

$$y = c + i + g$$

TEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA: *la experiencia peruana*

JORGE GONZÁLEZ IZQUIERDO

$$m.v = p.y$$



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

TEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA:

la experiencia peruana

JORGE GONZÁLEZ IZQUIERDO



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

© Jorge González Izquierdo, 2015

De esta edición:

© Universidad del Pacífico
Av. Salaverry 2020
Lima 11, Perú
www.up.edu.pe

TEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA: LA EXPERIENCIA PERUANA Jorge González Izquierdo

1ª edición: diciembre 2015

Diseño de la carátula: Icono Comunicadores

Tiraje: 700 ejemplares

ISBN: 978-9972-57-346-0

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú: 2015-17851

BUP

González, Jorge (González Izquierdo).

Temas de política económica : la experiencia peruana / Jorge González Izquierdo. -- 1ª edición. -- Lima : Universidad del Pacífico, 2015.

154 p.

1. Perú--Política económica
 2. Teoría económica
 3. Política fiscal
 4. Política monetaria
 5. Crisis económica
- I. Universidad del Pacífico (Lima)

338.985 (SCDD)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (Ape-su) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (Eulac).

La Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	9
I. MIRANDO HACIA EL PASADO: ENSAYOS DE POLÍTICA ECONÓMICA DE LA DÉCADA DE 1980	13
1.1 Comentarios sobre la cuestión cambiaria en Venezuela y su efecto sobre las actividades de la CAF (febrero de 1984).....	13
1.2 Moneda extranjera <i>vs.</i> moneda nacional (marzo de 1984).....	21
1.3 Sobre la deseabilidad de otorgar crédito al sector agrícola subsidiando la tasa de interés (agosto de 1984).....	24
1.4 La economía peruana: un análisis macroeconómico de su evolución reciente (diciembre de 1984).....	35
1.5 Lecciones de la crisis internacional. Antecedentes y perspectivas (diciembre de 1984).....	55
II. POLÍTICA FISCAL	69
2.1 Sobre el retiro del subsidio a los combustibles (noviembre de 2011)	70
2.2 ¿Es necesaria una política fiscal expansiva? (marzo de 2012)	71
2.3 Sobre el diseño de la política fiscal en el país (julio de 2012)	73
2.4 ¿Puede un ajuste fiscal ser expansivo? (noviembre de 2012)	74
2.5 Política monetaria y fiscal: una evaluación (abril de 2013).....	76
2.6 ¿Política monetaria y fiscal expansiva? (agosto de 2013).....	77

2.7	A propósito del pago de impuestos del año 2013 (marzo de 2014).....	79
2.8	El MEF y la coyuntura: ¿actuando bien? (junio de 2014)	81
2.9	Sobre los paquetes de reactivación (octubre de 2014)	83
2.10	Sobre la política fiscal expansiva del Gobierno (noviembre de 2014).....	85
III. POLÍTICA MONETARIA		89
3.1	Sobre el comportamiento de la inflación (enero de 2012).....	90
3.2	Influjo de capitales y la economía nacional (octubre de 2012) ..	92
3.3	¿Qué le está pasando al dólar? (enero de 2013).....	94
3.4	¿Es la política monetaria del banco central de los Estados Unidos inflacionaria? (febrero de 2013).....	97
3.5	Sobre el comportamiento reciente del dólar (mayo de 2013)	99
3.6	¿Seguirá subiendo el dólar? (junio de 2013).....	101
3.7	¿Por qué sube el dólar? (agosto de 2013).....	103
3.8	Tipo de cambio fijo o flotante: ¿cuál conviene? (octubre de 2013)	105
3.9	Consecuencias de una reversión de la política monetaria de los Estados Unidos sobre la economía peruana (diciembre de 2013).....	107
3.10	¿Está el Banco Central de Reserva del Perú conduciendo acertadamente la política monetaria? (mayo de 2014)	108
3.11	El precio del dólar al alza (septiembre de 2014).....	110
IV. MERCADO LABORAL		113
4.1	Sobre la cuestión del salario mínimo (febrero de 2013)	114
4.2	El Tribunal Constitucional y la flexibilidad de los salarios nominales (septiembre de 2014).....	116
V. TEORÍA ECONÓMICA: APLICACIONES A CASOS PUNTUALES.....		119
5.1	Implicancias de la gran crisis financiero-económica mundial (agosto de 2011)	120
5.2	Sobre la inclusión social (septiembre de 2011)	121

5.3	¿Cómo le va a la economía mundial? (septiembre de 2011)	123
5.4	Entendiendo la crisis de la eurozona (noviembre de 2011)	124
5.5	Sobre el acuerdo para salvar la eurozona (diciembre de 2011).	126
5.6	Sobre la deuda externa (enero de 2012).....	128
5.7	La eurozona y su ajuste (febrero de 2012).....	129
5.8	¿Es viable el euro en Europa? (junio de 2012).....	130
5.9	Reflexiones sobre el primer año del gobierno de Humala (julio de 2012)	132
5.10	Sobre el reciente crecimiento de la economía (agosto de 2012)	133
5.11	Terminando el año 2012 (diciembre de 2012).....	135
5.12	Sobre el ajuste de la economía el año 2012 (enero de 2013) ...	137
5.13	<i>Commodities</i> y el Perú (julio de 2013)	138
5.14	Trilema (noviembre de 2013)	140
5.15	Sobre el comportamiento de la economía peruana en 2013 (diciembre de 2013).....	142
5.16	Sobre el diseño de política económica de corto plazo (abril de 2014)	143
5.17	Sobre el paquete de medidas para reactivar la economía (junio de 2014)	145
5.18	Sobre la diversificación productiva: un comentario (agosto de 2014)	147
5.19	¿Qué está pasando con la inversión? (octubre de 2014)	149

VI. BIBLIOGRAFÍA..... 151

INTRODUCCIÓN

Han transcurrido tres años desde que el libro titulado *Teoría y política económica: la experiencia peruana* salió al mercado. Se tuvieron que hacer dos reimpressiones del mismo dada la apreciable demanda que tuvo el trabajo. Hoy sale a la luz un nuevo título en el que se pasa revista a la coyuntura económica y social del país y del mundo desde el año 2011 hasta finales de 2014. Estos tres años han sido muy ricos en experiencias económicas y sociales, tanto a nivel nacional como mundial, derivadas de la gran crisis financiera de 2008-2009 que literalmente azotó a los principales países desarrollados del mundo. A nivel nacional, el año 2014 fue particularmente importante porque se agudizó el proceso de desaceleración económica que se venía experimentando desde finales de 2010 y esto obligó al Gobierno a tomar, tardíamente, medidas para enfrentar tal desaceleración. El crecimiento experimentado en dicho año, de 2,4%, perforó el crecimiento potencial de la economía por primera vez en el período 2010-2014, lo que configuró una situación de déficit de demanda que el Gobierno se demoró en reconocer y, lo más grave, en tomar medidas para solucionar. Como siempre digo a mis alumnos del curso de Política Económica de la Universidad del Pacífico:

nosotros, los economistas que nos dedicamos a la macroeconomía, somos unos profesionales privilegiados dado que vemos, en vivo y en directo, cómo se aplican diferentes modelos económicos que tratan de explicar la realidad y, sobre todo, si sus recetas funcionan o no para mejorar el bienestar social. Por ejemplo, somos testigos de cómo la teoría y política económica estándar altera sus conclusiones cuando enfrenta una situación en la que la tasa nominal de interés de corto y largo plazo está en cero o muy cerca de ese nivel. Por ejemplo, un déficit fiscal realmente grande no provoca elevación alguna de las tasas de interés, y por tanto no causa “*crowding-out*” en el gasto privado. Tampoco emisiones masivas del Banco Central de Reserva, superiores al 400%, provocan inflaciones altas o hiperinflaciones. En cambio, se reafirman algunas otras conclusiones, como que un ajuste fiscal es contractivo en el corto plazo, se esté bajo condiciones normales o en una situación de tasas de interés cero.

Una de las novedades de este nuevo título radica en que se presentan algunos trabajos que realicé cuando me desempeñaba como vicepresidente de Administración y Sistemas de la Corporación Andina de Fomento (CAF) en Caracas, Venezuela, que como sabemos es el brazo financiero de la integración regional, durante la segunda mitad de la década de 1980. Algunos de los problemas que experimentaban las economías de la región en ese entonces se han vuelto a presentar actualmente, por lo que el análisis realizado vuelve a cobrar plena vigencia. También se presentan algunas ideas formuladas para afianzar el proceso de integración subregional, que en ese entonces ya se percibía como un proceso con graves problemas y que necesitaba de una reingeniería urgente para hacerlo sostenible en el tiempo. Se realiza también un análisis de la economía peruana en el primer quinquenio de la década de 1980, cuando le llegó la crisis de la deuda externa mexicana. Igualmente, se analiza la crisis mundial provocada en ese entonces por problemas de pago de deuda externa en algunos países en vías de desarrollo importantes. Estos análisis revisten importancia

porque se pueden comparar en su naturaleza y sus efectos con la gran crisis financiera mundial de 2008-2009. Las recomendaciones de política económica de ese entonces siguen teniendo vigencia actualmente. En cierta forma, me adelanté en el tiempo a la nueva realidad que se avecinaría muchos años después. Todos estos ensayos se agrupan bajo el título de “Mirando hacia el pasado: ensayos de política económica de la década de 1980” y fueron publicados originalmente en el libro *Escritos económicos* (Jorge González Izquierdo, Caracas, Venezuela: Corporación Andina de Fomento [CAF], octubre de 1987).

El resto del libro presenta artículos agrupados bajo el nombre de “Política fiscal”, donde se analizan las medidas de corte fiscal que ha venido implementando el Gobierno para enfrentar la aguda desaceleración económica tanto por el lado del gasto público como por el de los impuestos. Bajo el rubro “Política monetaria”, se presentan artículos que tienen que ver con la actuación del banco central del Perú tanto en el mercado crediticio como en el monetario, pasando por el mercado cambiario. También se analizan temas relacionados con el comportamiento del mercado laboral. Bajo el título de “Teoría económica: aplicaciones a casos puntuales”, se listan una serie de artículos que analizan diversos tópicos de la vida económica y social del país y de ciertas economías extranjeras bajo la óptica de los fundamentos de la teoría económica. Todos estos artículos fueron publicados en las fechas consignadas en cada uno de ellos en el diario especializado en economía y negocios *Gestión*, de Lima, Perú. La razón de su publicación en el presente volumen es doble. Por un lado, estimo que la difusión alcanzada en su publicación original fue muy limitada; con la presente publicación, se pondrán al alcance de un mayor público los análisis realizados. Por otro lado, en algunos artículos se hicieron precisiones de mayor alcance y profundidad que en los artículos publicados originalmente en el mencionado diario especializado.

Finalmente, hago votos para que el presente volumen cumpla con sus fines de esclarecer el análisis de la realidad económica y social peruana

INTRODUCCIÓN

y contribuya a demostrar claramente que la teoría económica puede ser de utilidad en la vida real. Estimo que mis colegas economistas, los estudiantes de economía y el público en general pueden beneficiarse con la lectura del presente trabajo, aun cuando sería deseable contar con un conocimiento de básico a intermedio de teoría económica para sacarle el máximo provecho a lo expuesto en este libro.

I. MIRANDO HACIA EL PASADO: ENSAYOS DE POLÍTICA ECONÓMICA DE LA DÉCADA DE 1980

1.1 COMENTARIOS SOBRE LA CUESTIÓN CAMBIARIA EN VENEZUELA Y SU EFECTO SOBRE LAS ACTIVIDADES DE LA CAF (FEBRERO DE 1984)

En un reciente documento de la Vicepresidencia Ejecutiva (VPE-053-84), se abordaron temas de importancia teórica y práctica para el desenvolvimiento de las actividades de la CAF. Se destacaron cuestiones sobre el mantenimiento de valor del capital y sobre el tipo de cambio que debiera de usarse en la conversión de bolívares a dólares.

Sin otro ánimo que el de contribuir a una discusión rigurosa del tema es que me permito presentar la siguiente nota sobre la cuestión cambiaria.

I.

El análisis será realizado a un nivel teórico, del que podrán extraerse conclusiones de orden práctico.

Primero, abordaremos la cuestión de la política cambiaria venezolana y, luego, aplicaremos las conclusiones a la realidad de la Corporación.

- 1) Como en todo análisis teórico, las simplificaciones son inevitables pero necesarias. En lo que sigue, emplearemos el método de equilibrio parcial con todos los supuestos que son estándar en la microeconomía moderna.
- Dilucidemos primero la cuestión del tipo de cambio de equilibrio de mercado para una economía.

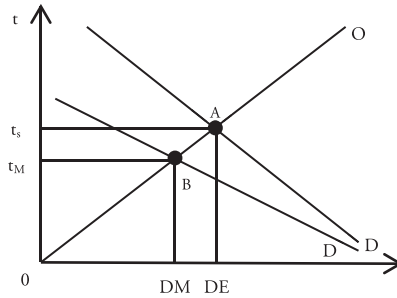


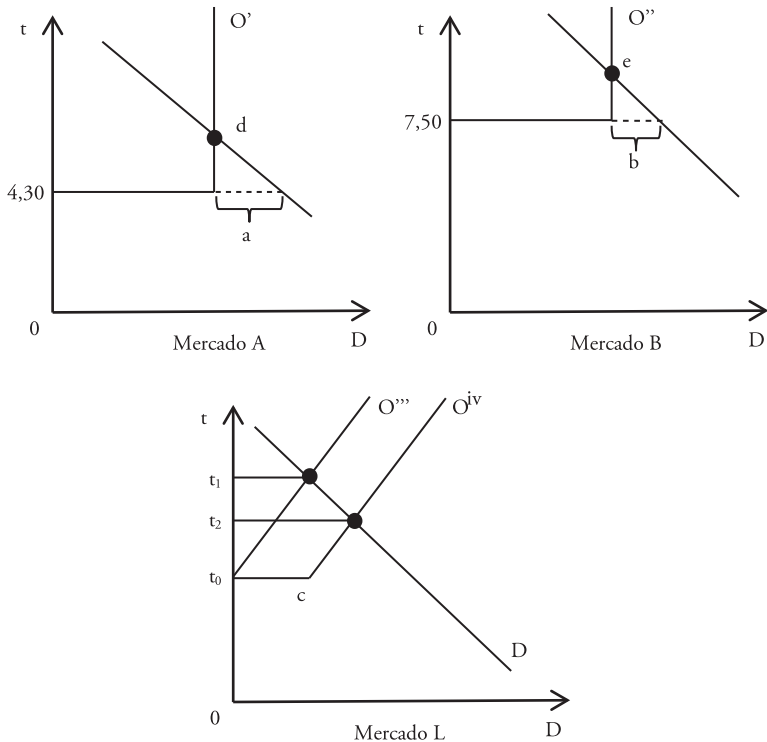
Gráfico 1

Las curvas O y D reflejan la oferta y demanda de divisas a nivel agregado de la economía en ausencia de restricciones al comercio internacional; t_s y O-DE son el precio (tipo de cambio real) y la cantidad de equilibrio del mercado, respectivamente. Asumamos que se imponen restricciones solo a las importaciones de bienes y servicios. El nuevo tipo de cambio de equilibrio será determinado por el punto B y será igual a t_M , siendo 0-DM la nueva cantidad transada de equilibrio. Está de más indicar que t representa un precio relativo, es decir, es un concepto de tipo de cambio real.

En ausencia de segmentación forzada del mercado de divisas, t_M sería el tipo de cambio real de equilibrio de la economía, el que tendría, *ceteris paribus*, que mantenerse en el tiempo. Al tipo de cambio nominal correspondiente se le aplicarían las reglas del poder de paridad de compra para así determinar el nivel de equilibrio (t_M) en presencia de inflación interna y externa.

Analicemos ahora la situación venezolana. Como producto del control de cambios, se segmenta el mercado de divisas y se establecen tipos de cambios diferenciales según el destino de las transacciones. Trabajaremos con tres mercados: dos de ellos controlados y el restante librado a las fuerzas de oferta y demanda, pudiendo contemplar en su momento intervención directa del banco central.

Observemos los siguientes gráficos:



El mercado A reflejaría el ámbito de bienes y servicios que se acogerían al dólar de Bs. 4,30. El mercado B haría lo mismo con aquellos que se regirían por el dólar a Bs. 7,50. Finalmente, el mercado L sería el

mercado libre con un ámbito sumamente restringido en términos de bienes y servicios por ser transados en él.

La curva de oferta relevante para el mercado A sería $0-4,30-0'$. La curva similar relevante para el siguiente mercado sería $0-7,50-0''$. Para el mercado L, la curva de oferta sería $0-t_0-0'''$.

Las curvas de demanda serían las relevantes para cada universo de productos.

Los dos mercados bajo control están sujetos a restricción de cuotas, lo que implica una situación de desequilibrio en cada mercado, probablemente de exceso de demanda, graficada por los montos denominados a y b.

El mercado L se tenderá a equilibrarse vía precio. En términos del gráfico, con un valor para el dólar igual a Bs. t_1 . El efecto de la intervención del banco central en este mercado, cuando estime que t_1 sea un valor "alto" del dólar, se visualiza como el desplazamiento de la curva de oferta en términos horizontales ($0-t_0-C-0^{iv}$), dando como resultado un menor valor del dólar, igual a t_2 . El mínimo valor que adquirirá la divisa en este mercado será t_0 ; o, en términos del mercado B, igual a Bs. 7,50. Es en este mercado donde se harían sentir con mayor intensidad los efectos de las expectativas de los agentes económicos; tanto por el lado de la demanda, como es tradicional, como por el lado de la oferta.

Queda, sin embargo, un aspecto de importancia por tratar. Se refiere a la posibilidad de que los excesos de demanda de los mercados A y B se puedan volcar o no al mercado L.

Si la respuesta fuera afirmativa, surgirían los siguientes efectos:

- i) Desplazamiento hacia la derecha de la demanda por dólares en el mercado L y con ello presión alcista sobre el precio del dólar en dicho mercado.

- ii) Presión alcista sobre el precio interno de los bienes y ganancia de capital para aquellos que pudieron conseguir dólares a Bs. 4,30 o 7,50, dado que dichos productores o vendedores tenderán a igualar el precio interno de bienes similares conseguidos con dólares comprados en el mercado L. Un rígido control de precios interno restringiría o aun, en caso extremo, eliminaría esta posibilidad. Si la respuesta fuera negativa porque cumplida la cuota de importación el producto pasaría a condición de prohibida importación, el exceso de demanda se convertiría en una “presión” para conseguir las respectivas licencias que llevaría, en términos efectivos, a que el tipo de cambio de cada mercado tome valores equivalentes a d y e en los gráficos. Es decir, se generaría un precio por cada licencia otorgada, que bien podría quedarse en manos de quien otorga la licencia o bien podría llevarse al receptor de la misma.
- 2) Resulta evidente que los tipos de cambio de cada mercado analizado no reflejan el valor del dólar de equilibrio de mercado (t_M) estimado en el gráfico 1: en unos casos se estará por encima, y en otros por debajo, de su valor. Por consiguiente, desde el punto de vista estrictamente teórico, no existe razón alguna, *ex ante*, por la cual debamos preferir el valor del dólar señalado por el mercado L a los valores señalados por los mercados A o B para reflejar el costo económico alternativo de los bienes y servicios en bolívares con que cuenta la CAF y expresarlos en dólares. Serán consideraciones de orden práctico las que primarán en la elección de un determinado valor del dólar.
- 3) La importancia para la CAF, en el caso de Venezuela, del tipo de cambio por usar en la conversión de bolívares a dólares, y viceversa, reside en sus cuentas de *stocks* y de flujo que se ven afectadas.

A nivel de las primeras, está el valor de sus activos y el valor de sus pasivos.

En cuanto a las segundas, se encuentra el flujo de ingresos y egresos. Desde un punto de vista cuantitativo, el valor de los *stocks* y flujos en bolívares no tiene mayor ponderación respecto al valor total de dichas categorías en dólares. En términos relativos, su impacto es escaso.

Por ejemplo, tomando los valores al 31 de enero de 1984 y usando como referencia el valor de Bs. 4,30 por dólar, los activos monetarios en bolívares representaban el 5,86% del total de activos de la CAF. Para el caso de los pasivos monetarios, su incidencia en el total de pasivo y patrimonio era de 5,21% del valor total.

Una devaluación reduce el valor de los activos en dólares pero a la vez reduce el valor de los pasivos, por lo que tiende a darse un efecto neto que puede ser ganancia, pérdida o neutro.

Si consideramos un valor del dólar superior al que debiera de tener (equilibrio), estaríamos subvaluando el valor de nuestros activos y sobrevalorando la pérdida neta en términos de dólares.

Inversamente, si tomamos como referencia un valor del dólar inferior al que debiera de tener, estaríamos sobrevalorando el valor de nuestros activos y subvaluando el efecto neto en dólares.

En el momento de equilibrarse el valor del dólar, tendríamos que hacer los respectivos ajustes en una u otra dirección, según sea el valor de referencia del dólar tomado.

Dada la relativa y escasa relevancia de los bolívares en las cuentas de la CAF es que reiteramos que el tipo de cambio que será usado por la Corporación dependerá de situaciones de orden operativo.

Si podemos conseguir que el Gobierno de Venezuela acuerde una tasa de cambio fija a la CAF y se comprometa a mantener la convertibilidad del dólar a dicha tasa, tendríamos todas las ventajas de un tipo de cambio fijo; en especial, la certidumbre.

Si no ocurriera así y tuviéramos que recurrir obligadamente al mercado libre, entonces sí que el tipo de cambio que será usado será el que fije este último mercado.

- 4) Como último punto, desarrollaré un esquema muy simple para estimar, para el caso actual de la CAF, la pérdida neta, en términos de dólares, que ocurriría ante una variación del tipo de cambio.

Usemos la siguiente nomenclatura:

A_B = valor de activos en bolívares

P_B = valor de pasivos en bolívares

t_0 = tipo de cambio inicial igual a 4,2925

δ = porcentaje de devaluación

α = valor en dólares de la pérdida neta

t_1 = tipo de cambio después de la devaluación

Para cada valor g , α es nuestra incógnita.

Definamos α como:

$$\alpha = \left[\frac{A_B}{t_0} - \frac{A_B}{t_1} \right] - \left[\frac{P_B}{t_0} - \frac{P_B}{t_1} \right] \dots (1)$$

Pero:

$$t_1 = t_0(1 + \delta)$$

Reemplazando:

$$\begin{aligned} \alpha &= \left[\frac{A_B}{t_0} - \frac{A_B}{t_0(1 + \delta)} \right] - \left[\frac{P_B}{t_0} - \frac{P_B}{t_0(1 + \delta)} \right] \\ \alpha &= \left[\frac{A_B(1 + \delta) - A_B}{t_0(1 + \delta)} \right] - \left[\frac{P_B(1 + \delta) - P_B}{t_0(1 + \delta)} \right] \\ \alpha &= \left[\frac{A_B}{t_0} \frac{\delta}{(1 + \delta)} \right] - \left[\frac{P_B}{t_0} \frac{\delta}{(1 + \delta)} \right] \\ \alpha &= \left(\frac{\delta}{1 + \delta} \right) \left[\frac{A_B}{t_0} - \frac{P_B}{t_0} \right] \dots (2) \end{aligned}$$

Como A_B , P_B y t_0 son valores conocidos, la pérdida neta es función solamente de la tasa de devaluación respecto a Bs. 4,2925/dólar.

A diferentes tasas de devaluación y, por consiguiente, diversos valores de tipo de cambio, la ecuación (2) nos dice directamente el valor de la pérdida neta para la CAF.

Apliquemos la fórmula:

$$A_B = 64.207 \text{ millones de bolívares}$$

$$P_B = 57.100 \text{ millones de bolívares}$$

$$t_0 = 4,2925/\text{dólar}$$

$$t_1 = 7,50$$

$$\delta = 74,723\%$$

$$\alpha = \frac{0,74723}{1,74723} \left[\frac{64,207}{4,2925} - \frac{57,100}{4,2925} \right]$$

$$\alpha = \text{US\$ } 707.800$$

Es decir que si el tipo de cambio elegido para las futuras operaciones de la CAF fuera Bs. 7,50/dólar, se tendría una pérdida neta respecto a los activos y pasivos monetarios en bolívares, al 31 enero de 1984, de US\$ 707.800. Ello significaría que hecha la provisión al 31 de diciembre de 1983 de US\$ 346.682 por riesgo de cambio, tendríamos un saldo de US\$ 361.118 por provisionar; equivalente a US\$ 30.093 al mes, considerando el período enero/diciembre.

Si introdujéramos en el análisis los flujos de ingresos y gastos en bolívares estimados para el presente año (1984), se alterarían los respectivos *stocks* (A_B y P_B) y tendríamos que recalcular el valor de α en cada período de tiempo o trabajar en términos de promedio.

Igualmente si consideramos conveniente simular otros valores para el tipo de cambio. La fórmula (2) nos da muy fácilmente los valores de α en cada caso.

1.2 MONEDA EXTRANJERA VS. MONEDA NACIONAL (MARZO DE 1984)

En días pasados, se tocó un tema que considero de extrema importancia para la salud económica de nuestros países, especialmente en la difícil coyuntura actual por la que atraviesan.

Se trata de la deseabilidad de permitir a los residentes de nuestros países demandar en forma legal la mantención de una moneda extranjera distinta a la nacional vía cuentas corrientes bancarias; cuentas de ahorro y a plazo fijo con su respectivo interés; bonos con determinada rentabilidad emitidos por instituciones nacionales o extranjeras operando en el país, etc.

Esta opción está latente en cada uno de nuestros países. Algunos, como en el caso del Perú, la han adoptado. Otros la han rechazado.

En las líneas que siguen, trataremos de analizar los efectos de la medida desde un punto de vista económico y desde la perspectiva del país.

I.

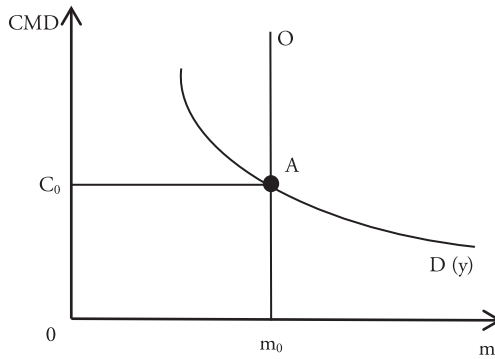
Los efectos de permitir la demanda legal de moneda extranjera son variados. Van desde la afectación a la asignación de recursos, y por ende al desarrollo económico, hasta sus efectos sobre variables monetarias, como en el caso de la inflación.

En la presente nota, trataremos solo el impacto sobre la tasa inflacionaria interna.

Para el caso de nuestras economías andinas es adecuado usar un modelo macroeconómico de tres mercados: el mercado del dinero; el mercado de los bienes y servicios; y el mercado laboral. El mercado de capitales lo considero poco relevante dado el estado embrionario en que se encuentra su desarrollo.

Vamos a suponer un contexto inicial de equilibrio, en el que no existe inflación y la economía crece a una determinada tasa.

En el mercado monetario, la situación se vería de la siguiente forma:



CMD es el costo de mantener dinero nacional. Es definido como la sumatoria de la tasa de interés real (r) y de la inflación esperada (π^*).

m es la cantidad real de dinero nacional. Es definido como el resultado de deflactar la cantidad nominal (M) por el índice de precios interno relevante (P).

D es la curva de demanda por dinero, dado un nivel de ingreso (y). A mayor ingreso del país, la curva D se desplazará hacia la derecha, es decir, la gente deseará demandar más dinero al mismo costo.

O es la curva de oferta de dinero que, dado el sistema de creación de dinero de nuestros países, consideramos rígida frente al CMD.

Del gráfico, podemos ver que estaríamos en un punto como A , donde el costo de mantener dinero nacional es C_0 y la cantidad real demandada del mismo igual a m_0 .

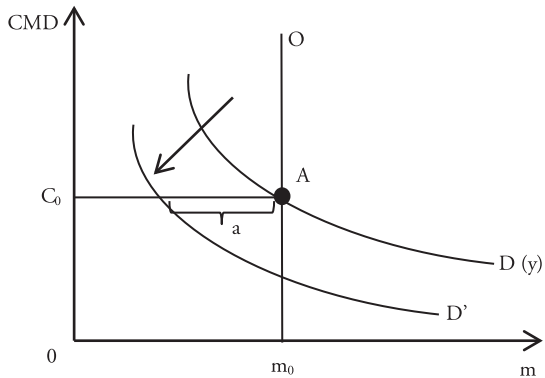
No existiría desequilibrio alguno. La cantidad que pone el Gobierno en circulación es justamente lo que los agentes económicos desean demandar.

Por consiguiente, en el mercado de bienes y servicios, donde se forman los precios y la producción, tampoco habría desequilibrio. Ni presión alcista sobre los precios, ni presión hacia la baja. El gasto sería igual al ingreso.

Asumamos ahora que el Gobierno permite la mantención legal por parte de los residentes de un sustituto a la moneda nacional, es decir, una moneda extranjera (llamémosla dólar), en las modalidades definidas líneas arriba.

La demanda por dinero nacional se contraerá (D') dado que parte de esa demanda se trasladará a demandar la moneda sustituta, el dólar.

Con la oferta de dinero nacional no pasaría nada, ya que no es el banco central el que realiza las operaciones y, por lo tanto, no habría esterilización.



Entonces, se produciría en el muy corto plazo un desequilibrio en el mercado del dinero nacional, de exceso de oferta igual a una magnitud a .

Este exceso de oferta de dinero se traducirá en un exceso de demanda por bienes y servicios vía la ecuación del gasto, introduciendo así el desequilibrio a este último mercado. En él se apreciará la presencia de un mayor gasto respecto al ingreso.

El mayor gasto provocará tres tipos de presiones:

- a) Sobre los precios.
- b) Sobre las reservas internacionales vía aumento de importaciones, si el tipo de cambio es fijo.
- c) Sobre la producción.

Si existiera un mercado libre de cambio, la presión sería sobre el tipo de cambio. De esta forma, se tendería a producir presiones inflacionarias directas y/o indirectas.

La intensidad de estas presiones dependerá del grado de dolarización de la economía.

De igual forma, si la situación inicial es una de desequilibrio, con presencia de inflación, la aparición de estas formas alternativas de mantener dinero no haría otra cosa que echar más leña al fuego, con el agravante de que despertarían expectativas adversas crecientes en el tiempo.

Si adicionalmente, por ejemplo, se fijara la tasa de interés interna, activa y pasiva, la brecha a sería mayor dado que en términos relativos mantener dólares se haría cada vez más atractivo.

En conclusión, la posibilidad de mantener en forma legal un sustituto a la moneda nacional tiene, *ceteris paribus*, un impacto inflacionario en el corto plazo.

1.3 SOBRE LA DESEABILIDAD DE OTORGAR CRÉDITO AL SECTOR AGRÍCOLA SUBSIDIANDO LA TASA DE INTERÉS (AGOSTO DE 1984)

En la última reunión del directorio de la Corporación (marzo de 1984), algunos directores plantearon la posibilidad de canalizar financiamiento crediticio al sector agrícola de la subregión en términos subsidiados, dada la importancia y gravitación que dicho sector tiene para el desarrollo económico y social de nuestros países.

I.

El sector agrario de la subregión presenta una serie de características que lo convierten en un sector gravitante para el proceso de desarrollo económico-social. Es productor de alimentos y de materias primas; absorbe una proporción significativa de la población económicamente

activa; en algunos casos, sus exportaciones constituyen fuentes de ingreso de divisas importantes; y en él se encuentran localizados los segmentos de extrema pobreza de la sociedad.

Sin embargo, el sector agrario ha padecido un estancamiento secular en la subregión. Los intentos de cambiar la estructura de la propiedad, de proveer asistencia técnica y crédito y de modernizar los sistemas de comercialización, no produjeron los resultados esperados. La extrema pobreza y la baja productividad siguen campeando en el campo, con excepción de aquellos sectores vinculados directamente a la exportación o al desarrollo industrial en gran escala.

La estructura dual de producción tampoco ha podido ser eliminada. Sigue existiendo un sector de alta producción y productividad, utilizador de modernas técnicas, mayormente orientado a la exportación y a la industria, conjuntamente con otro sector atrasado, rudimentario, de baja productividad y bajos ingresos, mayormente orientado al mercado interno y al autoconsumo.

Esto, lógicamente, ha contribuido a crear una situación de desigual distribución del ingreso y riqueza en todos los países del área.

La reducción en el aporte del sector al PBI nacional, de alrededor de 30% en 1960, a 16% en 1980, se debió no tanto a una aceleración del crecimiento del sector industrial y de servicios, sino más bien al estancamiento del sector agrario.

Diversos son los factores que contribuyeron a la situación descrita. Desde aquellos que atañen a la economía como un todo hasta aquellos específicos al sector.

Ha ganado consenso la idea de que la política de sustitución de importaciones con miras a desarrollar un sector industrial vigoroso, en que se embarcaron la totalidad de los países del área desde principios de la década de 1960, provocó un tratamiento discriminatorio hacia el agro en casi todos los aspectos. Los términos de intercambio campo-ciudad fueron desfavorables al primero por la política de precios

y de importación seguida, así como por los ineficientes canales de comercialización de sus productos.

Los niveles de protección a la producción interna frente al exterior fueron altos para el caso de los productos industriales y, en cambio, fuertemente negativos para la agricultura. Diferentes estudios de protección efectiva realizados para los países demuestran que los sectores agropecuarios tenían protección efectiva negativa frente a la producción internacional. Ello claramente fue un factor adverso y difícil de remontar.

Pero donde realmente radica el problema del estancamiento del sector es en la pobreza de los recursos que posee. La mayor parte de las tierras son de muy baja productividad; sus instrumentos y demás bienes de capital son rudimentarios; el agua es un recurso escaso, mal aprovechado e inestable; el conocimiento de semillas mejoradas, fertilizantes y pesticidas es primitivo; el grado de mecanización de la superficie arable con regadío es reducido.

El crecimiento de la población rural aunada al atraso del agro y a la dicotomía tecnológica originó la migración masiva hacia los centros urbanos, generando fuertes excedentes de mano de obra urbana y la aparición de segmentos de extrema pobreza en las ciudades.

Esto no hace más que graficar el problema del subdesarrollo económico y social de nuestros pueblos. El crecimiento de la producción se obtuvo, y se sigue obteniendo, promoviendo aquellos sectores que utilizan los recursos relativamente más escasos de la economía, y postergando a los que utilizan nuestros recursos más abundantes.

II.

Dentro del contexto global descrito, conviene preguntarse sobre el rol que le toca desempeñar al crédito en el proceso de desarrollo del sector agrícola.

Se escucha comúnmente que si hubiera suficiente asignación de crédito barato a la agricultura, esta se desarrollaría más rápidamente.

Puesto de esta forma, el argumento enfatiza el efecto movilizador de recursos del crédito y el efecto rentabilidad. Es decir, dado que el agro es un sector de baja productividad y producción, su capacidad de generar excedentes es bajísima o nula; de tal forma que a través del crédito se estarían movilizando recursos de otros sectores hacia el agro, necesarios para su crecimiento y desarrollo. El subsidio serviría para elevar la rentabilidad de las operaciones.

Sin embargo, tal lógica desconoce que la solución a la problemática planteada del desarrollo agrícola requiere mucho más que obtener crédito barato. La sección anterior nos mostró la complejidad de tal problemática y la interacción de elementos tanto de orden macro como microeconómicos y sociales; elementos que se derivan de la política global de desarrollo y de la específica al sector, que interactúan entre sí y se refuerzan mutuamente.

El crédito en la agricultura es, fundamentalmente, un medio para adquirir nueva tecnología; pero la adquisición o adopción de esta no es algo que depende del acceso al crédito únicamente, o de su costo. Tiene que existir un trabajo previo que conjugue tanto factores de demanda como de oferta. De demanda porque tiene que prepararse al receptor de la nueva tecnología en términos de educación, capacitación y manejo gerencial que lo convenza de la conveniencia de adoptar la nueva tecnología con el costo (inversión) y riesgo que ello implica; que haga que él la vea rentable y, por consiguiente, la demande en forma voluntaria. De oferta porque tiene que crearse o adaptarse tecnología acorde a la realidad de nuestro agro. Es ampliamente reconocido que la industria subregional no ha logrado conformar un sector productor de insumos y bienes de capital para el agro; ellos mayoritariamente provienen de terceros países y muchas veces no satisfacen los requisitos de operatividad y eficiencia de los suelos andinos. En este aspecto, se necesitan muchos recursos para fomentar la investigación que lleve a la creación y/o adaptación de tecnologías que produzcan el cambio tecnológico esperado en el campo. Además, la experiencia

ha demostrado que, en las primeras etapas por lo menos, el crédito debe asumir la forma de supervisado; lo que significa crear toda una infraestructura orientada a dar asesoría técnica permanente; y controlar y supervisar el uso del crédito.

De otra forma, la visión simplista de aumentar en forma sustancial los volúmenes de crédito al agro sin considerar los factores de estructura descritos podría llevar a una situación de acentuación de las distorsiones y desigualdades existentes en el campo. El beneficiado sería aquel sector adelantado tecnológicamente, que tendría mucha mayor capacidad de absorción de crédito no solo por su grado de modernización sino también por las garantías y rentabilidad que ofrece. El sector atrasado, donde se concentran los problemas de empleo, productividad, producción y extrema pobreza, seguiría siendo el eterno marginado. Además, sin un adecuado control y supervisión, el crédito podría dirigirse hacia otros usos. Esto cobra mayor vigencia cuando el crédito es subsidiado.

Por otro lado, a partir de la década de 1970 se ha venido superando otro aspecto de la visión simplista del papel que le toca cumplir al crédito en el desarrollo del sector agrario.

Al crédito agrícola se le ve ahora como uno de los componentes de un programa de desarrollo rural. Lo importante ya no es solamente incrementar la producción agrícola sino asegurar una distribución equitativa y justa de aquella. Como ya lo anotamos, en el campo se dan los principales bolsones de extrema pobreza. De forma tal que la concepción de desarrollo no debe restringirse a un ámbito de carácter agropecuario exclusivamente, sino a un ámbito de carácter rural, incluyendo al hombre que habita las áreas rurales.

Esto agrega una nueva dimensión y proyección al rol del crédito en el proceso de desarrollo agrario.

III.

El costo del crédito es otro de los aspectos que conviene analizar.

El costo del crédito en el caso del sector agrario tiene dos componentes básicos: la tasa de interés y “otros cargos”. Los analizaremos por separado a la luz de algunos estudios realizados al respecto.

Existe una acentuada creencia de que cuanto más bajas sean las tasas de interés, más agricultores tendrán acceso al crédito bancario y, por lo tanto, mayor será el fomento a la producción agrícola. Igualmente, se considera deseable subsidiar las tasas de interés porque el crédito iría dirigido a segmentos de la sociedad que han sido perjudicados sistemáticamente. Es decir, habría una justificación económica y social.

Una primera reacción al argumento citado sería que no existe mayor seguridad de que compensar una distorsión existente con la creación de otra distorsión en sentido contrario mejore el bienestar de la sociedad. Si lo que se quiere es elevar la rentabilidad de la actividad agrícola, el subsidio a la tasa de interés no es el medio más eficiente ni directo. Hemos discutido en secciones anteriores la discriminación en contra del sector agrario existente en nuestros países. Más eficiente sería remover los factores que causan la discriminación que tratar de compensarlos vía tasa de interés. Una política de precios e importaciones sana, conjuntamente con la simplificación de los canales de comercialización que hagan llegar al productor el estímulo del precio, serían algunos elementos por considerar.

Para que exista oferta de crédito, tiene que existir captación de recursos. Para que se capten recursos, las tasas de interés deben ser atractivas. Si se subsidian las tasas de interés a los prestatarios, el sistema tendrá que pagar intereses más bajos aún a los ahorristas. De otra forma, alguien tendría que poner la diferencia entre la tasa activa y pasiva.

De cualquier forma, se produciría el siguiente hecho: la baja tasa de interés induce a incrementar la cantidad demandada de crédito más allá de las exigencias productivas; paralelamente, se captan menos recursos; en conclusión, existiría una brecha entre la cantidad demandada y la ofertada. Se tiene que utilizar alguna forma de racionamiento para igualar las disponibilidades con las exigencias.

En esto la experiencia de nuestros países es abundante. La asignación del crédito no solamente estará determinada por la rentabilidad de las inversiones, sino que entrarán a tallar factores como “influencia”, “padrinazgo”, y garantía real y financiera que pueda ofrecerse; que conformarán un círculo vicioso, excluyente y decreciente. Aquellos que tengan un mejor acceso a los centros de decisión y/o que presenten mejores garantías se verán favorecidos, en términos relativos, con mayores volúmenes de crédito. Los otros menos afortunados o más pobres quedarán excluidos de este sector formal bancario de crédito. Deberán recurrir al sector informal crediticio o al Estado.

Veamos algunas cifras respecto al Perú.

Perú: tasa de interés, ahorro financiero y crédito agropecuario:

	1975	1979
Tasa de interés pasiva real	- 12%	- 17,7%
Ahorro financiero / PBI	12,1%	5,8%
Crédito bancario al sector agropecuario / PBI agropecuario	29,12	16,1%

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

De esta forma, una política diseñada inicialmente para favorecer a los menos poseídos, termina por perjudicarlos.

Otro factor que se debe tomar en cuenta es que lo relevante para la toma de decisión económica es la tasa de interés real, aquella que considera la inflación. Desde este punto de vista, en la mayoría de nuestros países las tasas de interés ya incluyen un elemento de subsidio cuando se las considera en términos reales. El argumento de subsidiar la tasa nominal sería solamente el de profundizar el subsidio realmente concedido a favor de un sector.

Estas consideraciones, sumadas a otras ligadas al riesgo de la actividad y, en algunos casos, al hecho de que la tierra no sea prendable,

ha configurado que el crédito agrícola, sobre todo aquel destinado para la agricultura tradicional, esté en manos del sector público y mixto. En un trabajo de Alide¹, se encontró que de una muestra de instituciones de desarrollo, el 8% de la cartera total era dedicado al sector agropecuario; de ella, el 66% correspondía a instituciones públicas, el 31% a instituciones mixtas y escasamente 3% a instituciones privadas².

Aparece otro círculo vicioso. Tasas de interés reales fuertemente negativas para el agro hacen que el crédito a este sector termine en manos del Estado.

Que el Estado otorgue la mayor parte del crédito agrícola origina una presión para su subsidio. Cuando el Estado experimente problemas financieros y/o fiscales, se afectarán los volúmenes reales de crédito al agro. En otras palabras, la disponibilidad de crédito al sector no responderá a una dinámica propia del sector sino a los ciclos de las finanzas públicas.

La banca privada comercial no se sentirá atraída a expandir sus actividades al agro si se fijan bajas tasas de interés, debido a que servir a ese mercado es costoso, incluyendo la incertidumbre de la actividad. Se estaría favoreciendo la concentración en pocos agricultores del sector moderno.

Existe otro componente del costo del crédito que, para el caso del sector agrario, cobra igual relevancia que la tasa de interés. Me refiero a los costos de pedir prestado dinero.

Una serie de estudios realizados para diferentes países, incluyendo Brasil y Colombia³, muestran que los costos adicionales en que tienen que incurrir los prestatarios del sector bancario formal en términos de cargos extras cobrados, tiempo gastado, costo de movilización, cambios

¹ Alide, *Desarrollo rural, crédito y la banca de fomento*, 1980.

² Por otra parte, cuando por exigencia legal se ha dispuesto que un porcentaje determinado de la cartera bancaria se asigne a operaciones agrícolas, casi siempre ha habido maneras de evadir la norma.

³ Véase Adams, D. W. y G. I. Nehman. "Borrowing Costs and the Demand for Rural Credit". En: *Journal of Development Studies*, vol. 15, N.º 2, 1979, pp. 165-176.

en el poder de compra del dinero, etc.; hacen que los medianos y pequeños productores se vean desincentivados a recurrir al mercado formal de crédito; y que en términos efectivos el costo total de pedir prestado al sector bancario formal sea similar al costo del mercado informal de crédito.

Por ejemplo, para el caso colombiano, se encontró que para una muestra de 63 pequeños agricultores en la parte central de Colombia, el 45% de ellos habían obtenido préstamos del mercado formal con una tasa nominal de interés de 13% que se convertía, una vez imputados los costos adicionales, en una tasa efectiva de 42% anual⁴. Resultados de similar orden se encontraron para otros países. La tasa neta cobrada en el mercado informal casi coincidía con el costo total efectivo de pedir prestado al mercado formal.

Otra de las conclusiones de estos estudios fue que se encontró una relación inversa entre nivel de tasa de interés y “otros cargos” cobrados. Es decir, cuanto más baja era la tasa activa de interés, mayores eran los “otros costos” cargados por las instituciones formales, y viceversa.

Estos resultados nos indican que la atención debe ser centrada en reducir los “otros costos” de pedir prestado antes que la tasa de interés. Especialmente para el caso de los medianos y pequeños productores, así como para los nuevos prestamistas.

IV.

La Corporación Andina de Fomento es una institución relativamente joven. Como toda institución financiera, nace, crece y se consolida hasta alcanzar su desarrollo óptimo. Esto toma tiempo y requiere mucho esfuerzo y creatividad.

⁴ Véase Villamil, Víctor. *Costo real del crédito agropecuario de los productores reales en el Proyecto de Desarrollo Rural del Oriente de Cundinamarca*. Bogotá: Universidad Nacional, 1974.

Durante el proceso de crecimiento y consolidación se tiene que ser muy cuidadoso en el manejo financiero-administrativo de la institución así como en cómo se asignan los recursos disponibles.

La CAF se encuentra en pleno proceso de crecimiento y consolidación enmarcada por unos principios de ayuda al proceso de integración subregional, eficiencia y austeridad en el uso de los recursos.

Como elemento componente del sistema de integración subregional y brazo financiero del mismo, enfrenta muchas demandas con escasos recursos. Evidentemente, tiene que racionalizar el uso de sus recursos tratando de lograr los mejores resultados en el transcurso del proceso.

Frente a ello y tomando en consideración la discusión realizada en las secciones anteriores, no es recomendable que la CAF incursione en el crédito agrario subsidiando directamente las tasas activas de interés cobradas.

Primero, porque hay otras formas de favorecer el desarrollo integral del sector agrícola. Invertir en proyectos de desarrollo rural parece crear más beneficio por unidad de recurso que subsidiar tasas de interés destinadas a alguna línea de cultivo; en la medida en que la Corporación obtenga líneas de financiamiento con elementos concesionales incorporados provenientes de otros organismos internacionales o de gobiernos, podrá ofrecer tasas de interés más bajas para este tipo de préstamos. Proyectos que tiendan a crear capacidad de oferta industrial en insumos y/o bienes de capital para la agricultura es otro de los renglones en que podrían asignarse recursos. Igualmente, favorecer mediante préstamos de cooperación técnica la investigación dirigida a la creación y/o adaptación de tecnologías apropiadas a nuestra realidad agraria.

Segundo, porque consideramos que tiene mayor prioridad facilitar el acceso al crédito formal en condiciones competitivas que reducir el costo del mismo subsidiando tasas de interés. Ello para asegurar igualdad de oportunidades y no concentración del crédito en pocas manos. Las tasas de interés subsidiadas desalientan la expansión de las actividades de la banca privada y/o mixta en el agro por las razones ya expuestas, reduciendo el volumen y la cobertura potencial de crédito

disponible para el desarrollo del sector. Un estudio del Banco Mundial para el Perú⁵ indicaba que, en 1975, de cada 100 agricultores, 27 se financiaban con el sector institucional y los 73 restantes recurrían a canales no institucionales.

Tercero, dada la naturaleza de la problemática crediticia agraria analizada, existen otros factores además de la tasa de interés sobre los que habría que actuar primero, para reducir sustancialmente el costo efectivo del crédito al prestatario.

Cuarto, de existir casos que justifiquen el subsidio a la tasa de interés, correspondería, en primer término, a la banca nacional de desarrollo atender esas demandas. Subsidiar un sector significa que algún otro sector tendrá que pagar ese subsidio; ello es materia de estrategia de desarrollo nacional.

Quinto, los volúmenes de recursos por ser involucrados en programas que tendrían alguna efectividad demandarían de la Corporación esfuerzos más allá de sus posibilidades. Debemos tomar en cuenta que la mayor proporción de lo registrado como ingreso neto acumulado corresponde a ingresos contables que no han sido convertidos en liquidez y que se mantienen en cuentas por cobrar desde hace un buen tiempo. Tal es el caso de los intereses devengados por el saldo vencido y no pagado de las acciones suscritas por uno de los países miembros de la CAF; y los intereses devengados por los saldos en la cartera deudora que no han sido traducidos en ingreso efectivo para la Corporación.

Sexto, existen agencias y organismos internacionales especializados en el sector agrario que contemplan elementos concesionales en sus programas de ayuda; tal es el caso de FIDA, CIDA, FAO, AID, etc.; o recursos especiales en el BID y Banco Mundial. La CAF podría aprovechar la existencia de estos recursos, canalizándolos hacia la subregión como intermediario financiero o en actividades de cofinanciamiento.

⁵ Véase *Crédito agrícola. Documento de política sectorial*, Banco Mundial, 1975.

V.

La Corporación Andina de Fomento ha venido desarrollando acciones relacionadas con la asistencia al sector agrario a través de tres modalidades:

- a) Financiamiento directo a empresas en el sector agroindustrial. Tal es el caso de Endepalma, Unagro, Palmeras de Ecuador, Palmeras de los Andes, etc.
- b) Préstamos globales a la banca oficial de fomento para otorgamiento de créditos a la agricultura y/o agroindustria, donde el elemento subsidio y el riesgo cambiario son absorbidos por el Estado.
- c) Administración de recursos y cofinanciamiento con entidades y organismos internacionales para apoyar el desarrollo del sector rural mediante programas de desarrollo rural que contemplan elementos concesionales en el financiamiento. El proyecto Desarrollo Rural Integral en Guamote, Ecuador, es un buen ejemplo de lo mencionado. Adicionalmente, se financió el estudio de factibilidad correspondiente al Desarrollo Rural Integral del Norte de la Provincia de Pichincha, Ecuador. Igualmente, la Corporación evaluó y administra dos proyectos de Desarrollo Rural Integral situados en Chuquisaca y Cotagaita, Bolivia, que son financiados con recursos del FIDA.

1.4. LA ECONOMÍA PERUANA: UN ANÁLISIS MACROECONÓMICO DE SU EVOLUCIÓN RECIENTE (DICIEMBRE DE 1984)

Creemos que existe consenso entre los diversos sectores de la sociedad peruana sobre la severidad y profundidad de la crisis económica actual. Desde la época de la Gran Depresión, el Perú y, en general, América Latina no experimentaban una crisis económica tan profunda y persistente en el tiempo. Sus consecuencias se hicieron sentir en el campo social y político, convirtiéndola así en una crisis de valores

sociales e institucionales, lo que afectó, incluso, la estabilidad del sistema democrático.

No puede negarse el importante rol desempeñado en el desarrollo de la crisis por un conjunto de factores originados en el comportamiento de las economías de los países desarrollados y, en cierta manera, exógenos a nuestras responsabilidades. Pero tampoco se puede soslayar la acción de causas internas derivadas, fundamentalmente, de la política económica seguida en los últimos años.

Estos factores, externos e internos, de naturaleza coyuntural y estructural, al interactuar entre sí provocaron la difícil situación económica, social y política por la que está atravesando nuestro país.

En las líneas que siguen, se ofrecerá, de manera sucinta, una interpretación macroeconómica del desarrollo del proceso.

I.

Si analizamos lo sucedido en la década pasada, veremos que, en términos de crecimiento del producto y del producto per cápita, la economía peruana mostró un modesto desenvolvimiento.

Cuadro 1. Perú: PBI global y per cápita (porcentajes)

	1970-1975	1975-1979	1970-1979
PBI	4,8	1,1	3,4
PBI / per cápita	2,51	-1,17	0,8

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Si bien en términos agregados el crecimiento promedio de la década fue escasamente de 3,4% anual, en el primer quinquenio el crecimiento alcanzó un 4,8% anual, siendo los sectores más dinámicos los de construcción, manufactura, energía, transporte, gobierno, comercio y servicios, muchos de ellos sectores que podríamos clasificar como no transables y sujetos al comportamiento del gasto interno.

En el segundo quinquenio, la tasa de crecimiento del PBI cayó dramáticamente a 1,1% anual debido a la crisis económico-financiera que aquejó al país. Los sectores que fueron sustento del crecimiento en el quinquenio anterior redujeron sus tasas o decrecieron, como el caso de la manufactura y la construcción.

La experiencia de la década de 1970 demostró que un esquema de desarrollo que no modifique sustancialmente ciertos rasgos estructurales de la economía peruana está condenado al fracaso aun cuando en un principio pueda obtener logros positivos “comprando” bienestar temporal. No se puede seguir ni manteniendo esquemas ni instrumentando políticas que al distorsionar precios y rentabilidades relativas lleven a la economía a asignar mal sus escasos recursos, usándolos ineficientemente y privilegiando sectores que hacen uso de factores relativamente escasos, y postergando a otros de mayor potencialidad y empleadores de los recursos abundantes del país (como el caso de la agricultura, por ejemplo); a desalentar la generación del ahorro real y financiero; y a discriminar contra la actividad exportadora en favor de aquella dirigida al mercado interno, creando las condiciones de vulnerabilidad respecto al exterior.

La década de 1970 también demostró que, teniendo como escenario el contexto descrito, instrumentar una política económica basada en el estímulo del gasto público, la expansión monetaria, el endeudamiento externo y una modesta gerencia económica, se puede conseguir que la economía crezca por encima de su crecimiento potencial durante un tiempo, creando bienestar artificial, pero a la vez sentando las bases de un desequilibrio económico-financiero que terminará por hacer fracasar la estrategia. El contexto internacional será de mucha importancia, ya que de él dependerá en el fondo la duración y amplitud de la fase expansiva del ciclo que se está gestando.

A continuación, se muestran algunos indicadores que graficarán lo expresado.

Cuadro 2. Perú: brecha interna y externa (porcentajes)

	Ahorro/ PBI	Inversión/ PBI	Brecha interna / PBI *	Brecha externa / PBI **	Términos de inter- cambio (1981=100)
1970	15,9	12,9	3,0	3,0	
1971	14,9	15,3	-0,4	-0,5	
1972	14,2	14,5	-0,3	-0,4	
1973	14,0	16,0	-2,1	-2,0	108,0
1974	12,4	19,5	-7,2	-7,0	128,3
1975	9,0	20,8	-11,8	-11,3	88,5
1976	9,5	17,9	-8,4	-7,8	99,7
1977	7,2	14,0	-6,9	-6,2	105,1
1978	11,0	12,5	-1,5	-1,5	83,8
1979	17,7	13,5	4,2	4,5	109,6

* Definida como inversión-ahorro.

** Definida como el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Fuente: BCRP.

En el cuadro, se puede observar cómo a principios de la década se comenzó a gestar el desequilibrio entre gasto e ingreso interno, que alcanzó niveles insostenibles para mediados de esta. El exceso de gasto fue financiado por volúmenes crecientes de ahorro externo, básicamente endeudamiento, y ayudado por un comportamiento favorable de los términos de intercambio. Nótese cómo la generación de ahorro interno cae drásticamente a lo largo del período, en tanto que el esfuerzo de inversión sigue una dirección opuesta. El ahorro externo, en vez de complementar el ahorro interno, lo substituyó.

La magnitud del desequilibrio, el cambio en la facilidad de acceso al financiamiento externo y el súbito empeoramiento de los términos de intercambio a partir de 1975, precipitaron el desencadenamiento de la crisis económico-financiera del período 1976-1978 al dejar sin sustento externo a los desequilibrios internos. El comportamiento del sector público tuvo mucho que ver con lo ocurrido.

Cuadro 3. Perú: indicadores del comportamiento económico del sector público (porcentajes)

	Déficit sector público / PBI	Deuda pública externa / PBI	Servicio deuda pública / exportaciones
1970	-1,8	15,4	16,2
1971		14,8	23,9
1972	-3,1	14,9	23,2
1973	-4,5	16,3	38,9
1974	-6,9	18,9	30,3
1975	-9,8	22,3	35,6
1976	-10,1	25,8	36,2
1977	-9,7	34,4	36,0
1978	-6,1	48,0	35,6
1979	-1,1	42,0	22,4

Fuente: BCRP.

Obsérvese el paralelismo entre el déficit del sector público y el crecimiento de la deuda pública externa y su servicio.

Conviene resaltar un punto sobre el endeudamiento contraído. A diferencia del pasado, el nuevo endeudamiento fue recayendo progresivamente en fuentes que pactaban deuda a tasas de interés variables, sentando así las bases para que en un futuro cercano esta estructura de deuda se convirtiera en fuente adicional de desequilibrio para la economía peruana.

El estrangulamiento externo se hizo incompatible con la política fiscal y monetaria expansiva que continuaba instrumentándose, hasta que en 1975 el país tuvo que echar mano de sus reservas internacionales acumuladas, rebajándose estas en escasos 12 meses de US\$ 693 millones a US\$ 116 millones. La inflación había alcanzado en los primeros seis meses una tasa anual equivalente al 90%. La situación había llegado a su límite. El Gobierno no tenía otro camino que diseñar y aplicar

un programa de estabilización que eliminara o redujera a límites manejables los desequilibrios internos y externos de la economía.

**Cuadro 4. Perú: reservas internacionales netas del sistema bancario
(millones de US\$)**

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
RIN	410,6	692,5	115,8	-751,8	-1.100,9	-1.025,0	553,9

Fuente: BCRP.

Se aplicó un programa de estabilización durante 1978-1980 que logró corregir algunos de los desequilibrios básicos internos y, con ayuda de una mejora en los términos de intercambio y refinanciando gran parte de la deuda pública externa, levantar el estrangulamiento externo.

Cuadro 5. Perú: algunos indicadores económicos, 1977-1980

	1977	1978	1979	1980
Déficit público / PBI (%)	-9,7	-6,1	-1,1	-4,7
Brecha interna / PBI (%)	-6,2	-1,5	6,9	-0,6
Deuda pública externa / PBI (%)	34,4	48,0	42,0	35,3
Servicio deuda pública / exportaciones (%)	36,0	35,6	22,4*	33,8*
RIN (millones de US\$)	-1.100	-1.025,0	553,9	1.276,2
Inflación (%)	38,0	58,0	68,0	59,0
Crecimiento PBI	-0,3	-1,8	4,3	2,8
Términos de intercambio (índice)	105,1	83,8	109,6	120,5

* Incluyendo efectos del refinanciamiento logrado.

Fuente: BCRP.

No obstante el éxito alcanzado por el programa en las áreas de crecimiento de la producción⁶, balanza de pagos, deuda externa,

⁶ Ayudado en gran medida por la fuerte expansión de las exportaciones en 1979-1980, producto, entre otros factores, de la sustancial mejora de los términos de intercambio y de una agresiva legislación promocional de la exportación no tradicional.

estímulo del ahorro interno y racionalización de la inversión pública, quedaron pendientes el problema de la inflación, el déficit del sector público y las distorsiones en la asignación de recursos.

Al nuevo gobierno le tocaría tratar esos problemas y encontrarles solución.

II.

El gobierno constitucional del presidente Belaúnde se hizo cargo del poder en julio de 1980. La situación económica que recibió presentaba las siguientes características:

- a) Déficit del sector público en alza (-4,7% del PBI en 1980), con una inadecuada orientación del gasto público discriminando en contra de los sectores sociales y de apoyo a la producción; favoreciendo una intervención ineficiente en la esfera productiva de la economía; y financiando grandes proyectos de larga maduración y dudosa rentabilidad económica.
- b) Inflación equivalente a 60% anual con altas tasas de crecimiento de la oferta monetaria (80% en 1979 y 85% a junio de 1980).
- c) Modesto crecimiento de la producción global (2,8% en 1980).
- d) Un sector agropecuario cuasiestancado.
- e) Un sector industrial en proceso de recuperación (4% de crecimiento en 1979 y 5,3% en 1980).
- f) Un 8% de la fuerza laboral en condición de desempleo abierto y 52% en condición de subempleo.
- g) Un sistema de precios e incentivos distorsionado por la presencia de subsidios; leyes sectoriales promocionales; políticas de control de precios, incluyendo la tasa de interés; e inadecuada protección efectiva a la producción nacional frente al exterior.
- h) Aceptable posición de balanza de pagos y de reservas internacionales (véase el cuadro 6).
- i) Niveles relativamente elevados de endeudamiento externo y de su servicio.

- j) Evolución favorable de los términos de intercambio durante 1979 y 1980.
- k) Los problemas seculares de la sociedad peruana, como la existencia de pobreza y extrema pobreza, centralismo, concentración del ingreso y de la riqueza, etc.

Frente a esta situación, el Gobierno esbozó a finales de 1980 un programa de acción que, en el papel, atacaba la sintomatología presentada y sus posibles causas con el propósito de devolver a la economía, en un corto período de tiempo, la estabilidad económico-financiera requerida para sentar las bases de un crecimiento sostenido que llevara al desarrollo económico-social prometido. Un aspecto fundamental era el otorgamiento de mayor relevancia a los esfuerzos de mercado y la apertura del mercado de bienes y servicios al exterior, a la vez que reducir y racionalizar los niveles de protección concedidos a la actividad productiva interna. Esta apertura se dio rápidamente en el segundo semestre de 1980.

Cuadro 6. Perú: algunos indicadores respecto a la protección

	Dic. de 1979	Dic. de 1980
Partidas de importación libre	3.745	4.980
Partidas de importación restringida	1.258	117
Partidas de importación prohibida	9	7
Universo arancelario	5.012	5.104
Arancel promedio	40%	34%

Fuente: BCRP.

Cerca de cinco años después, la realidad nos enseña que no solo no se mejoró la situación recibida sino que se empeoró en muchos aspectos.

Cuadro 7. Perú: algunos indicadores de la situación económica actual

	1980	1981	1982	1983	1984
Crecimiento del PIB (%)	2,8	3,0	0,9	-12	2,9***
Industria	5,3	-0,1	-2,7	-17,2	-0,8
Agricultura	-4,2	12,3	3,4	-8	5,8
PBI per cápita (soles de 1970)	20.731	20.457	20.127	17.310	
Inflación (%)	60,0	75,4	64,5	112,2	110,68*
Déficit púb. / PBI (%)	-4,7	-8,4	-9,1	-11,6	
Brecha int. / PBI	-0,6	-8,6	-8	-5,2	
Deuda púb. / PBI (%)	35,3	31,1	35	52,0**	56,0
Servicio de deuda púb. / PBI (%)	33,8	54	48,6	59,0	
RIN (millones de US\$)	1.276	771,4	896	846	1.048**
Saldo de cta. cte. bza. de pagos (millones de US\$)	-101	-1.728	-1.609	-850	
Saldo de balanza de pagos (millones de US\$)	722	-504	124	-40	
Endeudamiento ext. neto (millones de US\$)	-343	995	1.550	1.000	
Términos de intercambio (índice)	120,5	100,0	86,3	90,2	

* A octubre.

** A septiembre.

*** Período enero-septiembre.

Fuente: BCRP.

La producción mostró a lo largo del período una contracción en su crecimiento e incluso reducción de sus niveles. A finales de 1983, la producción total del país había alcanzado los niveles de mediados de la década pasada. Por supuesto, ello repercutió en la producción per cápita; el PBI por habitante descendió a niveles similares a los obtenidos a mediados de la década de 1960, con todas las implicancias de bienestar y, por consiguiente, sociales y políticas que ello conlleva. Al margen de otros factores que puedan explicar el comportamiento observado,

lo cierto es que en 1983 se sumaron factores climáticos adversos, que pueden considerarse exógenos al proceso. Según estimaciones del BCRP, de no haber existido tales factores la producción hubiera registrado una caída de 6,5%, menor que el 12% real, pero de todas maneras indicadora de una recesión aguda. En los primeros nueve meses de 1984, se experimentó una mejoría, la producción creció en 3%; sin embargo, la industria siguió mostrando una caída en su producto.

La inflación prosiguió su marcha ascendente, lo que parecía indicar un enraizamiento en el comportamiento económico de los agentes productivos. Factores de índole monetaria, que reflejan desequilibrios fiscales, cambiarios, de expectativas y de producción, parecen explicar este comportamiento. A octubre de 1984, la inflación promedio del período alcanzaba 110,6%.

Las finanzas del sector público siguieron constituyéndose en fuente importante de desequilibrio no solo por su impacto sobre la emisión del banco central y sobre el endeudamiento externo, sino también porque, en un contexto de austeridad, reducen la disponibilidad relativa de crédito al sector privado. De 1980 a la fecha, el déficit del sector público como proporción del PBI alcanzó cifras similares a los años pico del gobierno militar en la década de 1970.

Cuadro 8. Perú: déficit del sector público / PBI (porcentajes)

	Sect. púb. / PBI	Gob. cent. / PBI	Emp. púb. / PBI
1978	-6,1	-5,1	-1,37
1979	-1,1	-0,6	-0,57
1980	-4,7	-2,8	-2,0
1981	-8,4	-4,9	-3,42
1982	-0,1	-3,9	-5,11
1983	-11,6	-8,7	-2,67

Fuente: BCRP.

La estructura del déficit público nos indica que la responsabilidad la comparten, de acuerdo al año, el Gobierno central y las empresas públicas. Las razones básicas descansan en el abultado gasto de armamento e inversión del Gobierno y de las empresas públicas en proyectos de larga maduración y dudosa rentabilidad económica; el descuido, otra vez, de los sectores sociales; la rigidez a la baja del gasto corriente del Gobierno; y la inadecuada política de precios para los bienes y servicios de las empresas públicas. Por ejemplo, en 1983, se trató de incorporar mayor realismo a los precios de los bienes y servicios de este sector reduciendo sustancialmente la relación déficit/PBI aun cuando el PBI mostró una severísima contracción.

Este comportamiento del sector público ocasionó un desequilibrio interno real que se manifestó en la aparición, otra vez, de una apreciable brecha interna / PBI, reflejando una situación de exceso de gasto en la economía. Mientras la inversión interna crecía, por el dinamismo público, el ahorro interno no lo hacía al mismo ritmo o decrecía debido, entre otros factores, a los mayores gastos de consumo del sector público. El exceso de gasto tuvo que ser financiado con ahorro externo, básicamente endeudamiento.

El actual gobierno siguió conservando un ritmo de endeudamiento externo similar al experimentado en la década pasada, con el agravante de que gran parte de la deuda era pactada a tasas variables. A finales de 1983, la deuda total de la economía representaba el 76% del PBI. A septiembre de 1984, la deuda externa de largo plazo significó 72% de la producción. Con estas magnitudes, el servicio de la deuda es insostenible para el país.

Cuadro 9. Perú: endeudamiento externo neto (millones de US\$)

	End. L. P. privado	End. L. P. público	End. C. P. púb. + priv.	Saldo bal. pagos	Endeudamiento externo neto
1974	58	697	243	-282	716
1975	26	793	31	577	1.427
1976	25	446	-154	868	1.185
1977	15	656	-27	349	996
1978	14	405	-140	-76	203
1979	-32	617	-274	-1.579	-1.268
1980	64	371	-56	-722	-343
1981	135	388	-32	504	995
1982	157	995	522	-124	1.550
1983	-85	1.409	-341	40	1.000

Fuente: elaborado sobre la base de datos del BCRP.

Claramente, se distinguen dos períodos de fuerte endeudamiento de la economía peruana. El primero corresponde a 1974-1977 y el segundo a 1981-1983. En la próxima sección, veremos las implicancias macroeconómicas de este hecho.

La balanza de pagos reflejó el desequilibrio global de la economía a través del saldo negativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 1980 fue de US\$ 100 millones, para alcanzar un promedio cercano a los US\$ 1.700 millones durante el período 1981-1982; en 1983, redujo el monto en 50% aun cuando en relación con el PBI todavía seguía siendo una magnitud difícil de manejar.

El contexto internacional afectó adversamente el desenvolvimiento de la economía peruana. Los términos de intercambio se deterioraron en el período; aproximadamente 31% durante 1980-1982, para recuperarse ligeramente en 1983. La recesión que afectó a las economías industrializadas fomentó prácticas proteccionistas que se extendieron a los países de la región, desalentando el crecimiento de

nuestras exportaciones. Las tasas reales de interés oscilaron entre 7-10% anual, elevando inesperadamente el servicio de la deuda externa dada la estructura de tasas variables en que mayoritariamente había sido pactada. La afluencia de capitales financieros sufrió una contracción a partir de 1983, en respuesta a la percepción de la banca internacional sobre los desequilibrios de las economías de los países en desarrollo. Finalmente, la revaluación de dólar frente a otras monedas duras hizo perder competitividad a las exportaciones, sobre todo aquellas de carácter no tradicional.

III.

Del análisis realizado en las secciones anteriores, observamos que el presente gobierno recibió una economía que venía saliendo de un proceso de estabilización y saneamiento, con mejoras parciales en sus resultados.

El Gobierno implementó una estrategia de apertura de la economía a la competencia externa, liberalizando el mercado de bienes y servicios y controlando el mercado de capitales. Internamente, se tomaron medidas que, supuestamente, llevarían hacia un funcionamiento más eficiente de las fuerzas de mercado. La política monetaria, las tasas de interés y la política cambiaria fueron objeto de atención principal por parte del banco central. Sectorialmente, se darían leyes que modificarían el funcionamiento estructural de determinados sectores, básicamente el minero-energético y el agrícola. Se trataría de poner orden y disciplina en las finanzas públicas. Vimos cómo la realidad nos mostró una situación bastante diferente a la planteada como deseable inicialmente.

La apertura de la economía no se hizo en forma coherente: faltó una programación temporal y un norte bien definido que sentara las reglas de juego para los agentes productivos de la economía. No se complementó la apertura con la remoción de distorsiones internas que restaban competitividad al productor local y lo ponían en desventaja frente al extranjero. Finalmente, abrir la economía con una caída del

tipo de cambio real y, sobre todo, en presencia de un creciente déficit fiscal era condenar al fracaso a la estrategia desde su inicio.

Parte de la descoordinación y falta de coherencia en la aplicación de la política económica se debió a que en un mismo momento del tiempo se instrumentaron medidas que buscaban objetivos de largo plazo (apertura de la economía, por ejemplo) con esfuerzos de estabilización. Este es un factor que se debe tomar en cuenta en el momento de evaluar los costos y beneficios de la estrategia de largo plazo aplicada.

Cuando se abre la economía a la competencia externa, es preciso distinguir entre dos tipos de sectores económicos: aquel que produce bienes y servicios, cuyos precios y volúmenes de producción están influenciados, descontando costos de transacción u otra imperfección, por los precios internacionales de bienes similares, como en el caso del sector industrial, llamados bienes transables (T)⁷; y aquel otro que produce bienes y servicios cuyos precios y producción están determinados, al menos en el corto plazo, por condiciones de oferta y demanda interna del país⁸.

El tipo de cambio real adquiere un rol preponderante en el comportamiento económico de ambos sectores, así como, en su versión nominal, en la determinación de la inflación.

Durante los años 1980, 1981 y parte de 1982, existió en el país una situación de exceso de gasto agregado sobre lo producido.

Este exceso de gasto interno en parte se volcó hacia el sector transable de la economía, afectando las cuentas de la balanza de pagos; y en parte hacia el sector de bienes no transables, provocando una expansión de sus actividades y/o elevación de sus precios como forma de restituir el equilibrio en dicho mercado.

⁷ Con algunas calificaciones de excepción.

⁸ Llamado sector no transable de la economía (NT). Típicamente, los sectores construcción y servicios.

**Cuadro 10. Perú: gasto interno real, PBI y balanza comercial
(tasas de crecimiento)**

	Gasto interno real (%)	PBI (%)	Gasto interno nominal (%)	Saldo de la balanza comercial (millones de US\$)	Endeudam. externo neto (millones de US\$)
1979	0,4	4,3	68,3	1.722	-1.268
1980	10,0	2,8	75,0	826	-343
1981	6,7	3,0	85,6	-553	995
1982	-1,2	0,9	65,2	-428	1.550
1983	-14,0	-12,0	80,5	293	1.000

Fuente: BCRP.

Cuadro 11. Perú: diferentes estimaciones del tipo de cambio real (número índice; promedio 1981 = 100)

	T. C. R. A.	T. C. R. B.	T. C. R. C.
1978	1,261	1,2796	-
1979	1,383	1,4879	1,0077
1980	1,312	1,3174	1,0550
1981	1,000	1,0000	1,0000
1982	0,927	0,8798	0,8856
1983	1,063	1,2134	0,9369

Fuente: BCRP.

T. C. R. A. mide el tipo de cambio real promedio anual definido como PT/PNT , tomando al IPC como *proxy* del índice de precios de bienes y servicios no transables (PNT).

T. C. R. C. mide el tipo de cambio real promedio anual definido como PT/PNT , tomando como un aproximado de PNT a un índice de sueldos y salarios nominales.

T. C. R. B. mide el tipo de cambio real diciembre-diciembre, definido como PT/PNT , tomando los índices construidos por el BCRP.

Independientemente del nivel del tipo de cambio real⁹, lo cierto es que las tres mediciones señalan una caída en el período 1980-1982 y una recuperación a partir de 1983.

La política seguida por el BCRP de ajustar el ritmo devaluatorio a la inflación pasada produjo la caída señalada del tipo de cambio real al devaluarse en menor proporción que la inflación interna hasta el segundo trimestre de 1982, A partir de ese momento y hasta el tercer trimestre de 1983, se aumentó el ritmo devaluatorio superando a la inflación. A finales de 1983, el BCRP decidió utilizar la política cambiaría con fines de estabilización, preanunciando el ritmo de devaluación y, por consiguiente, instrumentando una tasa de devaluación declinante en el tiempo con el objetivo de guiar la inflación hacia abajo. En la medida en que esta política no fuera validada por la realidad, se produciría un desfase importante en el nivel del tipo de cambio real.

Sin embargo, esta disminución del tipo de cambio real en presencia de un proceso de apertura a la competencia externa y de un déficit público creciente, no provocó con toda la intensidad que debía desempleo y caída de la producción, sobre todo en el sector industrial, debido a que coincidió con una etapa de exceso de gasto y de masivo endeudamiento externo (véase el cuadro 10) que validaron la caída del tipo de cambio real¹⁰.

Posteriormente, la apreciable contracción del ritmo de endeudamiento externo neto a partir de 1983, sumada a los esfuerzos de estabilización y al adverso contexto internacional ya comentado, provocaron la caída del gasto interno real aun cuando en términos nominales creció más (véase el cuadro 10), con el mayor efecto consiguiente sobre la inflación interna.

⁹ Existen problemas conceptuales en la definición y estimación del tipo de cambio real.

¹⁰ Podría haber existido una modificación en la relación de equilibrio entre el tipo de cambio y el nivel de precios, debido a cambios de naturaleza real como la alteración de impuestos sobre las importaciones, etc., que explicarían que la inflación acumulada superara a la devaluación sin que ello implique atraso cambiario.

Cuadro 12. Inflación y devaluación

	Inflación trimestral	Devaluación trimestral	Inflación anual	Devaluación anual
1981			75,6	46,7
I	24,5	16,3	72,0	49,2
II	11,9	5,3	80,6	46,8
III	10,8	8,3	77,2	45,7
IV	11,9	11,6	72,7	48,0
1982	15,5		65,0	67,1
I		13,5	60,2	44,0
II	12,5	17,5	61,0	61,2
III	14,0	17,5	65,7	74,9
IV	16,7	24,5	72,9	95,0
1983			113,2	134,3
I	27,5	25,1	90,9	115,0
II	22,3	28,0	107,7	134,2
III	25,7	28,7	129,1	156,6
IV	14,6	11,0	125,1	128,9

Fuente: BCRP.

Esta caída del gasto interno se tradujo en una disminución del gasto por bienes y servicios transables y no transables, provocando, para el primer caso, una reducción del déficit en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos (véanse los cuadros 7 y 10), y, para el segundo, un exceso de oferta en el mercado de los no transables, básicamente los sectores construcción y servicios.

La obtención del equilibrio requerido en dicho mercado demandaba una reducción de precios relativos a los transables.

Como tal reducción no era fácil de conseguir, un mayor desempleo de recursos sería el resultado. Habría que ayudar al proceso de ajuste devaluando más rápidamente.

La recuperación observada del tipo de cambio real en 1983 estuvo en la dirección correcta. Sin embargo, la política de preanuncios cambiarios con fines de estabilización iniciada en agosto de 1983 y desechada en febrero de 1984, no lo estuvo. Primero, porque la economía necesitaba de un cambio de precios relativos en favor del sector transable de la economía. Segundo, porque un requisito *sine qua non* para que tal política tenga éxito es que las personas recuperen la confianza en el equipo económico y cambien sus expectativas. Al margen de juicios de valor sobre la calidad técnica de los integrantes del equipo, la sola presencia de un déficit público creciente echaba por tierra toda probabilidad de éxito al afectar la credibilidad de la política instrumentada y al constituirse en un factor de presión para el continuo crecimiento de los precios, haciendo estéril la devaluación. Se continuaba, así, en un círculo vicioso inflación-devaluación, sin conseguir que esta última produjera los efectos reales deseados.

En el campo monetario, las cosas no fueron mejor.

Cuadro 13. Perú: indicadores monetarios

	Oferta monetaria <i>ex ante</i> (1)	Oferta monetaria <i>ex post</i> (1)	Oferta monetaria <i>ex post</i> (2)	Relación M/Y	Inflación	
					(1)	(2)
1978	-	36,3	42,0	9,54		
1979	-	65,0	81,5	11,53	66,7	66,7
1980	32,5	84,0	75,4	13,33	59,2	60,8
1981	64,5	70,0	78,4	13,26	75,6	72,7
1982	70,6	63,1	53,0	12,9	65,0	72,9
1983	100,6	59,1	80,1	11,0	113,2	125,1

(1) Promedios anuales.

(2) Diciembre-diciembre.

Fuente: BCRP.

Es conveniente utilizar el concepto de oferta monetaria *ex ante* (OME) en el caso de una economía que aplica una política de minidevaluaciones, debido a que indica la cantidad de recursos que el banco central pone a disposición de la comunidad y con base en la cual esta reacciona tomando decisiones económicas¹¹.

Para el período bajo análisis, notamos que la OME aumenta sostenidamente y en forma irregular; casi 100% de tasa de aceleración en 1980-1981; 10% en el período siguiente; y 50% en el año 1983. La causa principal de este comportamiento estriba en el aumento del volumen de crédito al sector público y a la banca de fomento, especialmente en 1983. La diferencia que se observa con la oferta monetaria *ex post* responde, en algunos casos, a la ganancia en reservas internacionales (como en el caso de 1980), pero en otros parecería indicar que parte de ese crédito “vuela” a la compra de moneda extranjera en el mercado paralelo.

La relación M/Y indica la capacidad del sistema cambiario de otorgar crédito financiero. Una reducción de ella señala que dicha capacidad va disminuyendo. De 1980 a 1983, la relación cayó en 17,5%.

Similar resultado se obtiene analizando lo sucedido con la cantidad real de dinero. En términos reales, la cantidad de dinero ha venido disminuyendo desde 1981; para 1983, la reducción significó un 25,4%, indicando así una merma en la capacidad del sistema bancario de otorgar créditos. Este hecho, en presencia de un apetito cada vez mayor del sector público por recursos para financiar su déficit, señala el peligro de dejar al sector privado sin los recursos necesarios para lograr su reactivación.

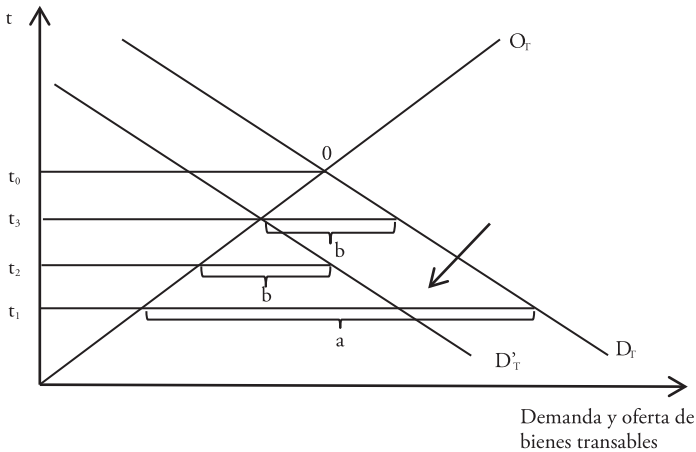
Lo analizado también nos dice de la importancia de mantener una política adecuada de rentabilidad sobre instrumentos financieros

¹¹ Se define al cambio proporcional en la OME como el cambio porcentual del multiplicador monetario más el cambio porcentual del volumen de crédito otorgado por el banco central ponderado por su participación relativa.

en soles que estimule el ahorro y que desvíe el comportamiento especulativo de las personas frente al dólar.

De otra forma, la cuestión de poner a disposición del sector productivo de la economía una cantidad suficiente de recursos reales que financien su reactivación, se volverá dramática. Más aún si, como se avizora, durante algunos años tendremos cerrado el acceso al crédito externo.

En términos gráficos, y siguiendo un modelo desarrollado por Robert A. Mundell¹², tendríamos lo siguiente:



La situación imperante hasta principios de 1983 es la mostrada en el gráfico por t_1 ; "a" es la cantidad relativa de endeudamiento externo del país que financiaba el exceso de gasto sobre lo producido. Esta situación era posible por el financiamiento externo conseguido.

Cuando la disponibilidad de financiamiento se redujo a "b", se hizo necesario un incremento del tipo de cambio real (devaluación) igual a $t_1 - t_3$. Es decir que hubo necesidad de una caída en el precio de los bienes

¹² Mundell, R. A. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates". En: *Canadian Journal of Economics*, noviembre de 1963.

del sector no transable (PNT) o, si esto no era posible, un aumento en el precio de los bienes transables (P_T) que no fuera acompañado por una posterior reacción del precio de los no transables. Esto último se lograría mediante una devaluación del tipo de cambio nominal.

Pero hay que recordar que las autoridades económicas solo manejan el tipo de cambio nominal dado que la respuesta de la inflación depende del comportamiento de la comunidad como un todo. El tipo de cambio real no se depreció lo suficiente, de forma tal que tuvo que producirse una caída en el ingreso real del país (D'_T).

Estimo que esta caída del ingreso real se hubiera podido evitar con una depreciación más acelerada del tipo de cambio, que, sin embargo, por política del BCRP, no ocurrió.

1.5 LECCIONES DE LA CRISIS INTERNACIONAL. ANTECEDENTES Y PERSPECTIVAS (DICIEMBRE DE 1984)

El propósito de esta exposición es conceptualizar, de manera sucinta, la naturaleza de la crisis, así como sus implicancias y alternativas de tratamiento, para que ello, a manera de marco conceptual, nos permita determinar las principales acciones que deben realizarse.

I. Lecciones de la crisis: la urgencia de exportar

Creemos que existe consenso sobre la severidad y profundidad de la crisis económica actual. Desde la época de la Gran Depresión, América Latina y la subregión no experimentaban una crisis económica tan profunda y persistente en el tiempo. Sus consecuencias se hicieron sentir en el campo social y político, afectando incluso la estabilidad del sistema democrático.

Si tomamos como un indicador lo sucedido con el producto nacional bruto real per cápita, veríamos que, en promedio, este descendió en 1983 a niveles similares a los alcanzados a mediados de la década de

1970, y que en el caso de algunos países andinos el PNB por habitante retrocedió a lo obtenido en la década de 1960.

Tamaño pérdida de producción, y en general de esfuerzo productivo interno acumulado a lo largo de los años, no puede más que señalar que ha llegado el momento de hacer un alto en el camino, evaluar lo sucedido y replantear, si fuera necesario, el estilo o patrón de desarrollo seguido hasta el presente.

No puede negarse el importante rol desempeñado por un conjunto de factores originados en el comportamiento de las economías de los países desarrollados y, por ende, exógenos a nuestras responsabilidades. Pero tampoco se puede soslayar la acción de causas internas derivadas, fundamentalmente, de las políticas económicas seguidas durante decenios en nuestros países.

Unos y otros, al conjugarse en el tiempo, provocaron la difícil situación económica, social y política por la que están atravesando los países de la subregión. El período 1981-1983 se caracterizó por una apreciable caída de la tasa de crecimiento de la producción y de sus niveles, que trajo aparejado un aumento sustancial del desempleo abierto y, sobre todo, del subempleo; los cuales, en presencia de tasas desusadamente altas de inflación, provocaron un deterioro en los salarios reales. El sector externo, a su vez, mostró signos de importantes desequilibrios, como la pérdida de reservas internacionales, que conllevaron, entre otras medidas, procesos devaluatorios y de restricción al comercio; imposibilidad de continuar con el pago del servicio de la deuda externa, al tener que destinar casi dos terceras partes de los ingresos por exportaciones a dicho fin; y, finalmente, contracción drástica en la captación de ahorro externo debido a nuestra incapacidad de acceder a nuevo endeudamiento.

Si bien la sintomatología de la actual crisis no difiere sustancialmente de las experimentadas en el pasado, sí sorprende la intensidad alcanzada y el papel desempeñado por la restricción externa debido al incremento insostenible del servicio de la deuda externa.

El elevado grado de endeudamiento¹³ alcanzado en lo que va de la presente década (de 1980) constituye quizá la causa inmediata y más visible de la crisis. Sin embargo, conviene preguntarse por qué los países llegaron a tales niveles de endeudamiento.

La respuesta engloba, como ya mencionamos, una compleja interacción de factores externos e internos de carácter coyuntural y estructural.

En el orden interno, es conocida la vulnerabilidad externa de nuestras economías, que se manifiesta en una restricción al crecimiento y desarrollo impuesta por disponibilidad de divisas.

Tal restricción no pudo ser solventada a pesar del cambio en los estilos de desarrollo seguidos por nuestros países en lo que va del siglo, aun cuando la naturaleza de la vulnerabilidad sí cambió.

En las primeras cinco décadas, nuestros países exportaban materias primas, con lo que conseguían las divisas necesarias para financiar el componente importado del consumo y de la inversión interna. La inversión extranjera directa y el endeudamiento externo complementaban dicho proceso de financiamiento. La producción industrial era prácticamente nula.

En este contexto, la inestabilidad de los términos de intercambio, proveniente básicamente de las fluctuaciones en el poder de compra de nuestras exportaciones primarias, imponía el ritmo de crecimiento económico a nuestros países. El consumo y la inversión privada dependían del estímulo externo al tener un sector agrícola atrasado y estancado.

El consumo y la inversión públicos estaban estrechamente ligados a los ingresos provenientes del comercio exterior. La Gran Depresión de la década de 1930 mostró a los países de la región la inviabilidad de largo plazo de tal esquema de desarrollo, ya que si bien las exportaciones de materias primas cumplieron un rol importante en el financiamiento de las primeras etapas del desarrollo, basarse exclusivamente en su

¹³ Según la Cepal, la deuda externa de América Latina alcanza la cifra de 330.000 millones de dólares, de los cuales alrededor de 65.000 millones corresponden a la deuda del Grupo Andino.

aumento continuo llevaría a una probable caída en los ingresos dada la inelasticidad de su demanda y la amenaza constante del cambio tecnológico que podría inducir sustitución en el uso.

Ello llevó hacia un replanteamiento del esquema de desarrollo con el objeto de encontrar un nuevo estilo que reduzca o elimine esa vulnerabilidad frente al exterior, al mismo tiempo que, en atención al desarrollo político alcanzado, tome conciencia de los problemas de la pobreza, de la desigual distribución del ingreso y la riqueza, del empleo productivo y del atraso tecnológico.

Se buscaba trasladar el estímulo del crecimiento hacia las fronteras nacionales. Se vio entonces a la industria como el sector cuyo dinamismo permitiría a los gobiernos adquirir cierto grado de autonomía en el diseño y manejo de su política interna, y a la vez generar suficientes economías externas para solucionar gran parte de los problemas mencionados.

Surgió así el llamado modelo de sustitución de importaciones, en el que se embarcaron los países de la región a partir de la década de 1950. Se instrumentó una política de protección a la industria interna de altos niveles arancelarios y/o prohibición para la importación de bienes de consumo final; y de bajos niveles o liberación completa a la importación de bienes intermedios y de capital. En el aspecto financiero, se concedió crédito a tasas de interés subsidiadas, y en lo fiscal se estableció un sistema de exoneración de impuestos a la renta para la reinversión. El precio de la energía se fijó, en la mayoría de los casos, a niveles subsidiados que no reflejaban su costo de oportunidad de largo plazo. En tanto que la legislación social y laboral hacía artificialmente caro el costo de la mano de obra.

El tipo de cambio sufrió las consecuencias de esta política. No solo porque en un inicio tendía a estar determinado por las condiciones de la exportación de materia prima y, por ende, a un nivel bajo e insuficiente para dar protección a nuevas actividades productivas e incipientes, sino porque la concesión misma de protección a la industria implicaba una reducción aún mayor en el nivel del tipo de cambio real. Si a esto le

sumamos el hecho de que hasta la década de 1970 la devaluación era considerada un tema tabú por los gobiernos, llegamos a la conclusión de que el tipo de cambio, variable tan importante para el desarrollo de una capacidad exportadora industrial, constituyó un serio sesgo antiexportador.

Analizando en retrospectiva los resultados del modelo de desarrollo hacia adentro¹⁴, concluimos que los objetivos que se pretendió alcanzar en cuanto a reducir la vulnerabilidad externa, lograr un crecimiento autosostenido y estable, mejorar la distribución del ingreso y la riqueza, acabar con la extrema pobreza y superar el atraso tecnológico, no fueron alcanzados o lo fueron en forma parcial.

La industria que se forjó fue una industria productora mayoritariamente de bienes finales; con escasa integración vertical; altamente protegida; de altos costos; localizada cerca de los centros masivos de consumo, generalmente las capitales y algunas grandes ciudades del interior; intensiva en el uso de capital y, por ende, poco generadora de empleo; de estructura mono- u oligopólica; dependiente en materia tecnológica del exterior; y con escasa o nula proyección exportadora.

La vulnerabilidad respecto al exterior cambió de matiz. Mientras nuestra principal fuente de ingresos de divisas seguía siendo la exportación tradicional de materias primas, los requerimientos de divisas para solventar las necesidades de importación ya no provenían como antes del consumo final sino que dependían ahora de las necesidades de la industria en cuanto a bienes intermedios, materias primas y bienes de capital. El ritmo de producción industrial estaba estrechamente ligado a la disponibilidad de divisas para importar. La industria era un sector usador y no generador de

¹⁴ Véanse al respecto los estudios de B. Balassa y asociados, realizados en 1971 y 1982 bajo los auspicios del Banco Mundial y el BID: "The Structure of Protection in Developing Countries". Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1971; y "Development Strategies in Semi-Industrial Economies". Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1982.

divisas. Sobre los sectores primarios recaía la responsabilidad de abastecer las divisas necesarias aunque, paradójicamente, se demostró que la protección industrial discriminaba contra las exportaciones tradicionales al ocasionarles una protección efectiva negativa¹⁵.

Con el correr de los años y gracias a la política instrumentada, el sector industrial se convirtió en el mayor aportador al PBI nacional y el más dinámico en términos de crecimiento. Cada vez que entraba en fases recesivas, el resto de la economía, con mayor o menor retraso, lo seguía.

Así, la escasez de divisas siguió siendo una limitación externa al desarrollo, solo que, a diferencia de lo sucedido en la primera mitad del siglo, sus implicancias eran mayores y, por consiguiente, más graves. Mientras la expansión industrial podría ser resultado del incremento del gasto privado o público interno, con su secuela de una mayor demanda por importaciones y divisas, la generación de estas dependía de lo que sucediera con los precios y cantidades exportadas de materias primas. De forma tal que podría coexistir en el tiempo una fase expansiva interna¹⁶ con un ciclo desfavorable externo, produciéndose una “brecha de divisas” de insistirse en la política mencionada.

La industria nació y creció con base en el mercado interno. El sistema de protección e incentivos hizo más rentable a ojos del empresario vender en el mercado interno que tratar de exportar. Además, la dimensión de este mercado, aunada al hecho de que el proceso mismo cedió totalmente la innovación tecnológica al exterior, impidió el uso de ventajas comparativas, de la especialización y de economías de escala, derivando en una estructura de costos no competitiva a nivel internacional.

Cuando en algunos casos se quiso avanzar un poco más en el proceso de sustitución hacia la producción de bienes intermedios y/o de capital, se añadieron nuevas fuentes de ineficiencia a la producción

¹⁵ Véase nuevamente B. Balassa y Asociados, *op. cit.*

¹⁶ Producto de una decisión nacional autónoma.

industrial puesto que para el resto de la industria se estaba sustituyendo un insumo o factor productivo a precios internacionales por otro a precios mayores y de diferente calidad.

La localización de la industria, cercana a las fuentes de mayor consumo, conllevó una excesiva centralización de la misma, desaprovechando las ventajas que el resto del territorio podría estar concediéndole en cuanto al uso de materia prima, recursos naturales, etc., pero que no se cristalizaba a causa de falta de mercado.

Si a esto le agregamos lo expresado respecto a la política cambiaria, comprenderemos por qué la industria no fue capaz de desarrollar un vigoroso potencial exportador. En la década de 1970, este desequilibrio estructural se magnificó por la política seguida por el sector público. El Estado adquirió mayor injerencia en la actividad productiva, originando la aparición de apreciables déficits públicos que fueron financiados con endeudamiento externo. La recesión internacional de 1974-1975 fue fácilmente sorteada por nuestros países a costa del financiamiento externo, que posibilitó seguir manteniendo tasas relativamente altas de crecimiento económico y continuar con la política expansiva del gasto interno.

Esta situación fue facilitada en un principio por la coyuntura favorable internacional que se dio. La aparición de enormes excedentes financieros acumulados por los países exportadores de petróleo inyectó liquidez al sistema internacional, básicamente banca privada, la que procedió a colocar dichos excedentes mostrando una gran flexibilidad en sus exigencias. Ello provocó un cambio de fuente de financiamiento para nuestros países: se sustituyó a organismos financieros internacionales y gobiernos por bancos privados que colocaban recursos a tasas de interés de mercado y de acuerdo a sus términos. Por otro lado, hasta 1980 la evolución del ciclo de comercio internacional permitió que nuestros países registraran crecimiento en sus exportaciones.

Sin embargo, las cosas cambiaron drásticamente a partir de 1981. La coyuntura internacional se volvió repentinamente desfavorable. Se agudizaron la recesión y la inflación en los países industrializados, los que

respondieron con medidas anticíclicas y proteccionistas. Ello determinó un deterioro en nuestros términos de intercambio y una caída en el volumen exportado. Las tasas de interés sufrieron una elevación drástica, llegando a niveles reales sin precedentes de 7-10% anual.

Ya de por sí, la combinación de estos factores representó para nuestros países el fin del bienestar económico y social que venían comprando artificialmente desde comienzos de la década de 1970. Las políticas expansivas de gasto interno tuvieron que ceder su lugar a políticas de “ajuste” encuadradas dentro de programas de estabilización que buscaban restablecer el equilibrio interno y externo de nuestras economías. Se comprendió que teníamos que vivir de acuerdo a nuestras posibilidades aun cuando entrábamos a una fase de pagar la cuenta del consumo anterior en circunstancias por demás desfavorables. En efecto, conforme aumentaba el servicio de la deuda, disminuía el ingreso por exportaciones. Nuestros países se vieron obligados a recurrir a nuevos y mayores endeudamientos para poder hacer frente a las obligaciones de pago, compatible con una minimización del costo económico y social que la situación implicaba.

Pero lo que vino a derrumbar todas las proyecciones efectuadas fue la contracción financiera del sector bancario privado acaecida a mediados de 1982 como reacción a la crisis. La disminución consecuente del ingreso de capitales representó un duro golpe a la capacidad de recuperación de nuestras economías¹⁷. La banca oficial y los organismos internacionales no pudieron compensar el vacío dejado por la banca privada, de forma tal que no quedó más opción que generar un excedente apreciable de recursos para ser transferidos al exterior. El camino por el que se optó para alcanzar dicho objetivo fue lograr un superávit en la balanza comercial vía la reducción de importaciones,

¹⁷ Según la Cepal, de un año a otro el ingreso neto de capitales se redujo en más del 70%.

es decir, el camino de la deflación, con todas las secuelas sociales y políticas que ella engendró.

II. Perspectivas de corto plazo

Todo gobierno sabe que durante su gestión deberá alcanzar metas y objetivos que permitan aumentar el bienestar de la sociedad.

Pero también sabe que, como la otra cara de una moneda, ello exige un mínimo de crecimiento de la producción. Si la producción no crece, mal se podría ofrecer mayor bienestar.

En lo inmediato, nuestros países se encuentran sumidos en una situación recesiva aguda enmarcada por un ciclo externo desfavorable. Los sucesivos intentos de estabilización provocaron fuertes tensiones sociales; los ingresos reales y, en general, las condiciones de vida de nuestros pueblos se deterioraron dramáticamente. El espacio político que queda a los gobiernos prácticamente se ha agotado. No podemos seguir insistiendo en más recesión, mayor desempleo y mayor pobreza.

El desafío que enfrenta la política económica es cómo compatibilizar las exigencias de un mayor crecimiento interno con la necesidad de atender el servicio de nuestra deuda externa.

Se requiere como marco una cooperación internacional entre países acreedores y países deudores que vaya más allá del aspecto meramente financiero y considere la importancia del plano comercial (real) en la solución de los problemas inmediatos que plantea la crisis. No se debe seguir dejando el peso del ajuste a los países deudores y a lo que puedan hacer los organismos financieros internacionales.

Es importante que nuestros países continúen realizando los ajustes internos necesarios para sentar las bases de un desarrollo futuro ordenado y estable. Imponer una disciplina fiscal y monetaria que evite que el país gaste más de lo que produce; que sus recursos sean usados con mayor eficiencia; que la inflación se reduzca a niveles tolerables y no perturbe la sana conducción económica de los distintos agentes; y que el Estado cambie su accionar y oriente sus recursos a los sectores

sociales y de apoyo a la actividad productiva privada y a la exportación industrial. De otra forma, los arreglos que se puedan lograr en el plano financiero tendrán un efecto meramente temporal.

Se debe comprender que las dificultades que aquejan a los países industrializados reflejan cambios profundos en la economía internacional derivados de modificaciones en el precio de los energéticos; cambios tecnológicos; y alteraciones del sistema monetario internacional. Ello significa que no deberán extrapolarse para las décadas venideras las condiciones imperantes en la década pasada; por ejemplo, es muy improbable que en los próximos diez años nuestros países tengan acceso a un caudal de capital externo similar a lo obtenido en la década de 1970. Las políticas de desarrollo nacionales deben internalizar este hecho y tratar de compatibilizar sus objetivos internos con el encuadre de la economía internacional.

Por otro lado, es necesario establecer mecanismos que faciliten el pago del servicio de la deuda y a la vez nos permitan contar con una cantidad adecuada de divisas para financiar el componente importado de un proceso de integración económica.

Para ello, necesitaríamos:

- a) Un flujo adecuado de recursos externos que nos ayude a atender el servicio de la deuda. Los gobiernos acreedores y en especial la banca privada deben ser conscientes de que si no acompañan los esfuerzos internos de estabilización, podrían producir un serio disloque del sistema financiero internacional.
- b) Una reprogramación de los vencimientos y reducción del costo de refinanciamiento. La reprogramación deberá considerar diferimientos de pagos por períodos más largos que los conseguidos actualmente; hacerlo por 1 o 2 años es condenar al país a continuos refinanciamientos con la pérdida de confianza que ello origina. Asimismo, sabido es que la banca privada aumenta apreciablemente el costo del crédito cuando se pide una reprogramación; ello es una

- práctica de efectos adversos y que contrapesa el probable beneficio que se obtendría de la caída en las tasas de interés.
- c) Una política más flexible en los programas de apoyo al proceso de ajuste interno del país por parte del FMI, que contemple los aspectos enunciados con anterioridad. El FMI debe cumplir un rol de “aceitador” en el desarrollo del ajuste, y al mismo tiempo de garante ante la comunidad internacional. El costo interno no debe ni puede llevarlo solamente el país deudor: los acreedores deben compartirlo; y las instituciones internacionales, como el FMI y el BM, deben ayudar a reducir ese costo flexibilizando sus exigencias, apoyando con créditos blandos de largo plazo y trabajando para cambiar la actitud de la banca privada acreedora hacia nuestro problema.
 - d) Disminución del proteccionismo por parte de los países industrializados, así como por los países vecinos de la región. Una reapertura selectiva bastará en un primer instante para ayudar a recuperar los niveles de producción perdidos. Esta reapertura, para el caso de países de la región, deberá conciliar intereses nacionales con intereses sectoriales, apoyándose quizá en fórmulas de intercambio compensado no por producto sino en el agregado. De esta manera, se estarían minimizando las lógicas resistencias que se generan en el sector productivo íntimo en momentos de crisis.

Perspectivas de más largo plazo

A diferencia del corto plazo, donde el problema es reactivar la economía usando la capacidad instalada ociosa, el largo plazo plantea aspectos de mayor profundidad, ya que tiene que ver con la asignación de recursos entre diversas alternativas en un contexto donde la capacidad productiva está en evolución.

La experiencia de las últimas décadas indica que no es posible seguir insistiendo en un esquema de desarrollo hacia adentro que descuide la promoción de exportaciones. Descansar en la exportación de materias primas como fuente de financiamiento de divisas introduce una

vulnerabilidad indeseada al proceso de desarrollo a la par que incentiva el uso masivo del endeudamiento externo.

Es preciso comprender la imposibilidad de conseguir un desarrollo industrial vigoroso, estable y autosostenido con base en un mercado pequeño y de bajo nivel de ingreso per cápita. No puede haber industrialización eficiente sin comercio exterior. El intercambio recíproco con otros países es indispensable.

Esto no significa, sin embargo, que a la luz de la ley del péndulo, tan común en Latinoamérica, estemos propugnando ahora un esquema de desarrollo hacia afuera. No se trata de estimular una industrialización hacia afuera o hacia adentro. De lo que se trata es de promover un desarrollo industrial equilibrado donde el incentivo a vender en el mercado interno esté aparejado con el incentivo a vender en el exterior; o, en términos más rigurosos, el costo para el país de generar un dólar vía exportación de manufacturas sea igual al costo de ahorrar un dólar vía sustitución de importaciones.

La promoción de exportaciones industriales se convierte así en pilar fundamental de una nueva estrategia de desarrollo que busque un crecimiento autosostenido y estable, menos dependiente del exterior, y vea al ahorro externo como un complemento del esfuerzo interno y no como un sustituto de este. Tendrá que eliminarse el sesgo antiexportador de la política de sustitución de importaciones, restituyendo una real rentabilidad a la actividad exportadora a través de un conjunto de medidas que, contemplando una protección no excesiva a la producción interna, compensen los mayores costos derivados de esta y, en general, de la política económica interna, como es el caso tributario.

El contexto internacional tendrá que mostrar permeabilidad a estos planteamientos, dado que para vender tiene que existir disposición para comprar. Los grandes bloques industriales, como Estados Unidos, la Comunidad Económica Europea y Japón, deberán atenuar sus políticas y prácticas proteccionistas.

La posibilidad de resolver en el mediano plazo los problemas financieros derivados de la crisis del endeudamiento externo actual, dependerá en gran medida de nuestra capacidad de expandir exportaciones. Ello requiere que se cumpla con dos condiciones en el ámbito externo: (a) que las economías industrializadas entren a una fase sostenida de crecimiento económico; y (b) que reduzcan sus prácticas proteccionistas.

Internamente, nuestros países tendrán que rediseñar sus políticas económicas, ya que, como afirmamos anteriormente, las condiciones de la economía mundial no serán similares al pasado. El ahorro interno desempeñará un papel crucial en los esfuerzos de desarrollo, por lo que políticas que incentiven su aumento serán prioritarias.

Incrementar el ahorro interno no solo es materia de una adecuada política financiera, hay que estimular también la generación de fuentes reales de ahorro. Para ello, el ensanchamiento del mercado interno es vital.

La agricultura es un sector al que hay que devolverle su prioridad, no solo porque produce alimentos sino porque en él está localizada una proporción significativa de la población y presenta los segmentos de extrema pobreza de la sociedad. Es difícil lograr un desarrollo económico-social satisfactorio sin considerar un desarrollo de la agricultura. Su problema fundamental es la pobreza de recursos que posee y el atraso tecnológico.

Un principio rector de la política económica de desarrollo deberá ser explotar la potencialidad del agro aumentando la producción de alimentos, superando el atraso tecnológico, desarrollando la agroindustria y fomentando exportaciones no tradicionales.

Al movilizar el sector agrícola se abren nuevas perspectivas para la industria dado que se crearían condiciones para explotar otras posibilidades de producción a la vez que, al significar una mayor base de sustentación interna, se estaría posibilitando el alcance de niveles eficientes de producción y aumentando las posibilidades de exportación. La producción de bienes de capital sería un ejemplo de lo mencionado.

Este es un sector poco explotado pero que, sin embargo, ofrece grandes potencialidades de desarrollo e importantes economías externas¹⁸, sobre todo en el terreno de la innovación tecnológica; además, en el contexto mundial se observa que es el sector que tiene menor protección, lo que facilitaría eventualmente la exportación.

Otro aspecto que no merece ser pasado por alto es el tecnológico. Aún más cuando las tendencias modernas parecen señalar que el crecimiento mundial futuro tendría como motor la innovación tecnológica.

Nuestros países no pueden ignorar este hecho ni tampoco persistir en el error pasado de seguir dependiendo, en materia de adquisición tecnológica, de los países industrializados. Debe ser preocupación de los gobiernos dedicar recursos a la adaptación de tecnología moderna a nuestra realidad, así como identificar claramente los sectores productivos, industriales o no, en que se fomentará la adopción de tecnologías punta.

La experiencia reciente en este campo indica la importancia de contar con un sistema de normalización que defina requisitos mínimos de calidad y presentación, acorde con estándares internacionales, a la producción industrial interna. De otro modo, exportar será muy difícil.

El capital extranjero tendrá su lugar en este nuevo esquema de desarrollo. Sostuvimos anteriormente que el flujo de endeudamiento fresco decaerá en los próximos años. La inversión directa extranjera deberá ser estimulada para seguir manteniendo una captación razonable de ahorro externo.

Pero quizá son otros los factores que hacen deseable atraer capital extranjero. Primero, el adelanto tecnológico que conlleva. Segundo, el acceso a mercados mundiales a los que de otra forma sería muy difícil exportar. Tercero, la capacidad gerencial para manejar tecnología moderna de producción y comercialización.

¹⁸ Véase Nathan, R. "Capital Goods, Technology and Economic Growth". En: *Oxford Economic Papers*, noviembre de 1963.

II. POLÍTICA FISCAL

En esta sección, se presentan una serie de escritos que analizan las diferentes medidas de política fiscal que implementó el Gobierno en el período 2011-2014. Cobra especial relevancia la discusión sobre la efectividad de la política fiscal en circunstancias normales de una economía, es decir, cuando la tasa de interés de corto plazo no está en el nivel de cero por ciento. En este respecto, importa mucho la experiencia recogida de los ensayos realizados tanto en diferentes economías de la eurozona como en la de los Estados Unidos. Se discute lo expuesto por diferentes modelos teóricos con los resultados que la realidad arroja. Llama poderosamente la atención la reafirmación de la teoría keynesiana al respecto, en el sentido de que una política fiscal contractiva tiende a producir efectos contractivos sobre la producción y el empleo en el corto plazo. La escuela de pensamiento liderada por Alberto Alesina, de la Universidad de Harvard, que sostiene que un ajuste fiscal puede ser expansivo en el corto plazo, quedó cuestionada por la realidad (véase la sección “Bibliografía”, apartado “Artículos”).

2.1 SOBRE EL RETIRO DEL SUBSIDIO A LOS COMBUSTIBLES (NOVIEMBRE DE 2011)

Hace algunos días, el Gobierno tomó la decisión de efectuar un retiro parcial del subsidio a los combustibles. En efecto, dispuso que las gasolinas de 98, 97 y 95 octanos no estén consideradas en el Fondo de Estabilización de Combustibles (FEC), así como el petróleo que se usa en el desarrollo de actividades mineras y afines. También el GLP que no sea para uso doméstico. Sí dejó en el FEC el resto de gasolinas, el GLP para uso doméstico y el petróleo para el uso de la industria, en lo principal.

Considero que es un buen paso inicial en la dirección correcta. Desde hace varios años, he venido sosteniendo que este subsidio no tenía razón de ser, ya que implicaba un uso ineficiente de los escasos recursos del Gobierno. ¿Por qué? Por dos razones, en lo principal. Primero, porque viola uno de los requisitos que todo subsidio debe tener: la focalización en el objetivo por considerar. Prácticamente todos consumimos combustibles, desde agentes económicos de altos ingresos hasta los de ingresos medios, bajos y muy bajos. Si queremos ayudar al pobre y muy pobre, este subsidio no es el camino adecuado porque también estamos subsidiando a los que no lo necesitan y quizá los de altos y medianos ingresos reciben proporcionalmente más subsidio que el resto. Segundo, porque también viola un segundo requisito que todo subsidio debe cumplir, vale decir, que la actividad que va a ser subsidiada genere importantes economías externas, como sucede en el caso de la educación y salud. Subsidiar los combustibles no genera dichas externalidades. Entonces, ¿por qué se insiste en seguir subsidiando los combustibles en forma indiscriminada? ¿Por temor a la inflación? No. Ante un alza temporal del petróleo en el mundo, lo que se produciría sería un cambio de precios relativos que en el corto plazo produciría un impacto inflacionario. No más. Sin embargo, el costo alternativo de los miles de millones de soles gastados en el subsidio

desde el año 2004 hasta la fecha ha sido muy grande. ¿Cuántas vías de comunicación, escuelas, hospitales, apoyo a la ciencia y tecnología se pudo haber hecho con esos recursos? No tiene sentido insistir en ello.

Considero que el Gobierno, en un plazo prudencial, debe dar un segundo paso y terminar de retirar a todos los combustibles del FEC, dando por terminado dicho fondo. En especial el GLP, que tercamente insisten en subsidiar, quizá para tratar de cumplir con una fallida promesa electoral.

2.2 ¿ES NECESARIA UNA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA? (MARZO DE 2012)

En nuestro país, desde el año pasado, se ha venido discutiendo sobre la necesidad de hacer una política fiscal expansiva para hacer frente a los eventuales efectos negativos de una nueva crisis financiera mundial. El Gobierno incluso anunció un paquete inicial de recursos destinado a impulsar la demanda interna. Pero ¿será necesaria una política fiscal expansiva? Analicemos.

Por ‘política expansiva’ me voy a referir a expandir el gasto público financiado con deuda y no a rebajar impuestos.

La teoría económica es clara en señalar que cuando una economía está experimentando una situación normal, en el sentido de que la tasa de interés de referencia del banco central está lejos de cero, la política óptima de estabilización es la política monetaria y no la fiscal. ¿Por qué? Porque la forma como actúa la política monetaria es a través de una alteración de las ofertas relativas de activos, especialmente financieros, y con ello sus precios y finalmente sus rendimientos, afectando así las decisiones de gasto de los consumidores e inversionistas. Bajo condiciones ideales, no debe provocar distorsión alguna en la economía, por lo que se vuelve eficiente. En este caso, no se debe usar una política fiscal expansiva debido a que en algún momento futuro se tendrá que poner impuestos para solventar el pago del financiamiento de ese

mayor gasto. Y si no estamos hablando de “*lump-sum*” impuestos, todo el resto de impuestos impone un costo social, ya que provocan una divergencia entre la valoración social y privada de la mayor producción generada y pueden ser evadidos. En términos más rigurosos, la política fiscal debe ceñirse a los cánones de la teoría clásica, es decir, al análisis costo-beneficio del gasto, por el cual el consumo público debe crecer hasta igualar la utilidad marginal del consumo privado, y la inversión pública hasta igualar la productividad marginal de la inversión privada. Las consideraciones de expandir la demanda agregada interna deben quedar atrás. Por otro lado, también se aplican las consideraciones del “*crowding-out*” que se produce sobre el gasto privado. Cuando la tasa de interés de referencia del banco central llega a cero, son otras consideraciones las que entran a tallar, pero no es este el momento de tratarlas.

Aplicando estas consideraciones al caso peruano, recomendaría que, de sentirse fuertes efectos negativos de la crisis mundial, se actúe primero respondiendo con política monetaria, incluyendo la posibilidad de usar mecanismos no convencionales. Respecto al gasto público, se debe priorizar el de inversión en infraestructura y sin que comprometa la actual estructura impositiva de la economía. Es decir, financiarlo con recursos acumulados y presupuestarios no deficitarios y convocando al sector privado. Pero de ninguna manera hacer una política de mayor gasto público financiado con más deuda.

Por otro lado, las perspectivas de la economía peruana para este año están mejorando por varias razones. Primero, la desaceleración de la economía mundial no sería tan acentuada como se preveía a mediados del año pasado. Segundo, el consumo del sector privado sigue creciendo fuertemente, a un ritmo superior al 6%. Tercero, la inversión privada acelerará su crecimiento inicialmente estimado, básicamente por un factor de mejoramiento de expectativas. Cuarto, el gasto público en inversión, bajo las consideraciones establecidas líneas arriba, debe crecer apreciablemente. Quinto, las tasas de interés en sus tramos

medios y largos están bajando autónomamente. Sexto, se estima que las exportaciones crecerán menos que el año pasado pero crecerán, quizá un 5%. Con esto, la economía se acercará a su crecimiento potencial de largo plazo. Si se cumplen estos supuestos, ¿para qué mayores estímulos fiscales que comprometan el futuro del país?

2.3 SOBRE EL DISEÑO DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL PAÍS (JULIO DE 2012)

A raíz del discurso presidencial del 28 de julio del presidente Humala, han surgido dudas sobre las posibilidades de financiamiento ante tantas promesas de gasto realizadas. El problema surge porque casi todas las promesas de gasto son de carácter permanente, es decir que una vez realizadas ya no se pueden revertir, como en el caso de los aumentos de remuneraciones, entre otras. Lo correcto sería que el financiamiento provenga de ingresos también permanentes, para no comprometer la salud fiscal y macroeconómica futura del país. En lo principal, ingresos permanentes son sinónimos de ingresos tributarios de naturaleza de largo plazo. La otra fuente de financiamiento son los ingresos transitorios, que pueden provenir de dinero guardado de anteriores períodos (que existen en un monto considerable) y/o que respondan al ciclo económico. Financiar gastos permanentes con ingresos transitorios sería un grave error de política. Según estimaciones del Banco Central de Reserva del Perú, desde el año 2009 el país viene experimentando déficits económicos estructurales que se calculan deduciendo “del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación” (*Reporte de inflación 2013*, del BCRP); y se espera que dicha situación se mantenga este año hasta 2014. Aun cuando el año pasado se obtuvo un superávit fiscal convencional y se espera que ocurra lo mismo este año y los dos próximos. Esta situación nos indica claramente que el riesgo de estar financiando mayores gastos permanentes con ingresos transitorios

es relativamente alto. Si se está mirando el resultado convencional, es decir, una situación superavitaria, se podría caer en ese error. Quizá en eso está la explicación del mensaje del señor ministro de Economía de que no hay que preocuparse por los mayores gastos porque “plata hay”. Cuidado con ello. Por otro lado, hay que tomar en cuenta que las principales modificaciones a la legislación tributaria en cumplimiento de las facultades delegadas por el Congreso han recaído sobre el sector formal, es decir, sobre los que siempre pagan impuestos. Y que todo parece indicar que el crecimiento económico que acompañará a este gobierno será de 6% o menos anual, al igual que un deterioro en los términos de intercambio. Con todo ello, veo difícil aumentar en tres puntos porcentuales la presión tributaria hacia finales del año 2015 como se ha propuesto el Gobierno. Con un agravante, que la nueva Ley 29854 (abril de 2012) establece como regla por seguir que el déficit estructural del sector público no financiero se reducirá en al menos 0,2% del PBI por año, a partir de 2013.

Todo esto configura una situación nada holgada para la expansión del gasto permanente del Gobierno general. O, en su defecto, se tendrá que ajustar el gasto no permanente, uno de cuyos principales rubros es el gasto en inversión. En cuyo caso, la política extendida de subsidios y remuneraciones en que está empeñado el Gobierno se hará sacrificando el gasto en inversión (infraestructura, investigación, etc.). Algo que, por supuesto, no es nada conveniente para el futuro del país.

2.4 ¿PUEDE UN AJUSTE FISCAL SER EXPANSIVO? (NOVIEMBRE DE 2012)

En los últimos veinte años, ha venido cobrando popularidad un enfoque teórico que establece que un ajuste fiscal puede ser expansivo en el corto plazo, contraviniendo así lo establecido por la teoría nekeynesiana, que señala claramente que una política fiscal contractiva es recesiva en el corto plazo y aumenta el desempleo. Dicho enfoque fue adoptado

por los países de la eurozona en problemas, como España e Italia, y por el Partido Republicano en los Estados Unidos. Sin embargo, más allá de la elegancia de los argumentos y de su rigurosidad científica, lo que manda, por lo menos para mí, son los dictados de la realidad. Y esta ha sido contundente en su veredicto: un ajuste fiscal es contractivo en el corto plazo y eleva el desempleo, como lo demuestran los casos de algunos de los países de la eurozona tales como España, Portugal e Italia, para no mencionar a Grecia¹⁹. Pero revisemos los argumentos teóricos que sustentan dicho enfoque.

Son varios los canales por los cuales un ajuste fiscal podría ser expansivo. Primero, el canal de las expectativas. Reducir el déficit fiscal hace que el sector privado tenga una percepción menor de *default* por parte del Gobierno, lo que provocará una reducción de las tasas de interés de corto y sobre todo largo plazo, y con ello expansión del consumo y la inversión, y también aumento en el precio de los *stocks* (efecto riqueza). Por otro lado, el sector privado también esperará menores impuestos en el futuro y, por consiguiente, mayores ingresos disponibles, incentivando el gasto en general. Además, si los inversionistas perciben que el Estado dejará de ser un factor perturbador para el buen comportamiento de la economía, mejorarán sus expectativas respecto al futuro e invertirán más. Segundo, reducir el déficit fiscal permite que la política monetaria sea más expansiva que antes, dada la meta de inflación, lo que provocará que la demanda agregada no se resienta en el corto plazo, ni, por ende, la producción y el empleo. Tercero, el ajuste fiscal deberá ir acompañado por reformas estructurales que incentiven el crecimiento y reduzcan el costo del ajuste, como reformas del mercado laboral, de bienes y servicios, privatizaciones, etc.

A despecho de todos estos argumentos y de estudios empíricos que supuestamente los respaldan (véase la sección “Bibliografía”), lo real es que actualmente el ajuste fiscal está lejos de ser expansivo en el corto

¹⁹ IMF. “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation”. En: *World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing*, capítulo 3. Estados Unidos, octubre de 2010.

plazo. Una lección de la que nuestras autoridades económicas deberían tomar nota.

2.5 POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL: UNA EVALUACIÓN (ABRIL DE 2013)

Los que trabajamos en el mundo de la macroeconomía y de la política económica estamos experimentando una situación pocas veces vista. Desde 2008 hasta el presente, el desarrollo de la coyuntura económica del mundo desarrollado ha impuesto serios cuestionamientos a la teoría macro establecida, mostrando sus serias limitaciones. Somos testigos también de los esfuerzos que los diseñadores de política económica han tenido que hacer para innovar sobre la marcha y encontrar soluciones nuevas a los problemas, haciendo teoría al andar. Ello ha llevado a replantear algunas creencias establecidas sobre todo para la política fiscal y monetaria.

Hoy se debe distinguir entre una situación “normal” o de “extrema crisis”. Puntualmente, si en una economía la política monetaria expansiva ha provocado que la tasa de interés de corto plazo sea cero y las de largo plazo sean muy cercanas a cero, la política monetaria convencional se vuelve impotente para alcanzar el pleno empleo. ¿Por qué? Porque el dinero se vuelve sustituto perfecto de los activos financieros (bonos) y la gente preferirá el dinero por su característica de liquidez. Por más base monetaria que el banco central cree, no se producirá tracción alguna sobre el resto de la economía. Este es el caso de los Estados Unidos. En este escenario, no habría inflación aun cuando la “maquinita” trabaje a toda marcha. Por el contrario, en una situación normal, cuando la tasa de interés es diferente de cero, sí se deben aplicar los cuidados normalmente estipulados por la teoría estándar respecto a la creación de dinero. Este es el caso del Perú.

Pero, en tal situación, ¿la política monetaria es impotente realmente? No. Se diseñó como alternativa hacer “*quantitative easing*” (QE), es decir, hacer una política monetaria no convencional, como por ejemplo comprar por medio del banco central activos financieros de largo plazo

o directamente al sector privado. En Estados Unidos se han aplicado tres programas de QE hasta la fecha. Los resultados no han sido muy convincentes, pero lo que sí va quedando claro es que su principal efecto se produciría a través de cambios en expectativas inflacionarias futuras²⁰. Los instrumentos “macroprudenciales” son otra alternativa.

La política fiscal cambia también de naturaleza. En una situación “anormal”, con tasa de interés en cero, la política fiscal adquiere mucha importancia. ¿Por qué? Porque en ese contexto un déficit fiscal no produce los efectos tradicionales de subir la tasa de interés y reducir por consiguiente el gasto privado. ¿Por qué? Porque habría exceso de fondos prestables correspondientes a una situación de pleno empleo. Lo que se estaría haciendo es usar recursos que el sector privado no desea usar. El caso de los Estados Unidos demuestra lo afirmado. Por otro lado, también ha quedado medianamente establecido que reducciones apreciables del déficit fiscal son contractivas en el corto plazo (véase la nota al pie 19). Ello a pesar de la cantidad de literatura que afirma que una consolidación fiscal es expansiva dado que mejora expectativas futuras. El caso de la eurozona lo comprueba (véase la sección “Bibliografía”, apartado “Artículos”).

Finalmente, queda claramente establecido que, en situaciones normales, la primera “arma” para enfrentar una situación de desaceleración o recesión y desempleo debe ser la política monetaria y no la fiscal. Esta última se presenta como alternativa cuando la política monetaria convencional se vuelve impotente. Es algo que se debe tener en cuenta aquí en el Perú.

2.6 ¿POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL EXPANSIVA? (AGOSTO DE 2013)

En los últimos días, el señor ministro de Economía anunció planes para enfrentar la desaceleración que está sufriendo la economía desde el segundo semestre de 2010 y que se está acentuando en el presente

²⁰ Friedman, B. *The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach*. NBER WP N.º 18960. Estados Unidos, abril de 2013.

año. Básicamente, anunció tres tipos de medidas: (a) gasto público expansivo, sobre todo el de inversión; (b) política monetaria expansiva, sobre todo vía reducción de encajes medios y marginales; y (c) medidas orientadas a seguir reduciendo trabas de carácter administrativo y legal para incentivar la inversión privada y privado-pública. En esta ocasión, analizaré la pertinencia de tal planteamiento.

Sobre la política fiscal, hay que tener en cuenta que el incremento del gasto público que tiene efecto sobre la demanda agregada interna, y por consiguiente sobre variables reales, es aquel incremento de naturaleza AUTÓNOMA, es decir, aquel que no es consecuencia de aumentos en los ingresos del Gobierno. En términos más rigurosos, son los incrementos del déficit fiscal y su financiamiento los que importan. No todo aumento del gasto público constituye una política fiscal expansiva, algo que al parecer no tienen del todo claro en el Gobierno. Por otro lado, la política fiscal debe de conciliar en todo momento objetivos de corto plazo con objetivos de largo plazo; por ejemplo, si se desea estimular la demanda, la política fiscal debe también buscar incrementar los incentivos a trabajar y ahorrar, a invertir en capital físico y humano, a promover la investigación científica y a proveer la necesaria infraestructura pública. A excepción de lo último, no se está siguiendo ese principio actualmente.

Si la tasa de interés de referencia del banco central está por encima de cero por ciento, la primera opción para restablecer el crecimiento de la economía es la política monetaria. La política fiscal se debe guiar por los principios del costo-beneficio, y no tanto por el manejo de la demanda agregada; es decir, tanto el consumo como la inversión pública se deben expandir hasta igualar en términos marginales la valoración del consumo e inversión privada, algo que al parecer tampoco tiene del todo claro el Gobierno.

La política monetaria moderadamente expansiva que viene implementando desde hace dos meses el banco central está usando como instrumento principal la reducción de encajes medios y marginales

en soles y no de la tasa de interés de referencia. Está haciendo uso de instrumentos “macroprudenciales” que buscan alcanzar objetivos específicos en el sector financiero. Considero que las consecuencias para la economía de estas medidas son fundamentalmente tres: (a) acelerar el crecimiento del crédito al sector privado para aumentar el gasto privado en consumo e inversión y estimular así el crecimiento de la economía y el empleo; su lado negativo es que impulsará aún más el déficit externo; (b) reducir las distorsiones que la política pasada de subir encajes había impuesto al funcionamiento del sector financiero; lo que traerá como consecuencia presiones para reducir las tasas activas y aumentar las tasas pasivas bancarias; y (c) generar presiones alcistas sobre el tipo de cambio nominal (precio del dólar) al hacer más escaso en términos relativos el dólar, dado que la oferta monetaria de soles aumentará. Todo esto en un contexto de expectativas de inflación de largo plazo ancladas en la meta de inflación.

Lo que sí es claramente conveniente es la política de reducir el exceso de tramitología y permisología que retrasa la inversión privada.

2.7 A PROPÓSITO DEL PAGO DE IMPUESTOS DEL AÑO 2013 (MARZO DE 2014)

Una apreciable cantidad de agentes económicos que radican en el país se encuentran abocados a realizar su Declaración Jurada de Impuestos correspondiente al ejercicio gravable 2013. En mi caso particular, ya la realicé pero siempre quedo con una sensación de insatisfacción por lo pagado, no por el hecho de cumplir con el país pagando impuestos sino por el monto involucrado. Considero que se debe hacer algo al respecto, y este artículo es un aporte en esa dirección.

Las tasas de impuesto a la renta (30%) e IGV (18%) me parecen inconvenientemente altas y están lejos de promover un adecuado crecimiento potencial de la economía y mayores niveles de bienestar social. ¿Por qué? Veamos.

Percibo que existe cierto consenso en la profesión sobre que las piedras angulares para lograr un crecimiento alto y sostenido, así como favorecer la creación de empleo, son las siguientes: (a) una política monetaria sensata que se preocupe por mantener bajo control la inflación; (b) una política de gasto fiscal responsable que no genere déficits estructurales y genere eficiencia; (c) una estructura impositiva con pocos impuestos, tasas bajas y equitativa; y (d) regulaciones de la actividad privada transparentes y predecibles. Me centraré en el tema impositivo.

Una revisión seria de la literatura reciente al respecto lleva a obtener dos conclusiones importantes. Primero, que está bajo serios cuestionamientos la recomendación de la literatura convencional de que el ingreso proveniente del capital (utilidades, intereses, etc.) debe tener altos impuestos o que los tenga similares al ingreso proveniente del trabajo, como es el caso del Perú. Tal conclusión se desprende de un supuesto muy restrictivo, que es el de asumir que el ahorro es una proporción fija del ingreso. Cuando se asume que no es así y que más bien es el resultado de un proceso de optimización de los consumidores en el tiempo (con lo que estoy de acuerdo), la conclusión cambia drásticamente y se recomienda que el impuesto al ingreso del capital sea reducido y menor que el que gravaría el ingreso proveniente del trabajo. Segundo, ampliar la base tributaria y reducir las tasas impositivas. Sea con modelos de crecimiento exógeno o endógeno, se demuestra que menores tasas impositivas elevan la acumulación de capital en el tiempo y con ello el crecimiento económico²¹. Un 30% de impuesto a la renta del trabajo, por ejemplo, crea desincentivos para generar mayor valor agregado en la economía. Es lógico pensar que si se redujeran las tasas impositivas, caerían los ingresos tributarios y con ello se generarían brechas de financiamiento para el Gobierno, comprometiendo la

²¹ IMF. "IMF Survey: Sound Policy Design: The Efficient Way to Cut Inequality", marzo de 2014.

estabilidad fiscal. Puede suceder. Por eso, la medida recomendada debe ser reducir las tasas pero al mismo tiempo tomar dos acciones: (a) reducir drásticamente las exoneraciones tributarias y otros tratamientos preferenciales que se estiman entre 2-3% del PBI; y (b) combatir, pero de verdad, la evasión tributaria (se estima que el 40% del PBI se genera en el sector informal). Por otro lado, también está claramente demostrado que es mucho mejor gravar el consumo que el ingreso, dado que cuando gravas el ingreso, desincentivas el ahorro, la inversión y el crecimiento económico; en cambio, el consumo refleja mejor los beneficios que una persona recibe como miembro de la sociedad, al medir la cantidad de bienes y servicios de que disfruta.

En resumen, propongo hacer una verdadera reforma tributaria, que implique reducir tasas impositivas al IGV y a la renta; reducir fuertemente las exoneraciones tributarias; combatir, de verdad, la evasión tributaria; gravar el consumo más que el ingreso; e implementar un sistema simple, claro y transparente. En el mediano plazo, podría llevarse el IGV a un 15% y/o la tasa máxima del impuesto a la renta a las personas a 25%. El impuesto a las utilidades empresariales sería menor.

2.8 EL MEF Y LA COYUNTURA: ¿ACTUANDO BIEN? (JUNIO DE 2014)

Ante la evidente desaceleración de la economía, el MEF ha respondido con un conjunto de medidas supuestamente reactivadoras que tienen cuatro ejes medulares: (a) de carácter tributario, orientadas, en lo fundamental, a disminuir la deuda tributaria de las empresas; (b) de carácter laboral, tendientes a flexibilizar exigencias respecto al tema de la seguridad y la salud del trabajador; (c) de carácter ambiental, orientadas a disminuir exigencias en este orden; y (d) reducción de trámites y permisos que supuestamente traban las decisiones de inversión. Con este conjunto de medidas, busca reactivar el crecimiento de la economía en el corto plazo.

Desde un punto de vista conceptual, podríamos clasificar el conjunto de medidas como orientadas a combatir choques de oferta, es decir, provenientes del lado real de la economía. Me da la impresión de que detrás de su diagnóstico está el modelo de los ciclos reales²². Según este modelo, las variaciones en la tasa de crecimiento de una economía son producidas por factores reales (oferta) y no por variaciones en la demanda agregada. Básicamente, por factores como cambios en la innovación tecnológica, preferencias o factores externos. El crecimiento actual es siempre igual al potencial, de forma tal que no hay lugar a políticas de demanda agregada que intenten remediar la fase de un ciclo, porque siempre se está en pleno empleo. Según esto, lo que estaría pasando aquí es que lo que se está desacelerando es el crecimiento potencial, por consiguiente, no hay lugar a políticas fiscales y/o monetarias que traten de reactivar el gasto privado o público; solo sirven políticas de carácter estructural (oferta) que aumenten la eficiencia del aparato productivo. ¿Esto es así? Considero que no, parcialmente. Veamos por qué.

Hasta antes del año 2012, se estimaba el crecimiento potencial entre 6% y 6,5% anual. A partir de entonces, las condiciones favorables externas comenzaron a normalizarse en términos de precios de las materias primas que el país exporta, así como de flujos de capitales y también del crecimiento de la inversión privada, afectando la función de producción ampliada de la economía y con ello el crecimiento potencial. Es probable que el crecimiento potencial haya disminuido a algún valor alrededor de 5% anual como consecuencia de lo anotado. Pero el ritmo actual es de alrededor del 3,5% y con tendencia a la baja, con lo que resulta difícil sostener que son solo factores de oferta los causantes. Es probable la presencia de factores de demanda, como lo evidencia la apreciable desaceleración de la inversión privada, que está creciendo a ritmos del 2% anual, y de la inversión pública; a ello

²² Snowdon, Brian y Howard Vane. "The Real Business Cycle School". En: *Modern Macroeconomics*. Estados Unidos: Edward Elgar, p. 294.

se suma la reducción apreciable de las exportaciones netas. Por ello, se deben tomar medidas de demanda que restituyan a su dinámica anterior el gasto privado (consumo y, sobre todo, inversión) y la inversión pública, especialmente a nivel regional y municipal. Teniendo en cuenta dos restricciones: (a) la inflación “*core*”, que no sobrepase la meta; y (b) el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que no sobrepase el financiamiento con capitales de largo plazo considerado como sostenible. Lo que se debe buscar es combinar medidas que afecten positivamente la dinámica de corto plazo y, al mismo tiempo, el crecimiento potencial de la economía, como por ejemplo la inversión en infraestructura.

2.9 SOBRE LOS PAQUETES DE REACTIVACIÓN (OCTUBRE DE 2014)

La Comisión de Economía acaba de aprobar un tercer paquete de medidas enviadas por el Ejecutivo para tratar de reactivar la economía vía la promoción de la inversión privada; porque eso es lo que busca este conjunto de medidas. Y se ha anunciado un cuarto paquete que incluiría medidas más agresivas, entre ellas una rebaja de impuestos, especialmente del IGV. ¿Es eso lo que se necesita en estos momentos? Veamos.

En el análisis que sigue, utilizaré el modelo australiano de dos sectores (transable y no transable), complementado con el aporte de R. Dornbusch²³ y las experiencias extraídas de la aplicación de política fiscal en los países de la eurozona y en los Estados Unidos.

La economía peruana está experimentando un proceso agudo de desaceleración que llevará a tener este año un crecimiento de alrededor del 3%, un poco menos quizá. Los principales sectores transables hasta agosto registran un crecimiento prácticamente de cero, incluyendo la

²³ Dornbusch, R. *Open Economy Macroeconomics*. Nueva York: Basic Books Inc. Publishers, 1980 (partes 2, 3, 4 y 5).

manufactura. Los principales sectores no transables están creciendo, sobre todo servicios y comercio, pero a tasas decrecientes. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos está creciendo respecto a años anteriores, y a septiembre registra un 5,4% del PBI. La inflación “*core*” está dentro del rango meta (2,6%). Y el empleo formal urbano registra tasas de crecimiento de alrededor del 2%. El entorno internacional es desfavorable tanto en lo que concierne a términos de intercambio, como a exportaciones reales e influjo bruto de capitales externos. Pero debo decir que en realidad el entorno internacional se está “normalizando”, dado que la situación favorable de los últimos años era insostenible, lo que tendrá repercusiones sobre el crecimiento potencial de la economía, el cual tendrá que reestimarse hacia abajo.

Frente a esta realidad, ¿qué explicación ofrecemos? Son factores de índole externa e interna los que se juntaron para crear la situación descrita. Menores exportaciones reales, deterioro de los términos de intercambio y menores influjos brutos de capitales externos, aunados al deterioro de expectativas de consumidores y sobre todo inversionistas, y a factores institucionales adversos que afectaron la inversión pública, provocaron una rápida desaceleración de la demanda agregada, sobre todo la interna, que hizo inviable el tipo de cambio real prevaleciente, exigiendo una devaluación real importante. No se debe olvidar que todo ajuste en el déficit de cuenta corriente implica no solo balancear gasto e ingreso, sino también un ajuste de precios relativos (tipo de cambio real).

Lo que se necesita ahora es una política económica que tenga por lo menos tres componentes: (a) devaluación real superior a la obtenida hasta el momento para evitar que la recuperación sea innecesariamente larga; (b) política de demanda agregada moderadamente expansiva, tanto fiscal como monetaria. En lo fiscal, expandiendo el gasto en infraestructura que, la experiencia ha demostrado, tiene un multiplicador realmente alto. Reducir impuestos es conveniente, pero sus efectos son de mediano y largo plazo; afectan más a la productividad

que a la demanda agregada en el corto plazo. Además, tienen que ir acompañados de credibilidad, expansión de la base tributaria y, sobre todo, de una reducción importante de las exoneraciones tributarias y otros tratamientos preferenciales, amén de cargar el peso de la reducción en los impuestos al ingreso, que tanto desaliento provocan al ahorro, la inversión y el crecimiento, y no tanto en el IGV; y (c) reformas estructurales que aumenten la productividad y competitividad de la economía. La política económica tiene que ser coherente y no por parches como se está haciendo ahora.

2.10 SOBRE LA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA DEL GOBIERNO (NOVIEMBRE DE 2014)

El gobierno del presidente Humala acaba de anunciar una serie de medidas de política económica destinadas a reactivar la economía vía la estimulación del gasto privado, empresas y personas, y del gasto público. Saludo el reconocimiento, algo tardío, en el diagnóstico de que la aguda desaceleración que está viviendo la economía no es causada en lo principal por factores de oferta, sino que tiene un fuerte componente de demanda, es decir, déficit de demanda que había que enfrentar. En lo que sigue, voy a analizar los probables efectos de corto plazo del aumento en el gasto público y de la reducción de impuestos a la renta del sector privado. Para ello, utilizaré la teoría de la restricción presupuestaria²⁴ y la experiencia de la política fiscal en los países de la eurozona y los Estados Unidos.

El Gobierno está aumentando el gasto fiscal. Importa mucho el destino de ese gasto y si es exógeno o no. En lo fundamental, el aumento del gasto se irá a gasto corriente (aguinaldos, por ejemplo). La experiencia reciente demuestra claramente que para tener fuertes efectos expansivos sobre la demanda agregada interna, el mayor gasto

²⁴ Stevenson, A.; V. Muscatelli y M. Gregory. *Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*. Phillip Allan / Barnes and Noble Books, 1988 (capítulos 5 y 6).

debería ir a inversión en infraestructura; existen estimados del FMI de que el multiplicador de ese gasto puede llegar a 3. En cambio, el multiplicador del gasto corriente tiende a 1²⁵. Por otro lado, se han bajado impuestos a las utilidades de las empresas que reinviertan, y se ha subido el impuesto a los dividendos. Claramente, lo que se busca es cambiar las rentabilidades relativas de la inversión frente al consumo. Considero innecesario el aumento del impuesto a los dividendos, ya que con abaratar la inversión se hacía relativamente más costoso repartir dividendos. También se redujo el impuesto a la renta de las personas naturales. *Ceteris paribus*, una parte del sector privado va a tener más dinero para gastar, pero el Gobierno va a tener menos; en este punto, importarán las diferencias en propensiones marginales a gastar. Pero lo que verdaderamente importa para saber si el impacto va a ser apreciable o no es cómo se financiará el déficit resultante. El Gobierno ha estimado un déficit de alrededor del 2% del PBI y ha anunciado que lo financiará con venta de bonos al sector privado nacional. ¿Será importante el impacto sobre la economía?

Con la reducción de impuestos, aquellos del sector privado que pagan impuestos tendrán un mayor ingreso disponible, con lo que se espera provocar una expansión fuerte de su gasto. Pero el Gobierno, al pedir prestado a otro segmento del sector privado (inversionistas), está reduciendo la oferta de fondos prestables y presionando la tasa de interés. *Ceteris paribus* con la política monetaria, ello ocasionará que los que pagan impuestos tendrán más ingreso disponible, pero los que prestan al Gobierno tendrán menos recursos a su disposición, además de presionar al alza la tasa de interés y afectar negativamente sus posibilidades de inversión. De haber un efecto neto, tendrá que ser el derivado del alza en la tasa de interés y sus consecuencias en los diferentes mercados de la economía.

²⁵ IMF. *Medium Term Fiscal Multipliers During Protracted Recessions*. IMFWP N.º14/213, noviembre de 2014.

Por ello, recomiendo al Gobierno financiar el déficit, en lo principal, con los recursos que tiene depositados en el banco central. En el corto plazo, funcionaría como una mezcla de política fiscal y monetaria expansiva con un fuerte efecto sobre el gasto interno.

En resumen, de insistir el Gobierno en su posición, los efectos de corto plazo de su política fiscal expansiva serán modestos.

III. POLÍTICA MONETARIA

En términos modernos, se reconoce la importancia de la política monetaria en el combate a los efectos de un ciclo económico. Se postula que sea el primer instrumento de política económica en salir a enfrentar los efectos de un ciclo económico, antes incluso que la política fiscal. La razón de ello es que la política monetaria produce menores distorsiones en la economía. Sin embargo, la gran crisis financiera de 2008-2009 ha modificado una serie de paradigmas que se creían sólidamente establecidos. Cuando la política monetaria convencional llega a una situación extrema, es decir, cuando las tasas de interés de muy corto plazo están en cero por ciento, se alteran una serie de conclusiones válidas para situaciones más normales. Por ejemplo, aumentos masivos de la base monetaria del banco central no producen inflaciones altas o hiperinflaciones en un período de tiempo tan extenso como seis años, como lo demuestra la experiencia de la economía de los Estados Unidos. O, que en esa situación, la política monetaria se vuelve inútil para tratar de restablecer el pleno empleo, lo que se ha demostrado que no es del todo cierto. Por otro lado, hoy se reconoce la tremenda importancia que tiene el sector financiero en el inicio y desarrollo de

una crisis financiero-económica. Los modelos monetarios vigentes están bajo cuestionamiento por ignorar a dicho sector. Los modelos macroeconómicos dominantes en la teoría y formulación de política económica, como los dinámicos y estocásticos de equilibrio general (DSGE, por sus siglas en inglés) también se encuentran bajo los mismos cuestionamientos. Solventar estas deficiencias es una tarea que la investigación económica tiene por delante.

3.1 SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN (ENERO DE 2012)

Según cifras recientes dadas a conocer por el INEI, el año 2011 cerró con una inflación de 4,74%, por encima de la meta del BCRP, fijada en 2% anual (3% como límite superior). Esta inflación se podría caracterizar, en lo fundamental, como una inflación de alimentos (cercana al 10%), dado que fueron los precios de alimentos los que la impulsaron más fuertemente. Es el peor tipo de inflación que puede tener un país con amplios sectores de su población en situación de pobreza y extrema pobreza, ya que es la que golpea duramente a dichos sectores. Pero ¿qué produjo tal inflación? Para responder la pregunta, debemos recordar que son cuatro los factores que determinan una inflación en el corto plazo: (a) presiones de demanda, (b) presiones de oferta, (c) inflación importada y (d) expectativas. Respecto al primer factor, tendríamos que decir que, en promedio, la demanda interna nominal creció más que el PBI potencial, sobre todo en los primeros meses del año, impulsando un crecimiento cercano al 4% de la inflación subyacente; esto configuró en alguna medida presiones inflacionarias de demanda. Existieron también presiones provenientes del lado de la oferta interna, derivadas, en lo sustancial, de factores climatológicos adversos que afectaron los precios de algunos alimentos; y del crecimiento de la productividad de factores que sirvió para aminorar las presiones provenientes de los otros factores por ser considerados. La inflación importada cumplió un rol

importante, ya que a nivel mundial los llamados *commodities* (alimentos y petróleo) registraron aumentos de precios considerables sobre todo en el primer semestre del año. Como el Perú importa en forma apreciable alimentos y combustibles, tales aumentos en los mercados mundiales se vieron reflejados internamente. Un factor que jugó en contra fue la apreciación del tipo de cambio nominal (4%), pero que no alcanzó para servir de contrapeso a la inflación importada, indicando así que el *pass-through* en el Perú es relativamente pequeño. Las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se desengancharon durante el año de la meta del BCRP, situándose alrededor del 3% de inflación anual. Ello contribuyó a poner su granito de arena en el comportamiento de la inflación. Ante este panorama, el BCRP creyó conveniente no rebajar su tasa de interés de referencia (4,25%), lo cual me pareció una decisión sensata, no obstante la petición de algunos economistas muy cercanos al Gobierno que sostenían que era necesario rebajarla en vista de la crisis internacional que se avecina.

Para el año 2012, estimo que la inflación debería ser menor en consideración a que la economía registrará una menor tasa de crecimiento tanto de la producción como de la demanda agregada, así como al hecho de que la economía mundial se desacelerará fuertemente, reduciendo con ello presiones alcistas sobre el precio de los alimentos y combustibles. Es probable que, en este escenario, la inflación se acerque al rango meta del BCRP (1-3%). Las expectativas de inflación de los agentes económicos no tendrían motivo para no engancharse con el 2% del BCRP.

Habría que resaltar que de ocurrir lo pronosticado para el año 2012, el BCRP tendría mayor libertad de maniobra con la tasa de interés de referencia y, en general, con la política monetaria, ya que si la nueva crisis internacional nos golpease fuertemente, podría tranquilamente implementar una política monetaria expansiva sin preocuparse en exceso de la inflación.

3.2 INFLUJO DE CAPITALES Y LA ECONOMÍA NACIONAL (OCTUBRE DE 2012)

La economía peruana está experimentando un ingreso bastante apreciable de capitales externos en el presente año. En lo principal son capitales privados de largo plazo, básicamente para inversión y deuda del sector financiero y no financiero. Los primeros vienen a buscar una mayor rentabilidad del capital. Los segundos sacan provecho del menor costo de endeudamiento que enfrenta el país en el mundo. En el primer trimestre, el saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos, reflejo de los movimientos de capitales, registró un superávit equivalente al 14% del PBI. En el segundo trimestre, un superávit de 7,5% del PBI. Debido a este comportamiento del influjo de capitales y a su secuela sobre el tipo de cambio real (apreciación), y también al deterioro de los términos de intercambio, la cuenta corriente está experimentando un déficit creciente que se estima llegaría por lo menos a un 4% del PBI a finales del año. ¿Qué está pasando?

Lo que sucede es que debido al ingreso masivo de capitales el país está gastando más de lo que produce; en concreto, el gasto interno es superior al PNB. De este mayor gasto, parte se gasta en bienes y servicios transables, y parte en bienes y servicios no transables. El primer tipo de gasto no afecta mayormente al tipo de cambio real pero sí al resultado de la cuenta corriente. El segundo, presiona el tipo de cambio real hacia abajo al producir un aumento de los precios no transables y una expansión de dicho tipo de actividades. La cuenta corriente se deteriora entonces por un efecto gasto y un efecto precio relativo. La economía como un todo experimenta un crecimiento relativamente alto y son los sectores no transables los que más crecen. El empleo aumenta y los ingresos también. Al igual que las RIN.

En el período enero-julio, la economía creció 6,3%, impulsada en lo principal por sectores básicamente no transables como construcción (15,7%); servicios, en especial financiero y seguros (11%), restaurantes

y hoteles (9,5%); y comercio (7%). Los sectores transables crecieron bastante menos, en especial manufactura (0,36%). Los precios no transables aumentaron 2,5% y los transables en 1,5%, en el período diciembre-agosto del presente año. El tipo de cambio real multilateral disminuyó en 11,2% a agosto. El empleo urbano creció 4% en el primer semestre, siendo los sectores servicios (5,6%) y comercio (3,2%) los responsables. El ingreso promedio en Lima creció 8% en el trimestre junio-agosto. Las RIN superaron la barrera de los 60.000 millones de dólares.

Todo esto configura un escenario auspicioso pero con ciertos riesgos para la economía. Es probable que sigan entrando cantidades apreciables de capitales de largo plazo, especialmente si se concretan las inversiones estimadas para el período 2012-2014, cercanas a los 50.000 millones de dólares; también si las empresas financieras y no financieras siguen sacando provecho de las condiciones favorables de endeudamiento en el exterior. La economía podría seguir creciendo a tasas interesantes, de entre 5% y 6% anual. Pero la cuenta corriente podría seguir empeorando su déficit; la inflación, subiendo por presiones de demanda; y el tipo de cambio real, bajando aún más, afectando seriamente la competitividad del aparato productivo nacional, por lo que hay que procurar ganancias de productividad en otros sectores que compensen tal caída. El MEF no debería crear déficit fiscal en este entorno, sino superávit. El BCRP tendrá que seguir implementando medidas restrictivas usando instrumentos diferentes a las tasas de interés. Se deberá aumentar, progresivamente, el porcentaje que las AFP puedan invertir en el exterior. El peligro mayor es que la entrada de capitales se revierta violentamente, ocasionando serios problemas para el país. Hay que cuidar que esto no suceda. Por ello, una de las medidas que se debe seguir implementando es aumentar las RIN.

3.3 ¿QUÉ LE ESTÁ PASANDO AL DÓLAR? (ENERO DE 2013)

En los últimos tiempos, algunos sectores de la sociedad han mostrado su preocupación por la caída en el precio del dólar (tipo de cambio nominal). Hoy se encuentra en niveles por debajo de 2,65 soles por dólar y con tendencia a seguir bajando. Pero, en realidad, este comportamiento no es reciente, se viene registrando en los últimos cinco años por lo menos. ¿Qué lo origina? Veamos.

Lo primero que hay que distinguir es entre tipo de cambio nominal y real. El que es relevante para la competitividad del aparato productivo es el valor real del dólar, y por consiguiente es el que afecta la producción, el empleo, los salarios y la distribución del ingreso. Sucede que el tipo de cambio real ha venido cayendo en forma apreciable, alrededor de 15% en los últimos cinco años, restando así, *ceteris paribus*, competitividad a la producción nacional.

Lo segundo que se debe considerar es que el tipo de cambio nominal es un precio relativo entre dos activos financieros, dólar y sol, y que por consiguiente está determinado, en el largo plazo, por flujos provenientes de la balanza de pagos y, en el corto plazo, por ajustes de portafolio, en el que las expectativas cumplen un rol fundamental. Lo que está sucediendo es que están ingresando al país apreciables cantidades de capitales desde el exterior. En lo fundamental, capitales privados de largo plazo, tanto por concepto de inversión directa extranjera como por endeudamiento del sector financiero y no financiero nacional, aprovechando los bajos costos externos de captar capitales. Se estima que el año pasado (2012) se dio un influjo bruto de capitales del orden del 10% del PBI y que este año se registraría un monto similar.

Estos capitales vienen atraídos por diferencias en la eficiencia marginal del capital y también por expectativas. A esto se suman los ajustes de portafolio nacionales (desdolarización) y el dinero del narcotráfico, que ha venido creciendo en los últimos años. Según mis estimados, el año 2012 habrían ingresado por este concepto alrededor

de 3.000 millones de dólares. Todo esto hace abundar al dólar en términos relativos y por ello su precio baja.

Lo tercero por considerar es que no todo el ingreso bruto de capitales hace caer el tipo de cambio real. Solo aquella parte que se gasta en bienes y servicios no transables presiona hacia abajo el valor real del dólar.

¿Y qué se puede hacer? Cambiar la tendencia señalada por el mercado no es algo deseable de realizar. Además, sería muy costoso para el país. Lo que sería deseable es administrar la caída del precio del dólar reduciendo, en la medida de lo posible, la volatilidad, para hacer eficiente la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. Para ello, deberían sumar esfuerzos el BCRP, el MEF y la SBS, coordinando acciones. La posibilidad de un control de capitales solo sería aplicable al “*hot money*”, pero no a los capitales de largo plazo. El aumento del límite operativo a las AFP para el exterior es imperativo; la reciente medida del banco central, de aumentar a 36%, es insuficiente. Las emisiones en el extranjero que planean Cofide (1.000 millones de dólares) y el Fondo Mi Vivienda (hasta 800 millones) deben ser estrechamente coordinadas con el BCRP.

¿Cuál es la tendencia futura del precio del dólar? *Ceteris paribus*, es hacia la baja todo este año, aunque se podrían presentar “hipos” cambiarios en cualquier momento, producidos en lo fundamental por cambios de expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, va a depender mucho de la política monetaria implementada por el banco central de los Estados Unidos, la que estará influenciada, a su vez, por el comportamiento de su economía.

¿Se puede predecir con exactitud el valor nominal del dólar? No. No hay modelo económico que lo pueda hacer. Más aún si son modelos econométricos que no han superado la “crítica de Lucas”. Es una irresponsabilidad hacer públicas esas estimaciones.

La recomendación al sector privado es que busque en otras áreas (inversión en tecnología, capital humano, infraestructura, investigación

y desarrollo, etc.) ganancias de productividad que compensen la caída en el tipo de cambio real; y al Gobierno, que colabore en ello bajando los costos de energía, puertos y aeropuertos, que construya infraestructura y que reduzca costos administrativos y tiempos de aprobación de los permisos necesarios para realizar inversiones.

¿Quiénes ganan con la caída en el precio del dólar? En primer lugar, personas y empresas que tienen ingresos en soles y deudas en dólares como los créditos hipotecario, vehicular, personal, etc. En segundo lugar, los importadores, que pueden, si desean, reducir sus precios en soles.

¿Quiénes pierden? En primer lugar, las familias que reciben remesas de sus familiares que están en el extranjero trabajando. El año pasado, significaron casi 3.000 millones de dólares. En segundo lugar, los exportadores no tradicionales, que por este canal ven afectada su competitividad internacional pero que pueden compensar mejorando en otras áreas. En tercer lugar, los productores nacionales que producen bienes y servicios que compiten con las importaciones en el mercado nacional.

Finalmente, es preciso señalar que toda apreciación (caída) en el tipo de cambio real no significa necesariamente una pérdida de competitividad. Puede significar una mejora de competitividad cuando es un fenómeno que se da a lo largo de cinco, diez o más años y es el resultado de ganancias en productividad, especialmente en el sector transable de la economía (efecto Balassa-Samuelson). Sería una pérdida cuando el tipo de cambio real se aparta significativamente de su valor de equilibrio. El año 2012, las exportaciones no tradicionales crecieron alrededor de 8% en términos reales a pesar de la caída del valor real del dólar; un crecimiento bastante apreciable que contradiría el pesimismo al respecto.

3.4 ¿ES LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE LOS ESTADOS UNIDOS INFLACIONARIA? (FEBRERO DE 2013)

La política monetaria implementada por el banco central de los Estados Unidos desde 2008 hasta 2013 ha sido impresionantemente expansiva. En efecto, la base monetaria relevante se ha más que triplicado en el período. Las tasas de interés de corto plazo están prácticamente en cero y las de largo plazo, en alrededor del 2%. En un primer momento, se instrumentó una política monetaria convencional que llevó la tasa de interés de corto plazo a cero. Luego, se pusieron en práctica tres *quantitative easing* (QE), la última de las cuales está en curso y significa grandes cantidades de emisión monetaria. Todo esto ha llevado a la formulación de muchas críticas. Primero, de los países emergentes exitosos, que se han visto obligados a implementar una política monetaria expansiva también, al tratar de evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio; en el caso peruano, se han tenido que aplicar acciones de esterilización monetaria. Segundo, de economistas monetaristas que esperan que en un futuro cercano se experimente una fuerte inflación en los Estados Unidos²⁶. Unos dicen que con un desempleo cercano a 8% es muy difícil tener inflación²⁷. Otros sostienen que las expectativas de inflación, alimentadas por las QE, pueden cambiar en cualquier momento y, con una consolidación del crecimiento, la inflación se disparará²⁸. Lo real es que hasta el presente la tasa “core” de inflación está por debajo del 2% anual y el crecimiento del agregado monetario relevante (M2) en menos del 15%, al no darse una expansión sustancial del crédito.

²⁶ Greenlaw, David; James Hamilton, Peter Hooper y Frederic Mishkin. *Fiscal Crisis and the Role of Monetary Policy*. NBER Working Paper 19297, agosto de 2013.

²⁷ Krugman, Paul. “The Conscience of a Liberal”. En: *Krugman Blog*, enero-febrero de 2013. <<http://www.krugmanblog.com>>.

²⁸ Feldstein, Martin. “The FED’s dangerous direction”. En: *The Wall Street Journal*, enero de 2013.

En circunstancias normales, los desarrollos monetarios anotados sin duda alguna hubiesen provocado una alta inflación. Pero en la presente situación, con un profundo desempleo, la tasa de interés de referencia en cero por ciento, las expectativas de inflación de largo plazo ancladas en 2 por ciento y una situación en el mercado financiero no del todo normal, la actual expansión de la base monetaria es difícil que produzca inflación, como lo ha comprobado el período 2008-2012. En el mercado monetario se estaría viviendo una situación de exceso de demanda por dinero dada la tasa de interés en cero.

Un requisito importante para que la expansión monetaria provoque reactivación de la economía es que la gente crea que dicha expansión va a continuar en el tiempo, lo que ha sido anunciado. Otro es que genere expectativas mayores de inflación.

Lo cierto es que la posibilidad de inflación está latente. Cuando la economía consolide su reactivación, el banco central tendrá que aplicar medidas para que rápidamente absorba la base monetaria creada. El Dr. Bernanke ha sostenido públicamente que tiene listas las medidas convenientes para que ello suceda²⁹. Últimamente ha salido una idea que va ganando adeptos: aumentar la remuneración al encaje bancario para crear el tiempo suficiente para que otras medidas surtan sus efectos³⁰.

Cuando ello suceda, aparecerán algunos efectos aquí. Uno de los principales es sobre el dólar. En el margen, vendrán, en términos relativos, menos capitales extranjeros, con lo que disminuirán las presiones hacia la baja sobre el precio del dólar. El tipo de cambio nominal (valor del dólar) y real tendrán que subir como un movimiento acomodaticio a la nueva realidad. Por ello es importante que el Gobierno siga con la política de generar superávit fiscal.

²⁹ Bernanke, Ben. "The Economic Recovery and Economic Policy". The Economic Club of New York. The FED Presidential Speeches, noviembre de 2012.

³⁰ Feldstein, Martin. "FED Policy and Inflation Risk". En: *Project Syndicate*, marzo de 2012. <<http://www.project-syndicate.org/columnist/martin-feldstein>>.

3.5 SOBRE EL COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL DÓLAR (MAYO DE 2013)

En forma drástica, el precio del dólar comenzó a subir desde hace aproximadamente dos semanas en el país, es decir, durante la segunda quincena de mayo. En efecto, hasta la primera quincena de mayo, la devaluación acumulada en todo el año fue de 1,9%. Hacia finales de la segunda quincena, la devaluación acumulada fue de 7,25%. La pregunta es: ¿por qué?

La teoría económica es clara en señalar que cuando el precio de un activo fluctúa drásticamente en el muy corto plazo, la razón principal de ello es un ajuste de portafolio de los agentes económicos. Y ¿por qué se daría ese ajuste de portafolio? Fundamentalmente, debido a cambios en las expectativas respecto al futuro. Y ¿por qué cambiarían las expectativas? Porque llegan al mercado nuevas noticias relevantes. Apliquemos este enfoque teórico al caso peruano.

Cuando el Gobierno anunció su firme intención de comprar el complejo de La Pampilla, el dólar comenzó a registrar una tendencia alcista. Al día siguiente de que el Gobierno hiciera pública su decisión de no participar en tal adquisición, el dólar registró una fuerte baja en su cotización. Luego de cuatro o cinco días, volvió a retomar una tendencia fuertemente alcista. Al día de cierre de este artículo, el valor del dólar llegó a 2,737 soles. ¿Que de nuevo sucedió? Sucedieron dos cosas relevantes. Una externa. Otra interna. El factor externo tuvo que ver con la situación económica de los Estados Unidos, y en especial con la rentabilidad ofrecida por la Bolsa de Valores de Nueva York y con desarrollos respecto a las tasas de interés. Se conoció que la economía de ese país había crecido 2,4% en el primer trimestre del año, inferior a su crecimiento potencial, estimado en 3%, pero muy cercano a las previsiones de los analistas. La rentabilidad de Wall Street alcanzó niveles no vistos en los últimos tiempos y las tasas de interés de largo plazo subieron apreciablemente, reflejando optimismo sobre la economía de ese país. Esto está provocando un ajuste de portafolio en los agentes

económicos. Están regresando a hacer inversiones en los mercados de los Estados Unidos y alejándose de los mercados emergentes, entre ellos el Perú. El otro factor tiene que ver con las estimaciones sobre la desaceleración que está experimentando la economía peruana. Si se percibe que esta puede profundizarse, se esperará que el banco central relaje su política monetaria y baje las tasas de interés. Ello provocará tres resultados. Primero, que los rendimientos de los bonos disminuyan. Segundo, que el precio de los *stocks* disminuya, afectando adversamente el resultado de la bolsa de valores. Y tercero, que el tipo de cambio nominal suba, que es lo que está sucediendo actualmente. Como todo ajuste de portafolio, tiene una duración finita, por lo que en algún momento el precio del dólar dejará de subir. La pregunta es: ¿tomará una tendencia hacia la baja o se estabilizará alrededor de algún nivel superior al alcanzado en semanas previas?

Habíamos concluido líneas arriba que el comportamiento alcista observado se debía, en lo fundamental, a un ajuste de portafolio de los inversionistas extranjeros y nacionales provocado por los aumentos de rentabilidad esperados en los Estados Unidos y, en menor medida, por expectativas de una agudización en la desaceleración de la economía peruana. En esta ocasión, deseo profundizar dicho análisis.

Usaré el modelo australiano de economía abierta. Lo que ha venido sucediendo en el país es que desde hace buen tiempo el gasto interno está superando al valor de la producción nacional (PNB), produciendo así un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Eso se debe, en lo fundamental, al ingreso de capitales, que en términos brutos significó un equivalente al 10% del PBI el año pasado. Este ingreso de capitales no es sostenible en el tiempo; está influenciado, sobre todo, por la mala situación de la economía estadounidense. Cuando esta mejore, se normalice, es de esperar que la magnitud de ese influjo de capitales se reduzca. Cuando ello suceda, se presentarán diferentes efectos en la economía, y el precio del dólar tenderá a subir. ¿Por qué? Veamos.

Cuando se reduce el flujo neto de capitales, se da en la economía una reducción del gasto en bienes y servicios transables así como en no transables, siendo este último el que exige un cambio en precios relativos para lograr el equilibrio general de la economía. Y el tipo de cambio real tendrá que subir.

Y ¿cómo subiría? Básicamente, por dos vías. Primero, si el tipo de cambio nominal (precio del dólar) es fijo, tendría que producirse una reducción de precios de los no transables (salarios). Segundo, si el precio del dólar es flexible, tendrá que darse un aumento en dicho precio, es decir, en el dólar del mercado. Como en el país el precio del dólar es flexible, si se reduce la entrada neta de capitales, el precio del dólar tendrá que subir; se dará una devaluación nominal y real. Y eso es justamente lo que ha comenzado a darse en nuestro país. Las expectativas de mejora se están dando en la economía estadounidense y los agentes económicos esperan que en algún momento cercano el banco central revierta su política expansiva y con ello contribuya a elevar los rendimientos financieros y reales. Esto provoca, en el margen, un regreso de capitales a la plaza extranjera y una menor entrada bruta. En la medida en que esto se mantenga, lo descrito se cumplirá. Y habrá un nuevo “*plateau*”, piso, más alto para el valor del dólar, alrededor del cual tenderá a estabilizarse.

3.6 ¿SEGUIRÁ SUBIENDO EL DÓLAR? (JUNIO DE 2013)

Hace algunos días, publiqué un artículo sobre el comportamiento del precio del dólar en las tres últimas semanas. Concluí que el comportamiento alcista observado se debía, en lo fundamental, a un ajuste de portafolio de los inversionistas extranjeros y nacionales, provocado por los aumentos de rentabilidad esperados en los Estados Unidos y, en menor medida, por expectativas de una agudización en la desaceleración de la economía peruana. En esta ocasión, deseo profundizar dicho análisis.

capitales igual a la distancia “a”. Si el ingreso de capitales se reduce por ejemplo a “b”, el tipo de cambio real deberá subir a “ t_2 ”, un nivel mayor que el anterior. Y ¿cómo subiría? Básicamente, por dos vías. Primero, si el tipo de cambio nominal (precio del dólar) es fijo, tendría que producirse una reducción de precios de los no transables (salarios). Segundo, si el precio del dólar es flexible, tendrá que darse un aumento en dicho precio, es decir, en el dólar del mercado. Como en el país el precio del dólar es flexible, si se reduce la entrada neta de capitales, el precio del dólar tendrá que subir; se dará una devaluación nominal y real. En el gráfico, subiría a “ t_2 ”. Y eso es justamente lo que ha comenzado a darse en nuestro país. Las expectativas de mejora se están dando en la economía estadounidense y los agentes económicos esperan que el banco central revierta su política expansiva y con ello contribuya a elevar los rendimientos financieros y reales. Esto provoca, en el margen, un regreso de capitales a la plaza extranjera y una menor entrada bruta. En la medida en que esto se mantenga, lo descrito se cumplirá. Y habrá un nuevo “*plateau*”, piso, más alto para el valor del dólar.

3.7 ¿POR QUÉ SUBE EL DÓLAR? (AGOSTO DE 2013)

Hasta hace pocas semanas, el precio del dólar (tipo de cambio nominal, TCN) experimentaba una larga tendencia a la baja que lo llevó a tocar un piso de 2,55 soles por dólar. Luego, en forma abrupta, alteró su comportamiento, empezando a registrar una tendencia alcista que dura hasta el presente, cuando sobrepasó el valor de 2,80 soles por dólar. La pregunta que emerge inmediatamente es: ¿por qué? Vamos a intentar dar una respuesta.

Existen varios enfoques que tratan de explicar el comportamiento del TCN. Dos de ellos son el ajuste de portafolio, de raíces clásicas, y el de los flujos provenientes de la balanza de pagos, de raíces keynesianas, especialmente el ligado al comportamiento de la cuenta

corriente. El primero tiene que ver con el cambio en las rentabilidades esperadas de los activos financieros en cuestión; en este caso, el sol y el dólar. El segundo, con los flujos provenientes de las exportaciones e importaciones en lo principal; es decir, con el resultado de la balanza de bienes y servicios no financieros.

Cuando los agentes económicos perciben que la rentabilidad relativa del dólar sube, desearán adquirir ese activo, provocando un ajuste de portafolio y la consiguiente elevación de su precio. En el caso peruano, este efecto se presenta por partida doble. Internamente, con los inversionistas locales que migrarían del sol hacia el dólar. Externamente, porque lo que estaría subiendo es la rentabilidad esperada de los activos en dólares en los Estados Unidos, como producto del ajuste de la política monetaria de ese país de expansiva a contractiva; en este caso, en términos marginales, capitales se irían del país hacia los Estados Unidos y dejarían de venir al mercado peruano en busca de mayores rentabilidades financieras. Ambos ajustes de portafolio provocarían una elevación del precio del dólar.

Por el lado de la cuenta corriente, la caída sustancial en los precios mundiales de los minerales que el Perú exporta provoca que el ingreso de dólares corrientes por concepto de exportaciones netas se reduzca sustancialmente en el año, promoviendo, *ceteris paribus*, un alza en el precio del dólar.

Ambos efectos constituyen, en lo principal, las causas de la elevación del dólar. ¿Esto constituye un hipo cambiario? No. Es un cambio de tendencia. Lo más probable es que el dólar registre aumentos posteriores, con vaivenes, y finalmente encuentre un nuevo “*plateau*” (se estabilice). El banco central no debe cambiar la tendencia que señala el mercado. Solo intervenir para moderar las fluctuaciones excesivas en el corto plazo. Con la entrada en producción de grandes proyectos mineros en 2014 y 2015, la situación del dólar podría verse afectada.

3.8 TIPO DE CAMBIO FIJO O FLOTANTE: ¿CUÁL CONVIENE? (OCTUBRE DE 2013)

Una discusión que se creía superada ha vuelto a resurgir en los últimos tiempos a raíz de la gran crisis de 2008-2009: sobre la conveniencia del régimen monetario-cambiario para un país. Algunos estudios empíricos señalan que las diferencias en comportamiento de variables como volatilidad de la producción, empleo e inflación son mínimas cuando se comparan países con tipo de cambio realmente fijo y aquellos con tipo flexible e “*inflation targeting*”³¹. Sin embargo, considero que la superioridad del tipo de cambio flexible es clara para economías suficientemente abiertas al mundo y que presentan rigideces en el comportamiento de precios, sobre todo de salarios, como está claramente demostrado por la crisis que el mundo está viviendo. En vez de usar argumentos sofisticados para demostrarlo, vamos a emplear un método simple pero por demás claro.

Supongamos que en el Perú existe un productor de zapatos con la siguiente ecuación de formación de precios:

Costo de producción	Margen	Precio de venta al público
200 soles	20%	240 soles

Después de un tiempo, el productor desea exportar los zapatos que produce. En este caso, lo que importa es el precio en dólares, con lo que entra en escena el tipo de cambio nominal y real (TC).

Supongamos que el TC inicial es de 1 sol = 1 dólar. El precio en dólares del par de zapatos será de 240 dólares, precio con el que el productor saldrá al extranjero a vender.

³¹ Tsangarides, Charalambos G. *Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries*. International Monetary Fund Working Paper 10/242, octubre de 2010.

Pero, más tarde, se produce una devaluación y el precio del dólar se vuelve 1 dólar = 2 soles. Ahora el precio en dólares de los zapatos será ¡120 dólares! Se ha vuelto más competitivo. ¿Debido a qué? ¿Quizá a que redujo sus costos por mayor eficiencia? No. ¿Redució su margen? Tampoco. ¿Entonces? A que el TC nominal y real subió. Es el “milagro” de la devaluación.

Pero un país con tipo de cambio realmente fijo, como los países de la periferia de la eurozona, no puede recurrir a la devaluación. Si quiere exportar más como alternativa a su mercado interno deprimido y llegar, por ejemplo, a los 120 dólares, tendrá que reducir su costo de producción y/o su margen en el corto plazo. Para ello, deberá reducir salarios, con lo que tendrán que producirse grandes cantidades de desempleo, como lo están exponiendo ahora Grecia, España, etc. Ello supone un apreciable costo social. Si los salarios son lentos en ajustarse, tendrán que pasar varios años para que gradualmente se alcance la competitividad y el ajuste deseados. Si el tipo de cambio fuera flexible, el ajuste sería más rápido y a menor costo social.

El caso de los Estados Unidos es igualmente esclarecedor. Se tiene temor de que China deje de comprar (venda) los *stocks* de bonos de largo plazo del Gobierno de los Estados Unidos. Si se produce, es probable que las tasas de interés de largo plazo suban, con lo que comprometerían su recuperación. Pero, al mismo tiempo, también es probable que se produzca una devaluación del dólar frente al resto de monedas, con lo que estimulará la economía. Al primer efecto, la FED podría darle solución adecuada, con lo que quedaría solo el efecto expansivo. El tipo de cambio flexible vuelve a mostrar sus bondades. Felizmente que en la década de 1990 no escuchamos aquí los cantos de sirena para dolarizarnos por completo.

3.9 CONSECUENCIAS DE UNA REVERSIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE LA ECONOMÍA PERUANA (DICIEMBRE DE 2013)

El reciente anuncio de recortar en 10.000 millones de dólares mensuales las compras de activos financieros por parte del banco central de los Estados Unidos y su probable extensión en el tiempo, pone sobre el tapete uno de sus probables efectos, vale decir, una contracción importante en el ingreso de capitales desde el extranjero al Perú. La pregunta relevante es: ¿qué le pasará a la economía peruana si ello llegara a ocurrir? Veamos.

Para realizar el análisis, usaremos la identidad contable básica de la balanza de pagos:

$$\text{Saldo cuenta corriente (SCC)} + \text{Saldo cuenta de capitales (SCK)} = 0$$

La respuesta estará en función del régimen cambiario seguido por el banco central. Puede ser uno de tipo de cambio fijo (TCF) o uno de tipo de cambio flexible (TCF).

Si estamos bajo un régimen de TCF, el ajuste sería como sigue: se produciría un deterioro en el SCK que tendrá que ser compensado por un movimiento en sentido inverso en el SCC. Es decir, la cuenta corriente tendrá que ajustarse en el sentido de producir un superávit. Y ¿cómo se conseguiría eso? Vía una elevación de la tasa de interés que: (a) desalentará la salida de capitales o los incentivará a venir afectando positivamente el SCK; y (b) reducirá el crecimiento de la economía, con lo que mejorará el SCC, dado que las exportaciones netas crecerán, sobre todo por su efecto sobre las importaciones. Es decir, su efecto final sería subir la tasa de interés y deprimir la economía.

Si, por el contrario, estamos bajo un régimen de TCF, el proceso de ajuste sería diferente: aquí la mejora en el SCC se produciría principalmente por una elevación en el tipo de cambio nominal y real, es decir, mediante una devaluación cambiaria que incentivaría

las exportaciones netas. Hasta aquí el efecto sería expansivo sobre la producción. Pero si el banco central reacciona haciendo restrictiva la política monetaria por temor a la inflación o expectativas de inflación y/o deterioro de las hojas de balance de los agentes económicos, en caso tengan deudas apreciables en dólares, entonces el resultado final podría ser contractivo sobre la producción. En este caso, se produciría una devaluación, elevación de las tasas de interés y contracción de la producción. Pero estos dos últimos efectos se darían principalmente por la política monetaria seguida.

El caso peruano se asemeja a la segunda opción. Pero habría un efecto adicional por tomar en cuenta. ¿Cuál es? Un efecto ingreso derivado del hecho de que una recuperación de la economía de los Estados Unidos tendría efectos positivos sobre la demanda agregada de la economía peruana, ya que se recuperarían las exportaciones netas y los precios de los metales que principalmente exportamos. Otro efecto adicional sería sobre el precio de los activos, que tendería a disminuir.

En definitiva, el efecto final sobre la economía peruana dependerá de la reacción del banco central del Perú; de la solidez de su sistema financiero y fiscal; del monto de RIN que posea; y del efecto de la recuperación de la economía de los Estados Unidos sobre la economía mundial. Estimo que en algunos de los aspectos mencionados, el Perú posee una buena situación, por lo que, si se maneja bien la coyuntura, los efectos adversos no serían dramáticos.

3.10 ¿ESTÁ EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ CONDUCIENDO ACERTADAMENTE LA POLÍTICA MONETARIA? (MAYO DE 2014)

La gran crisis financiera ha provocado cuestionamientos a paradigmas que existen en macroeconomía y en el diseño de política económica, en especial de política monetaria. En los últimos años, un pequeño grupo de economistas ha comenzado a cuestionar un paradigma de la

política monetaria que se creía sólido como una roca. Me refiero a cómo debe ser la respuesta de la política monetaria a la fase de expansión y contracción de un ciclo económico³². Si los precios están subiendo en forma sostenida, por ejemplo, creando inflación, la respuesta estándar que daría cualquier banquero central sería que hay que subir la tasa de interés de corto plazo para enfrentar ese problema. A la inversa, si la inflación es muy baja y hay riesgo de deflación, la receta sería bajar agresivamente la tasa de interés de referencia. ¿Por qué? Porque moviendo la tasa de interés, por diferentes mecanismos, se afecta la demanda agregada en la dirección deseada.

Sin embargo, hay alguna gente que está afirmando que la causalidad es a la inversa. Si el banco central mantiene las tasas de interés bajas por mucho tiempo, lo que va a provocar es una inflación baja o deflación. Si las mantiene altas, se creará más inflación; justo lo opuesto a lo que se tiene como dado. Desde este punto de vista, los bancos centrales no estarían haciendo un buen trabajo. Pero ¿cuál es la lógica económica detrás de esos planteamientos? Usan la ecuación de Fisher, que establece lo siguiente:

Tasa interés nominal = tasa interés real de largo plazo + inflación esperada (actual)

Si un banco central mantiene en 1% la tasa de referencia por un largo tiempo, por ejemplo, la tasa real de interés tenderá a su valor de largo plazo; si esta fuese 2%, por ejemplo, la inflación tenderá a -1%; es decir, será negativa (2% - 1% = 1%). Por consiguiente, una tasa de interés de política monetaria baja te conduce en el largo plazo a una deflación o inflación muy baja. No a inflación. Lo que me llama particularmente la atención es que este planteamiento está recibiendo apoyo de algunos economistas de la Universidad de Chicago e incluso del presidente de

³² Cochrane, John. "The Neo-Fisherian Question". En: *The Grumpy Economist, John Cochrane's Blog*, agosto de 2010. <<http://johncochrane.blogspot.com>>.

la Fed de Minneapolis³³. Cabe señalar que Milton Friedman, en su debate con los keynesianos allá por la década de 1960, sostenía que una tasa de interés de mercado baja era señal de una política monetaria contractiva y no expansiva. Al revés con una tasa de interés alta, que indicaba una política expansiva. Para Friedman, el secreto estaba en el comportamiento de las expectativas. Si la gente observa que el banco central expande el dinero, formará expectativas inflacionarias y en el largo plazo hará subir la tasa de interés, aun cuando en el corto plazo las reducirá por un tiempo.

A despecho de los modelos teóricos que están presentando estos economistas y de algunos estudios empíricos que aparentemente les dan la razón, mi posición es que no pasan de ser algunas tratativas interesantes pero que son aplastadas por la enorme evidencia teórica y empírica que señala la causalidad convencional.

3.11 EL PRECIO DEL DÓLAR AL ALZA (SEPTIEMBRE DE 2014)

En tiempos recientes, el tipo de cambio nominal (precio del dólar) inició una tendencia al alza que lo ha llevado a superar el techo de los 2,86 soles por dólar, modificando así un comportamiento que lo tuvo estacionado en un “*plateau*” entre 2,77 y 2,80 soles por dólar por un buen número de semanas. La pregunta que surge inmediatamente es: ¿por qué? Trataremos de responderla.

Existen varias teorías que tratan de explicar el comportamiento del tipo de cambio nominal (TCN). De ellas, deseo rescatar dos: aquella de corte keynesiano que sostiene que el principal determinante del TCN son los flujos provenientes de la balanza de pagos, enfatizando la cuenta corriente y su interacción con la cuenta de capitales; y aquella que enfatiza la actuación de los *stocks* a través de ajustes de portafolio provocados por cambios en las rentabilidades relativas esperadas. Pienso

³³ Kocherlakota, Narayana. “Inside the FOMC”. FED Minneapolis, Presidential Speeches, Michigan, agosto de 2010.

que hay que combinar los dos enfoques para tener una explicación racional del desarrollo cambiario reciente.

Sucede que después de muchos años se está dando una situación anómala en la balanza de pagos del país. El déficit en cuenta corriente, que como sabemos refleja desajustes entre gasto interno y PNB (no, PBI) y/o desequilibrios de precios relativos (tipo de cambio real), está en franco crecimiento, habiendo llegado en el segundo trimestre del año a representar el 7,3% del PBI, el cual ya no está siendo financiado por el ingreso de capitales desde el extranjero. Esta situación ha provocado presiones a nivel de flujos sobre el TCN, imprimiéndole una tendencia al alza.

Ante esta situación, los agentes económicos han revisado sus expectativas sobre el comportamiento futuro del TCN, alterando sus percepciones sobre rentabilidades esperadas internas y externas de activos denominados en dólares, provocando ajustes de portafolio y con ello presiones adicionales sobre el TCN. Como se sabe, estos ajustes de portafolio son de naturaleza finita.

Según el Gobierno, en el segundo semestre del año el déficit en cuenta corriente tenderá a disminuir para cerrar el año con un nivel cercano al 5% del PBI, ya que estacionalmente el ahorro del sector privado tiende a recuperarse en dicho período. Pero ello dependerá del diagnóstico que hacen sobre la naturaleza del desequilibrio. Pienso que en la explicación del déficit se juntan dos factores: (a) un gasto interno que excede al ingreso, provocado por desbalances en la cuenta del sector privado, que está invirtiendo más de lo que ahorra, parcialmente compensado por el sector público, que ahorra más de lo que invierte; y (b) un desaliño del tipo de cambio real. Aplicando el modelo de Trevor Swan, la recomendación de política económica para alcanzar el equilibrio externo e interno es clara, se necesita: (a) una devaluación real y (b) una política de demanda agregada moderadamente expansiva. La palabra rectora en ambos temas la tiene el banco central. El MEF debe complementar con medidas que aumenten sustancialmente la inversión pública.

Es probable que el TCN alcance un nuevo “*plateau*” superior al del pasado reciente y fluctúe en torno a él a la espera de novedades tanto nacionales como extranjeras que lo vuelvan a hacer saltar.

IV. MERCADO LABORAL

En teoría económica y en la formulación de política económica se reconoce que el funcionamiento del mercado del trabajo es fundamental para el buen desenvolvimiento de la economía y sobre todo para la dinámica de un ciclo económico. En nuestro país, el tema en el último año cobró inusitada vigencia para economistas de corte liberal que sostienen que el mercado laboral peruano es altamente imperfecto (rígido) y que ello representa una desventaja para obtener un mejor crecimiento de la producción, el empleo e incluso la distribución de ingresos. El Gobierno compró algunas de las ideas expuestas y generó una ley de empleo juvenil que realmente dejó más dudas que certezas sobre su conveniencia. En este capítulo, tratamos algunos temas relacionados con el funcionamiento del mercado del trabajo. Se pone énfasis en la distinción entre situaciones de pleno empleo y de desempleo, que son determinantes para elegir el modelo macroeconómico que se debe utilizar para el análisis y sobre todo para la formulación de recomendaciones que a veces chocan con lo que se tiene por establecido en la literatura del pleno empleo. Se vuelve a presentar un trabajo sobre los mal llamados “sobrecostos laborales” que

existirían en el mercado laboral peruano y que serían los culpables de la baja competitividad internacional del aparato productivo peruano. Con cifras de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se demuestra claramente que eso no es así. Además, en microeconomía rigurosa no existe el concepto de “sobrecosto”.

4.1 SOBRE LA CUESTIÓN DEL SALARIO MÍNIMO (FEBRERO DE 2013)

La reciente propuesta del presidente Obama de elevar el salario mínimo federal de 7,25 dólares a 9 dólares la hora ha traído un viejo tema a la palestra. La importancia del tema no solo es para los Estados Unidos sino para todo el mundo, en especial para el Perú. Considero que al menos dos son los aspectos por discutir sobre un aumento en el salario mínimo: (a) su probable efecto sobre el empleo y (b) su efectividad para combatir la pobreza. Veamos.

A nivel mundial, se ha dado recientemente una abundante literatura empírica acerca de los efectos sobre el empleo de un aumento en el salario mínimo. Los resultados son disímiles. Hay estudios que concluyen que los efectos son mínimos o no existen³⁴. Hay otros, los más, que señalan que se dan efectos negativos considerables sobre todo en el corto plazo³⁵. En nuestro país existe una diversidad de trabajos sobre el tema. Uno de los más relevantes es el publicado por el BCRP en el año 2008, donde se concluye que se da un efecto negativo en el empleo de la mano de obra de baja o ninguna calificación³⁶. En realidad,

³⁴ Schmitt, John. *Why Does the Minimum Wage Have No Discernible Effect on Employment?* Washington D. C.: Center for Economic and Policy Research, febrero de 2013.

³⁵ Dube, Arindrajit; T. William Lester y Michael Reich. “Minimum Wage Shocks, Employment Flows and Labor Market Frictions”. En: *Review of Economics and Statistics*, vol. 92.

³⁶ Céspedes, Nikita. “Efectos del salario mínimo en el mercado laboral peruano”. En: *Estudios Económicos*, N.º 13. BCRP, 2006.

los efectos sobre el empleo están concentrados en la mano de obra de muy baja productividad, que es precisamente la de menores ingresos individuales en la sociedad. A nivel teórico, los argumentos son los que señala la teoría microeconómica, es decir, que al fijarse un mínimo por encima del salario de equilibrio de ese tipo de mano de obra, se produce una reducción en el empleo. En contra, se señala que en presencia de poder monopólico por parte de las empresas que contratan esa mano de obra, el efecto negativo no se daría. Si las empresas reducen sus ganancias, tampoco se daría el efecto sobre el empleo. Si las empresas se ven forzadas a buscar mayor eficiencia a consecuencia del aumento en el salario, tampoco habría efecto sobre el empleo.

Pero ¿cómo es en nuestro caso? Aquí el salario mínimo es relevante, en lo fundamental, para la mano de obra de baja o ninguna calificación, y a nivel de empresas su importancia radica en la microempresa y en menor medida en la pequeña empresa, dados los relativamente bajos niveles de productividad que presentan. Tomando solo el caso de Lima, según el INEI, el ingreso promedio de un trabajador (actividad principal) en el trimestre móvil noviembre-enero de 2013 fue de 1.350 soles y el de un trabajador con solo primaria fue de 855 soles. El salario mínimo actual de 750 soles significa el 55% del ingreso promedio de un trabajador y el 88% del ingreso de aquel que tiene solo primaria, porcentajes, a mi modo de ver, inconvenientes. Esto se agravaría para el caso de provincias, donde los ingresos promedios son menores.

Respecto a la pobreza, considero que el salario mínimo no es el mejor vehículo para combatirla dado que potencialmente solo llega a una pequeña fracción de la fuerza laboral formal, que de por sí ya es reducida (20% de la fuerza laboral total). Hay que ir a la raíz del problema, que es la baja productividad de esa mano de obra. Debemos aumentarla sustancialmente para que ella sola genere mayores ingresos a lo largo del tiempo. ¿Y cómo? Invirtiendo en capital humano, educación, salud e infraestructura, y en mejorar la función del Estado y el accionar de otras instituciones relevantes.

Finalmente, propongo que de ahora en adelante el salario mínimo se incremente en función de dos factores: (a) inflación del período y (b) aumentos de productividad del trabajador. La periodicidad puede ser bianual u otro período que se considere conveniente.

4.2 EL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL Y LA FLEXIBILIDAD DE LOS SALARIOS NOMINALES (SEPTIEMBRE DE 2014)

Con el tema de la aguda desaceleración que está experimentando la economía y el agravamiento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, ha pasado casi desapercibida una noticia que dio a conocer *Gestión* el martes 27 de agosto, donde informaba sobre un pronunciamiento del TC referente a un tema salarial a través del cual sentaba jurisprudencia sobre que el empleador podía determinar unilateralmente, es decir, sin consentimiento del trabajador, una rebaja en su salario nominal, sujeta a ciertas condiciones por supuesto. Esto marca una radical diferencia con lo que se tenía por dado hasta el presente, puesto que ello no se podía hacer y era causal de acusación de hostigamiento por parte del empleador.

Dicha medida abonaría en la dirección de conseguir una mayor flexibilidad en el mercado laboral y de una recuperación más rápida de la economía frente a choques adversos que la alejen del pleno empleo. Pero ¿ello siempre es así? No. Depende del enfoque con el que se trabaje.

En la teoría clásica, el responsable de mantener pleno empleo es la flexibilidad del salario nominal, dada la dicotomía entre el sector real y monetario formulada por ellos. Cualquier choque adverso que creara desempleo haría que el salario nominal (real) reaccione y restaure el pleno empleo. En este sentido, la decisión del TC estaría en la dirección correcta al permitir una flexibilización hacia abajo de los salarios. Pero con el enfoque keynesiano no es necesariamente así. Keynes criticaba ese enfoque sosteniendo que el empleo no era determinado por el salario sin relación alguna con la demanda agregada (DA). Era al revés. Los

salarios son determinados por el nivel de empleo y este, a su vez, por la cantidad de bienes y servicios que las empresas desean producir, la que estará determinada por el nivel de la DA (competencia monopolística). Aquí la flexibilidad del salario nominal poco o nada haría para restaurar el pleno empleo. La única solución al desempleo es un aumento en la DA de la economía. Desde este punto de vista, la decisión del TC no estaría contribuyendo a un mejor funcionamiento de la economía. Quizá estaría perjudicando el bienestar de algún grupo de trabajadores.

Pero ¿no es cierto que al bajar los salarios en un contexto de recesión cae el costo de contratar un trabajador y ello incentiva a las empresas a aumentar el empleo? Según la teoría clásica y sus supuestos, sí. Pero también hay que advertir que ello es cierto cuando la rebaja salarial se da solo para un grupo de trabajadores y no es generalizada. ¿Por qué? Porque si bajan los salarios nominales, bajarían también los precios y con el salario real no pasaría mucho. Desde el punto de vista macro, no micro, se darían dos efectos: (a) al bajar los salarios y precios, subirá la cantidad real de dinero y, vía su efecto sobre la tasa de interés, aumentará la DA y con ello el empleo; en menor medida, también se daría el efecto “Pigou”; (b) pero al bajar los salarios y precios, aparecería el efecto “Fisher”, por el cual la carga real de la deuda en soles subiría y con ello deprimiría la DA, creando un mayor desempleo.

Lo cierto es que no es claro si la decisión del TC ayudará a un mejor funcionamiento de la macroeconomía frente a choques que la desestabilicen. Dependerá del modelo con el que se trabaje. Desde mi punto de vista, considero que sí ayudaría al mejor funcionamiento del mercado laboral y de la economía, siempre y cuando no lleve a prácticas abusivas contra el trabajador.

V. TEORÍA ECONÓMICA: APLICACIONES A CASOS PUNTUALES

En este capítulo, se agrupan una serie de temas que no tienen que ver directamente con aspectos fiscales y monetarios de la política económica. Mayoritariamente, se refieren al análisis de situaciones de la coyuntura internacional referidas a las secuelas de la gran crisis financiera de 2008-2009, en donde se tienen que aplicar diferentes componentes de la teoría económica, especialmente de macroeconomía abierta. Lo importante de esto es que se demuestra claramente la utilidad de modelos como Mundell-Fleming, Swan, Mundell y otros, para explicar situaciones concretas, reales, y poder formular recomendaciones de política económica (véase la sección de “Bibliografía”, apartado “Artículos”, para las referencias respectivas). Se analizan también experiencias nacionales tan dispares como la propuesta del Gobierno sobre la diversificación productiva.

5.1 IMPLICANCIAS DE LA GRAN CRISIS FINANCIERO-ECONÓMICA MUNDIAL (AGOSTO DE 2011)

La gran crisis financiera mundial que se inició en diciembre de 2007 y terminó oficialmente en junio de 2009 en los Estados Unidos, sigue haciendo sentir sus efectos hasta el presente. Uno de estos efectos tiene mucho que ver con los fundamentos de la teoría económica.

Es sorprendente el alto número de buenos economistas que han tratado la presente crisis, en su naturaleza, como una recesión más de las varias que se han dado en los Estados Unidos y en otros países desarrollados. Bajo este punto de vista, las soluciones que se dieron fueron las tradicionales, vale decir, del tipo que la teoría económica estándar establece. Una política fiscal y monetaria fuertemente expansiva, ya que el diagnóstico era que la caída en la tasa de crecimiento de la producción y las altas tasas de desempleo abierto se debían a una deficiencia en el gasto agregado, es decir, a una insuficiencia de la demanda agregada, sobre todo la interna. Transcurrido un tiempo prudencial, la realidad demostró que tales medidas no estaban produciendo los resultados que de ellas se esperaban. Incluso, la política monetaria se vio obligada a realizar acciones no convencionales para tratar de superar la situación de cero tasa de interés de corto plazo en que había caído. Pero aun así la situación no mejoró apreciablemente.

Últimamente, han aparecido algunos renombrados economistas, como K. Rogoff, J. Taylor, P. Krugman, R. Koo y otros, que han acuñado un nuevo concepto. Llamam a la presente crisis una “*balance sheet recession (contraction)*”³⁷, entendiendo por ello una crisis que devino debido al excesivo endeudamiento de empresas y sobre todo personas, que los llevó a recortar seriamente sus gastos en bienes y servicios cuando se vieron obligados a repagar sus deudas, a restaurar su balance financiero. Con este diagnóstico, la recomendación de política

³⁷ Koo, Richard. “The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics”. En: *Real World Economics Review*, N.º 58, pp. 19-37.

económica es otra. Lo que se debe conseguir es un esquema que permita transferir riqueza desde los acreedores hacia los deudores. Se piensa que ello se lograría a través de (a) *defaults*, (b) represión financiera y (c) inflación. A nivel internacional, la primera medida es algo que se está aplicando en forma parcial, como en el caso de Grecia por ejemplo. A nivel interno, provocar una mayor inflación es algo que se está discutiendo cada vez más, ya que no solo lícua la deuda per se, sino que tiende a provocar una tasa de interés real negativa, con lo que incentiva a los acreedores a gastar los recursos que reciben de los deudores. Claro que ello choca contra la razón de ser de cualquier banquero central, su credibilidad y su compromiso a mantener la estabilidad de precios. Incluso se ha llegado a plantear que una de las razones por las que la llamada “*quantitative easing*” no produjo los resultados esperados fue que las masivas inyecciones de dinero no despertaron en los agentes económicos mayores expectativas de inflación futura debido a la credibilidad que tienen en el banco central y su *staff*.

Estas son lecciones de las que aquí en el país debemos tomar nota. Se debe evitar, en lo posible, la aparición de crisis que tengan como raíz primaria desórdenes financieros que luego se traspasan al sector real de la economía. Estas son las crisis más difíciles de tratar y de las que toma años salir. Considero que una de las razones que explican por qué en el Perú la crisis mundial no produjo una profunda recesión y alto desempleo fue precisamente que el sector financiero no se “enfermó”. La crisis nos llegó por el lado real de la economía y no contagió al sector financiero-monetario de la misma.

5.2 SOBRE LA INCLUSIÓN SOCIAL (SEPTIEMBRE DE 2011)

Una de las columnas vertebrales, si no la principal, del presente gobierno es el objetivo de lograr a la brevedad la inclusión social de grandes mayorías. La llamada ‘inclusión social’ no es otra cosa que sacar de la situación de extrema pobreza y pobreza a millones de peruanos, con

las implicancias sociales, institucionales y políticas que ello conlleva. Seguramente el diagnóstico es que tales segmentos de la población se encuentran en dichas situaciones porque están excluidos de una serie de circuitos modernos de la economía, de alta productividad, como el financiero, el tecnológico, el de infraestructura, el de educación, el de salud, etc. Por consiguiente, hay que incluirlos dentro de ellos.

Hasta aquí, creo que nadie puede estar en desacuerdo con ese objetivo. Sin embargo, lo que llama la atención es el excesivo énfasis que se da al gasto en programas sociales como una forma de lograr dicha inclusión, como el caso de Pensión 65, la ampliación del programa Juntos, Cuna Más y también elevar el sueldo mínimo. Considero que ello dista mucho de constituir medios idóneos y eficaces de conseguir la ansiada inclusión. A lo sumo, sería un complemento a cuestiones medulares que deseo discutir a continuación.

En una sociedad siempre va a existir desigualdad de ingresos entre personas. Es decir, siempre habrá pobres, mas no extremadamente pobres. La teoría económica distingue entre “buena” desigualdad y “mala” desigualdad. La primera es el resultado de gente que es extremadamente productiva y que provee a la sociedad de bienes y servicios nuevos, de calidad. A cambio de eso, genera ingentes ingresos. Contra eso no se puede estar. Al contrario, hay que incentivarlo. La segunda es la que hay que eliminar, pues resulta de malas prácticas como coimas, robos, privilegios, etc. Si deseamos lograr una inclusión social apreciable en este gobierno, el énfasis debiera estar en hacer al menos cuatro reformas estructurales profundas. Primero, en la educación, para garantizar a todos el acceso a una educación de calidad en todos sus niveles. Segundo, en la salud, para igualmente asegurar a todos un acceso a un nivel de salud mínimo, de calidad y de bajo costo. Tercero, una masiva inversión en infraestructura a lo largo del país, que incluya vías de comunicación, telefonía, saneamiento ambiental, energía, etc. Cuarto, reformar el Estado en muchos aspectos, como descentralización, seguridad y eficiencia administrativa.

El gasto en programas de corte social, asistencialista, es necesario mientras exista extrema pobreza, pero no deben constituir lo fundamental. Su financiamiento debe estimarse después de contabilizar lo requerido por las reformas estructurales que deben ser realizadas. No al revés. Hay que cuidarse de caer en el populismo.

5.3 ¿CÓMO LE VA A LA ECONOMÍA MUNDIAL? (SEPTIEMBRE DE 2011)

En el Perú y en el resto de países en desarrollo está creciendo la preocupación por la cercanía de una nueva crisis económico-financiera mundial de proporciones similares o aun mayores que la de 2008-2009. Eso obviamente nos va a afectar apreciablemente, por lo que hay que estar muy bien preparados para enfrentarla en lo monetario y en lo fiscal, para lo cual contamos con recursos en mayor cuantía que en 2008-2009. Quiero esta vez exponer algunas ideas al respecto.

¿Por qué si en los Estados Unidos y la UE se implementaron políticas fiscales y monetarias expansivas, dichas economías no encontraron el camino de una recuperación sostenida, al punto de estar en peligro de caer en recesión otra vez? ¿Qué pasó? Considero que podría haber algún error de diagnóstico. Estimo que el principal problema en la UE y en los Estados Unidos es el sobreendeudamiento que tienen algunos gobiernos de la UE y millones de personas en los Estados Unidos. Esta situación provoca que en algún momento los agentes económicos tengan que pagar sus deudas, ocasionando que restrinjan su gasto en bienes y servicios y provocando una caída en la demanda agregada, a la par que una situación de exceso de demanda por dinero. Esto último debido a una condición walrasiana, reforzada por el hecho de que la tasa de interés de corto plazo está en cero. Mientras dure el proceso de repago es muy difícil que pueda haber una recuperación importante y sostenida de la producción y el empleo, dado que la demanda agregada seguirá deprimida. La política monetaria tendrá muy poco que aportar.

En un caso de sobreendeudamiento de privados, la política monetaria no tendrá mayor efecto, dado que la gente no estará interesada en adquirir nueva deuda cualquiera sea la tasa de interés, amén del argumento keynesiano de la trampa por la liquidez. La *quantitative easing* (QE1) tuvo un éxito relativo porque enfrentó un problema financiero de bancos que necesitaban liquidez y aportes de capital para volver a operar. La QE2 tuvo poco éxito, dado que enfrentó en lo principal un sobreendeudamiento de agentes económicos no financieros. Una QE3 tendría escasas posibilidades de éxito en las actuales circunstancias. ¿Entonces qué? Se dan algunas soluciones. Primero, una política de gasto público expansiva que use el exceso de ahorro nacional que el privado no utiliza. Segundo, medidas que reduzcan fuertemente el sobreendeudamiento, incluyendo la posibilidad de *default* para los gobiernos. Tercero, provocar mayor inflación vía expectativas privadas. Cuarto, medidas de corte microeconómico que alienten el gasto privado en inversión y consumo vía afectación de expectativas con reducción de impuestos a la renta, a la contratación de mano de obra, al valor agregado, etc.

5.4 ENTENDIENDO LA CRISIS DE LA EUROZONA (NOVIEMBRE DE 2011)

La eurozona, conformada por diecisiete países europeos, viene atravesando una de sus peores crisis de naturaleza financiera. Está compuesta por dos tipos de países: los llamados países de la periferia (Grecia, Portugal, Irlanda, España, Italia, entre otros) y los países del centro (Alemania, Francia, entre otros). Algunos de los países de la periferia, como Grecia e Italia, vienen presentando graves problemas de endeudamiento del sector público, que arroja dudas sobre su capacidad de servir la deuda en las condiciones pactadas, y sobre la viabilidad del sistema financiero privado, con la amenaza de un “*credit crunch*” generalizado. Normalmente, el análisis de tal situación se hace en

función de la sostenibilidad de la situación fiscal futura. Esta vez, le daré un enfoque diferente. La analizaré a través de los resultados de la balanza de pagos.

Cuatro países (Portugal, Grecia, España e Italia) presentan un déficit acumulado en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 180.000 millones de dólares. Alemania, por su parte, presenta un superávit de cuenta corriente de alrededor de 180.000 millones de dólares. La eurozona en su conjunto presenta un ligero superávit en cuenta corriente. ¿Qué nos dice esto? Primero, que la eurozona no necesita que países como China o Brasil le inyecten recursos a manera de salvataje. Su problema es de redistribución interna de recursos desde países del centro hacia la periferia para solucionar el problema. ¿Cómo? Haciendo que los cuatro países mencionados ahorren más, reduzcan su demanda y fomenten el crecimiento económico de largo plazo a través de la implementación de reformas estructurales como la flexibilización del mercado laboral y la privatización. Y logrando que países del centro, como Alemania, ahorren menos y gasten más. En los primeros, se provocará una contracción económica severa e incluso una deflación en el corto plazo. En el segundo, una expansión e incluso inflación. Pero el ajuste tiene que ser de ambos grupos, no de uno solo porque el ajuste sería mayor que el debido. ¿Nada más? No. Se necesita como complemento un ajuste de precios relativos. ¿Cómo? Si hubiera flexibilidad de tipo de cambio (cada uno con su moneda), debiera conseguirse que en los cuatro países se dé una devaluación respecto a la moneda de Alemania. Ello ayudaría apreciablemente a reducir el costo social del ajuste. Pero como no se puede porque existe el euro (tipo de cambio fijo), entonces el necesario cambio en precios relativos tendrá que darse vía deflación en los países de la periferia e inflación en los países del centro. Como el Banco Central Europeo y sobre todo Alemania no están dispuestos, hasta el momento, a permitir algo semejante (un poco más de inflación), todo el peso del ajuste tendrá que caer en los países de la periferia. Y habría que ver la viabilidad

política y social de ese proceso y del euro mismo. En ese caso, es posible que Grecia termine dejando el euro.

5.5 SOBRE EL ACUERDO PARA SALVAR LA EUROZONA (DICIEMBRE DE 2011)

En los últimos días, se produjo una reunión de los veintisiete países conformantes de la Unión Europea, tendiente a encontrar una salida a la crisis que está viviendo Europa, sobre todo la eurozona. Cinco fueron los acuerdos básicos. Primero, crear una instancia supranacional que trate problemas muy graves, de alcance zonal, y que facilite la transferencia de recursos hacia los países que presenten problemas económicos y fiscales en especial, tratando así de simular lo que pasa en los Estados Unidos cuando el Gobierno federal transfiere recursos a los estados que están presentando problemas de liquidez. Segundo, activar y fortalecer el Fondo Europeo para afrontar las situaciones de crisis en que se encuentren sus miembros. Tercero, fijar como meta un déficit fiscal estructural no mayor de 0,3% del PBI. Cuarto, no comprometer a la banca privada en futuros esquemas de rescate a países con problemas de deuda pública. Quinto, transferir apreciables recursos al FMI. Con estos acuerdos se piensa encontrar una solución a los problemas de la eurozona. ¿Qué pasó? Los mercados no mostraron una reacción favorable. ¿Por qué? Porque el diagnóstico realizado se centra primordialmente en los aspectos fiscales de la crisis. La solución, por ende, es austeridad fiscal en los países con problemas, tales como Italia, España, Portugal, Grecia, entre otros. Se esgrime la tesis de “austeridad expansiva”. Que el sector público se ajuste el cinturón es expansivo, ya que tendrá efectos reactivadores sobre el gasto privado vía expectativas, fundamentalmente. Y también porque no se logró que el Banco Central Europeo (BCE) tome acciones directas orientadas a comprar masivamente bonos de deuda pública de los países afectados. ¿Qué significa esto? Primero, que el problema fundamental de la

eurozona no es tanto fiscal sino de balanza de pagos. El ajuste requerido para los países que presentan apreciables déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como Italia, España, Grecia, Portugal, tiene que ir acompañado con un ajuste en sentido contrario en los países con superávit de cuenta corriente, como Alemania. En los primeros, se contrae gasto; en los segundos, se expande. Porque si todos contraen gasto a la vez para generar superávit de cuenta corriente, entonces ¿quién será la contrapartida de ese superávit? De otra forma, el costo del ajuste en los primeros será excesivo, con las implicancias políticas y sobre todo sociales que ello conllevará. Segundo, se necesita que el BCE compre bonos de deuda pública de países como Italia y España, entre otros, ya que ello permitirá rebajar sustancialmente la tasa de interés, aliviando los temores de un “*default*”, ayudando a expandir el gasto privado y “comprando” tiempo para que dichos países implementen reformas de largo plazo que estimulen el crecimiento. La realidad está demostrando que una política monetaria de una sola talla para todos los países no funciona. Esta tiene que adecuarse a las circunstancias que vive cada país. Sin la participación activa del BCE, la credibilidad del acuerdo será baja. Tercero, lo de “ajuste expansivo” es una tesis que solo sirve en la pizarra de una clase; no tiene mayor asidero real, como lo demuestra un reciente estudio del FMI³⁸.

En resumen, el acuerdo logrado es un buen primer paso pero no alcanzará para solucionar los problemas de liquidez, solvencia y estructurales que aquejan a varios países de la eurozona. Tienen que cambiar el diagnóstico, la receta y, sobre todo, la participación del BCE.

³⁸ IMF. “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation”. En: *World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing*, capítulo 3. International Monetary Fund, octubre de 2010.

5.6 SOBRE LA DEUDA EXTERNA (ENERO DE 2012)

Hasta hace quince años atrás, la deuda externa pública del país se acercaba, en promedio, al 50% del PBI, posición que se consideraba riesgosa dado que podía significar problemas para servirla adecuadamente y para la estabilidad macroeconómica de la nación. En realidad, varias generaciones de peruanos crecieron con la idea de que en el Perú la deuda externa pública constituía un serio problema. Al extremo que se la motejaba con el término ‘deuda eterna’, graficando con ello la imposibilidad de que sea pagada en los términos pactados.

Hoy, existe deuda externa pública pero ya no se la considera un “problema”. ¿Qué sucedió? Analicemos.

A finales del año pasado, la deuda externa pública ascendía a 20.132 millones de dólares, lo que constituyó el 12% del PBI, porcentaje que no es considerado riesgoso en absoluto. Es decir, en escasos quince años se redujo dicho porcentaje de un poco más de 45% a escasamente 12%. Por otro lado, el servicio de la deuda externa pública constituye en la actualidad menos del 1% del PBI, implicando una fuerte reducción respecto al pasado. ¿Qué se hizo para conseguir tal situación? Fueron varios los factores en juego. Primero, la economía empezó a crecer a tasas mayores, financiando dicho crecimiento cada vez más con fuentes internas de ahorro. El ahorro externo, cuando fue positivo, constituyó en promedio el 2% del PBI en los últimos diez años. Segundo, los sucesivos gobiernos de Fujimori, Toledo y García implementaron medidas de reingeniería financiera que condujeron a reducir sustancialmente el servicio de la deuda externa. Se aprovechó la coyuntura mundial de bajas tasas de interés, emitiendo nueva deuda externa menos cara que sustituyó a la antigua de mayor costo. Además, se tomó ventaja de las oportunidades de financiamiento que ofrecía el mercado local, en especial los recursos manejados por las AFP, para emitir deuda en soles que reemplazó la deuda externa en dólares más cara; es decir, se sustituyó deuda en dólares por deuda en soles. A

finales del año pasado, la deuda externa pública representaba el 12% del PBI y la deuda pública interna, casi el 10% del PBI. Un crecimiento considerable respecto al pasado. Actualmente, la deuda pública total representa alrededor del 22% del PBI.

Y ¿qué de la deuda externa privada? En principio, la teoría económica estándar no la considera mayor problema, aun cuando recientemente esa posición está siendo cuestionada. En el país, llega a superar el 9% del PBI, configurando con ello una deuda externa total de alrededor del 20% del PBI, magnitud que a nivel internacional se ubica entre las de menor incidencia.

5.7 LA EUROZONA Y SU AJUSTE (FEBRERO DE 2012)

Transcurridos cuatro años desde el inicio de la crisis financiero-económica que azotó a la eurozona como un todo, quedan cada vez más claras la naturaleza de su concepción, la larga duración de la misma y sus escasas posibilidades de una rápida recuperación. A diferencia de lo sucedido con la economía peruana, donde los efectos de la crisis mundial de 2008-2009 duraron escasamente doce meses, medidos en cifras sin desestacionalizar, en la eurozona la crisis continúa y se profundiza. El Perú tuvo una recuperación tipo “V”, mientras que la eurozona muestra una recuperación tipo “U”. ¿Por qué? Fundamentalmente, por dos factores. Primero, en la eurozona y en los Estados Unidos el problema es de sobreendeudamiento, de los gobiernos en el primer caso y de las personas en el segundo caso. Mientras no se resuelva ese problema, la economía no tendrá una sólida recuperación. En el Perú no existió un problema semejante. Segundo, los sistemas financieros y bancario en particular colapsaron, provocando cortes abruptos del crédito al sector privado a la par que una reducción importante del gasto del Gobierno. En nuestro país no se dio ni lo uno ni lo otro.

Los países de la eurozona que están en problemas se encuentran en un proceso de repago de sus deudas, gobiernos y personas; es

decir, están ahorrando, con lo que reducen el crecimiento del gasto agregado. Por otro lado, producto de la unión monetaria, se produjeron en el pasado fuertes flujos de capitales desde el centro (básicamente, Alemania y Francia) hacia la periferia (Grecia, España, Italia, Irlanda), provocando un superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos en los primeros y un déficit en los segundos, generando en el trayecto un desequilibrio de precios relativos dada la expansión del gasto interno en los últimos. Para los países de la periferia, su nivel de precios relevante subió relativamente frente al de los países del centro, generando la necesidad de un ajuste en el tiempo. Si hubiera libertad de devaluar, el problema se arreglaría con relativa facilidad. Pero como existe el euro, no se puede. Entonces, el ajuste tendrá que darse vía deflación (periferia) – inflación (centro). Si el centro se resiste a la inflación, como está ocurriendo, entonces todo el peso del ajuste caerá sobre los países de la periferia. Como existe rigidez hacia la baja de precios y salarios, el ajuste se vuelve particularmente doloroso y largo, proceso que están experimentando actualmente Grecia, Italia, España y otros.

Si Alemania y el Banco Central Europeo no alteran su concepción de cómo salir de la crisis, el proceso de recuperación será lento y doloroso en la eurozona.

5.8 ¿ES VIABLE EL EURO EN EUROPA? (JUNIO DE 2012)

La crisis financiera que está viviendo la eurozona pone en peligro la frágil recuperación de los Estados Unidos y con ello la salud de la economía mundial. De esta forma se estaría afectando también el crecimiento de la economía peruana. Se han usado ríos de tinta para explicar las causas de la crisis y sus posibles salidas. Pero poco es lo que se ha escrito sobre la viabilidad del euro como moneda única. Mi percepción es que el euro no tiene largo plazo en las actuales circunstancias, con el actual conjunto de países y las actuales instituciones. Es difícil que sobreviva. Tendrían que hacerse fuertes reformas estructurales e institucionales

para que ello suceda. Mi análisis se basa en los dictados de la teoría de las “áreas monetarias óptimas”, modificada³⁹. Esta teoría es muy clara en señalar que, entre varios factores, dos son fundamentales para que un área monetaria funcione bien: (a) libre movilidad de factores, en especial de mano de obra, dentro de la unión monetaria; (b) integración fiscal, es decir que exista una entidad supranacional que pueda transferir recursos entre regiones de la Unión. Esto claramente no existe entre los países que conforman la eurozona, lo cual impone que el peso del ajuste en presencia de choques asimétricos recaiga sobre cada país en especial.

Una sola moneda para varios países funciona como un tipo de cambio realmente fijo para cada uno de ellos, lo cual les impone al menos dos tipos de restricciones: (a) pérdida de un mecanismo de ajuste muy importante como es la devaluación (revaluación); y (b) tener que ceñirse a una política monetaria de una sola talla, no importando el tamaño del país, su naturaleza estructural, ni el tipo de choque que enfrenta. Esto es de especial importancia en los actuales momentos. La eurozona se puede dividir en países de la periferia, como Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia, y países del centro, como Alemania, Francia y Países Bajos. Los países de la periferia tienen un grave problema de competitividad y desempleo frente a los países del centro. Los costos laborales unitarios ajustados por productividad son apreciablemente mayores que los de los países del centro, en especial Alemania, como es el caso de España e Italia. Esto les está causando serios problemas en las cuentas corrientes de sus balanzas de pagos y en el servicio de su deuda pública. Con la devaluación, el problema estaría relativamente resuelto. Pero, como no pueden hacerlo, entonces se tendría que lograr una apreciable reducción de sueldos y salarios vía un masivo desempleo, lo que se ha dado en llamar “devaluación interna”. Algo que es muy difícil de lograr por los problemas políticos

³⁹ Mundell, Robert. *International Economics*. Capítulo 12. Nueva York: Macmillan, 1968.

que acarrea y la rigidez hacia la baja de los salarios, experimentados en la realidad. Los crédulos sostienen que se puede lograr reformando los mercados laborales. Lo veo muy difícil. Otros sostienen que el centro debería experimentar una mayor inflación relativa a la periferia. Puede ser. Pero lo veo muy difícil también, dada la oposición de Alemania. ¿Entonces qué? Ahí está el problema. Considero que tendrían que darse reformas estructurales y sobre todo institucionales que acerquen el funcionamiento de la eurozona a como funciona en los Estados Unidos. Una entidad fiscal supranacional que garantice una integración fiscal. Un banco central que funcione como prestamista de última instancia tanto para el sistema financiero como para los gobiernos. Mercados flexibles, especialmente el laboral. Libre movilidad de factores entre países (mano de obra). Veremos si lo pueden conseguir.

5.9 REFLEXIONES SOBRE EL PRIMER AÑO DEL GOBIERNO DE HUMALA (JULIO DE 2012)

Desde el punto de vista económico, los doce meses transcurridos mostraron una desaceleración del crecimiento económico del país. En efecto, el crecimiento promedio anualizado de los primeros seis meses del año 2011 fue de casi 8% (último tramo del presidente García), en tanto que el crecimiento promedio de los siguientes seis meses (primer tramo del presidente Humala) fue de 6%. Según últimos reportes del INEI, el crecimiento anualizado enero-mayo de 2012 ha sido de 5,7%. Claramente se nota la desaceleración. Pero esta se debió en lo fundamental a una mezcla de factores internos y externos. Respecto a los primeros, destaca la reducción sustancial que sufrió el crecimiento del gasto público en inversión en el primer semestre de 2011 debido a errores cometidos por el gobierno del presidente García; y a la incertidumbre que se generó con la primera y la segunda vuelta electoral, especialmente por las posturas primigenias adoptadas por el entonces candidato Humala, que terminó afectando el comportamiento de la

inversión privada. Respecto a los factores externos, cuentan mucho la crisis de la eurozona y la lenta e irregular recuperación de la economía norteamericana, que nos afecta vía el canal de menores exportaciones de bienes y servicios y el canal de las expectativas que condicionan el crecimiento de la inversión privada. El efecto conjunto de estos factores se está mostrando hoy en día en un lento pero progresivo deterioro de las expectativas del sector privado en cuanto a inversión y consumo. Considero que para los dos años que vienen, el gobierno del señor Humala tendrá que convivir con crecimientos de alrededor de 5% y olvidarse de crecimientos de 8%, 9% e incluso casi 10%, que tuvimos en el pasado reciente.

Considero que el gran olvido del Gobierno en su primer año fue el no haber iniciado en forma decidida las grandes reformas que el país necesita: educación, salud, Estado, instituciones y un plan orgánico y masivo de inversión en infraestructura que convoque al sector privado.

Otra falencia fue la de no haberle dado la importancia necesaria a la institucionalización del país. No se terminó de completar el directorio del BCRP. No se nombró al Defensor del Pueblo. Los organismos reguladores se están completando con cuentagotas.

Finalmente, se siente un tufillo muy fuerte de conceder más y más subsidios con criterios politiqueros y no técnicos, como en el caso del balón de gas.

5.10 SOBRE EL RECIENTE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA (AGOSTO DE 2012)

La última cifra dada a conocer por el INEI sobre el crecimiento de la economía en el mes de junio (7,07%) y las declaraciones del ministro de Economía sobre que en julio es posible que el crecimiento sea aún mayor, causó sorpresa en no pocos analistas. En el primer semestre, la economía creció 6,1%, y en los últimos doce meses, 6,1% también. En un contexto de desaceleración de la economía mundial, llaman la

atención estos resultados. Para analizar el comportamiento descrito, usaré el modelo australiano de economía abierta, con dos sectores (transables y no transables) y tipo de cambio libre, de Salter, Swan, Corden y Pierce (véase la sección “Bibliografía” para la referencia).

Observando más en detalle el crecimiento obtenido, notamos que son sectores como construcción, comercio y servicios los que más están creciendo. En cambio, sectores como manufactura, minería y agricultura están creciendo relativamente poco o experimentando crecimientos negativos. Es decir, son los sectores no transables los que están creciendo más. ¿Por qué? Veamos.

El ingreso bruto de capitales extranjeros al país comenzó a subir apreciablemente desde inicios de este año, al igual que el ingreso neto de capitales. El año pasado, la cuenta financiera de la balanza de pagos totalizó 9.161 millones de dólares. Para este año, se espera un superávit de 16.100 millones de dólares. Este incremento de más del 75% en un año se debe fundamentalmente al movimiento de capitales de largo plazo del sector privado. En términos del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, este subiría de 1,9% del PBI a 2,7% del PBI, es decir, un incremento de 42%. Estos movimientos de capitales, sumados, en menor medida, al componente autónomo de la política fiscal expansiva, están provocando un repunte de la demanda agregada interna. Según últimas cifras del BCRP, en el segundo trimestre del año la demanda interna creció 7,5%, después de registrar un crecimiento de 5,2% en el trimestre anterior. En términos desestacionalizados, se muestra una tendencia al alza también.

Esta expansión de la demanda interna se gasta, en parte, en bienes y servicios transables, afectando la cuenta corriente de la balanza de pagos; y, en parte, en bienes y servicios no transables, afectando la producción de ellos y sus precios relativos. El tipo de cambio real tiende a disminuir como parte del ajuste de la economía, en especial al ingreso de capitales. A su vez, esta caída acentúa más el déficit en la cuenta corriente.

Los principales sectores no transables, como construcción, servicios, comercio, etc., están creciendo fuertemente en lo que va del año, por encima del promedio nacional. Según estimaciones del BCRP, en el período julio de 2012 – diciembre de 2011, los precios de los no transables crecieron en 1,9%, en tanto que los de los transables lo hicieron en 1,16%, siendo responsables de ello, en mayor medida, los precios de los servicios.

Resumiendo, en términos del modelo usado, el flujo de capitales del exterior es el principal responsable del crecimiento que está obteniendo la economía peruana. El apreciable crecimiento de los principales sectores no transables y de sus precios relativos, y la caída del tipo de cambio real, así como, en gran medida, el aumento apreciable en el déficit de la cuenta corriente, son consecuencias de ello. La política económica interna tiene poco que ver en el crecimiento anotado.

5.11 TERMINANDO EL AÑO 2012 (DICIEMBRE DE 2012)

Estimando un crecimiento del PBI de alrededor del 6% para octubre, podemos concluir que el presente año terminará con un crecimiento de 6,2% o algo superior, similar al crecimiento potencial de la economía peruana. En otras palabras, no habría “*Okun gap*” alguno.

Llama la atención este crecimiento en un contexto de desaceleración de la economía mundial (3% de crecimiento) y deterioro de los términos de intercambio (-6%) producido principalmente por la caída en los precios de nuestras exportaciones. Entonces ¿qué está haciendo crecer a la economía? La fuerte expansión de la demanda interna (casi 10% en el tercer trimestre), y dentro de ella el crecimiento del consumo (5,8%) y la inversión privada (16%), es decir, del gasto privado. Y ¿por qué crece el gasto privado? Fundamentalmente, por el ingreso masivo de capitales desde el extranjero, sobre todo privado y de largo plazo, que se estima superará el 10% del PBI. El ingreso neto de capitales produce cuatro efectos típicos de corto plazo; primero, una caída apreciable del

tipo de cambio real (8% en el año), dado que los capitales no se gastan totalmente en bienes transables; segundo, un crecimiento sustancial de los llamados sectores no transables, como construcción (16% a septiembre), servicios (7%) y comercio (7%), sobre todo; tercero, un agravamiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (-5,6% del PBI en el tercer trimestre); y cuarto, el hecho de que los precios de los bienes y servicios no transables subieron 3% en el período diciembre-octubre de 2012 mientras que los de los transables lo hicieron en 1,7%, como bien lo predice el modelo que estamos usando. Hay que recordar que un influjo de capitales produce un déficit en la cuenta corriente porque provoca una caída del tipo de cambio real, una elevación del nivel general de precios o algunos otros cambios en la economía real que afectan los flujos de comercio. Debe resaltarse que la caída en el tipo de cambio real es un movimiento de equilibrio necesario para acomodar el ingreso de capitales y el desequilibrio en el mercado de bienes y servicios no transables. Por consiguiente, no debería ser alterado el comportamiento que señala el mercado, y menos revertirlo en forma artificial.

La inflación caerá dentro del rango del banco central, cercana al 3%, debido a que los precios de los alimentos registraron inflaciones muy pequeñas, incluso negativas, en los últimos tres meses, provocadas por choques positivos de oferta tanto internos como externos. Sin estos choques, la inflación hubiera superado el 3%. Sin embargo, la inflación subyacente (“*core*”) superará el 3%, por encima del nivel superior del rango meta.

El empleo formal urbano creció alrededor de 4% en el año, crecimiento generado en lo principal por la gran empresa y en menor medida por la mediana. Contra lo que mucho se pregona, la pequeña empresa y sobre todo la microempresa no han sido fuentes importantes generadoras de empleo de calidad.

El Gobierno (sector público no financiero) generará un superávit fiscal convencional de entre 1% y 2% del PBI, sentando las bases

para dar una ayuda al precio del dólar. En un contexto en que el gasto privado crece en forma importante, es una medida prudente. Lo que sí preocupa es que en términos estructurales se está teniendo un déficit de aproximadamente 0,3% del PBI.

En resumen, 2012 ha sido un año de resultados positivos para la economía peruana.

5.12 SOBRE EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA EL AÑO 2012 (ENERO DE 2013)

Con las últimas cifras dadas a conocer por el INEI, es probable que en el año 2012 la economía haya crecido 6,4%, con un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos cercano al 4% del PBI y una inflación de 2,6%. El sector público no financiero registró un superávit de 2% del PBI.

En un artículo anterior, realicé un análisis de la situación macro del país basándome en el enfoque tradicional, es decir, por sectores productivos y componentes de la demanda agregada. Hoy, deseo analizar la economía desde otro punto de vista: utilizando el enfoque de la balanza de pagos. Veamos.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos indica que el país como un todo gastó más que su ingreso en el año 2012. En concreto, que el gasto interno fue mayor que el PNB producido. Por consiguiente, debemos establecer qué sector es el que gastó más, si el sector privado o el sector público. El sector público generó un superávit en sus cuentas. Entonces fue el sector privado el que gastó más que su ingreso; o, lo que es lo mismo, invirtió más que lo que ahorró en una magnitud tal que absorbió el superávit público y todavía le faltó. Por consiguiente, él es el responsable del desequilibrio macro. ¿Quién proporcionó el faltante de ahorro? El mundo. Tuvo que venir ahorro desde el extranjero. ¿Y cómo llegó? Básicamente bajo la forma de ingresos de capitales por conceptos de inversión directa extranjera y endeudamiento de largo plazo, ambos de naturaleza privada.

Estos movimientos macro no solo implican ajustes en variables agregadas, como inversión y ahorro, sino también ajustes en precios relativos, especialmente el tipo de cambio real (valor del dólar), dado que no todo el ingreso de capitales se gasta en bienes y servicios transables; también se gasta en el sector no transable. El exceso de gasto privado tomó la forma de un crecimiento fuerte y sostenido del consumo privado, cercano al 6%, y de la inversión privada, cercano al 16%.

El tipo de cambio real disminuyó (-5,5% a noviembre) básicamente por una caída del tipo de cambio nominal y por una mayor inflación en el sector no transable que en el transable. Debe dejarse en claro que este movimiento del tipo de cambio real es uno de equilibrio y que, por consiguiente, mal se haría en tratar de alterarlo. Gracias a la política de tipo de cambio nominal flexible que sigue el país, el ajuste referido no provocó mayores costos a la economía, como exigir una mayor inflación por ejemplo.

Un ingreso de capitales como el que estamos experimentando (10% de PBI) no es sostenible en el tiempo. Pienso que un ingreso de capitales de largo plazo sostenibles estaría entre 2 y 4% del PBI, con lo que una vez que se normalice la situación económica mundial y nacional tendremos que aumentar el ahorro nacional en forma apreciable si queremos elevar el crecimiento potencial de la economía en uno o dos puntos porcentuales más. De paso, el valor nominal y el valor real del dólar tendrán que subir. ¿Cuánto? No estoy en capacidad de decirlo. ¿Cuándo? Tampoco.

5.13 *COMMODITIES* Y EL PERÚ (JULIO DE 2013)

A raíz del discurso del señor presidente Humala, ha saltado a la palestra el tema del ciclo de la economía mundial y sus efectos sobre la economía peruana. En el presente artículo, analizaré los probables efectos de una de las consecuencias del ciclo mundial, vale decir, las

fluctuaciones en el precio de los *commodities* sobre un país exportador de *commodities* como es el Perú. Como sabemos, el país es uno de los principales productores y exportadores de cobre, oro, plata y, en menor medida, de otros minerales y harina de pescado. Lo que pasa con los precios de tales productos nos afectará. Veamos cómo.

Lo primero que debe quedar bien claro es que está sólidamente demostrado por la experiencia que fluctuaciones apreciables en los precios de los *commodities* provocan volatilidad macroeconómica en países como el nuestro, entendiéndose por ello volatilidad en el comportamiento de la producción, tipo de cambio nominal y real, gasto fiscal, etc. Sin embargo, dicha respuesta depende crucialmente de las características estructurales e institucionales de cada economía, como el desarrollo del mercado financiero, el régimen cambiario, la regla fiscal y monetaria, el grado de apertura de la cuenta de capitales, y la credibilidad de las instituciones.

Hoy estamos viviendo una fase en la que los precios de los principales *commodities* que el Perú exporta han caído apreciablemente y no hay visos de una importante recuperación, por lo menos en el corto y mediano plazo. Los mecanismos de transmisión por los cuales el choque descrito afecta a la economía se mencionan a continuación. Primero, la política fiscal. La recaudación tributaria, *ceteris paribus*, tiende a disminuir y con ello afecta la capacidad de gasto no solo del Gobierno central sino también de los gobiernos regionales y municipales vía principalmente el canon minero y las regalías. La política fiscal tiende a mostrar un comportamiento procíclico. Segundo, el tipo de cambio nominal y real. Si se está bajo un régimen de tipo de cambio fijo (como en el caso de Ecuador), un deterioro de los precios de los *commodities* provocará una devaluación real, pero esta se tendrá que producir por una caída en salarios y precios nominales, lo cual, en presencia de rigideces nominales, aumentará la volatilidad de la producción y el empleo. Si, en cambio, se está bajo un régimen cambiario flexible (como en el caso del Perú), el tipo de cambio nominal tenderá a subir

rápido, minimizando el impacto sobre las variables reales, como probablemente nos esté sucediendo. Sin embargo, el insuficiente desarrollo del mercado financiero que tenemos tiende a magnificar el efecto negativo sobre la producción, ya que afecta negativamente al crédito y la inversión; una caída en los precios de los *commodities* tiende, en el margen, a disminuir la inversión.

En resumen, los menores precios de *commodities* que estamos experimentando, en la medida en que se prolonguen por un tiempo mayor, afectan adversamente el comportamiento de la producción, el empleo y el tipo de cambio real y nominal. Al primero, reduciendo su crecimiento, provocando una desaceleración; y a los dos posteriores, provocando alzas en el valor nominal y real del dólar.

5.14 TRILEMA (NOVIEMBRE DE 2013)

La gran crisis financiera de 2008-2009 no solo remeció los cimientos de la economía mundial, sino también los de la teoría económica. Varios aspectos de la macro- y microeconomía están siendo cuestionados por la realidad y reevaluados en su integridad. Uno de ellos es el que tiene que ver con la teoría y política monetaria. Como bien dice el profesor Olivier Blanchard del FMI, la política monetaria no volverá a ser la misma después de la gran crisis.

En macroeconomía abierta existe un concepto que hasta hace muy poco era sólido como una roca y guiaba en forma convincente las decisiones de política monetaria en casi todos los países. Se le conoce como el 'trilema'. ¿Y en qué consiste? En términos muy simples, el concepto se refiere a la imposibilidad para un país de alcanzar simultáneamente tres objetivos a la vez: una política monetaria independiente, es decir, que controle la inflación; el libre movimiento de capitales con el mundo; y un tipo de cambio nominal (precio del dólar) fijo. Sería imposible conseguir los tres juntos. Solo se podría alcanzar dos de ellos al mismo tiempo. ¿Por qué? Pongamos un ejemplo. El caso del Reino Unido

(UK). En UK se tiene libre movimiento de capitales con el mundo, y la política monetaria es autónoma en el sentido de controlar la inflación. Entonces, no podrá controlar el tipo de cambio: lo tendrá que dejar fluctuar. ¿Por qué? Porque si controla el tipo de cambio, la cantidad de dinero se vuelve endógena y perdería control sobre la inflación.

Transcurridos seis años de crisis, este concepto está siendo cuestionado. Hoy día, la experiencia muestra que un país puede conseguir los tres objetivos a la vez, al menos en un horizonte razonable de tiempo. Veamos. Se tendrían que juntar cuatro factores para conseguirlo. Primero, una flotación “manejada” del tipo de cambio nominal que lo acerca más al concepto de tipo de cambio fijo con intervenciones por parte del banco central en el mercado cambiario, es decir, comprando o vendiendo dólares. Segundo, uso de las llamadas medidas “macroprudenciales”, sobre todo por parte del banco central y la SBS. Tercero, posible control de capitales. Y cuarto, el uso acostumbrado de las tasas de interés de corto plazo por la autoridad monetaria. Pongamos otro ejemplo para entender mejor. Supongamos que el banco central, por razones de que la economía se está desacelerando, reduce la tasa de interés de corto plazo. Ello incentivará una salida de capitales que depreciará el tipo de cambio, con probables efectos negativos sobre las hojas de balance, la inflación y la estabilidad financiera. Esto haría indeseable la medida. Pero con intervención del banco central en el mercado cambiario vendiendo dólares, o con medidas que dificulten el libre tránsito de capitales (encajes especiales, por ejemplo), o con la toma de otras medidas como asegurar una adecuada capitalización de los bancos, el desarrollo de instrumentos financieros en moneda nacional, etc., se puede moderar el alza en el tipo de cambio y el impacto negativo sobre la situación financiera de los agentes económicos. Por lo menos por un tiempo razonable. El problema que queda es cómo combinar estas medidas. No hay nada dicho al respecto. Es una tarea pendiente para la teoría económica.

5.15 SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA PERUANA EN 2013 (DICIEMBRE DE 2013)

Todo parece indicar que la economía peruana crecerá alrededor de 5% este año, mostrando así una importante desaceleración en su crecimiento. En el período 2006-2012, la economía creció a una tasa promedio anual de 7%, estimándose el crecimiento potencial entre 6% y 6,5%; es decir, el crecimiento obtenido estaría por debajo del crecimiento de mediano plazo y del potencial de la economía. ¿Qué causó este comportamiento? Normalmente se esgrimen dos tipos de argumentos. Primero, que son *shocks* de oferta los que están causando la desaceleración anotada, especialmente provenientes del exterior. Segundo, que son *shocks* de demanda los responsables. Considero que son *shocks* de demanda los que primordialmente explican el comportamiento de la economía sin descartar el rol secundario que cumplen los *shocks* de oferta, como el deterioro de los términos de intercambio por segundo año consecutivo, estimado en 4,5%. Los factores de demanda son internos y externos. Los primeros, asociados al comportamiento del consumo e inversión privados, que juntos constituyen el 82% del PBI, y a la inversión pública. Los segundos, asociados al comportamiento de las exportaciones netas. El consumo y especialmente la inversión privada registraron desaceleración en su comportamiento. El primero pasó de registrar un crecimiento de 5,9% a 5,2% en los primeros nueve meses del año, comparados a igual período del año anterior. La segunda tuvo una desaceleración mayor, pues de registrar crecimientos del orden de 14,1%, pasó a 4,8% en igual período, alcanzando un escaso crecimiento de 2,1% en el tercer trimestre. La razón de este comportamiento, sobre todo para la inversión, radica en un deterioro de expectativas. ¿Por qué? Porque no existió “*credit crunch*” alguno y/o desaparecieron las oportunidades de inversión; con lo que queda la variable deterioro de expectativas para explicar dicho comportamiento en tan corto período de tiempo. Las exportaciones netas se contrajeron

en 32%, explicadas por un crecimiento negativo de las exportaciones y uno positivo para las importaciones. Por otro lado, el deterioro de los términos de intercambio acentuó los problemas de la cuenta corriente y la recaudación del Gobierno.

La respuesta adecuada parece estar no tanto por el lado de la política fiscal sino por el de la política monetaria, que debe ser expansiva, acompañada por una devaluación cambiaria que actúe como amortiguador de los *shocks* recibidos por la economía. Considero que el banco central no debe lanzar el mensaje de que está poniendo un techo al tipo de cambio en 2,80 soles por dólar, ya que el traspaso de la devaluación a la inflación es muy bajo en el corto plazo y el efecto hojas de balance no parece correr peligro con la actual devaluación real. Sin embargo, hay que tener cuidado con el déficit en la cuenta corriente, que ha subido hasta un 5,5% del PBI en los primeros nueve meses. Si por la coyuntura de los Estados Unidos se reduce apreciablemente el flujo de capitales, el ajuste que se necesitará será más agudo aun cuando se cuenta con altas RIN, lo que podría amortiguar el costo del ajuste. Sin embargo, lo fundamental será cambiar las expectativas de los agentes económicos, y eso pasa por el terreno político y de credibilidad en el gobierno del presidente Humala. El actual ruido político hace flaco favor a ello. Por otro lado, sería muy grave si el señor Humala altera su política de gobierno y económica con vista a los dos procesos eleccionarios que se avecinan, 2014 y 2016.

5.16 SOBRE EL DISEÑO DE POLÍTICA ECONÓMICA DE CORTO PLAZO (ABRIL DE 2014)

El Perú tuvo una recuperación tipo “V” de los efectos de la gran crisis financiera mundial de 2008-2009, ya que de experimentar un crecimiento de solo 0,9% en 2009, registró un crecimiento de casi 9% un año después. Sin embargo, el crecimiento registrado desde entonces ha venido mostrando una desaceleración acentuada hasta alcanzar un

5,8% el año pasado. En términos de mediano plazo, el crecimiento de los últimos ocho años fue de casi 7% anual. Esta desaceleración ha preocupado a muchos, sobre todo a los responsables de la política económica. Este año se han hecho anuncios de que la política monetaria seguirá siendo expansiva, aunque usando instrumentos no convencionales, mientras que la política fiscal será también de tal naturaleza, con el afán de promover un mayor crecimiento de la economía. El Gobierno ha hablado de querer regresar a tasas de 6% o más para el mediano plazo, en la creencia de que esa sería la tasa de crecimiento potencial de la economía. En realidad, según algunos estimados confiables hasta antes de la crisis financiera mundial, el crecimiento potencial se estimaba en un rango de 6-6,5% anual; otros lo situaban en 5,5-6%. Hoy se estima en alrededor de 5%.

Si tuviera que hacer un esfuerzo de abstracción, diría que fueron cuatro los factores que permitieron a la economía registrar crecimientos altos en el pasado reciente : (a) el alto crecimiento de la economía mundial, especialmente de China; (b) las favorables condiciones financieras mundiales; (c) los favorables términos de intercambio; y (d) políticas económicas internas sensatas. Pero, hoy, los tres primeros factores parecen estar cambiando drásticamente en el sentido de “normalizarse” hacia menores niveles. Si bien es cierto que en el crecimiento potencial cobran mucha importancia factores de oferta internos como la acumulación de capital, el empleo, el progreso tecnológico, etc., también cumplen su rol los factores externos. Desde este punto de vista, es razonable esperar que, para el mediano plazo, el crecimiento sea menor que en el pasado, agravado por la drástica desaceleración de la inversión privada desde mediados del año 2013 hasta el presente. Reconocer este hecho tendrá implicancias para el diseño de política económica de corto plazo. Si la economía se encuentra creciendo a tasas cercanas a un nuevo potencial, más bajo, entonces mal se haría en implementar políticas fuertemente expansivas, ya que conseguirían hacer crecer a la economía a tasas mayores pero solo por

un corto período de tiempo y a riesgo de ocasionar serios desequilibrios en materia de inflación y balanza de pagos (cuenta corriente). Si, en cambio, se piensa que los actuales crecimientos estarían por debajo del nuevo crecimiento potencial, entonces sí habría espacio para política expansiva.

Una lección que nos deja la presente coyuntura es que sucesivos gobiernos desde 2002 hasta el presente no aprovecharon a cabalidad la oportunidad que las circunstancias mundiales favorables le ofrecieron al país. ¿Cuál? La de hacer profundas reformas estructurales en educación, salud, Estado (incluyendo trámites y permisos), instituciones e infraestructura, que nos hubieran permitido enfrentar en mucha mejor situación las adversas condiciones mundiales actuales y futuras y elevar sustancialmente el crecimiento potencial de la economía. No basta con hacer políticas económicas de corto plazo sensatas. Eso es solo una parte de la historia.

5.17 SOBRE EL PAQUETE DE MEDIDAS PARA REACTIVAR LA ECONOMÍA (JUNIO DE 2014)

La Comisión de Economía acaba de aprobar un tercer paquete de medidas enviadas por el Ejecutivo para tratar de reactivar la economía vía la promoción de la inversión privada; porque eso es lo que busca este conjunto de medidas. Y se ha anunciado un cuarto paquete que incluiría medidas más agresivas, que incluirían rebaja de impuestos, especialmente del IGV. ¿Es eso lo que se necesita en estos momentos? Veamos.

En el análisis que sigue, utilizaré el modelo australiano de dos sectores (transable y no transable), complementado con el aporte de R. Dornbush (véase la nota al pie 6) y las experiencias extraídas de la aplicación de política fiscal en los países de la eurozona y en los Estados Unidos.

La economía peruana está experimentando un proceso agudo de desaceleración que llevará a experimentar este año un crecimiento de alrededor del 2,5%, un poco menos quizá. Los principales sectores transables hasta agosto registran un crecimiento prácticamente de cero, incluyendo la manufactura. Los principales sectores no transables están creciendo, sobre todo servicios y comercio, pero a tasas decrecientes. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos está creciendo respecto a años anteriores y a septiembre registra un 5,4% del PBI. La inflación “*core*” está dentro del rango meta (2,6%). Y el empleo formal urbano registra tasas de crecimiento de alrededor del 1%. El entorno internacional es desfavorable tanto en lo que concierne a términos de intercambio, como a exportaciones reales e influjo bruto de capitales externos. Pero debo decir que en realidad el entorno internacional se está “normalizando”, dado que la situación favorable de los últimos años era insostenible, lo que tendrá repercusiones sobre el crecimiento potencial de la economía, el cual tendrá que reestimarse hacia abajo.

Frente a esta realidad, ¿qué explicación ofrecemos? Son factores de índole externa e interna los que se juntaron para crear la situación descrita. Menores exportaciones reales, deterioro de los términos de intercambio y menores influjos brutos de capitales externos, aunados al deterioro de expectativas de consumidores y sobre todo inversionistas, y a factores institucionales adversos, provocaron una rápida desaceleración de la demanda agregada, sobre todo la interna, que hicieron inviable el tipo de cambio real prevaleciente, exigiendo una devaluación real importante. No se debe olvidar que todo ajuste en el déficit de cuenta corriente implica no solo balancear gasto-ingreso, sino también un ajuste de precios relativos (tipo de cambio real).

Lo que se necesita ahora es una política económica que tenga por lo menos tres componentes: (a) una devaluación real superior a la obtenida hasta el momento, para evitar que la recuperación sea innecesariamente larga; (b) una política de demanda agregada moderadamente expansiva tanto fiscal como monetaria. En lo fiscal, expandiendo el

gasto en infraestructura, que, la experiencia ha demostrado, tiene un multiplicador realmente alto. Reducir impuestos es conveniente, pero sus efectos son de mediano y largo plazo; afectan más a la productividad que a la demanda agregada en el corto plazo. Además, tienen que ir acompañados de credibilidad, expansión de la base tributaria y, sobre todo, de una reducción importante de las exoneraciones tributarias y otros tratamientos preferenciales, amén de cargar el peso de la reducción en los impuestos al ingreso que tanto desaliento provocan al ahorro, a la inversión y al crecimiento, y no tanto en el IGV; y (c) reformas estructurales que aumenten la productividad y competitividad de la economía. La política económica tiene que ser coherente y no por parches, como se está haciendo ahora.

5.18 SOBRE LA DIVERSIFICACIÓN PRODUCTIVA: UN COMENTARIO (AGOSTO DE 2014)

Dentro del conjunto de medidas orientadas a enfrentar la desaceleración de la economía, el Gobierno publicó una propuesta orientada a conseguir una mayor diversificación de la estructura productiva de la economía en el largo plazo. Uno de los objetivos por conseguir sería el de provocar un cambio en la estructura de las exportaciones hacia bienes con mayor valor agregado para así reducir gradualmente la excesiva dependencia de materias primas. Recordemos que cuando se exportan bienes con mayor valor agregado, en el fondo se exporta mano de obra, conocimiento, etc. En lo que sigue, realizaré un análisis no del detalle de la propuesta, sino del enfoque conceptual que la cobija. Utilizaré la teoría de la ventaja comparativa y una adaptación de la teoría de la preferencia revelada.

Para una pequeña economía abierta como la nuestra, la asignación de recursos debe estar guiada por al menos tres principios básicos: (a) ventaja comparativa, (b) economías de escala y (c) utilización de la capacidad instalada que tenemos, todo dentro de una política económica

que busque permanentemente un manejo prudencial de la política monetaria; del gasto público; con una estructura impositiva de pocos impuestos a bajas tasas que tome en cuenta los aspectos distributivos; y un marco regulatorio razonable y, sobre todo, predecible. Con ello, el Estado sienta las bases para que la iniciativa privada pueda desarrollarse con eficiencia, creatividad y responsabilidad social.

Una de las cosas más complicadas de establecer es revelar la estructura de ventajas comparativas dinámicas de un país. Ante esto, se presentan varias opciones de las cuales deseo rescatar dos. Primero, es darle esa tarea a un grupo de funcionarios públicos y privados que con la ayuda de modelos y análisis integrales revelen las ventajas comparativas que el país posee. Una vez logrado eso, arman un conjunto de medidas específicas para promover el desarrollo de las actividades en las que supuestamente tenemos ventajas comparativas, que incluso podrían contemplar esquemas de subsidios y otros tratamientos preferenciales supuestamente temporales, como lo demuestran las experiencias de algunos países del sudeste asiático. Segundo, no asignar a nadie en particular la tarea de revelar las ventajas comparativas, sino dejarla a entera responsabilidad de la iniciativa privada. Aquí al Estado le queda la tarea fundamental de promover en forma eficiente esa toma de decisiones. Pongamos un ejemplo sencillo para ilustrar las dos posiciones. Asumamos que tenemos una hectárea de tierra. Una opción es que alguien prepare y abone toda la extensión para que luego vengan los agricultores y siembren donde crean conveniente y lo que deseen según sus percepciones. Otra opción es que alguien elija solo algunas parcelas y prepare y abone dichas parcelas para convocar luego a los agricultores a que siembren allí lo que se les sugiere. Hay una clara diferencia. Abonar toda la extensión es que el Estado promueva una reforma profunda de la educación, la salud, el Estado, las instituciones y la infraestructura; que elimine distorsiones en los mercados de bienes, de factores, de conocimiento, financiero, etc. Con ello, la iniciativa

privada podrá revelar las ventajas comparativas del país. Lo otro, es hacer algo parcial, ineficiente.

Considero que el Gobierno estaría por la estrategia de asignar la tarea de revelar las ventajas comparativas a un grupo de expertos nacionales y extranjeros. Sería un grave error si persiste en ello. Mejor que se dedique a hacer las reformas profundas que la sociedad necesita.

5.19 ¿QUÉ ESTÁ PASANDO CON LA INVERSIÓN? (OCTUBRE DE 2014)

Según estadísticas del BCRP, en el segundo trimestre del presente año la inversión privada registró un decrecimiento de 4% y la inversión pública uno de 4,5%, denotando así un proceso de virtual estancamiento de la inversión en el país. Si el actual ministro de Economía desea reactivar la economía a la brevedad, deberá tratar con estos dos problemas que, si bien tienen naturaleza diferente, comparten algo en común: que en el corto plazo reactivan la demanda agregada y en el largo plazo aumentan el crecimiento potencial de la economía (oferta). Por ello es muy importante restablecer el crecimiento de la inversión lo antes posible.

En esta oportunidad, me voy a centrar en el tema de la inversión privada y su relación con el crecimiento económico.

La historia económica mundial muestra claramente que el componente más volátil del PBI en un ciclo económico es la inversión privada. Pero ese hecho no demuestra causalidad. Puede ser que la inestabilidad de la inversión privada cause el ciclo económico o que el ciclo económico sea el causante de la inestabilidad de la inversión. ¿Cómo será?

La ciencia económica no tiene una respuesta única a la pregunta. Como ocurre en otros ámbitos, diversos enfoques se contraponen, en especial aquel de raíces clásicas contra aquel de raíces keynesianas. Para la teoría clásica, la causalidad va de inversión a ciclo. ¿Por qué?

Porque considera que las decisiones de invertir del sector privado están determinadas en lo principal por las expectativas que tengan respecto al futuro inmediato y mediato de la economía, incorporando no solo variables económicas sino también sociales, institucionales y políticas en tales decisiones. Es decir, las expectativas son la variable clave. Para que se entienda fácilmente, voy a caricaturizar el argumento. Las recesiones (desaceleraciones) ocurren cuando el optimismo se vuelve pesimismo, provocando que la inversión se desplome. La recuperación ocurre cuando regresan el optimismo y la confianza al inversionista. Para la teoría keynesiana, la causalidad es a la inversa. ¿Por qué? Porque considera que si los empresarios e inversionistas perciben que la demanda agregada (DA) actual y futura es adecuada para conseguir el pleno empleo, tendrán incentivos de sobra para querer ampliar la capacidad productiva vía mayor inversión. Sería muy difícil que en una situación de recesión prolongada los inversionistas deseen invertir para hacer nuevos negocios o ampliar la capacidad existente.

Ambos enfoques generan recomendaciones de política económica diferentes. Para los clásicos, las autoridades económicas deben formular políticas de corto y largo plazo que restablezcan la confianza empresarial y del inversionista, de carácter tributario, laboral, crediticio, regulatorio, estructural, etc. Para los keynesianos, en una recesión, lo primero que hay que lograr es aumentar la demanda agregada con política fiscal y/o monetaria convencional expansiva; el aumento de la inversión privada viene después. Desde mi punto de vista, considero que el enfoque de raíces clásico es más relevante para nuestro caso, aunque no veo obstáculo alguno para implementar las recomendaciones de política de los dos enfoques al mismo tiempo.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Como la casi totalidad del análisis económico presentado involucra el uso de muchos conceptos de la teoría económica generalmente aceptada, organizados de manera conveniente, es preciso listar como bibliografía aquellos libros y artículos (“*papers*”) que a lo largo de mi carrera como estudiante, y más tarde como profesional, dejaron una huella indeleble en mí y formaron mi lógica económica. Es preciso señalar también que, con el paso de los años y la ganancia de experiencia, uno altera aspectos importantes de la forma de ver la economía; es decir, el pensamiento económico va mutando a lo largo del tiempo. Y una de las conclusiones más importante es que no se debe ni se puede utilizar un solo modelo económico para entender situaciones concretas de la vida real. Hay que saber combinar las diferentes partes relevantes de diversos modelos para poder llegar a conclusiones más adecuadas. El sectarismo es un pésimo consejero en economía.

Libros

- BAILY, Martin J.
1971 *National Income and the Price Level: A Study in Macroeconomic Theory*. Nueva York: McGraw-Hill.
- BECKER, Gary
1971 *Economic Theory*. Nueva York: Alfred Knopf Inc.
- CORDEN, W. M.
1986 *Inflation, Exchange Rates and the World Economy: Lectures on International Monetary Economics*. The University of Chicago Press.
- DORNBUSCH, Rudiger
1980 *Open Economy Macroeconomics*. Nueva York: Basic Books Inc.
- DORNBUSCH, R. y L. HELMES (eds.)
1988 *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*. Oxford University Press.
- FRENKEL, J. y A. RAZIN
1992 *Fiscal Policies and the World Economy*. Estados Unidos: MIT Press.
- FRIEDMAN, Milton
1976 *Price Theory*. Chicago: Aldine.
- GONZÁLEZ IZQUIERDO, Jorge
2013 *El monetarismo: pasado y presente*. Lima: Universidad del Pacífico.
1987 *Escritos económicos*. Caracas, Venezuela: Corporación Andina de Fomento.
- GORDON, Robert J.
1974 *Milton Friedman's Monetary Theory: A Debate with his Critics*. Chicago: The University of Chicago Press.
- JOHNSON, Harry
1972 *Macroeconomics and Monetary Theory*. Chicago: Aldine.

- LUCAS, Robert E.
2005 *Lecturas sobre crecimiento económico*. Bogotá: Grupo Norma.
- MISHKIN, Frederic
2008 *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson.
- MUNDELL, Robert A.
1971 *Monetary Theory*. Estados Unidos: Goodyear Publishing Company.
- PATINKIN, Don
1963 *Dinero, interés y precios*. Madrid: Aguilar.
- SNOWDON, B. y H. VANE
2005 *Modern Macroeconomics*. Reino Unido: Edward Elgar.
- STIGLER, George
1966 *The Theory of Price*. Londres: The Macmillan Company.
- Artículos (*papers*)**
- ALESINA, A.; O. BARBIERO, C. FAVERO, F. GIAVAZZI y M. PARADISI
2015 *Austerity in 2009-2013*. NBER Working Paper N.º 20827.
- ALESINA, Alberto y Robert BARRO
2002 “Currency Unions”. En: *Quarterly Journal of Economics*, mayo.
- ALESINA, Alberto y R. PEROTTI
1997 *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomics Effects*. IMF Staff Papers.
- 1995 *The Political Economy of Budgets Deficits*. IMF Staff Papers, March, 1995.
- BARRO, Robert
1974 “Are Government Bonds Net Wealth?”. En: *Journal of Political Economy*, vol. 82, N.º 6.
- BERNANKE, Ben y Mark GERTLER
1995 “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”. En: *Journal of Political Perspectives*, vol. 9, N.º 4.

BIBLIOGRAFÍA

BERNANKE, Ben y Frederic MISHKIN

1977 “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”. En: *Journal of Political Perspectives*, vol. 11, N.º 2.

FLEMING, J.

1962 *Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates*. IMF Staff Papers, noviembre.

FRIEDMAN, Milton

1977 “Nobel Lecture: Inflation and Unemployment”. En: *Journal of Political Economy*, vol. 85, N.º 3.

1968 “The Role of Monetary Policy”. En: *American Economic Review*, vol. 58, N.º 1.

GIAVAZZI, Francesco y Marco PAGANO

1995 *Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience*. NBER Working Paper N.º 5332, noviembre.

1990 *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*. NBER Working Paper N.º 3372, mayo.

MUNDELL, Robert

2001 *On the History of the Mundell-Fleming Model*. IMF Staff Papers, Special Issue.

1963 “Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”. En: *Canadian Journal of Economics and Political Science*, noviembre.

1962 *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability*. IMF Staff Papers, marzo.

1960 “The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Rates”. En: *Quarterly Journal of Economics*, mayo.

SWAN, Trevor

1955 “The Swan Diagram” o “The Australian Model”. En: *Economic Record*.

SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES GRÁFICOS DE

TAREA ASOCIACIÓN GRÁFICA EDUCATIVA

PASAJE MARÍA AUXILIADORA 156 - BREÑA

CORREO E.: tareagrafica@tareagrafica.com

PÁGINA WEB: www.tareagrafica.com

TELÉF. 332-3229 FAX: 424-1582

DICIEMBRE 2015 LIMA - PERÚ

TEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA:

*la experiencia
peruana*

Este libro reúne estudios y artículos preparados con distintos propósitos, que analizan aspectos relevantes de la realidad económica peruana y venezolana a lo largo del tiempo. En el caso de Venezuela, donde el autor trabajó en la CAF por varios años, se presentan estudios sobre temas de política económica que ocurrieron en la década de 1980 pero que tienen plena vigencia hoy. Por ejemplo, los tipos de cambio múltiples fijados por el Gobierno en ese entonces, experiencia que se repite actualmente casi con las mismas características. En el caso del Perú, se pasa revista en forma rigurosa a situaciones de coyuntura que afectaron a la economía peruana en la década de 1980, como la crisis mexicana, así como a eventos más recientes de los años 2013 y 2014. Ello con el objetivo de demostrar la aplicabilidad de la teoría económica para analizar casos concretos de la vida real. Y, también, servir de referente para la toma de decisiones de política económica futura. La lectura de este libro será útil a los economistas de profesión; a los alumnos de Economía, ya que les facilitará el aprendizaje; y al público en general, porque le ayudará a entender situaciones aparentemente complejas.



ISBN: 978-9972-57-346-0



9 789972 573460

$m.v = p.y$