

# “Coyuntura económica peruana post recesión global”

Resumen del evento público realizado durante el Seminario Anual 2009

El presente resumen sintetiza el debate producido en el evento público “Coyuntura peruana post recesión global”, realizado en el Seminario Anual CIES 2009, que contó con la exposición del economista Elmer Cuba, de Macroconsult, quien presentó un balance de la crisis internacional y sus efectos inmediatos en la economía peruana.

El evento tuvo como moderador al reconocido periodista Augusto Álvarez Rodrich, y contó con un selecto panel de comentaristas integrado por Humberto Campodónico, de Grade, Descó y la Facultad de Economía de San Marcos; Jorge González Izquierdo, de la Universidad del Pacífico; Waldo Mendoza, de la Pontificia Universidad Católica del Perú; y Renzo Rossini, del Banco Central de Reserva del Perú.

Este documento da cuenta, primero, de la exposición a cargo de Elmer Cuba, para pasar luego a sintetizar los comentarios expuestos por los panelistas en las tres rondas que incluyó el debate sobre la economía peruana e internacional, así como las proyecciones al año 2010. Por último, se incluye las respuestas del expositor y de los comentaristas a la ronda de preguntas realizadas por el público asistente.

## **Coyuntura económica peruana post recesión global – Elmer Cuba**

A fines de 2008 e inicios de 2009, principalmente en el primer trimestre, existió una gran incertidumbre alrededor de la economía mundial y peruana, lo que hacía prever escenarios negativos en los próximos dos años, luego de haber crecido a un promedio de 3,4% anual en las últimas tres décadas. Históricamente, las recesiones mundiales en ese período no habían provocado contracciones en el crecimiento económico, pero sí serias desaceleraciones. Esta crisis, pues, obligó a que analistas de todo el mundo corrigieran sus proyecciones en mayor medida que años anteriores.

Paulatinamente, las expectativas empezaron a mostrar ciertos cambios importantes. En julio de 2009, y en los meses posteriores, ya se esperaba un mayor crecimiento económico mundial para 2010 alrededor



*Este documento da cuenta, primero, de la exposición a cargo de Elmer Cuba, para pasar luego a sintetizar los comentarios expuestos por los panelistas en las tres rondas que incluyó el debate sobre la economía peruana e internacional.*

del 3%. Sin embargo, esta recuperación de la economía del planeta respecto al año 2009 no implicaba necesariamente un resarcimiento de las economías avanzadas, emergentes y en desarrollo. Por ejemplo, economías como Francia y EE.UU. saldrían rápido de la recesión, pero solo en 2011 sus economías serían comparables a las que tenían durante 2008. En tanto que Japón y el Reino Unido superarían la crisis en el año 2012, quedando más atrás incluso Alemania y España, para el año 2014. Por su parte, economías

*«En julio de 2009, y en los meses posteriores, ya se esperaba un mayor crecimiento económico mundial para 2010 alrededor del 3%. Sin embargo, esta recuperación de la economía del planeta respecto al año 2009 no implicaba necesariamente un resarcimiento de las economías avanzadas, emergentes y en desarrollo»*

Elmer Cuba



Las acciones tomadas por el Banco Central de Reserva, al reducir la tasa de interés de referencia, estuvieron algo atrasadas, ya que mientras Australia empezó a reducir su tasa de referencia un mes antes de la caída del Lehman Brothers, en el Perú esto se hizo seis meses después.

en desarrollo como México alcanzarían un mayor PBI respecto al año 2008 solo para 2011, mientras que Venezuela mantendría un fuerte estancamiento en los próximos cinco años.

Por el contrario, las economías de India y de China se espera que sigan con un alto crecimiento de 7,5 y 9,5 por ciento anual en promedio, respectivamente, entre los años 2010 y 2014. La razón de estas recuperaciones estaría explicada por las respuestas de cada economía en base a sus planes expansivos de estímulo fiscal y a reducciones en las tasas de interés. Por ejemplo, EE.UU. tendría un déficit fiscal producto del fuerte paquete de estímulo, que estaría alrededor del 12% de su PBI en 2009, previéndose un 10% para 2010, lo que equivale a toda la emisión de renta fija estadounidense en un solo año.

Para la economía nacional, el impulso fiscal habría alcanzado apenas el 0,5% del PBI en 2009, un porcentaje insignificante<sup>1</sup>. Este impulso fiscal limitado no habría permitido un mayor crecimiento económico en

*«Para la economía nacional, el impulso fiscal habría alcanzado apenas el 0,5% del PBI en 2009, un porcentaje insignificante»*

Elmer Cuba

1/ En 2008 el impulso fiscal en el Perú fue el 2% del PBI, lo que incidió para alcanzar un crecimiento económico impresionante de 9,8% en ese año.

2/ Primera ronda de debate.

*«La crisis económica internacional aún continúa y esta no solo ha sido causada por la falta de regulación, sino que el problema de fondo es la debilidad de los grandes indicadores (producto, comercio y empleo), que no han sido relevados en la magnitud debida»*

Humberto Campodónico

el país después de los choques de la crisis mundial por el lado de los términos de intercambio, de la entrada de capitales, de la menor demanda externa y del ciclo de inventarios. Asimismo, las acciones tomadas por el Banco Central de Reserva, al reducir la tasa de interés de referencia, estuvieron algo atrasadas, ya que mientras Australia empezó a reducir su tasa de referencia un mes antes de la caída del Lehman Brothers, en el Perú esto se hizo seis meses después. Este retraso no permitió un crecimiento aceptable. Si se hubiese actuado reduciéndola con cuatro meses de anticipación probablemente la historia hubiera sido diferente.

## ***La economía internacional<sup>2</sup>***

Ante lo antes señalado por Elmer Cuba, Humberto Campodónico indicó que esta crisis es la más grande que se haya visto, y perfectamente comparable a la de 1929. Asimismo, señaló que es increíble que instituciones financieras sólidas no hayan podido prever este derrumbe, lo que pone en duda, hoy en día, la credibilidad de sus proyecciones para los siguientes años. En ese sentido, sería interesante, puntualizó, conocer las proyecciones de Roubini, Stiglitz y Krugman. Por otro lado, Campodónico estuvo de acuerdo en que sin el plan de estímulo fiscal a los bancos en EE.UU. el derrumbe hubiera sido más profundo, por lo que la lección aprendida es que fueron justamente los bancos dejados a su libre albedrío los que ocasionaron la crisis. Al final, lo que todo el mundo se pregunta es qué va provocar una recuperación sostenida de la economía a nivel global. Stiglitz considera que se ha terminado el activo inmobiliario que les daba una capacidad de consumo alto. Del mismo modo, la tasa de desempleo no ha caído, por lo que la cifra de crecimiento de 3% para 2010 que prevé el FMI

parece demasiado optimista. Finalmente, Campodónico sostuvo que la crisis económica internacional aún continúa y esta no solo ha sido causada por la falta de regulación, sino que el problema de fondo es la debilidad de los grandes indicadores (producto, comercio y empleo), que no han sido relevados en la magnitud debida.

Por su parte, Jorge González Izquierdo señaló que los tres factores que explican el tremendo golpe que sufrió la economía de EE.UU., y posteriormente la economía mundial, son: (1) la caída en la riqueza que padecieron los consumidores y las empresas norteamericanas debido a la reducción en el precio de los inmuebles y de los activos financieros; (2) el *credit crunch* o contracción crediticia, que hizo que el crédito bancario a las empresas y personas virtualmente desapareciera, frenando el gasto privado y la economía norteamericana; y (3) las expectativas negativas, especialmente de los inversionistas, que generó una abrupta caída en el gasto privado. Dados estos factores, González Izquierdo consideró que debe haber un cambio de expectativas y un restablecimiento del crédito bancario a empresas y personas para que se espere una mejora sostenible de la economía norteamericana y mundial. En tanto, no se debe esperar mucho de la recuperación del efecto riqueza pues esto es un proceso más lento. Por otro lado, esta crisis ha provocado el cuestionamiento a lo que se consideraba una nueva síntesis alcanzada en los modelos macroeconómicos (nekeynesianos y neoclásicos), ya que el modelo macroeconómico utilizado hasta este momento, que asumía que tanto los mercados son competitivos como los agentes económicos perfectamente racionales, incluso con precios lentos en ajustarse, se ha visto seriamente cuestionado. Así, es necesario revisar estos modelos (DSGEM), lo que probablemente redundará en cambios interesantes tanto en el aspecto financiero y macroeconómico como en el de las políticas económicas.

Por último, González Izquierdo agregó que la tasa de crecimiento potencial de la economía de Estados

*«Debe haber un cambio de expectativas y un restablecimiento del crédito bancario a empresas y personas para que se espere una mejora sostenible de la economía norteamericana y mundial»*

Jorge González Izquierdo

*«Sorprende la fuerte desaceleración que sufrió el país en el año 2009 después de crecer casi 10% durante 2008, para pasar a un magro 1%. Especialmente si otros países que tenían un crecimiento de 2% en 2008, en 2009 su tasa fue de 0 ó -1 por ciento, en el peor de los casos»*

Waldo Mendoza

Unidos se estima en 2,5%, por lo que con tasas de crecimiento iguales a las actuales o inferiores, la tasa de desempleo disminuirá sustancialmente. Por eso la tasa de desempleo permanece alta, a pesar de la “reactivación” experimentada. Con ello se espera que el desempleo en Estados Unidos no bajará apreciablemente durante 2010, a pesar de los niveles de crecimiento estimados para los cuatro trimestres (2,5% promedio en términos desestacionalizados), y solo empezaría a descender en forma importante, aunque lentamente, a inicios de 2011. Los modelos económicos que se utilizan actualmente, como los modelos de equilibrio general estocásticos, sí están en problemas, ya que no pueden explicar cabalmente la situación actual ni formular soluciones eficientes.

Por su parte, Waldo Mendoza señaló que la recesión en el mundo se ha acabado y el Perú no es la excepción. Sin embargo, sorprende la fuerte desaceleración que sufrió el país en el año 2009 después de crecer



Waldo Mendoza señaló que la recesión en el mundo se ha acabado y que el Perú no es la excepción.

*«Las medidas del BCRP contribuyeron a que los bancos extendieran de manera preventiva el vencimiento de sus obligaciones externas de largo plazo de US\$ 580 millones en octubre de 2007 (equivalente al 17% del total de pasivos externos) a US\$ 3.454 millones en setiembre de 2008 (58,4% del total de pasivos externos)»*

Renzo Rossini



Rossini destacó que en 2009 las encuestas de disponibilidad crediticia tomadas entre las empresas revelaron durante toda la crisis que no se presentó una situación de restricción crediticia.

casi 10% durante 2008, para pasar a un magro 1%. Especialmente si otros países que tenían un crecimiento de 2% en 2008, en 2009 su tasa fue de 0 ó -1 por ciento, en el peor de los casos. Una de las razones que explicaría esta fuerte desaceleración sería que no se ha “aprendido la lección” dejada por la crisis rusa de 1998 con respecto a los capitales de corto plazo, que en 2007 volvieron a aparecer, y cuya súbita salida ha vuelto a tener un impacto recesivo en la economía peruana, puntualizó Mendoza.

En tanto, Renzo Rossini aclaró que la reducción de los créditos de corto y largo plazo del exterior a los bancos locales no afectó el volumen del crédito para la actividad productiva debido a que la desaceleración del crédito en dólares (de 17% en 2008 a 1% en 2009) se explica por las menores líneas necesarias para cubrir un menor nivel de exportaciones e importaciones (US\$ 12.072 millones entre 2008 y 2009), además de la menor necesidad de divisas que generó la caída de las operaciones de venta *forward* de los bancos (US\$ 2.145 millones entre setiembre de 2008 y diciembre de 2009). Lo importante es que el crédito total (soles más dólares) creció 9%, a diferencia de lo sucedido en la crisis rusa de 1998. Este año subió el crédito a las empresas, el crédito de consumo, el crédito a la pequeña empresa y el crédito hipotecario. Rossini destacó también que en 2009 las encuestas de disponibilidad crediticia tomadas entre las empresas revelaron durante toda la crisis que no se presentó una situación de restricción crediticia. Más aún, la encuesta entre los gerentes de entidades financieras revela que en ningún caso se asocia a una restricción crediticia con menores líneas de corto plazo. El panelista destacó que las medidas del BCRP contribuyeron a que los bancos extendieran de manera preventiva el vencimiento de sus obligaciones externas de largo

plazo de US\$ 580 millones en octubre de 2007 (equivalente al 17% del total de pasivos externos) a US\$ 3.454 millones en setiembre de 2008 (58,4% del total de pasivos externos), y que, en momentos de la crisis, el BCRP extendiera un conjunto de facilidades de inyección de liquidez en soles y dólares, hoy denominadas internacionalmente como “medidas no convencionales”, que finalmente permitieron a los bancos sostener su actividad crediticia. De hecho, en el cuarto trimestre de 2008, en el peor momento de la crisis, luego de la quiebra de Lehman, el crédito creció S/. 2.523 millones por mes, siendo que en los nueve meses previos lo había hecho en S/. 1.658 millones.

Para finalizar y retomando la palabra, Elmer Cuba enfatizó que en realidad nadie espera que en el año 2010 le vaya bien a la economía norteamericana, precisamente porque el efecto riqueza no se va recuperar tan rápido y porque la tasa de desempleo todavía va continuar elevada. Por otro lado, señaló que no está convencido que ocurra una revolución en la ciencia económica a causa de esta crisis, pues observando el modelo de proyección trimestral que usa hoy el

*«Con respecto a temas nacionales, es necesario discutir el impacto del impulso fiscal a futuro, cómo tener un crecimiento sostenido más adelante, y preguntarse cómo y para qué crecemos»*

Humberto Campodónico

*«En el Perú la caída abrupta del crecimiento en 2009 se debió a la reducción de las exportaciones, a la contracción del gasto privado interno, sobre todo de la inversión privada, y al proceso de ajuste de inventarios, afectando principalmente al sector manufacturero»*

Jorge Gonzáles Izquierdo

Banco Central de Reserva sí es posible utilizarlo para soportar choques de oferta, choques de términos de intercambio y recomendar políticas monetarias.

En ese sentido, Cuba mencionó que el desarrollo va ir más por el lado de las finanzas y de la soberbia que había antes en esos operadores, que pensaban que podían vencerlo todo. Por último, señaló que no se le debe restar importancia al ciclo de inventarios, pues también coadyuvó a la fuerte desaceleración de 2009.

### ***La economía peruana***<sup>3</sup>

Con respecto a temas nacionales, Campodónico mencionó que es necesario discutir el impacto del impulso fiscal a futuro, cómo tener un crecimiento sostenido más adelante, y preguntarse cómo y para qué crecemos. Estas preguntas deben hacerse teniendo presente la descentralización y la inversión pública en los Gobiernos Regionales y Locales,

Foto CIES



Campodónico comentó que los economistas se preocupan mucho por el crecimiento económico sostenido, mientras la pregunta sobre cómo y para qué crecemos parece ausente.

lo que ha caracterizado al plan de estímulo del Estado.

El analista mencionó también que es necesario discutir el impacto del impulso fiscal a futuro. Tal vez la historia hubiera sido otra si el impulso de 2008 se hubiese producido en 2009, destacó. Por otro lado, comentó que los economistas se preocupan mucho por el crecimiento económico sostenido, mientras la pregunta sobre cómo y para qué crecemos parece ausente. En ese sentido, una cuestión clave es la descentralización y la inversión pública en Gobiernos Regionales y Locales, además del Gobierno Central. Como se sabe, acotó, la inversión pública representa el 4,5% del PBI, mientras que el consumo público representa alrededor de 9%, la inversión privada 22% y el consumo privado 65%. El plan de estímulo del Estado se ha centrado en el 4,5% de la inversión pública, lo que no ha sido suficiente para frenar la fuerte baja del crecimiento del PBI de casi 10 a 1 por ciento. Es por ello que resulta importante reforzar la idea de que los Gobiernos Regionales y Locales puedan alcanzar su meta de Presupuesto Público cada año. Es decir, debe generarse una mejor inversión descentralizada para mantener un crecimiento sostenido con competitividad e infraestructura.

Por su parte, González Izquierdo consideró que en el Perú la caída abrupta del crecimiento en 2009 se debió a la reducción de las exportaciones, a la contracción del gasto privado interno, sobre todo de la inversión privada, y al proceso de ajuste de inventarios, afectando principalmente al sector manufacturero. Además, actuó el cambio en las expectativas, que se volvieron negativas a fines de 2008, ocasionando el derrumbe de la tasa de crecimiento de la inversión privada bruta fija de 21%, en el último trimestre de 2008, a escasamente 1,8% en el primer trimestre de 2009, y a tasas negativas para el resto del año. A esto

*«A pesar de que tanto el comportamiento del Banco Central de Reserva como del Ministerio de Economía y Finanzas fue muy distinto al de 1998, la reacción de la política económica tardó más de la cuenta»*

Waldo Mendoza

3/ Segunda ronda de debate.

se le sumó el menor gasto público que se realizó en el cuarto trimestre de 2008. En términos anuales, el crecimiento de la inversión pública fue menor durante 2009 que durante 2008 (26% vs. 43%), lo que va contra el sentido común de esperar un mayor crecimiento de la inversión en momentos de fuerte contracción económica.

En tanto, Waldo Mendoza mencionó que las variables exógenas (la demanda externa, por ejemplo) son las que han causado la recesión y no las variables endógenas, como los inventarios o las expectativas, pues estas últimas solo amplifican una recesión, no la causan. A pesar de que tanto el comportamiento del Banco Central de Reserva como del Ministerio de Economía y Finanzas fue muy distinto al de 1998, la reacción de la política económica tardó más de la cuenta. Mendoza precisó que fue un error demorarse en bajar la tasa de interés. Además, dijo, puede decirse que el Perú fue el único país en América Latina que redujo el gasto público (refiriéndose al último trimestre de 2008). Por último, señaló que las cifras publicadas en la nota semanal del BCRP indican que el ritmo de crecimiento del crédito agregado (dólares más soles) se redujo notablemente en 2009, en respuesta a la observación hecha por Rossini.

Rossini, por su lado, remarcó que una de las principales lecciones de esta crisis es que el arsenal de políticas de los Bancos Centrales no se limita a la tasa de interés interbancaria, pues las inyecciones de liquidez directa a los mercados son necesarias cuando los canales de transmisión normales han cesado de funcionar. Por ello se bajaron los encajes desde setiembre de 2008 (apenas estallada la crisis), se inyectó liquidez por el equivalente a 5% del PBI solo en el cuarto trimestre de 2008, y a 9,3% del PBI entre setiembre de 2008 y febrero de 2009, y se vendió US\$ 6.843 millones en este mismo período. La tasa de interés de política monetaria en el cuarto trimestre de 2008 fue la más baja entre los países que emplean el esquema de metas de inflación en América Latina, por lo que resultaba peligroso bajarlas aún más en un contexto en el que solo se hubiera presionado al alza del tipo de cambio, lo que induce, en condiciones de dolarización, al deterioro de la calidad de las carteras de los bancos y, con ello, a una restricción del crédito. Por lo mismo, las medidas extraordinarias de expansión de liquidez fueron efectivas para sostener el flujo crediticio.

Rossini afirmó que el BCRP introdujo primero las medidas no convencionales de política monetaria y cuando los canales de transmisión se encontraron

restablecidos, en particular las tasas de mercado se estabilizaron por la menor aversión al riesgo, se lideró la bajada de las tasas de interés con una política convencional, siendo la más baja a excepción de Chile. Enfatizó también que la dolarización de la liquidez y del crédito bancario lleva a hacer un análisis del diseño y ejecución de la política monetaria, considerando de cerca la estabilidad financiera, en particular por el lado de los efectos contractivos de las depreciaciones abruptas (“efecto hoja de balance”).

Para terminar la ronda, Elmer Cuba resaltó que basta que la inversión privada deje de caer en Estados Unidos para que haya crecimiento en ese país. Asimismo, el año 2010 no va a ser uno bueno para los que le exportan a Estados Unidos. Para el Perú, entonces, un crecimiento de 4,5% no es necesariamente espectacular. Esta proyección se alcanzaría con el simple hecho de que la inversión deje de caer, además de un aumento marginal en el consumo.

## ***Planes de estímulo y proyecciones 2010<sup>4</sup>***

Campodónico manifestó que la inyección directa de liquidez al consumidor –por ejemplo a través de un recorte de impuestos como se hizo en EE.UU., o de un aumento en el salario mínimo, como en Brasil– es uno de los componentes de estímulo económico que hubiese realizado nuestro país en lugar de solo inversión pública. En el Perú no se ha movido el IGV en absoluto. Por otro lado, las grandes reducciones en los aranceles nos debilitaron de cara al contexto mundial, dijo. Otro punto que también debería discutirse



Foto CIES

*Elmer Cuba resaltó que basta que la inversión privada deje de caer en Estados Unidos para que haya crecimiento en ese país.*

4/ Tercera ronda de debate.

a futuro es el tipo de crecimiento que se quiere, con competitividad, valor agregado, desarrollo industrial, entre otras cosas, lo que forma parte de una discusión mucho más amplia, finalizó el panelista.

Por su parte, González Izquierdo señaló que el impacto del gasto fiscal en la economía pasa por cómo se financia esa expansión. A través de una mezcla de política fiscal y monetaria expansiva podría esperarse un mayor impacto en la producción y en el empleo. Por otro lado, los bancos tomaron voluntariamente la decisión de reducir sus colocaciones de crédito, mientras que la baja de expectativas respecto al crecimiento contribuyó a la reducción de la demanda de crédito. Aunque hubo una desaceleración en las colocaciones, no se produjo un *credit crunch* en la economía peruana en el año 2009.

Mendoza, en tanto, enfatizó que debe pensarse hacia delante. La lección aprendida es que cuantas más reservas internacionales se tengan, más fuerte se encuentra un país para enfrentar una crisis externa. Así, debe proseguirse con la acumulación de reservas, especialmente porque se acercan las elecciones que representan un período de gran incertidumbre. Por otro lado, es necesario tomar medidas para desalentar los capitales de corto plazo, que han afectado al país en esta crisis y en la de 1998. Por último, ya que la política monetaria solo tiene efectos pasados cuatro trimestres, es necesario que el BCRP se adelante a los eventos. Para ello hay que dejar que la tasa de interés opere y no usar políticas primitivas con la tasa de encaje en moneda nacional que ya casi nadie utiliza. En términos de política fiscal habría que retomar la regla contracíclica o copiarnos la regla chilena de un superávit estructural.

Por último, Rossini indicó que lejos de considerarse primitivas, lo que esta crisis deja en claro, y ahí está una ya importante literatura, es que las políticas no convencionales de inyección de liquidez son parte del instrumental monetario. No se puede ser dogmático,

*«Resulta fundamental prevenir y evitar los desbordes financieros, pero también actuar para que los problemas financieros no se trasladen a la economía real, lo que no se puede lograr exclusivamente con la tasa de interés»*

Renzo Rossini



Foto CIES

*Se debe reforzar una mayor transparencia en la Bolsa, si es que se espera desarrollar un mercado de capitales.*

afirmó, poniendo como ejemplo no solo la reacción masiva de la Reserva Federal para enfrentar esta grave crisis, sino la de muchos Bancos Centrales.

Resulta fundamental prevenir y evitar los desbordes financieros, pero también actuar para que los problemas financieros no se trasladen a la economía real, lo que no se puede lograr exclusivamente con la tasa de interés, expresó Rossini. Quizá aún no resulte clara la magnitud de la crisis que hubiera podido ocurrir si los Bancos Centrales y las autoridades fiscales no hubieran actuado de manera tan contundente, dijo. En una situación tan volátil, donde todos entran en pánico para contar con liquidez, donde las tasas de interés no están siendo determinadas por lo que fije el Banco Central, consideró poco realista quedarse con solo el manejo de la tasa interbancaria de referencia. Rossini dejó el mensaje de que es necesaria una mejor comprensión por parte de la Academia sobre la vinculación entre lo financiero y la macroeconomía. Indicó también que será necesario trabajar en el desarrollo de mercados financieros y de capitales más profundos y diversificados. El Perú ha avanzado con el desarrollo de los fondos de pensiones que son un recurso de oferta potencial importante, así como con un mercado de deuda pública en moneda local a plazos de hasta 30 años. Sin embargo, todavía falta trabajar en un mayor desarrollo de la oferta de valores, en impulsar mercados secundarios de los mismos y en aumentar las posibilidades para controlar los riesgos cambiarios y de tasas de interés mediante derivados.

### ***Ronda de preguntas***

Frente a la pregunta de si el *boom* de la construcción actual está creando activos inmobiliarios que elevan



Ante la pregunta de qué tan factible sería tener una moneda común para paliar este tipo de crisis, Waldo Mendoza respondió que esto sería impracticable en América Latina.

los precios artificialmente y de si esto llegara a sincerarse crearía una pérdida de valor de activos, Campodónico contestó que hay diferentes tipos de burbujas financieras y de *booms*. Los problemas surgen –como sucedió en Estados Unidos– cuando prácticamente no existe regulación, y se le ofrece créditos a cualquiera, tenga o no activos. En el caso peruano no se daría una crisis de hipotecas *subprime*, aunque quizás podría darse una sobreoferta en el sector. Se debe reforzar una mayor transparencia en la bolsa, si es que se espera desarrollar un mercado de capitales.

Por otra parte, se preguntó por qué el mundo está financiando el déficit de cuenta corriente de EE.UU. Frente a esto, Gonzáles Izquierdo señaló que India, China y Japón son los que se encuentran acumulando bonos de la Reserva Federal de entre 10 a 30 años, dadas sus grandes acumulaciones de reservas internacionales netas en dólares y su percepción de que esos activos financieros son seguros. Asimismo, el comentarista señaló que la pregunta de qué pasará con la economía norteamericana cuando estos tres países decidan dejar de comprar o vender estos bonos es aún materia pendiente. El déficit fiscal actual estadounidense es monstruoso, y la principal razón por la que no está generando problemas en la actualidad es porque la tasa de interés es muy baja. Una de las posibilidades para comenzar a tratar el problema es generando superávits fiscales, por ejemplo a través de la reforma de salud y de la seguridad social en Estados Unidos o subiendo los impuestos, así como incentivando la productividad para aumentar la tasa de crecimiento de la economía.

Ante la pregunta de qué tan factible sería tener una moneda común para paliar este tipo de crisis, Waldo

Mendoza respondió que esto sería impracticable en América Latina. Se deben seguir opciones más clásicas como el acumulación de reservas internacionales, por ejemplo, acotó. Por otro lado, frente a la pregunta de si el precio de las materias primas volvería a subir o bajar, mencionó que hay que actuar con mucha precaución con respecto a estos mercados, pues se comportan de una manera muy parecida al mercado de activos financieros, que es extremadamente volátil.

Rossini resaltó dos preguntas: ¿Si el crédito tiene efecto en la economía habría que cuidarse de una expansión? y ¿Dado que el crédito es una variable cuantitativa por qué se consideran encuestas cualitativas? Frente a esto, Rossini respondió que es fundamental evitar una expansión excesiva del crédito pues ello conlleva burbujas en los mercados de activos y eleva el riesgo del sobreendeudamiento, lo que lleva a tener que enfrentar eventualmente las consecuencias de quiebras y de la destrucción de valor cuando dichas burbujas revientan. Este aspecto, que vincula lo financiero con la estabilidad macroeconómica, debe encararse no solo con los instrumentos monetarios, sino con un espectro más amplio de políticas que hoy se denominan de estabilidad macroprudencial, indicó. En esto debemos trabajar con más detenimiento.

En cuanto a los indicadores cualitativos de excesiva o insuficiente expansión crediticia, existe un consenso en su relevancia para captar a los “espíritus animales” que guían muchas decisiones financieras. La actividad financiera puede caer en excesos y es clave adelantarse y actuar para defender la estabilidad en la actividad económica.

Para finalizar, Elmer Cuba, el expositor central, señaló que las tasas de referencia y encaje no están en contradicción, sino que son medidas complementarias y ahora se han movido en la dirección correcta. Por otro lado, concluyó que el mayor problema de la presente crisis ha sido el excesivo consumismo estadounidense, lo que en la práctica ha significado que los países emergentes lo hayan financiado. Quizás sería prudente que este se frene en los próximos 10 a 20 años. En tanto, China no está dispuesta a hacer algo con su moneda, que ya está causando conflictos. Sin embargo, estos van a ser mucho mayores cuando dicho país comience a producir mejores bienes, finalizó Cuba.