

La economía peruana se aceleró hacia el final del gobierno de Toledo y las elecciones generales de 2006 tuvieron lugar en medio de un ciclo económico expansivo. Los años 2007 y 2008 han sido los de mayor dinamismo económico de la presente década. La economía nacional no solo se vio impulsada por el sector privado, sino que los choques externos fueron muy positivos y las políticas macroeconómicas tuvieron posturas con un sesgo expansivo. Sin embargo, durante el último trimestre de 2008 las condiciones externas sufrieron un drástico cambio. Este nuevo cuadro de crisis financiera internacional y de recesión mundial afectará duramente a América Latina. El Perú también será afectado, pero las autoridades económicas tienen a la mano instrumentos que no tenían sus antecesores de los últimos 40 años. Los ciudadanos esperamos atentos las respuestas de política macroeconómica para enfrentar las fuerzas recesivas que ya llegaron a nuestro país.

## La primera mitad del gobierno: agosto 2006 - diciembre 2008

### Alto crecimiento

La economía peruana ha crecido 7,7% en 2006 y 8,9% en 2007. En los primeros tres trimestres de 2008 viene creciendo 10,1%. Estos magníficos resultados tienen que ver con el buen desempeño del sector privado. Tanto el consumo como la inversión muestran un alto dinamismo, en un círculo virtuoso que viene acelerándose desde mediados de 2004. Pero esa no es toda la historia.

En 2006 y 2007 se sumaron buenos términos de intercambio que ayudaron a mejorar el ingreso nacional y las cuentas externas y fiscales.

*«La economía peruana ha crecido 7,7% en 2006 y 8,9% en 2007. En los primeros tres trimestres de 2008 viene creciendo 10,1%»*

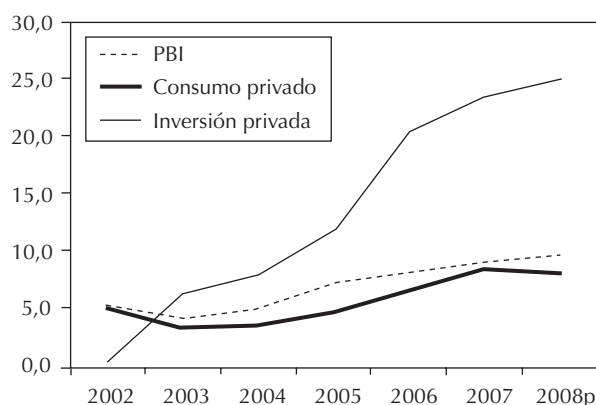


Foto CIES

La economía peruana ha crecido 7,7% en 2006 y 8,9% en 2007. En los primeros tres trimestres de 2008 viene creciendo 10,1%.

### Gráfico 1

Principales componentes del PBI Real (Var. %)



p/ proyección

Fuente: BCRP.

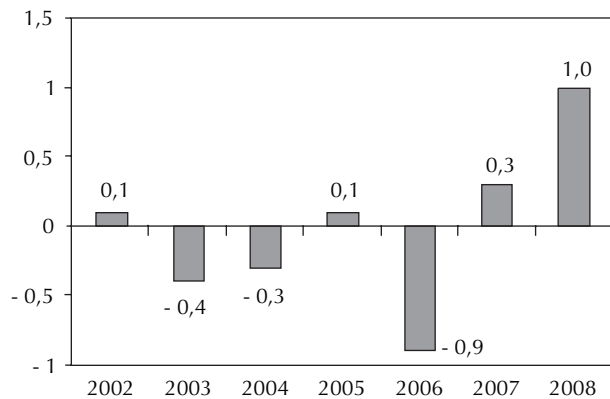
Elaboración y proyección: Macroconsult.

A estos positivos choques, se sumó la política fiscal. En este bienio dicha política ha sido expansiva. Casi cualquier cálculo de déficit fiscal estructural lleva a un impulso fiscal positivo en una economía que no

\* Gerente General de Macroconsult.

## Gráfico 2

Impulso fiscal en el Perú (%)



Fuente: BCRP.  
Elaboración y proyección: Macroconsult.

necesitaba dicha postura, pues venía de crecer 6,8% y 7,7% en 2005 y en 2006, respectivamente. Según una estimación del BCRP, el impulso fiscal habría sido importante en 2008. En 2007 no se pudo implementar el llamado *shock* de inversión pública porque los sistemas administrativos y el personal del sector público no pudieron procesar la inversión pública con la velocidad programada.

La política monetaria es más difícil de calificar. En moneda nacional, la política ha sido expansiva. Una economía que crece al 8,5% (promedio 2006-2007) con una meta de inflación de 2% no puede tener tasas de referencia por debajo de, digamos, 6% y eso es lo que se ha tenido en este bienio.

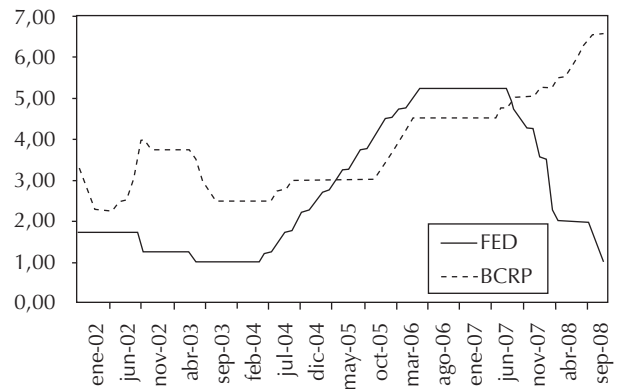
En moneda extranjera, la política ha sido contracíclica. Ante la masiva entrada de dólares en la balanza de pagos (incremento de la base monetaria en dólares), el BCRP optó por esterilizarla con los CD y restarle liquidez a la economía, evitando a la vez una apreciación del tipo de cambio.

Finalmente, a consecuencia del comportamiento privado y público, la demanda agregada interna se dinamizó al punto de comenzar a exceder el PBI y a debilitar la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Ante el *boom* crediticio, la autoridad monetaria ha respondido elevando las tasas de encaje en ambas monedas hasta que el dinamismo crediticio se modere. A veces es difícil distinguir entre un crecimiento tendencial o cíclico o si se está ante un *boom* crediticio. Sin embargo, la prudencia exige políticas conservadoras.

## Gráfico 3

Tasas de interés de referencia (%)



Fuentes: BCRP y FED.  
Elaboración: Macroconsult.

Por otro lado, el nuevo titular del MEF comenzó con un discurso contractivo ante el temor de menores ingresos e intentando alterar las expectativas inflacionarias ayudando al instituto emisor en esta labor. Sin embargo, en setiembre y octubre del presente año las condiciones externas se deterioraron abruptamente. Todos los canales de transmisión del resto del mundo hacia nuestra economía se activaron duramente en contra.

## Inflación

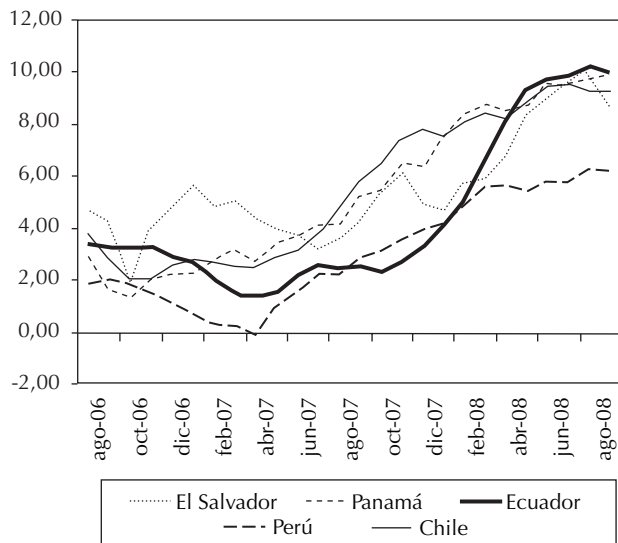
La aceleración de la inflación en 2007 y en 2008 no tiene que ver directamente con el incremento de la demanda interna. La curva de oferta agregada del Perú (por ahora y hasta el pleno empleo) es más plana que



La política monetaria es más difícil de calificar. En moneda nacional, la política ha sido expansiva.

## Gráfico 4

Inflación anual (%)



Fuentes: respectivos Bancos Centrales e Institutos de Estadística.  
Elaboración: Macroconsult.

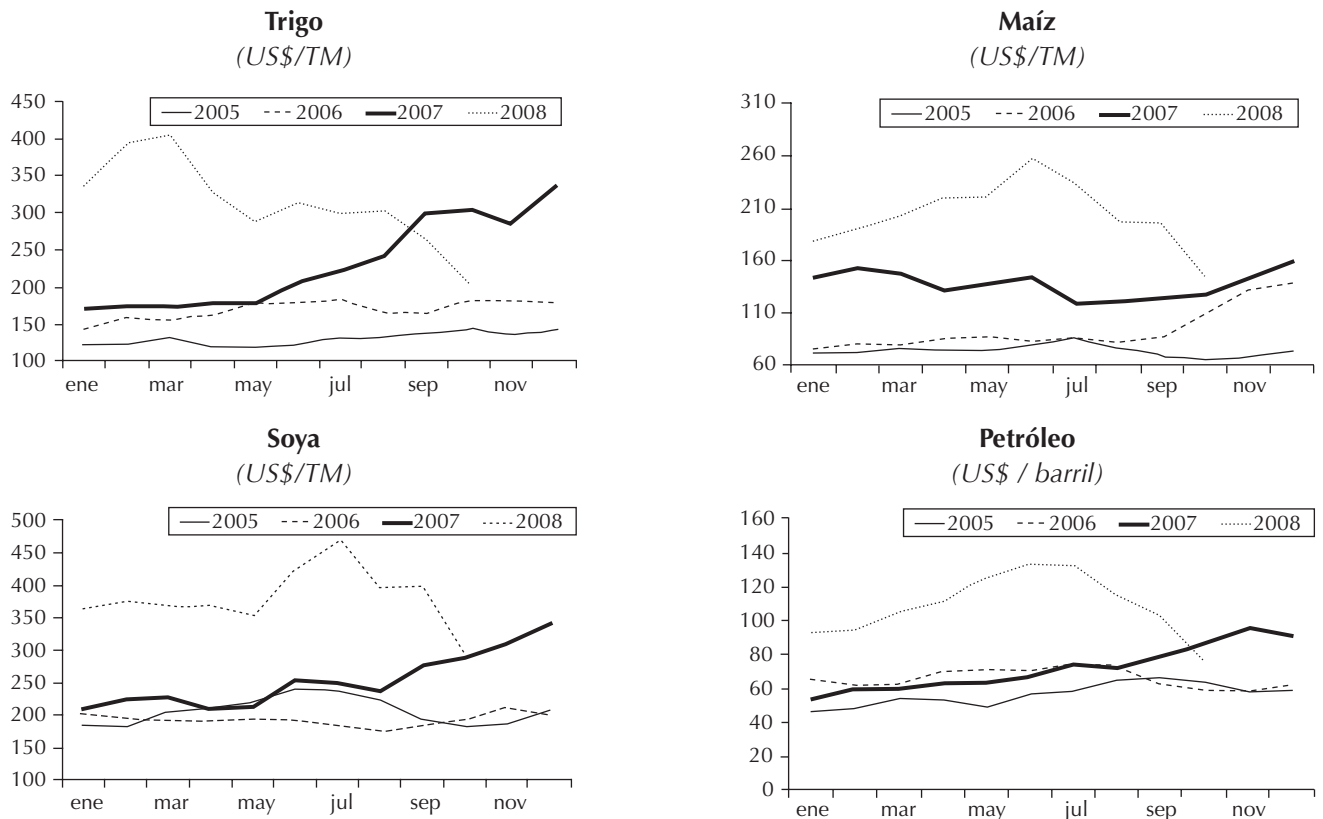
empinada. La inflación se ha acelerado en casi todos los países. No es un fenómeno exclusivo de Perú. Casi ningún Banco Central que viene siguiendo un esquema de metas de inflación cumplirá este año sus metas.

A manera de ejemplo, en países latinoamericanos sin moneda propia como Panamá, El Salvador y Ecuador, la inflación en octubre está por el orden de 9% anual. En Chile está cerca del 10%. En Perú cerca del 7% (Lima 6,5%). En estos cinco países (y en todo el mundo) la inflación comenzó a aumentar en el segundo semestre de 2007 y el proceso aún no se ha estabilizado. Estos países tienen poco en común, diferentes tasas de crecimiento (Panamá, El Salvador y Ecuador: 10, 4, 5 y 1,5 por ciento, respectivamente) y diferentes posiciones fiscales (Chile mantiene un superávit de ¡8% del PBI!). No es que en estos países de pronto la demanda se haya acelerado y genere estas presiones inflacionarias.

En otras palabras, la inflación peruana actual no está causada por un supuesto exceso de demanda agregada sobre el PBI potencial, sino por un muy fuerte

## Gráfico 5

Commodities alimenticios y petróleo (promedios mensuales a octubre de 2008)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: Macroconsult.

«La pérdida de riqueza financiera ha sido tan fuerte que será muy difícil que las políticas fiscales compensen estas caídas esperadas, teniendo un rol más bien moderador de las mismas»

choque de oferta (uno de los peores en los últimos 40 años). La demanda agregada dinámica facilita el traslado del choque hacia los precios finales, pero no es la causa última.

Las autoridades macroeconómicas han reaccionado para evitar que el proceso de propague al resto de precios y, sobre todo, a las expectativas que, aunque tarde o temprano se ajustan, pueden mantener viva la inflación algún tiempo más allá de lo que los fundamentos indicarían.

Dados los rezagos con los que operan las políticas, todo hace pensar que la inflación cederá antes de que se comiencen a observar los efectos de la política monetaria más neutral. De hecho, la crisis financiera internacional y la recesión mundial esperada en 2009 han hecho retroceder los principales *commodities* alimenticios y el petróleo.

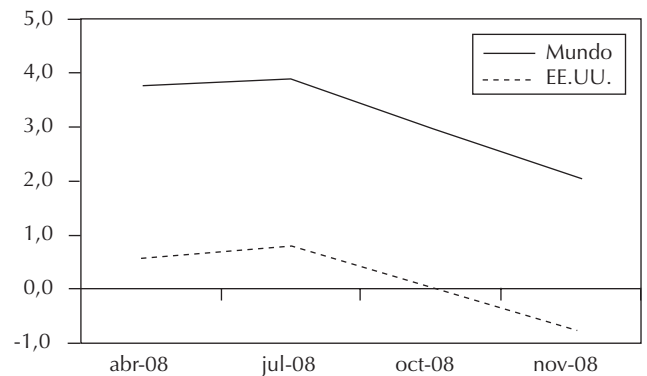
La inflación cederá pronto, cuando se termine de propagar el nuevo sistema de precios relativos, en la medida en que los choques externos desaparezcan y se mantengan alineadas las expectativas. Es de esperar que una vez comience la convergencia de la inflación hacia la meta del BCRP, este relaje sus actuales políticas de encaje y baje algo sus tasas de referencia para apuntalar el problema de liquidez que se puede gestar por la crisis financiera internacional.



La inflación cederá pronto, cuando se termine de propagar el nuevo sistema de precios relativos, en la medida en que los choques externos desaparezcan y se mantengan alineadas las expectativas.

## Gráfico 6

Proyecciones PBI 2009



Fuente: FMI.  
Elaboración: Macroconsult.

## La segunda mitad del gobierno: enero 2009 - julio 2011

Crisis financiera internacional, impactos en la economía y respuestas de política

Usualmente el FMI revisa sus proyecciones de la economía mundial dos veces al año. Durante 2008 lo ha hecho cuatro veces. La última ha sido la más fuerte y a solo cuatro semanas de la revisión anterior.

El año 2007 fue el mejor de la década para la economía mundial (5% de expansión). Sin embargo, en 2008 se desaceleró y, según el FMI, la economía mundial crecerá apenas 2,2% en 2009. Es decir, está dentro de lo que se conoce como una recesión mundial.

Los motores del crecimiento mundial se están apagando uno a uno. Estados Unidos muestra cifras negativas desde el III trimestre de 2008 y permanecería así hasta por lo menos el II semestre de 2009. Europa viene entrando también en recesión. Las economías campeonas del crecimiento seguirían siendo China e India, pero dada la magnitud de la crisis financiera internacional han terminado siendo afectadas por el resto del mundo. Las caídas bursátiles del Asia también afectarán el sentimiento de sus consumidores.

El desacople entre la economía norteamericana y la china en la recesión de la primera en 2001 hizo pensar en la posibilidad de una repetición de dicho fenómeno. Sin embargo, la magnitud de la crisis ha rechazado tal



## Cuadro 1

### Proyecciones de crecimiento (Var. % anual)

	2007	Proy. Nov		Var. respecto Proy. Oct	
		2008p	2009p	2008p	2009p
Mundo	5,0	3,7	2,2	-0,2	-0,8
Economías avanzadas	2,6	1,4	-0,3	-0,1	-0,8
EE.UU.	2,0	1,4	-0,7	-0,1	-0,8
Zona Euro	2,6	1,2	-0,5	-0,1	-0,7
Japón	2,1	0,5	-0,2	-0,2	-0,7
Economías emergentes	8,0	6,6	5,1	-0,3	-1,0
China	11,9	9,7	8,5	-0,1	-0,8
India	9,3	7,8	6,3	-0,1	-0,6
América Latina	5,6	4,5	2,5	-0,1	-0,7

Fuente: FMI.  
Elaboración: Macroconsult.

## Cuadro 2

### Caídas bursátiles

Índice	Caída* (%)
EE.UU.	
Dow Jones	-36,9
Nasdaq	-42,4
S&P 500	-40,5
Europa	
Europa	-44,7
Alemania	-39,1
España	-41,9
Inglaterra	-35,2
Asia	
China	-71,1
India	-51,5
Japón	-47,9
América Latina	
Argentina	-53,4
Brasil	-50,1
Chile	-22,3
Colombia	-37,5
México	-39,5
Perú	-66,0
Venezuela	-41,2

\*Caída del valor máximo al último dato entre enero de 2007 y el 7 de noviembre de 2008.

Fuente: Reuters.  
Elaboración: Macroconsult.

hipótesis. El crecimiento de la economía china entraría en una secuencia de 12, 10 y 8 por ciento durante 2007, 2008 y 2009, respectivamente.



Foto CIES

En décadas anteriores, nuestra economía mantenía déficits fiscales y externos y presentaba un tipo de cambio desalineado.

La recesión mundial será fuerte esta vez, porque no solo se trata de caídas de la inversión privada, sino que se espera caídas importantes del consumo en los países avanzados del mundo. La pérdida de riqueza financiera ha sido tan fuerte que será muy difícil que las políticas fiscales compensen estas caídas esperadas, teniendo un rol más bien moderador de las mismas.

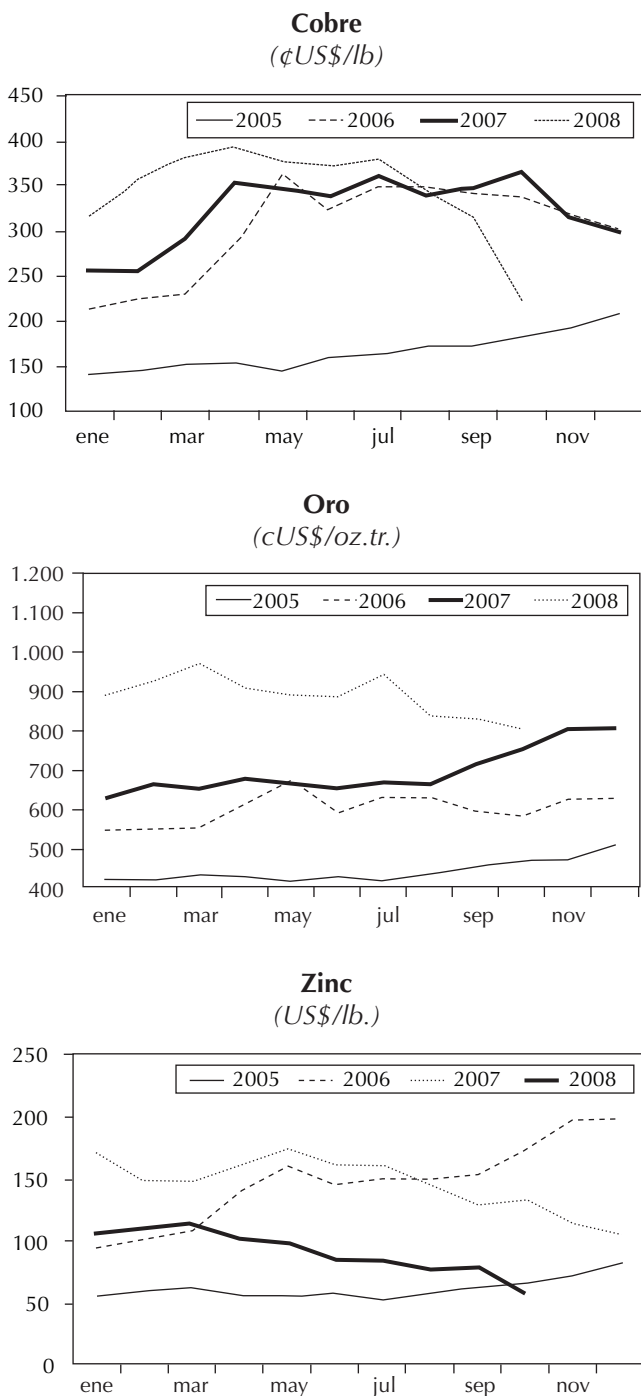
Son varios los canales de transmisión de la crisis internacional. Una menor demanda de nuestras exportaciones, menores precios de nuestras materias primas, menor acceso a capitales externos y mayores tasas de interés. Estos cuatro canales ya vienen afectando duramente a la economía nacional. Los precios de los metales ya se están dejando sentir en las cuentas externas y fiscales, pero durante los próximos meses su presencia será más notoria.

En décadas anteriores, nuestra economía mantenía déficits fiscales y externos y presentaba un tipo de cambio desalineado. Por ello, los impactos de choques externos negativos se magnifican: las respuestas eran fuertes devaluaciones reales y ajustes fiscales que terminaban afectando severamente la actividad económica y los precios. La economía peruana presenta con dramatismo varios ejemplos de este tipo: 1978, 1983, 1988, 1998.

*«...el MEF tiene que dar señales claras y repetidas de que no pasaremos a impulsos fiscales negativos. 2009 no debe ser un año ni siquiera de impulso fiscal neutro»*

## Gráfico 7

Commodities mineros y petróleo  
(promedios mensuales a octubre de 2008)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: Macroconsult.

En esta oportunidad, la economía nacional mantiene desde 2006 superávits fiscales que han permitido el grado de inversión y un fondo de estabilización para eventos adversos como este. Asimismo, el BCRP posee una cantidad suficiente de reservas internacionales y

de certificados de depósito para hacer que la economía pase por alto problemas de liquidez y los cortes de la cadena de pagos.

Es decir, en esta ocasión el Perú está mejor preparado que en los últimos 40 años para enfrentar una situación de estrés internacional. Sin embargo, este tampoco es un típico choque externo. Se trata de una crisis financiera internacional sin precedentes en décadas. Por ello, no basta con estar preparados, sino con actuar a tiempo y a la altura de las circunstancias. Escudos que no se usan no son tales.

El primer y más rápido canal de transmisión es el financiero. Fruto de la crisis de liquidez que viene afectando a las principales plazas financieras del mundo, el Perú enfrentaría mayores tasas de interés y problemas de acceso al mercado crediticio internacional.

Muchas empresas ya están comenzando a verse afectadas con tasas más altas y algunas limitaciones de acceso. Por ello, la autoridad monetaria no debe esperar. No basta con asegurar a los bancos que para cualquier necesidad el instituto emisor estará presto a colaborar. Una acción poderosa sería una rebaja de los encajes medios. El costo-beneficio de esta medida da claramente un valor positivo. Hay que recordar que el fondeo externo ha sido importante en el incremento crediticio del último año y es justamente este el que se está deteniendo.

Por su parte, usualmente las respuestas de economía y finanzas son más lentas y menos efectivas durante ciclos económicos cortos, pero guían las expectativas. Sin embargo, esta no será una recesión mundial (y norteamericana) corta (dos trimestres). Tampoco se espera que sea muy larga (más de ocho trimestres). A estas alturas, si la recesión es de entre cuatro y seis trimestres, da el tiempo necesario para activar respuestas fiscales.

*«Lamentablemente la lucha contra la pobreza sufrirá algo de deterioro. Las velocidades de reducción de la tasa de pobreza observadas en 2006 y 2007 gracias al elevado dinamismo económico se verán muy moderadas tanto por la inflación en 2008 como por el menor empleo generado en 2009»*



En un mundo en recesión en 2009, dentro de una América Latina creciendo apenas alrededor de 2%, es posible que el Perú muestre cifras superiores (entre 5 y 6 por ciento).

Por ello, el MEF tiene que dar señales claras y repetidas de que no pasaremos a impulsos fiscales negativos. 2009 no debe ser un año ni siquiera de impulso fiscal neutro.

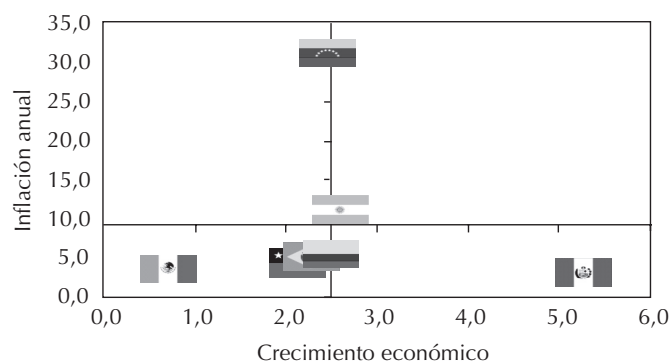
En un mundo en recesión en 2009, dentro de una América Latina creciendo apenas alrededor de 2%, es posible que el Perú muestre cifras superiores (entre 5 y 6 por ciento). Pero para ello, además de los mensajes tranquilizadores de las autoridades, se necesita presentar un paquete fiscal verosímil dentro de las próximas semanas, tanto en materia de inversión pública como en políticas sociales y de alivio a la pobreza.

En resumen, hacia 2009 la autoridad monetaria -una vez que en los próximos meses la inflación anual comience a reducirse- deberá comenzar a modificar sus políticas de encaje y, tal vez, bajar algo sus tasas de interés de referencia.

Por su parte, en los hombros del MEF recae la responsabilidad de defender cada punto de crecimiento

## Gráfico 8

### Crecimiento e inflación en América Latina (2009p)



p/ proyección.

Fuente: Consenso de analistas e instituciones.

\*\* Los ejes se cruzan en el promedio de crecimiento e inflación, respectivamente.

Elaboración: Macroconsult.

durante 2009. Lamentablemente la lucha contra la pobreza sufrirá algo de deterioro. Las velocidades de reducción de la tasa de pobreza observadas en 2006 y 2007 gracias al elevado dinamismo económico se verán muy moderadas tanto por la inflación en 2008 como por el menor empleo generado en 2009.

A estas alturas, el año 2010 es más difuso en términos de proyecciones y será un año preelectoral. Obviamente, los retos del BCRP y del MEF seguirán siendo los mismos, aunque este último debe avanzar en sus sistemas de planeamiento, de información y de seguimiento para afinar la política fiscal para el próximo ciclo económico.