

# Recesión de 2008-2009: lecciones de política macroeconómica<sup>1</sup>

Óscar Dancourt y Waldo Mendoza<sup>2</sup> – PUCP

## Introducción

El desempeño macroeconómico de economías como la peruana depende de tres factores básicos, independientes entre sí. El primer factor es el contexto externo que enfrentan estas economías; el segundo es la política macroeconómica; y el tercer y último factor es el modelo de crecimiento vigente en el país.

*«La hipótesis de este texto es que las políticas macroeconómicas aplicadas en las recesiones de 1998-2000 y 2008-2009 fueron distintas. Ese es el motivo principal que explica por qué los desempeños económicos distintos fueron aceptables en 2008-2009 y muy malos en 1998-2000»*

Las principales variables que componen el contexto externo son los precios de nuestras materias primas de exportación, los movimientos de capitales y la situación de la economía mundial. La política macroeconómica comprende la política monetaria a cargo del Banco Central y la política fiscal a cargo del Poder Ejecutivo. El modelo de crecimiento vigente en el país se refiere a un conjunto de rasgos estructurales de la economía (cuánto Estado y cuánto mercado, cuánta industria manufacturera y cuánta exportación primaria, cuánta protección arancelaria y cuánto libre comercio, etc.).

La hipótesis de este texto es que las políticas macroeconómicas aplicadas en las recesiones de 1998-2000 y 2008-2009 fueron distintas. Ese es el motivo principal que explica por qué los desempeños económicos distintos fueron aceptables en 2008-2009 y muy malos en 1998-2000.

En materia de política monetaria, durante 1998-2000 subieron tanto el precio del dólar como la tasa



La crisis financiera iniciada en EE.UU. en 2007 ha generado la peor recesión global de los últimos 60 años.

de interés en soles, mientras que durante 2008-09 se mantuvo constante el precio de dólar y bajó la tasa de interés. En materia de política fiscal, se recortó el gasto público en 1998-2000, mientras que en 2008-09 este se aumentó en 2009, salvo al principio de la crisis.

Un punto crucial es que estas diferencias de política macroeconómica se hicieron posibles porque el Banco Central de 2008 había acumulado suficientes reservas de divisas, y el de 1998 no. Paralelamente, el MEF tenía recursos en 2008 o podía conseguirlos fácilmente; en 1998 no.

1/ Artículo basado en el estudio *Ciclo económico, crédito bancario y política monetaria en el Perú: 2002-2008*, desarrollado en el marco del concurso ACIDI-IDRC.

2/ Profesores e investigadores del Departamento de Economía de la PUCP. Agradecemos la inmejorable asistencia de Gustavo Ganiko y los comentarios del lector encargado por el CIES.

## 1. Recesiones y términos de intercambio

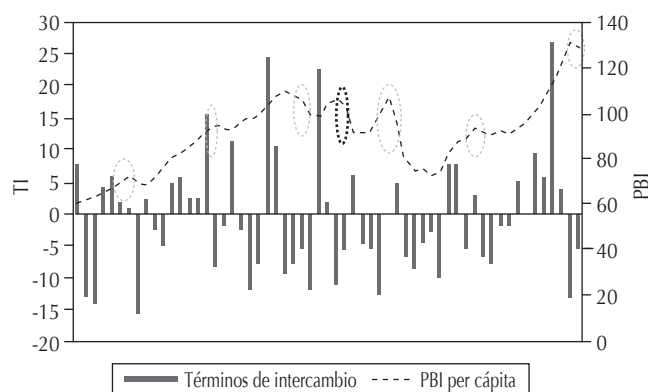
La crisis financiera iniciada en EE.UU. en 2007 ha generado la peor recesión global de los últimos 60 años. Para una economía como la peruana, exportadora de materias primas y que opera en un marco de libre movilidad internacional de los capitales, esta crisis mundial ha tenido dos consecuencias conocidas: caen los precios de las materias primas que exportamos y salen los capitales del país. La novedad ha estado en la magnitud que han tenido estas consecuencias.

La experiencia histórica muestra que las recesiones en el Perú suelen tener su origen último en los cambios reales o financieros que se producen en la economía mundial. En particular, todas las recesiones registradas desde 1950 coinciden con fuertes caídas de los precios internacionales de las materias primas de exportación y, algunas de ellas, también con abruptas salidas de capital.

Esta regla histórica o hecho estilizado básico se muestra en el gráfico 1.

**Gráfico 1**

Recesiones y caídas de los términos de intercambio 1951-2008



Fuente: BCRP.  
Elaboración propia.

La recesión del 2008-09 se ha sujetado a esta regla histórica.

## 2. Recesiones y el precio del dólar

La crisis financiera del año 2008, comparable solo a la de 1930, desencadenó una recesión global que

trajo consigo una enorme caída del comercio internacional, el desplome de los precios mundiales de las materias primas que son exportadas mayormente por la periferia, y el masivo traslado de los capitales desde la periferia hacia el centro, a Estados Unidos en particular. En la periferia, la caída de las exportaciones y la salida de capitales no solo tuvo un fuerte efecto recesivo, sino que generó también enormes presiones al alza del precio del dólar, las cuales fueron bloqueadas por la disminución de sus reservas de divisas, allí donde estas eran suficientes.

En el Perú, para evitar que este repentino deterioro de la balanza de pagos, causado tanto por la caída de las exportaciones como por las salidas de capital, generase una excesiva presión al alza del tipo de cambio, el Banco Central vendió dólares agresivamente desde el tercer trimestre del año 2008 hasta el primer trimestre de 2009; mientras tanto, mantenía prácticamente constante la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional.

Esta respuesta de política monetaria, muy distinta a la ejecutada en la crisis anterior de 1998-2000, donde subieron juntos el tipo de cambio y la tasa de interés de corto plazo, fue posible gracias a la acumulación previa de un nivel de reservas internacionales de divisas sin precedentes.

## 3. Los orígenes de la recesión

Se puede dividir la economía peruana en dos grandes sectores productivos. De un lado, tenemos al sector primario, que agrupa a la agricultura, la minería, la pesca y las actividades de transformación vinculadas a estas ramas (fabricas de harina de pescado, refinerías de metales, etc.), cuya producción está determinada básicamente por factores de oferta (lluvias, temperatura del mar, etc.). Y del otro, tenemos al sector no primario, que agrega las distintas ramas (manufactura, construcción, comercio y servicios) y que conforman la economía del Perú urbano, cuya producción está determinada por las ventas o demanda agregada. Este sector no primario representa el 80% del PBI y casi todo el empleo asalariado.

La demanda agregada por los bienes y servicios producidos en el sector no primario depende, entre otros factores, de las exportaciones netas originadas en el sector no primario, de las políticas macroeconómicas y de los precios externos de las materias primas de exportación.

En el gráfico 2 se presentan las tasas de crecimiento anuales del PBI no primario, del empleo urbano

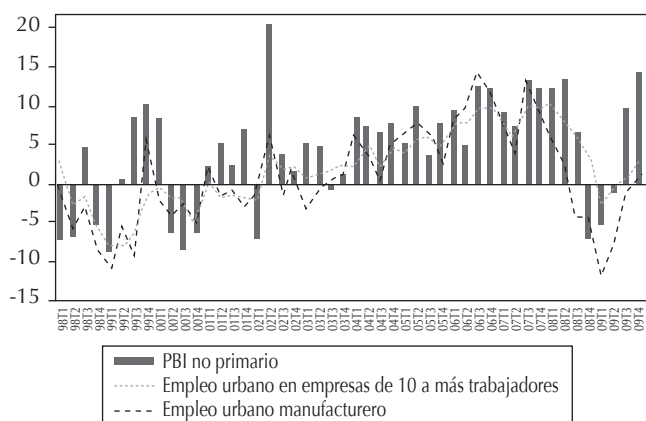
en las empresas de más de 10 trabajadores, y del empleo manufacturero en estas mismas empresas, a partir de la desestacionalización de las tres series respectivas. Como se puede ver en el gráfico 1, tras superar la recesión de 1998-2000, la marcha de la economía peruana adquirió progresivamente cada vez más velocidad en el periodo 2002-2008.

Este prolongado auge de la economía peruana, sin precedentes en las últimas cuatro décadas, finalizó en el último trimestre del año 2008 a causa del brusco descenso del valor de las exportaciones y la enorme salida de capitales generada por la recesión global y la crisis financiera en el centro. Como se puede ver en el gráfico 2, la tasa de crecimiento del PBI no primario desestacionalizado cayó en picada en el último semestre de 2008 y se hizo negativa durante tres trimestres consecutivos.

Las ramas productivas que más bruscamente se desaceleraron durante el último trimestre de 2008 fueron los dos motores de la actividad económica no primaria, es decir, la manufactura no primaria, que excluye las actividades de procesamiento de recursos naturales como refinación de metales o fabricación de harina de pescado, y la industria de la construcción.

## Gráfico 2

PBI no primario y empleo urbano y manufacturero desestacionalizados  
(Variación trimestral anualizada)



Fuente: BCRP.  
Elaboración propia.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no solo revela la magnitud del impulso recesivo externo. También demuestra la poca inercia que tiene el PBI no primario de la economía peruana debido a

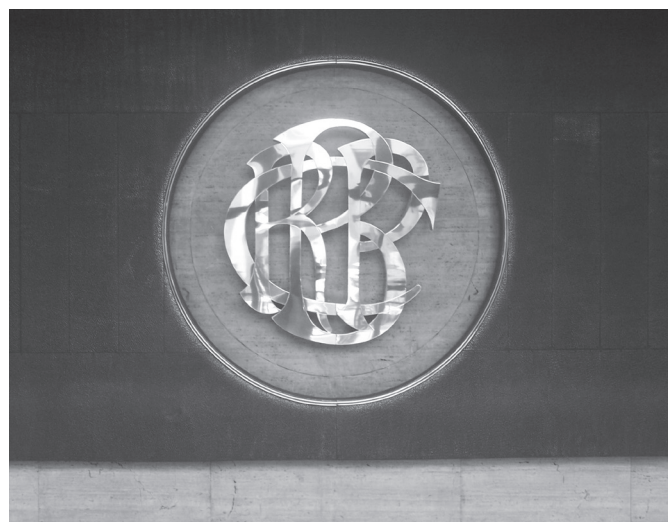


Foto CIES

El sector no primario representa el 80% del PBI y casi todo el empleo asalariado.

la inexistencia de estabilizadores automáticos, como el seguro de desempleo, que existe desde hace casi un siglo en las economías avanzadas; debido a la enorme influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros; y debido al gran ajuste de inventarios que parece haber ocurrido en los sectores comercial e industrial durante el último trimestre del año 2008 y los primeros de 2009.

Al impulso recesivo generado por la caída de las exportaciones hay que añadirle el otro impulso recesivo básico originado por la salida de capitales de largo y corto plazo. Esta salida de capitales provoca directamente una caída de la demanda interna.

En segundo lugar, conviene recordar que el sistema financiero peruano está dolarizado. La mitad de los préstamos bancarios a firmas y familias están denominados en dólares. Esto implica que cualquier expansión rápida de estos préstamos requiere que los bancos locales consigan fondos en el exterior.

Un factor común detrás de las recesiones de 1998-2000 y 2008-09 es un recorte abrupto de las líneas de crédito externas, que provoca esta contracción de los préstamos en moneda extranjera. Es claro que el efecto recesivo de una salida de capitales, vía el recorte de estos adeudados con el exterior del sistema bancario, será mayor mientras mayor sea el volumen de los préstamos bancarios en moneda extranjera otorgados a firmas y familias. Y también es claro que mayor será la contracción del crédito bancario que generará un recorte dado de estos adeudados, mientras mayor sea el peso que estos adeudados tienen respecto a los depósitos como fuente de fondos prestables para los bancos locales.



El Banco Central vendió dólares agresivamente desde el tercer trimestre del año 2008 hasta el primer trimestre de 2009; mientras tanto, mantenía prácticamente constante la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional.

En materia de crédito bancario, la diferencia entre las recesiones de 1998-2000 y la de 2008-2009 no reside en el comportamiento del crédito en moneda extranjera, que cae en ambas por igual, sino en el comportamiento del crédito en moneda nacional. Mientras que el crédito en moneda nacional se contrajo fuertemente en la recesión de 1998, durante la recesión actual el crédito en soles ha seguido expandiéndose. Esto tiene conexión, primero, con el hecho de que ocurriera una crisis bancaria en 1998-2000 y que no ocurriera en 2008-09; y, segundo, con las diferentes políticas monetarias aplicadas en estas dos recesiones: restrictiva en 1998-2000 y expansiva en 2008-09.

La crisis bancaria, desencadenada por el recorte de las líneas de crédito externas a raíz de la crisis rusa, explica en buena parte esta restricción crediticia general que tipifica la recesión de 1998-2000.

La respuesta de política monetaria de 1998-2000, dejar subir el tipo de cambio y dejar subir la tasa de interés en moneda nacional en vez de proveer

*«En 2008-2009 no ocurrió una crisis bancaria. ¿Por qué? Porque el Banco Central suministró al mercado interbancario toda la liquidez que este requirió en dólares y en soles a raíz del drástico recorte de las líneas externas, evitando así un pánico general»*

al mercado interbancario con liquidez en dólares y en soles, permitió que el súbito recorte de las líneas de crédito del exterior trajera consigo la iliquidez y posterior quiebra y fusión obligada de varios bancos. Las corridas de los depositantes locales fueron un componente importante pero secundario de este proceso.

En 2008-2009 no ocurrió una crisis bancaria. ¿Por qué? Porque el Banco Central suministró al mercado interbancario toda la liquidez que este requirió en dólares y en soles a raíz del drástico recorte de las líneas externas, evitando así un pánico general. Esto se hizo de manera “automática” al hacer efectiva la tasa de interés de política o de referencia en el mercado interbancario y al limitar el alza del tipo de cambio. Y esto se pudo hacer porque el Banco Central tenía las reservas de divisas suficientes.

#### **4. Respuestas de política macroeconómica**

Además del choque externo adverso, existen factores domésticos que explican de manera secundaria la repentina liquidación de este prolongado auge experimentado por la economía peruana y el rápido tránsito a una recesión a partir del último trimestre del 2008.

La negación sistemática de los eventuales impactos de la crisis económica mundial -en el Reporte de Inflación del BCRP de setiembre del año 2008 se proyectaba que la economía peruana crecería un 6.5% durante el año 2009- generó una respuesta de política macroeconómica que abrió las puertas a la recesión.

En una primera etapa, durante el segundo semestre del año 2008, la mezcla de política macroeconómica consistió en reducir el gasto público y elevar los impuestos a los combustibles, mantener constante la tasa de interés de referencia que el Banco Central había elevado progresivamente hasta un 6.5% anual para combatir la inflación y, por último, vender agresivamente dólares para impedir un alza significativa del tipo de cambio (que también hubiera podido echar más leña al fuego de la inflación).

El más importante de estos factores es, quizás, la inoportuna política fiscal contractiva ejecutada durante el último trimestre de 2008 por el ministro Valdívieso, política que consistió en un recorte del gasto público y en un alza de los impuestos a los combustibles. Un punto que merece destacarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central

en un 18% durante el último trimestre de 2008, respecto al mismo periodo del año anterior.

Es decir, cuando ya existía cierta evidencia que permitía actuar preventivamente con una política monetaria y fiscal expansivas, ni se redujo la tasa de interés ni se incrementó el gasto público para amortiguar los impulsos recesivos que la caída de exportaciones y la salida de capitales iban a originar inevitablemente.

Enfrentados a este mismo choque externo adverso, otros bancos centrales, que operan en condiciones similares a las peruanas, bajaron sus tasas de interés uno o dos trimestres antes que en el Perú y muchos de ellos también vendieron dólares. Estos bancos aplican el mismo sistema de metas explícitas de inflación que el peruano y operan en economías exportadoras, de materias primas o de manufacturas, donde existe una fluida movilidad internacional de capitales.

La primera etapa en el desarrollo de la respuesta de política macroeconómica terminó cuando el gobierno de García abandonó aparentemente la línea dura y decidió lanzar un programa anticrisis ante la clara desaceleración del crecimiento económico y el malestar creciente de los gremios empresariales. Sin embargo, pronto se reveló que este programa anticrisis había sido concebido como un instrumento puro de propaganda destinado a infundir el optimismo entre los empresarios. No había un sol de gasto público extra. Después del obligatorio reemplazo en el MEF de Valdivieso por Carranza, el gobierno de García volvió a lanzar a principios de 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, del programa anticrisis.

Foto CIES



Un punto que merece destacarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central en un 18% durante el último trimestre de 2008, respecto al mismo periodo del año anterior.

*«Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones y la salida de capitales»*

En esta segunda etapa, iniciada en el segundo trimestre de 2009, el Banco Central redujo de manera rápida y decidida la tasa de interés de referencia desde un 6% anual hasta un 1.25% anual, mientras el MEF lanzó un nuevo plan anticrisis que giraba alrededor de un aumento de la inversión pública.

En esencia, se trataba de impedir la paralización de la industria de la construcción poniendo en marcha un programa de grandes obras públicas; cosa que aparentemente se logró, ya que la industria de la construcción registró, a fines de 2009, un nivel de actividad casi 15% superior al pico alcanzado en 2008.

El plan anticrisis del gobierno excluyó otras medidas que hubieran elevado la demanda agregada de bienes nacionales, especialmente para la manufactura no primaria orientada al mercado interno que está expuesta a una fuerte competencia de importaciones.

## **5. A modo de conclusión**

Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones y la salida de capitales. También es claro que el gobierno de García abrió las puertas a esta recesión con la tesis peregrina del blindaje de la economía peruana ante los efectos de la crisis mundial, y con los errores de política macroeconómica cometidos al amparo de esta tesis, algunos garrafales como la política fiscal contractiva en el último trimestre de 2008, y otros menos graves como el retraso innecesario de la rebaja de la tasa de interés. Ciertamente, el error cometido por el Banco Central al permitir durante 2007-08 un crecimiento explosivo de los adeudados al exterior del sistema bancario no tiene conexión con la tesis del blindaje.

¿Cuáles son las lecciones de política macroeconómica que deja esta recesión? Las lecciones pueden ser agrupadas bajo tres rubros: las que tienen que ver con la política de tasa de interés, con las reservas de divisas y con la política fiscal.

En 2002, la política monetaria fue estructurada alrededor de un nuevo sistema de metas explícitas de

*«De esta manera, en términos generales, con precios altos de materias primas y entrada de capitales, el Banco Central debe subir la tasa de interés y debe comprar dólares»*

inflación donde la tasa de interés de corto plazo se constituyó en el principal instrumento de la autoridad monetaria. Esto produjo una mejora gradual de las condiciones financieras en términos del costo y disponibilidad del crédito en moneda nacional. E hizo posible, además, que el Banco Central aspire a guiar el conjunto de tasas de interés en moneda nacional a plazos largos –que son las que deberían influir sobre las decisiones de consumo y inversión si el sistema financiero no estuviese tan dolarizado- a través del manejo de las tasas de interés de corto plazo; y que diseñe una estrategia activa de desdolarización financiera, tanto para reducir la vulnerabilidad ante los choques externos, como para ampliar la potencia de la política monetaria, al sustituir el crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional.

Aunque este sistema de política monetaria ha mostrado sus bondades durante esta crisis, es claro que el Banco Central no puede usar la tasa de interés como un instrumento para influir sobre el precio del dólar. El Banco Central debe usar la tasa de interés principalmente para influir sobre el nivel de actividad económica no primario y sobre el nivel de precios. El instrumento para influir sobre el tipo de cambio es la compra-venta de dólares o intervención cambiaria esterilizada.

Así como hay una regla general para el manejo de la tasa de interés (esta debe bajar con la recesión y subir con el auge y con la inflación), también hay

una regla general para el manejo de la intervención cambiaria: el banco debe remar contra la corriente, comprando dólares cuando su precio baja “excesivamente” y vendiéndolos cuando su precio sube “excesivamente”. Esta regla de intervención cambiaria debe conservar el nivel de las reservas de divisas (posición de cambio) cerca, digamos, de los 30 mil millones de dólares cuando la situación externa es favorable (precios altos de materias primas y entrada de capitales) de tal modo que pueda caer, digamos, hasta los 15 mil millones de dólares si la situación externa se torna sumamente desfavorable (precios bajos de materias primas y salida de capitales). Es decir, las reservas de divisas se acumulan en épocas con un contexto externo favorable.

De esta manera, en términos generales, con precios altos de materias primas y entrada de capitales, el Banco Central debe subir la tasa de interés y debe comprar dólares. Simétricamente, con precios bajos de materias primas y salida de capitales, el Banco Central debe bajar la tasa de interés y vender dólares. En cada caso, sin embargo, hay que analizar la peculiaridad de cada coyuntura macroeconómica.

Respecto a la política fiscal, una vez reducida la deuda pública y creado un mercado interno de deuda pública que permita sustituir gradualmente deuda externa por deuda interna, la recomendación general bastante conocida es simple: tener un superávit fiscal y acumular fondos fiscales en el auge, para financiar (en parte con este fondo y en parte con deuda) el déficit fiscal en la recesión, de tal modo que a lo largo del ciclo económico el presupuesto fiscal permanezca equilibrado y la deuda pública se mantenga constante como porcentaje del PBI.

En cuanto a la política fiscal expansiva a ejecutar durante las recesiones, la experiencia reciente sugiere diseñar un plan de estímulo que combine una reducción del Impuesto General a las Ventas (IGV) y un aumento de la inversión pública, ya que toma tiempo poner en marcha los diversos proyectos específicos que componen esta inversión pública en infraestructura.

*«tener un superávit fiscal y acumular fondos fiscales en el auge, para financiar (en parte con este fondo y en parte con deuda) el déficit fiscal en la recesión»*

Foto CIES



*La experiencia reciente sugiere diseñar un plan de estímulo que combine una reducción del Impuesto General a las Ventas (IGV) y un aumento de la inversión pública.*