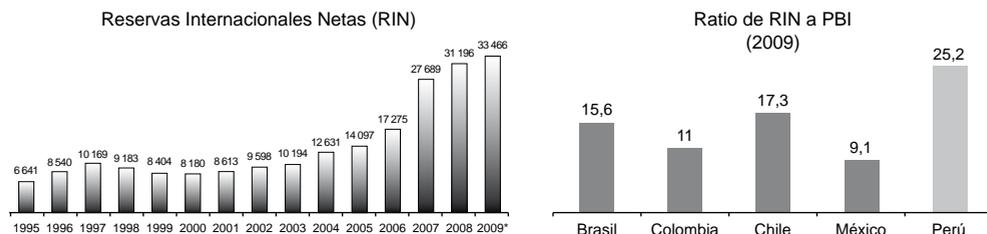


Fuente: BCRP

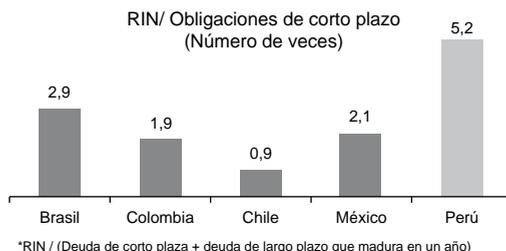
## EVALUACIÓN

La crisis en el Perú fue más suave que en otros países de Latinoamérica principalmente debido a una mezcla de estabilidad macroeconómica construida a lo largo de la presente década y a rasgos estructurales que reducen la vulnerabilidad del país ante shocks externos. Las políticas macroeconómicas frente a la crisis han tenido un rol secundario en la reciente estabilización del crecimiento del PBI.

La situación fiscal del país pre-crisis era bastante sólida. Veníamos de tres años consecutivos con superávits fiscales superiores a 2% del PBI, acompañados de una reducción de la deuda pública de 37% del PBI en 2005 a 24% en 2008. Las reservas internacionales netas superan el 25% del PBI y son más de cinco veces las obligaciones a corto plazo con el exterior. La inflación aunque tuvo un hipo en el año 2008, debido a un shock de oferta de alimentos a nivel mundial, estaba y ha vuelto (e igual que las expectativas a un año) a estar dentro de su rango alrededor de la meta de 2%.



Fuente: Moody's y BCRP



\*RIN / (Deuda de corto plaza + deuda de largo plazo que madura en un año)

Fuente: BCRP

La economía peruana tiene implícitos estabilizadores automáticos de la demanda agregada que juegan con efectividad en una economía sólida fiscalmente.

La estabilización automática de los efectos de los impuestos sobre el déficit fiscal se muestra con claridad en la significativa ampliación del déficit fiscal de un superávit de 2,1 % del PBI en 2008 a un déficit de 2% del PBI en 2009. Adicionalmente la alta volatilidad de la inversión privada, principal fuente de la contracción en la demanda agregada en 2009, se ve amortiguada por el alto componente importado de la misma. La inversión privada explica seis puntos porcentuales de la contracción en el PBI y las importaciones (de consumo e inversión) amortiguaron en 4,5 porcentuales esa variación.

Adicionalmente, el sistema financiero peruano además de ser pequeño en términos del PBI es poco sofisticado, carece de una serie de instrumentos financieros derivados, especialmente de los del tipo de activos tóxicos, que contribuyeron a propagar y expandir la crisis mundial. Su bolsa de valores, aunque experimenta grandes fluctuaciones, es de poca significación, pues estas no tienen ningún impacto macroeconómico.

Como dijimos antes, la política fiscal muestra su principal impacto con el estímulo fiscal de 2008 que llegó a 2% del PBI, pero esto, por más efectos multiplicadores que se adscriban, no es una magnitud significativa con respecto a la de la contracción en la demanda agregada. Queda la pregunta pendiente de cómo habría sido el impacto de la expansión fiscal si los gobiernos regionales y las municipalidades hubieran tenido mejor capacidad de implementación.

La política monetaria actuó como debía proceder en estos casos. Ante una posible parada brusca en el crédito debida la crisis internacional después de la quiebra de Lehman Brothers, se concentró en un aflojamiento monetario utilizando toda su gama

de instrumentos, incluyendo los encajes en moneda extranjera. Luego de que se aclarara la incertidumbre empezó a bajar la tasa de interés, lo que es sensato en una economía altamente dolarizada donde no se puede correr el riesgo de generar fluctuaciones bruscas en la tasa de cambio. Sin embargo, considerando los rezagos en los efectos de la política monetaria que en estudios del BCR se calculan en 8 a 12 meses, su efecto puede estarse dando recién en el año 2010, por lo que se debe seguir con cuidado los efectos del aflojamiento monetario; aunque, la política monetaria en una economía con alta dolarización, es débil, en términos de su alcance para impactar la demanda agregada.

La política cambiaria, al tratar de ser neutra con respecto a la tendencia de la tasa de cambio, no ayuda en estas circunstancias en que lo que se requiere es una devaluación del sol para ayudar a la recuperación del crecimiento. Creo que el BCR debió establecer una política asimétrica en este período de crisis, interviniendo solo para evitar que el sol se revalúe, para fortalecer así la recuperación de la actividad económica.

Finalmente, no debemos olvidar que antes de la crisis el Perú estaba con una inflación creciente y una economía sobre calentada, donde muchos clamaban por una política macroeconómica contractiva. Al llegar la crisis en estas circunstancias, parte del ajuste que generó en la demanda agregada iba en la dirección de corregir la brecha inflacionaria. Esta es una razón adicional por la que la crisis no hizo más daño a la actividad económica peruana comparada con otros países.

En resumen, la solidez fiscal acompañada de la alta flexibilidad de la economía peruana para amortiguar la crisis de manera automática ha permitido minimizar el daño de la misma. Sin embargo, la turbulencia mundial todavía persiste y las perspectivas de mediano plazo son inciertas.

## **PERSPECTIVAS**

Si queremos seguir creciendo al ritmo pre-crisis debemos hacer un esfuerzo significativo por aumentar la flexibilidad microeconómica de la economía. Ahora es el momento apropiado para eliminar las restricciones y barreras al desarrollo de los negocios; en este sentido el proyecto Doing Business del Banco Mundial ayudará a hacer un diagnóstico integral para saber dónde están estas barreras y así proceder a eliminarlas. Una acción integral en este sentido ayudará indudablemente a la capacidad de reacción del sistema productivo tanto a nivel de producción corriente como de nueva inversión, que es tan necesaria en el momento actual. Dentro de este contexto debemos observar que el Perú debe poner especial énfasis en flexibilizar el mercado de trabajo, pues observamos que la mayor parte de la fuerza laboral, de manera creciente, está excluida de las rígidas leyes laborales actualmente vigentes. El Perú va a crecer rápido principalmente a través de generar los incentivos apropiados para invertir y transferir tecnología, aun en situaciones de recesión, pues hemos visto que las políticas macroeconómicas no son potentes aun en el corto plazo.

Eso no quiere decir que las políticas macroeconómicas no son importantes. Las políticas macroeconómicas, aunque son de limitado alcance en términos de su capacidad de actuar sobre la demanda agregada, tienen un efecto reputacional muy alto, debido a la historia de descontrol fiscal y monetario experimentado por nuestro país en la segunda parte de la década de 1980, que demostró que pueden ser muy dañinas cuando se desbocan. Su rol principal es mantener la estabilidad macroeconómica, requisito indispensable para el crecimiento sostenido, como lo demuestra con claridad el crecimiento económico de la década de 2000.

La política fiscal hacia delante debe ser moderadamente expansiva y oportuna. No podemos sobre reaccionar con excesivos estímulos fiscales que presionen la inflación y la credibilidad internacional de nuestro país. El Perú no es EEUU, donde la capacidad del gobierno de prestarse dinero a tasas de interés insignificantes es prácticamente ilimitada pues los inversionistas, ante la incertidumbre mundial, se han refugiado en los papeles del tesoro americano. Por lo tanto, el estímulo fiscal en nuestro país está condenado a ser limitado, más aún teniendo en cuenta que la crisis puede ser de larga duración. Todo esto quiere decir que tenemos que hilar fino y tener flexibilidad y capacidad de reacción ante los imprevistos que se presenten, y observar cuidadosamente las reacciones de nuestro sistema productivo ante la contracción de la demanda, que hasta ahora no son claras.

Sugerimos que la política monetaria sea moderadamente expansiva, que tome en cuenta los rezagos de su impacto y que la tasas de cambio tenga un poco más de holgura para hacer reaccionar a nuestras exportaciones y reactivar la producción interna. La política cambiaria debe ser asimétrica en el sentido de fomentar una devaluación del sol moderada, que no afecte los balances de los agentes endeudados en dólares de manera significativa.