

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

60 AÑOS

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

60 AÑOS

Fortalezas macroeconómicas y retos para el Perú

LILIANA ROJAS-SUÁREZ*

¿Es suficiente la buena política macroeconómica para asegurar la resiliencia de la economía ante choques externos? ¿Cómo se compara el Perú con otros países emergentes? En las últimas dos décadas, el Perú se destacó entre los países emergentes por su solidez macroeconómica, especialmente en la conducción de las políticas fiscal y monetaria. Sin embargo, debilidades estructurales como bajas tasas de ahorro, insuficiente presión tributaria y poca profundidad financiera han limitado en forma importante los beneficios de la fortaleza macroeconómica. En ausencia de reformas, las autoridades se ven obligadas a mantener esfuerzos fiscales y monetarios por encima de los necesarios en países emergentes con menores barreras estructurales.

1 Introducción

Al analizar la evolución macroeconómica de las últimas décadas del Perú, resulta imposible no reconocer el trabajo que ha tenido el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) para incrementar la resiliencia de la economía peruana frente a los choques externos e internos. Son las políticas del BCRP las que aseguraron que los indicadores monetarios fueran lo suficientemente fuertes para contrarrestar las debilidades observadas en una serie de indicadores de la economía peruana.

Es importante poner la economía peruana en el contexto internacional. La relevancia de la resiliencia a choques externos radica en que todos los países emergentes, no solo el Perú, enfrentan choques externos adversos con efectos muy significativos sobre el crecimiento de la economía. El periodo de mayor crecimiento reciente en términos reales para el Perú, básicamente de 2003 a 2013 con excepción de 2009 por la Crisis Financiera Global (CFG), muestra una expansión de la economía peruana a tasas de entre 6 % y 9 %. No es coincidencia que este sea un periodo de *boom* de *commodities*, cuando los precios de exportación del Perú son

* Es para mí un honor y un tremendo privilegio participar en este homenaje a un gran amigo como lo fue Renzo Rossini. Su labor desde la Gerencia General del Banco Central de Reserva del Perú ha contribuido de manera significativa a muchas de las fortalezas que se describen en este capítulo.

muy altos. Tampoco es coincidencia que terminado ese periodo, a partir del año 2014, el crecimiento del Perú bajara significativamente y se estacionara en tasas de alrededor de 3 %. Ello muestra que choques externos, tales como la disminución en el precio de los *commodities*, afectan considerablemente a la economía peruana. Resulta clave ser resilientes ante ellos y mostrar fortalezas para combatirlos.

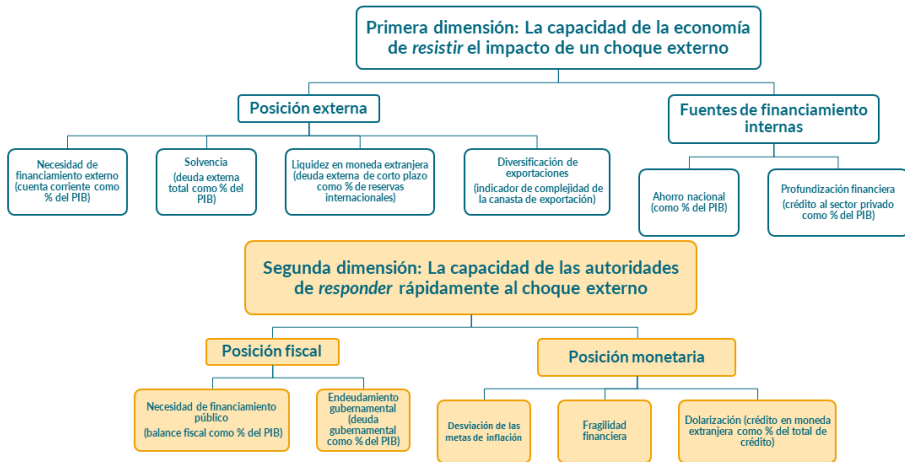
La importancia de la resiliencia no solo radica en mantener la estabilidad, sino que crecer consistentemente para un país como el Perú ayuda a disminuir de manera significativa la pobreza y subir peldaños de desarrollo social. Incluso después del episodio de alto crecimiento descrito, el PBI real per cápita del Perú es hoy en día aproximadamente solo una cuarta parte del PBI real de los países avanzados. La distancia relativa respecto a los países avanzados es considerable. El Perú está lejos del desarrollo, incluso por debajo del promedio de América Latina y el Caribe.

Si el Perú hubiera mantenido la tendencia de crecimiento alto que experimentó durante el *boom* de *commodities*, habría sobrepasado el promedio regional. Lamentablemente, este no fue el caso y su estancamiento dice mucho sobre la historia de este capítulo. Es ilustrativo considerar unos cálculos muy sencillos sobre el tiempo que le tomaría al Perú cerrar la brecha de PBI real per cápita con respecto a los países avanzados bajo diferentes supuestos de tasa de crecimiento, asumiendo una tasa constante de crecimiento en los países avanzados similar al promedio histórico y tomando los datos de crecimiento poblacional del Banco Mundial. Con una tasa de crecimiento de 3 %, el Perú no cerraría la brecha durante este siglo. Si el crecimiento fuera de 4 %, demoraría 75 años. Solamente si se tuviera una tasa de crecimiento 7 %, un número que ha alcanzado el Perú en el pasado y que no es imposible, la brecha se cerraría en unos 30 años. Esto da una clara idea de la dimensión del problema: el Perú necesita crecer, y rápido, lo que no es nada fácil dadas las circunstancias que caracterizan a la economía peruana.

La economía del Perú está expuesta a los riesgos de la economía internacional ¿Cuáles son esos riesgos? Obviamente, el primero es el complejo choque de la COVID-19 que, por supuesto, involucra factores de oferta y demanda. Pero ya antes de la pandemia la economía peruana estaba sujeta a una serie de otros posibles choques adicionales, cuyos efectos, como mostramos más adelante, se han exacerbado durante el tiempo de la pandemia. Uno de ellos, por ejemplo, es el proceso de normalización de la política monetaria de EE. UU.; es decir, la sensibilidad ante la subida de tasas de interés de la Reserva Federal.

Otro choque, casi cierto en estos momentos, es la desaceleración del crecimiento de China, sobre todo considerando los grandes problemas en los sectores inmobiliarios por el sobreendeudamiento de la compañía Evergrande. La desaceleración china implicaría una caída en la demanda internacional por *commodities*, por bienes de exportación del Perú, y obviamente un posible nuevo choque adverso.

Figura 1
Dimensiones de resiliencia



Otro tema que ha venido a colación, relacionado con la COVID-19, es que las amenazas proteccionistas, lo que se llama la desglobalización en los países avanzados, están muy latente y eso trae también mayores amenazas a la capacidad de exportación del Perú a buenos precios. Dadas todas estas preocupaciones, ¿cómo evaluamos cuán listo está Perú o estaba antes de la crisis de la COVID-19 y cómo se compara con el resto de países emergentes?

2 Construyendo un indicador de resiliencia económica

El tema central de este capítulo es el desarrollo de un indicador de resiliencia, metodológicamente similar al de Rojas-Suarez (2016), que básicamente mide las dos dimensiones resumidas en la figura 1. La primera tiene que ver con la capacidad de la economía de resistir un choque externo. La segunda, con la capacidad de las autoridades de responder a ese choque. Como analogía, imagine que es atacado y alguien le propina un golpe. La primera dimensión responde cuán bien parado se encuentra y cuán fuerte está al momento del golpe, bajo el entendido que una persona bien parada puede aguantar el ataque mucho mejor que una persona débil o mal parada. La segunda dimensión se relaciona más con la defensa, el tamaño y la precisión del golpe de regreso; es decir, la capacidad de reacción ante el ataque.

La primera dimensión, la capacidad de la economía de resistir, tiene dos aristas: la posición externa de la economía y las fuentes de financiamiento interno. Cuando un choque externo impacta en la economía, el primer interés es analizar

cuán fuerte fue el choque y cuán bien posicionada estuvo la economía. Podemos pensar en cuatro aspectos. Primero, la economía estará mejor posicionada si tiene menores necesidades de financiamiento externo ante la presencia de un episodio de salida abrupta de capitales. Segundo, si la economía es solvente y no tiene grandes niveles de endeudamiento, no tendrá restricciones vinculadas a honrar las obligaciones de pago. Tercero, especialmente relevante en economías emergentes, es que, si la liquidez en moneda extranjera es alta, por ejemplo porque es alta la cantidad de reservas internacionales, la economía tiene colchones para poder amortiguar el choque. Cuarto, es favorable contar con una buena diversificación de exportaciones porque en ese caso puede ser que afecte el precio de algunos bienes de exportación, aunque no necesariamente otros y eso fortalece la economía.

Pero hay más: en el caso que se cierran las fuentes de financiamiento externo de una economía, su capacidad de responder al choque también se relacionará con cuán desarrolladas están sus fuentes de financiamiento interno. Si tiene mercados de capitales desarrollados, reflejados en altas tasas de ahorros y profundización financiera, entonces los mercados locales pueden contrarrestar de alguna manera una salida de capitales externos. Obviamente, la sustitución nunca será perfecta, y en tal escenario de fuga de capitales seguramente la tasa de interés doméstica subirá. El punto es que esa economía cuenta con una alternativa útil.

Respecto a la segunda dimensión, se trata ahora de reaccionar al choque. Normalmente, las reacciones son a través de lo que se llaman políticas contracíclicas, que pueden ser las políticas fiscal y monetaria. La posición fiscal depende básicamente de dos variables, el déficit fiscal y la deuda del gobierno, mientras que la posición monetaria va a depender de cuán lejos se encuentra la inflación de su meta. Si está cerca, existe más espacio para hacer política monetaria. Por ejemplo, se podría reaccionar contracíclicamente bajando la tasa de interés, toda vez que la inflación no sea muy alta pues la reacción de política podría acelerar aún más un problema inflacionario preexistente.

En la capacidad de respuesta monetaria es también importante considerar si existen fragilidades financieras. Lo peor que le puede pasar a un sistema financiero débil es que le suban las tasas de interés porque, a mayores tasas, los deudores ven mayor dificultad de pagar los préstamos que deben, deteriorando la calidad de las carteras crediticias. Es común observar que bancos centrales con sistemas financieros frágiles traten de evitar subidas en la tasa de interés, lo cual implica una restricción para la política monetaria. Otra posible restricción es la dolarización, ya que la conducción de política monetaria es mucho más fácil si es que los activos se encuentran denominados mayoritariamente en moneda local.

En este punto es bueno clarificar que mi análisis va a distinguir entre variables macro y variables estructurales. La diferencia fundamental entre ambas es que las

variables macro cambian rápidamente de un año al otro, pero no así las variables estructurales que varían poco con el tiempo. Todo ello al margen de si las variables son flujo o *stock* (acervo). Primero construiremos un indicador de resiliencia solo con variables macro y luego uno que incorpore las estructurales.

Mencioné que la primera dimensión de resiliencia, la capacidad de resistir el choque, depende de la posición externa y de las fuentes de financiamiento interno. Dentro de la posición externa:

- La variable que mejor mide las necesidades de financiamiento externo de un país es el ratio de la cuenta corriente al PBI. Claramente, una variable macroeconómica que involucra flujos.
- La solvencia financiera del país, es decir, su capacidad para cumplir con las obligaciones financieras externas, es aproximada por la deuda externa total con respecto al PBI. Es también un variable macroeconómica, aunque se trata de un acervo.
- En cuanto a la liquidez en moneda extranjera, la variable macroeconómica es la deuda externa de corto plazo, la que está próxima a vencer, como porcentaje de las reservas internacionales. Cuanto menor sea este ratio, mayor la capacidad de mostrarle a los mercados internacionales que existe una adecuada disponibilidad de recursos en moneda extranjera en momentos cuando los flujos de capitales externos disminuyen tremendamente.
- La diversificación de exportaciones es considerada una variable estructural. Se trata de la canasta de exportación medida por un indicador de “complejidad” o de sofisticación de la estructura productiva de las exportaciones.

Para medir el estado de las fuentes de financiamiento internas, considero dos variables, ambas estructurales. La primera es un flujo: la tasa de ahorro nacional, es decir, el ahorro de las empresas, familias y gobiernos como porcentaje del PBI. La segunda es la profundización financiera que se aproxima como el crédito al sector privado con respecto al PBI. Esta variable acervo recoge la capacidad del sistema financiero de proveer financiamiento a la economía. Ambas fuentes de financiamiento interno son muy importantes para contrarrestar el efecto de un choque externo porque cuanto más desarrollados estén los mercados financieros locales, mayores serán las alternativas de financiamiento que tendría la economía para capear el choque externo.

Con respecto a las variables que miden la capacidad de las autoridades de actuar, la segunda dimensión de resiliencia, consideremos en primer lugar la posición fiscal que se puede medir mediante tres indicadores. Los dos primeros son la necesidad

de financiamiento público representada por el déficit fiscal y el endeudamiento gubernamental, ambos como porcentaje del PBI. El primero es una variable flujo que mide el espacio fiscal, mientras que el segundo es una variable acervo que señala la capacidad de implementar políticas fiscales contracíclicas. El tercer indicador es más estructural: la recaudación tributaria como porcentaje del PBI, variable que no cambia mucho con el tiempo, pues aumentar la capacidad de recolectar impuestos típicamente requiere de la implementación de reformas.

Finalmente, en cuanto a la posición monetaria, esta se puede evaluar por dos variables. Primero, la desviación de la inflación respecto a la meta, que refleja restricciones para implementar política monetaria contracíclica derivadas por presiones inflacionarias o deflacionarias al momento del choque. Segundo, la dolarización, que se mide como el ratio de préstamos en moneda extranjera sobre préstamos totales. Queda claro que se trata de dos variables macroeconómicas.

3 La historia reciente desde la perspectiva de la resiliencia

Las condiciones iniciales en las que se encuentra una economía al enfrentar un choque adverso son tremendamente importantes en el análisis de resiliencia. Tomaremos dos puntos en el tiempo. El primero es el año 2007, previo a la CFG; el segundo es entre finales de 2019 y comienzos de 2020, previo a la pandemia de la COVID-19. Es decir, analizaremos la situación de las economías justo antes de la ocurrencia sorpresiva de grandes choques globales.

Usando el sencillo marco analítico descrito anteriormente, podemos analizar la resiliencia del Perú en comparación con otros países emergentes. Nuestra muestra diferencia cuatro regiones geográficas: América Latina (Brasil, Argentina, México, Colombia, Chile y Perú), Asia (China, India, Corea del Sur, Tailandia, Indonesia y Filipinas), Europa del Este (Polonia, Bulgaria, Letonia, Hungría) y un país africano emergente que es Sudáfrica.

Comencemos con el análisis de las variables macroeconómicas. Como ya se mencionó, un indicador de la primera dimensión de resiliencia, o sea la capacidad de resistir el impacto de un choque externo, es la cuenta corriente de la balanza de pagos. La figura 2(a) muestra la cuenta corriente como porcentaje del PBI en los dos períodos de estudio. En 2007, el Perú estaba muy bien posicionado en el grupo de países, junto con los asiáticos, con un superávit en cuenta corriente como resultado del *boom* de los *commodities*. A comienzos de 2020, la posición de la cuenta corriente en el Perú ya no era tan favorable. Aun así, sin embargo, el Perú sigue destacando en comparación con el resto. Esto es muy importante porque cuando un inversionista hace una evaluación sobre dónde invertir, piensa en los países emergentes como conjunto y no está solamente en una economía

aislada. Entonces, aunque la posición del Perú se debilita, la debilidad no es tan grande en términos relativos.

Otro indicador de la fortaleza de la economía, dentro de esta primera dimensión, es la deuda externa como porcentaje del PBI. En un determinado año, un país puede tener una baja necesidad de financiamiento, pero importa también si el choque sorprende con un acumulado de deuda externa muy grande. Como se aprecia en la figura 2(b), la situación del Perú es favorable con este indicador: no solo redujo el ratio de deuda externa entre 2007 y 2020, por lo que se ubica a la derecha de la línea diagonal, sino que se encuentra entre los más bajos de la muestra de países emergentes (la distancia vertical).

Llama la atención el caso de Chile, que hacia 2020 registró una enorme deuda corporativa, presentándose así más débil a comienzos de 2020 en comparación con su posición para enfrentar la CFG en 2007.

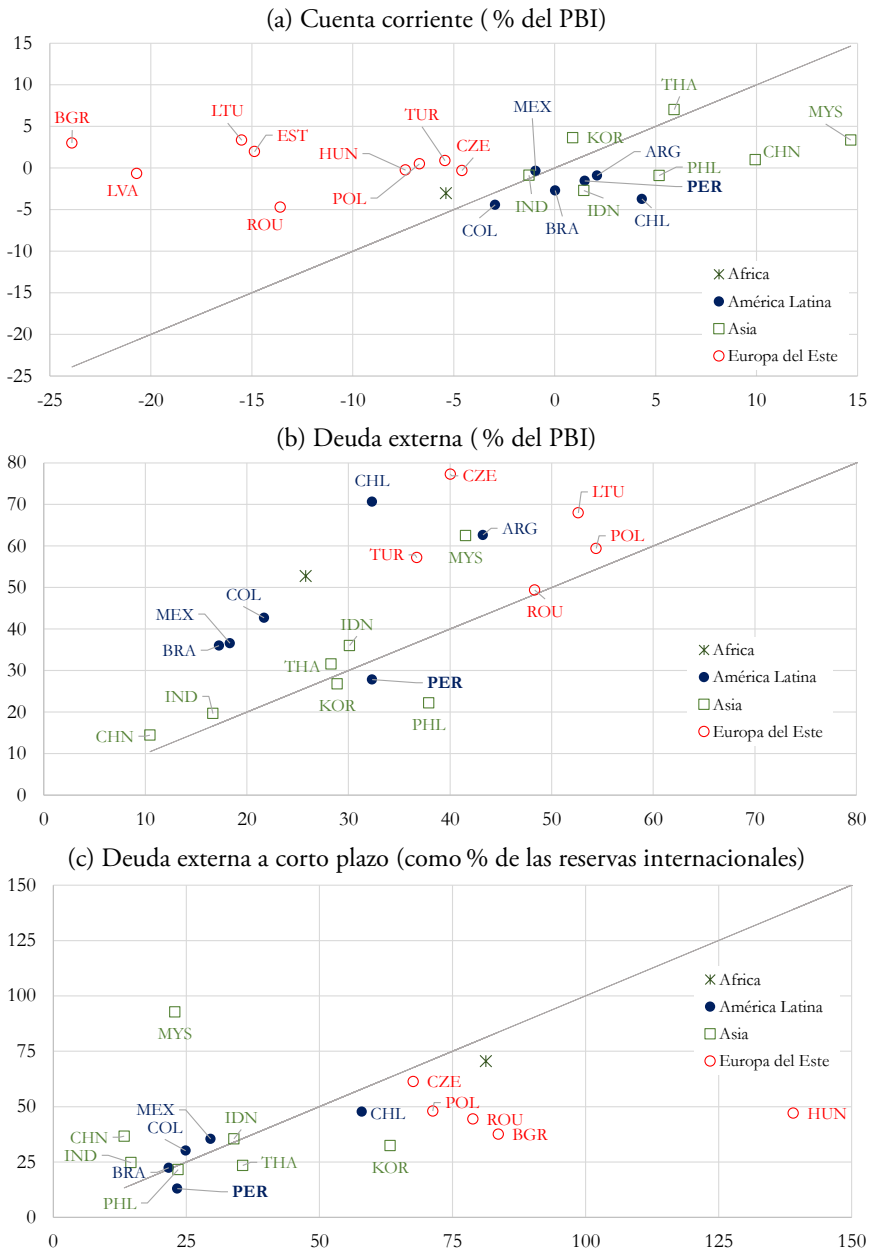
Respecto al indicador de liquidez calculado como deuda externa de corto plazo sobre las reservas internacionales, el Perú también presenta excelentes resultados. La figura 2(c) indica que el monto de reservas internacionales a comienzos de 2020 era más o menos cinco veces mayor que la deuda de corto plazo. No había, a comienzos de 2020, ninguna duda en la mente de los inversionistas extranjeros sobre que el Perú no pudiera pagar sus obligaciones de corto plazo, ya que contaba sobradamente con los recursos para hacerlo. Lo que es cierto es que tanto antes de la crisis global de 2008 como la de la COVID-19 de 2020, la posición de liquidez del Perú estaba entre las más fuertes de la muestra. Vemos que, en lo que va de este análisis, solo hemos hallado enormes fortalezas en el Perú al concentrarnos en las variables macro.

Resumiendo la primera dimensión: el Perú no tenía mucho endeudamiento, contaba con altas reservas para pagar la deuda, y bajas necesidades de financiamiento. En esta dimensión, el Perú estaba en una posición muy sólida para enfrentar el choque financiero internacional asociado con la COVID-19.

La segunda dimensión atañe a la capacidad para reaccionar a los choques a través de las posiciones fiscal y monetaria, y sus resultados se muestran en la figura 3. En cuanto a la posición fiscal, los países a la derecha de la línea diagonal en la figura 3(a) son aquellos con una posición fiscal deteriorada a comienzos de 2020 en relación a la de 2007. Prácticamente, el universo de países emergentes muestra tal deterioro. Hay pocos ejemplos de países que presentan pequeños superávits como Corea y unos cuantos de Europa del este. En 2007, el Perú y Chile eran los países de América Latina con mayor espacio fiscal. A pesar del deterioro de su posición fiscal, el Perú presentaba el menor déficit fiscal entre los países de la región.

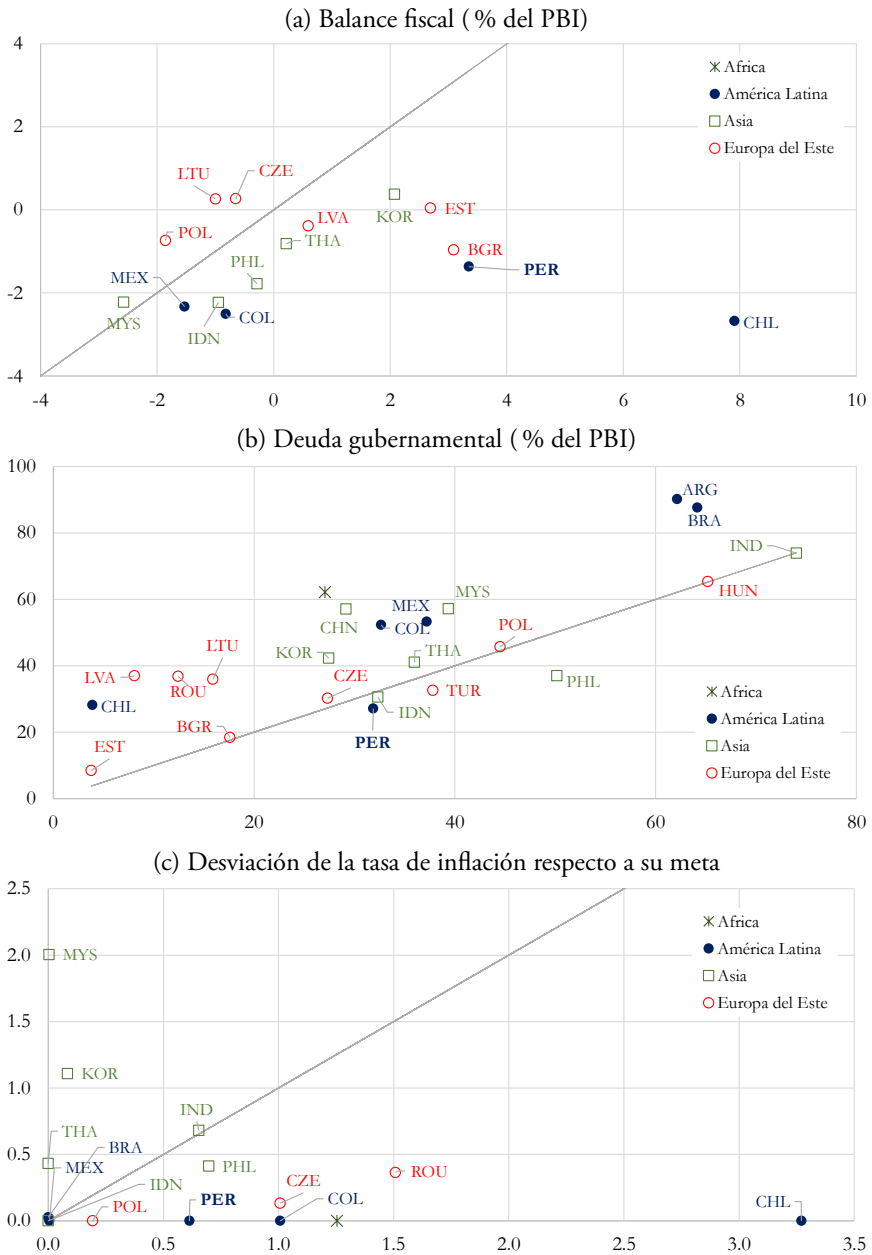
Respecto a la deuda gubernamental, el Perú se encontraba también entre los países emergentes con los ratios de deuda bajos y el más bajo nuevamente de Amé-

Figura 2
Posición externa



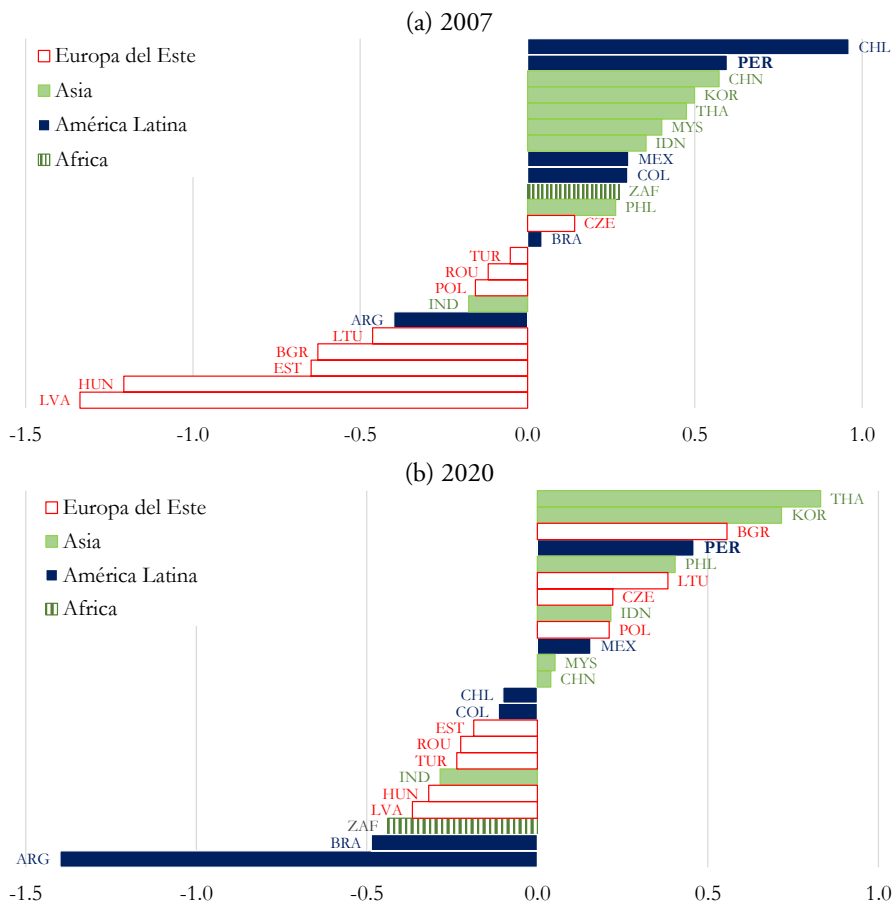
Nota: El eje horizontal contiene valores de 2007; el eje vertical, de principios de 2020.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Figura 3
Capacidad de respuesta de las autoridades



Nota: El eje horizontal contiene valores de 2007; el eje vertical, de principios de 2020.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Figura 4
Índice de resiliencia macroeconómica en 2007 y 2020



rica Latina. En la figura 3(b), encontramos, en el período previo a la COVID-19, al Perú un poco más abajo que Chile, es decir, con menos deuda gubernamental, en fuerte contraste con Argentina, Brasil, Colombia y México, que son países con mucha mayor fragilidad fiscal.

La figura 3(c) muestra los desvíos de la inflación respecto a su meta. Desde el punto de vista de política monetaria, se verifica una gran fortaleza del caso peruano.

Todos los indicadores macroeconómicos de las figuras 2 y 3 se agregan en un índice de resiliencia macroeconómica mostrado en la figura 4. Los resultados para el Perú son notables. Su posición en el mundo emergente en capacidad macroeconómica para enfrentar y reaccionar al choque de la CFG fue la segunda, después

de Chile. Este indicador fue generado hace un tiempo y *The Economist* (2015) hizo una evaluación de cómo respondieron los países a la crisis, concluyendo que el índice de resiliencia fue acertado en predecir cuáles países sufrieron más y cuáles menos. Por ejemplo, los peores lugares del *ranking* de 2007 los tienen los países de Europa emergente, y esos fueron los países que enfrentaron una crisis muy profunda como consecuencia del choque global.

¿Qué pasa a comienzos de 2020? ¿Cuán fuerte estaba Perú? Su posición se debilita un poco respecto a 2007 y pasa al cuarto lugar del *ranking*, superando a Chile que pierde muchas posiciones por el fuerte incremento de su deuda corporativa. China también pierde posiciones, especialmente por debilidades en la posición fiscal. Sin embargo, la posición macroeconómica del Perú para enfrentar la crisis de la COVID-19 se mantuvo fortísima, entre los mejores del mundo.

La fortaleza macroeconómica del Perú fue suficiente durante la CFG por varios motivos, uno de ellos es que el choque de la crisis internacional fue profundo, pero de muy corta duración. Poco después de iniciada la crisis, el alto crecimiento de China contribuyó al crecimiento del comercio internacional y a dinamizar al mundo emergente.

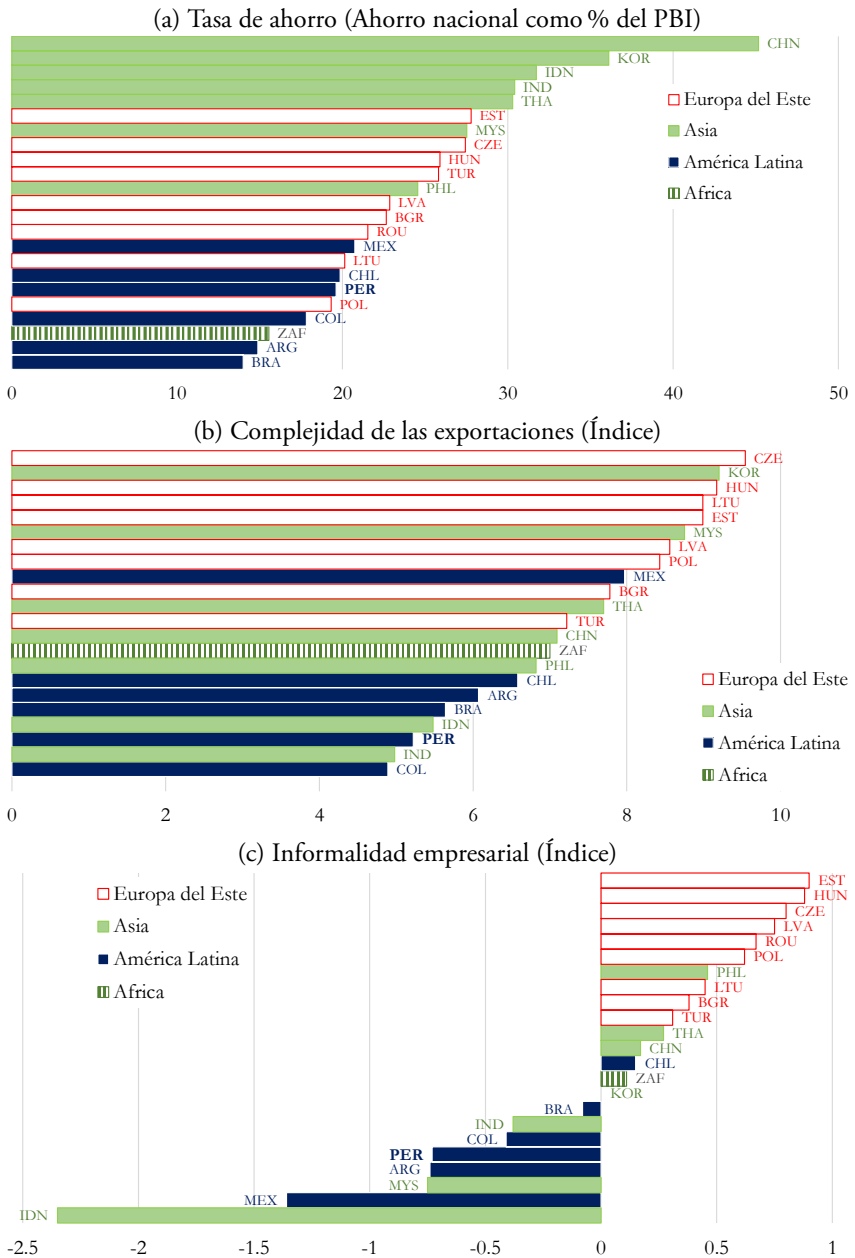
4 La tarea pendiente

La crisis de la COVID-19 es muy diferente de la CFG por sus múltiples facetas. Primero, se trata de un choque de larga duración y cargado de incertidumbre. Por ejemplo, aún no se sabe cómo evolucionará la pandemia en el Perú. Segundo, aunque estemos en medio de la pandemia, en países como EE. UU. están creciendo enormemente las expectativas de una subida de tasas de intereses que obviamente no favorecerá a los países emergentes porque encarece el costo del crédito internacional. Tercero, China ya no está en la posición que estaba durante la CFG por los problemas en sus propios sectores inmobiliario y financiero. Son estos los motivos que dan especial importancia al rol de las variables estructurales en la evaluación de la resiliencia frente a este choque.

Por ello, pasemos ahora a analizar el comportamiento de las variables estructurales de la primera dimensión del marco analítico. Entre las variables estructurales que permiten resistir el impacto de choques tenemos la capacidad de movilizar fondos de financiamiento interno. e incluimos aquí la tasa de ahorro. En este punto, la historia del Perú comienza a mostrar un marcado contraste con las variables macroeconómicas vistas previamente.

En la figura 5(a) se muestra la posición del Perú respecto a los demás países en términos de la tasa de ahorro sobre el PBI. Este es un promedio de 2014 a 2019 para recoger características de tendencia. Se aprecia que la tasa de ahorro del Perú

Figura 5
Variables estructurales



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Salinas (2021) y Banco Mundial. Elaboración propia.

es sumamente baja, lo cual limita significativamente la inversión y el crecimiento en aquellos momentos en que se sufren bajas en las entradas de fondeo y de capital extranjero. Esta conclusión se mantiene analizando otras variables estructurales como la poca profundización financiera, medida a través del ratio crédito a PBI.

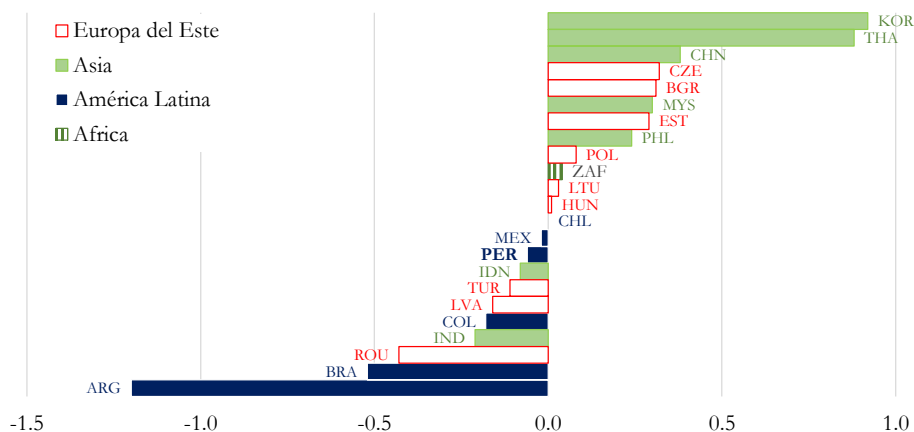
Otra variable en esta primera dimensión de resiliencia es la diversificación de exportaciones. Aquí utilizo la noción de “complejidad” de exportaciones, un índice que da una mayor ponderación a los productos de exportación con mayor valor agregado y refleja la sofisticación de la estructura de las exportaciones. La figura 5(b) revela que, en términos de este índice, el Perú tampoco tiene un buen desempeño, ya que junto con Colombia ocupa las posiciones más bajas de América Latina. Note que en Chile y el Perú el principal producto de exportación es el cobre, pero la transformación estructural en la canasta de exportación de Chile, incluyendo exportaciones que no sean de hidrocarburos o minerales, es bastante superior a la peruana.

Otra de las dimensiones importantes de resiliencia es la capacidad de recolectar impuestos. Una sólida profundización fiscal reflejada en una alta capacidad de recolectar impuestos brinda una mayor flexibilidad para realizar expansiones de gasto contracíclico cuando estas son necesarias. Lamentablemente, una de las características del Perú y de otros países emergentes es el enorme grado de informalidad que hace que la recolección de impuestos sea muy baja. La figura 5(c) muestra el índice del Banco Mundial sobre informalidad empresarial, y se aprecia que el Perú está entre los países con mayor informalidad. Si bien no llega a los niveles de Indonesia, en general, no cuenta con un buen desempeño cuando se le compara con el resto del mundo emergente.

Finalmente, la última variable estructural a la que quiero hacer referencia y que está en la segunda dimensión, es decir, dentro de la capacidad de las autoridades de responder a choques, es la dolarización. El problema de la dolarización, muy bien entendido y descrito en Rossini, Vega, Quispe, y Pérez (2016), afecta el traspaso del tipo de cambio hacia los precios domésticos. Un escenario de alta dolarización impone mayores retos a la política monetaria y, por ende, la efectividad de la política monetaria puede mejorarse si la economía está menos dolarizada. El Perú ha progresado de forma importante en disminuir la dolarización a casi la mitad gracias nuevamente a los esfuerzos del BCRP. No obstante, el Perú sigue muy dolarizado y está entre los más altos entre los países emergentes.

Todo lo anterior se refleja en un deterioro del índice de resiliencia para el Perú. Cuando presentamos el índice de resiliencia macroeconómica para comienzos de 2020, el Perú se encontraba en una auspiciosa cuarta posición. Sin embargo, al agregar al índice las variables estructurales, el Perú sufre una caída enorme y pasa a la posición 16, como se aprecia en la figura 6. Ningún otro país emergente de los

Figura 6
Índice de resiliencia macroeconómica y estructural en 2020



estudiados reduce su posición relativa tanto como el Perú cuando consideramos su solidez estructural. El mensaje es que la resiliencia de la economía peruana frente a choques persistentes, como la COVID-19 está seriamente afectada por deficiencias estructurales, es decir, la solidez macroeconómica tiene un límite impuesto por las deficiencias estructurales.

5 Comentarios finales

Aunque es urgente, el tema de la profundización de reformas estructurales no es nuevo. Quizá nada resume mejor este llamado de atención que el trabajo de Abusada, Du Bois, Morón, y Valderrama (2000), un libro sobre la necesidad de profundizar reformas publicado hace más de dos décadas. Dos de sus editores, Roberto Abusada y Fritz Du Bois, fueron brillantes economistas que lamentablemente perdimos muy temprano y quienes, junto con Renzo Rossini, forman el corazón de lo mejor que ha tenido el país como economistas. Su obra perdura.

La conclusión de este capítulo es que, en presencia de fuertes debilidades estructurales, la política monetaria ha apoyado tremendamente la resiliencia de la economía peruana. La labor del BCRP ha sido una pieza central. Sin embargo, la fortaleza macroeconómica aunque es necesaria no es suficiente y surgen dos tareas impostergables. Primero, si la fortaleza macro nos ha dado tanto, debemos protegerla. Es clave no perder la independencia del BCRP y mantener la estabili-

dad financiera. Las políticas macro, tanto fiscal como monetaria, han debido ser tremendamente conservadoras porque compensan las debilidades estructurales. El Perú tendría mucha más capacidad de relajar este conservadurismo; inclusive organismos como el Fondo Monetario Internacional suscriben cierta flexibilización de las reglas fiscales, pero la debilidad estructural impide esta flexibilización. Tener las políticas macro fuertes es el ancla peruana.

La segunda tarea es avanzar en las reformas que permitan que el Perú deje de estar sujeto al vaivén de los choques adversos, no solo los internacionales sino los domésticos también. La labor del BCRP en mantener la fortaleza macro del Perú nunca podrá ser sobreestimada, pero debe complementarse a través de indispensables reformas estructurales.

Referencias

- Abusada, R., Du Bois, F., Morón, E., & Valderrama, J. (Eds.). (2000). *La reforma incompleta. Rescatando los noventa*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Rojas-Suarez, L. (2016). La resiliencia macroeconómica de economías emergentes ante *shocks* externos. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 95-119). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., Vega, M., Quispe, Z., & Pérez, F. (2016). Inflation expectations and dollarisation in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Inflation mechanisms, expectations and monetary policy* (Vol. 85, p. 275-289). Bank for International Settlements.
- Salinas, G. (2021). *Chile: A role model of export diversification policies?* (IMF Working Paper n.º 2021/148). International Monetary Fund.
- The Economist. (2015). Predicting the next crisis. *The Economist* (March 30).