

## LAS VACAS FLACAS



Oscar Dancourt\*

En los países de la periferia que son exportadores de materias primas, las épocas de vacas gordas, es decir, los auges más o menos prolongados durante los que crece la actividad económica y se expande el empleo, son también épocas de precios altos de estas materias primas; y las épocas de vacas flacas, es decir, las recesiones más o menos intensas, cuando decrece la actividad económica y se contrae el empleo, son épocas de precios bajos de estas materias primas.

Las siete mayores recesiones ocurridas en el Perú desde 1950 hasta 2010, a razón de una por década, salvo en los años ochenta, cuando tuvimos dos recesiones profundas y prolongadas, están asociadas todas a desplomes de los precios de las materias primas que exportamos.

\* Profesor del Departamento de Economía de la PUCP.

En la última de estas recesiones, la tasa de crecimiento de la actividad económica, medida por el PBI (producto bruto interno), descendió de 9% anual en 2008 a 1% anual en 2009. Hubo dos o tres trimestres consecutivos de tasas de crecimiento negativas del PBI en 2008-2009, según la medición sea desestacionalizada (se ajustan las cifras para eliminar la influencia de eventos estacionales como las mayores ventas de diciembre) o no, y según se utilice el PBI total o el PBI no primario; esta última medida de la producción anual del país, que representa un 80% del total, excluye la agricultura, la pesca y la minería, y mide así la actividad económica agregada del Perú urbano.

El libro de texto de macroeconomía define una recesión como una caída del PBI por dos o más trimestres consecutivos. El punto básico es que en una recesión disminuyen los ingresos de una

fracción sustancial de los trabajadores (asalariados e independientes) y también las ventas y utilidades de una buena parte de las empresas.

Esta regla empírica, que conecta las alzas y bajas de los precios internacionales de las materias primas de exportación con auges y recesiones en las economías de la periferia, casi no tiene excepciones. Y también se frasea como una conexión entre auges y recesiones y las fluctuaciones de los términos de intercambio (digamos, la cantidad de manufacturas importadas que se puede adquirir con una tonelada de cobre exportada).

Como dice el último *Reporte de inflación* del banco central (BCRP), “la economía [peruana] registró en 2014 una importante desaceleración al pasar de un crecimiento de 5,8 por ciento en 2013 a uno de 2,4 por ciento. Esta disminución obedece a (i) un menor crecimiento del consumo y la inversión ante la caída de los términos de intercambio en los últimos tres años, (ii) la reducción del gasto público [...] y (iii) los factores de oferta transitorios, tales como el efecto climático adverso en la producción agropecuaria y pesquera [...].

El índice de precios de nuestras exportaciones, calculado por el BCRP, alcanzó su pico de los últimos 15 años en agosto de 2011, un nivel casi cuatro veces mayor al de julio de 2001. A partir de allí, los precios mundiales de los metales cayeron, y este índice descendió un 25% acumulado en tres años y medio.

Este descenso persistente de los precios mundiales de los metales es uno de los dos factores externos que explica el frenazo del crecimiento económico peruano en 2014. Cuando caen los precios de los metales, también cae la inversión privada en el sector minero (exploración y cons-

trucción de nuevas minas). Disminuye, entonces, el gasto privado que mueve a la industria de la construcción y a otras industrias conectadas con ella, cuya importancia en la economía del Perú urbano es grande. No es la nueva producción minera sino la construcción de nuevas minas, nuevos edificios o nueva infraestructura pública lo que tiene aquí la capacidad para mover al resto de la economía.

Si caen los precios de los metales, también cae la inversión pública, como documenta el *Reporte de inflación* del BCRP, porque se reduce la recaudación del impuesto a las utilidades. El Ministerio de Economía (MEF) recorta la inversión pública para que el déficit fiscal primario (gastos no financieros menos tributos) no sobrepase la meta que se ha fijado de antemano. Por ejemplo, si la meta es un presupuesto equilibrado (déficit fiscal cero), hay que reducir la inversión pública en la misma magnitud en que disminuyen los tributos.

La tasa de crecimiento del PBI descendió 3,4 puntos porcentuales (5,8 menos 2,4) entre 2013 y 2014; casi cuatro quintas partes de este descenso se explican directamente por la reducción de la inversión privada y pública, según el cuadro 28 del último *Reporte de inflación*.

El otro factor externo que ha causado esta importante desaceleración de la economía peruana es una restricción o sequía crediticia en dólares iniciada a principios de 2013. Las dos últimas recesiones de la economía peruana (1998-2000 y 2008-2009) no solo coinciden con un desplome de los precios internacionales de los metales, sino también con una súbita disminución del crédito en moneda extranjera otorgado por el sistema bancario local a empresas y familias. En ambas ocasiones, debido a la crisis rusa de fines de los años noventa y a la crisis financiera

norteamericana de 2008-2009, los bancos locales perdieron temporalmente el acceso a sus fuentes externas de fondos, cosa que los obligó a racionar el crédito en moneda extranjera que extienden a sus clientes en el país.

*Esta regla empírica, que conecta las alzas y bajas de los precios internacionales de las materias primas de exportación con auges y recesiones en las economías de la periferia, casi no tiene excepciones.*

Esta restricción o sequía crediticia inducida por factores externos (contagios, crisis financieras o ajustes en la política monetaria norteamericana) también reduce el gasto privado interno (construcción de nuevas viviendas para las familias, inversión de las empresas en nueva maquinaria y nuevas construcciones) y genera un fuerte impulso recesivo. A fines de 2014, el crédito del sistema bancario al sector privado en moneda extranjera representaba casi 14% del PBI anual (esta cifra no incluye la deuda externa en dólares de las grandes empresas no financieras locales que puede exceder un 4-5% del PBI), mientras que el crédito del sistema bancario al sector privado en moneda nacional representaba el 17% del PBI anual; con respecto a fines de 2006, el crédito en moneda extranjera había aumentado casi 3% del PBI, mientras que el crédito en moneda nacional se había elevado en 5% del PBI.

Hay tres grandes episodios de restricción crediticia en moneda extranjera durante las últimas dos décadas en la economía peruana. Los dos primeros están asociados a los dos últimas recesiones y el

tercero, vinculado al ajuste de la política monetaria norteamericana, se inició a principios de 2013. En el primer episodio, la tasa de crecimiento en los últimos 12 meses del crédito bancario en moneda extranjera cayó desde 26% en julio de 1998 hasta - 4% en julio de 1999; en el segundo, cayó desde 30% en octubre del 2008 hasta - 1% en octubre de 2009; y, en el tercer episodio, cayó desde 18% en noviembre del 2012 hasta 2% en marzo de 2014.

El ajuste de la política monetaria norteamericana empezó en 2013 con un anuncio sobre el alza futura de las tasas de interés en el centro de la economía mundial. Después de media década de tasas de interés de corto plazo cercanas a cero, impuestas por el banco central gringo para luchar contra la gran recesión de 2008-2009, lo que hoy día se discute es cuándo y qué tan rápido empezarán a subir estas tasas de interés. Mientras mayores sean las tasas de interés en Estados Unidos, más capitales saldrán de la periferia.

### ¿RECESIÓN O ENFRIAMIENTO?

¿Estamos en una recesión o solo en un enfriamiento de la economía? El índice de empleo urbano (en empresas de más de diez trabajadores) se redujo en 14 de las 30 ciudades más grandes del país, entre noviembre de 2013 y el mismo mes de 2014. Sin embargo, como este índice de empleo aumentó ligeramente en Lima, el índice agregado también se elevó (*Nota semanal N°8, cuadro 72, BCRP 2015*).

Si se desestacionaliza el PBI trimestral total, que es como se publican las estadísticas de la actividad económica agregada en el mundo civilizado, es posible encontrar dos trimestres consecutivos de tasas de crecimiento negativas en 2014 y, por tanto, una recesión, de acuerdo a

un reciente informe de coyuntura de MacroConsult. Sin embargo, si se desestacionaliza el PBI no primario trimestral, que captura mejor la actividad económica del Perú urbano, no es posible encontrar dos trimestres consecutivos de tasas de crecimiento negativas en 2014, y, por tanto, no habría ocurrido una recesión de acuerdo a este criterio. Es claro, sin embargo, que las cifras del INEI respecto al comportamiento reciente de los sectores comercio y servicios, que tienen un peso enorme en la evolución del PBI no primario, parecen excesivamente optimistas si uno repasa que las ventas de autos familiares y viviendas, importaciones reales de bienes de consumo duradero y de bienes de capital, y la producción manufacturera no primaria descendieron en 2014 respecto al año anterior.

En cualquier caso, las vacas flacas traen consigo una disminución apreciable del empleo a tiempo completo y de los ingresos para una fracción sustancial de la población trabajadora.

### ¿QUÉ HACER?

Los choques externos adversos (caída de precios de exportaciones o salida de capitales como la asociada a una reducción del crédito en moneda extranjera) no solo generan un fuerte impulso recesivo; también elevan el precio del dólar. El dólar escasea en las épocas de vacas flacas (su precio sube) y abunda en las épocas de vacas gordas (su precio cae).

La inflación puede aumentar ante una subida persistente del precio del dólar o tipo de cambio. Los endeudados en dólares que ganan en soles sufren y reducen su gasto cuando el tipo de cambio sube; y si sufren mucho, este dolor puede contagiarse a los bancos que les prestaron esos dólares. Por último, la producción de bienes y servicios peruanos,

que compite con la producción extranjera en el mercado interno o en el mercado externo, es estimulada con un alza duradera del precio del dólar; es el caso de los exportadores de confecciones o de los productores locales que compiten con las prendas chinas, de la industria del turismo, de las agroexportaciones, etc.

*Los choques externos adversos (caída de precios de exportaciones o salida de capitales como la asociada a una reducción del crédito en moneda extranjera) no solo generan un fuerte impulso recesivo; también elevan el precio del dólar.*

Ante los choques externos adversos, la respuesta de política monetaria y fiscal sensata debería ser vender dólares, reducir la tasa de interés y aumentar el gasto público.

El Banco Central vende dólares para moderar el alza del tipo de cambio. Sin embargo, en seis de las siete grandes recesiones de los últimos sesenta años, el Banco Central se quedó sin dólares y el tipo de cambio se disparó; así empezó la hiperinflación durante el primer gobierno de García. La única excepción es la crisis de 2008-2009, durante el segundo gobierno de García. El Banco Central había acumulado suficientes dólares en la época de vacas gordas y las vacas flacas duraron poco; así, pudo poner un límite al alza del tipo de cambio, al alza de la inflación y al dolor de los endeudados en dólares.

Para amortiguar el impacto recesivo del choque externo adverso, el Banco Central debe bajar la

tasa de interés, cosa que eleva el gasto privado, y el Ministerio de Economía debe aumentar la inversión pública (o reducir los impuestos). Esa es la lección básica de la economía keynesiana.

Sin embargo, en seis de las últimas siete recesiones hicimos exactamente lo contrario: elevamos la tasa de interés (ajustamos la política monetaria en vez de aflojarla) y recortamos el gasto y la inversión públicos; es decir, agravamos las recesiones generadas por los choques externos adversos. Otra vez, la única excepción ocurrió en 2008-2009, cuando el Banco Central bajó la tasa de interés y el Ministerio de Economía aumentó el gasto público. Y de las cuatro últimas recesiones, para las cuales hay datos del PBI trimestral, esta fue la menos prolongada y la menos profunda, de lejos, a pesar de que el choque externo adverso fue muy fuerte.

La aplicación de estas políticas keynesianas requiere grandes reservas de dólares en el Banco Central. Solo así es posible moderar la presión al alza del tipo de cambio generada por el choque externo adverso y por los efectos secundarios de estas mismas políticas keynesianas, en particular, por la rebaja de la tasa de interés, que fomenta la salida de capitales.

Por último, un sistema bancario dolarizado puede ser peligrosamente inestable si el Banco Central no tiene dólares y ocurre un choque externo adverso. La crisis bancaria y la recesión de 1998-2000 ocurridas al final de la dictadura fujimorista así lo demuestran. La morosidad subió rápidamente con el tipo de cambio y se generaron corridas de los acreedores externos y de los depositantes de los bancos comerciales locales. Quebraron o fueron rescatados por el fisco varios bancos, entre ellos el segundo y el quinto más grandes por tamaño de depósitos.

#### LA POLÍTICA MACROECONÓMICA EN 2013-2014

¿Qué se ha hecho con la política monetaria y la fiscal en 2013-2014? El primer punto respecto a la política monetaria es que se han vendido unos 14.000 millones de dólares; bastante más que en la crisis de 2008-2009. La posición de cambio del BCRP, que descuenta de las reservas internacionales netas las divisas pertenecientes al Gobierno y a los bancos comerciales, descendió desde casi 50.000 millones de dólares en abril de 2013 hasta un poco más de 35.000 millones de dólares en diciembre de 2014. Sin estas ventas del BCRP, el tipo de cambio estaría ahora muy por encima de 3 soles por dólar.

El segundo punto respecto a la política monetaria es que el Banco Central no respondió a la notable desaceleración de la economía peruana iniciada en 2013 con un agresivo ciclo de reducciones de la tasa de interés de referencia, como sí lo hizo durante la crisis del 2008-2009. García parece más persuasivo que Humala.

Aquí cabe aclarar que los bancos centrales tienen el poder para fijar, en el nivel que deseen, las tasas de interés en moneda nacional de muy corto plazo. Y, usualmente, eligen fijar la tasa de interés del mercado interbancario, donde los bancos se prestan fondos por un día. El Banco Central anuncia una tasa de interés de referencia para este mercado interbancario y se ocupa de que esa tasa rija efectivamente en ese mercado. Esta tasa de interés de referencia es un instrumento poderoso porque sirve como una guía para las otras tasas de interés de plazos más largos, como las que cobran los bancos a firmas y familias o las que paga el Gobierno por su deuda en soles a distintos plazos, etc.

El BCRP decidió no usar este instrumento. Mantuvo su tasa de interés de referencia en 4,25%

anual entre mayo de 2011 y octubre de 2013, y la rebajó una pizca, a 4% anual, entre noviembre de 2013 y junio de 2014. Las rebajas posteriores de la tasa de referencia, hasta 3,25% en enero de 2015, ocurrieron cuando el daño ya estaba hecho y el impacto recesivo del choque externo se había extendido por toda la economía.

*Parece que las autoridades monetarias y fiscales se han dado maña para convertir un choque externo adverso, persistente pero moderado, en una incipiente crisis del modelo neoliberal primario exportador de la economía peruana, justo antes de las elecciones generales de 2016.*

Hay tres indicios claros de que el BCRP preferiría subir la tasa de interés, además de vender dólares, como ha ocurrido recientemente en varios países de la periferia, Rusia entre ellos. Esta política agrava la recesión generada por el choque externo adverso, pero ayuda a controlar la inflación y protege a los bancos comerciales dolarizados. La cuestión es si una jugada abierta como esa es viable políticamente.

El primer indicio es que el Banco Central se autolimitó a reducir progresivamente la tasa de encaje a los depósitos en moneda nacional, desde 24% en febrero de 2013 hasta 11% en noviembre de 2014; esta tasa de encaje es la fracción de los depósitos que los bancos comerciales no pueden prestar. No hay, sin embargo, mayor experiencia

o evidencia sobre la efectividad que este instrumento pueda tener en el régimen monetario actual. Esto equivale a reemplazar un revolver calibre 45 probado (la tasa de interés de referencia) por una pistolita de dudosa procedencia (el encaje en moneda nacional) justo cuando aparece el tigre de la recesión.

Segundo, el BCRP advirtió en noviembre de 2013 que esa rebaja de la tasa de interés de referencia no era el inicio de un ciclo o secuencia de reducciones. Esto es muy curioso. Los bancos centrales norteamericano y europeo, por ejemplo, hacen exactamente lo contrario: anuncian que su tasa de interés de referencia, cercana a cero, se mantendrá allí por un periodo prolongado. ¿Para qué hacen este anuncio? Para lograr que también bajen, en la mayor magnitud posible, las tasas de interés de plazos más largos, que son las que realmente determinan el gasto privado. Si usted es dueño de un banco, ¿cuál de estos dos anuncios lo animaría a reducir las tasas de interés a un año que cobra por los préstamos que extiende a firmas y familias? Con esta advertencia, si el directorio entiende lo que hace, el BCRP busca cancelar el efecto de la rebaja de la tasa de referencia sobre otras tasas de interés de plazos más largos. ¿Qué sentido tiene entonces bajar la tasa de interés de referencia? ¿Un gesto para las galerías?

Tercero, es claro que el BCRP permite adrede que la tasa de interés del mercado interbancario se aleje cada vez más, por periodos prolongados, de la tasa de interés de referencia fijada por el directorio, cosa que sorprende a los bancos comerciales. Por ejemplo, el Reporte semanal del Banco de Crédito del 23 de febrero de 2015 contiene un gráfico diario de la tasa de interés interbancaria y de la tasa de referencia que muestra la brecha positiva, variable pero excesiva, que ha existido entre ambas tasas desde enero de 2014 hasta febrero de 2015.

¿Qué objeto tiene que el directorio se reúna para bajar la tasa de interés de referencia en un cuarto de punto porcentual (25 puntos básicos) si la tasa interbancaria puede elevarse más de medio punto porcentual (53 puntos básicos) sobre la tasa de referencia, como sucedió el 19 de febrero último, sin ninguna reunión del directorio?

En suma, la cuestión no es si el BCRP redujo la tasa de interés de referencia muy poco, muy tarde y de la peor manera posible. Todo indica que la tasa de interés de referencia ha dejado de ser un instrumento de política porque el BCRP cree que luchar contra las recesiones no es parte de sus responsabilidades.

Respecto a la política fiscal, el MEF ha dedicado sus mejores esfuerzos a rebajar los estándares laborales (sin éxito afortunadamente) y los estándares de protección del medio ambiente (con éxito lamentablemente). El pretexto es que reducir el costo de la contaminación y el costo de la mano de obra aumenta la inversión privada.

Al mismo tiempo, para cumplir su meta de déficit fiscal, el MEF ha reducido o ha permitido que se reduzca la inversión pública, como detalla el *Reporte de inflación*, cosa que ha tenido un impacto recesivo claro. Y esto lo ha hecho a pesar de contar con un chanchito (el Fondo de Estabilización Fiscal), cuyos recursos exceden el 4% del PBI, y con acceso al crédito interno y externo. Esta ha sido la verdadera política fiscal.

A fines de 2014, el MEF ha lanzado un paquete de rebajas impositivas, de pronóstico reservado, que es en su menor parte keynesiano y en su mayor parte republicano a lo Reagan o Bush. Según el *Reporte de inflación*, todo el paquete equivale a una transferencia de 0,7 puntos porcentuales del PBI desde el Gobierno hacia el sector privado, especialmente las empresas; difícilmente estas gastaran esos recursos en medio de una cuasi recesión y el inicio de una campaña electoral. Las medidas que destacan son la reducción del impuesto a la renta para las empresas y para las personas naturales y cambios en el sistema de deducciones y percepciones vinculado al IGV.

#### A MODO DE CONCLUSIÓN

Las perspectivas no son halagüeñas, aun si consideramos los efectos de la caída del precio del petróleo. Parece que las autoridades monetarias y fiscales se han dado maña para convertir un choque externo adverso, persistente pero moderado, en una incipiente crisis del modelo neoliberal primario exportador de la economía peruana, justo antes de las elecciones generales de 2016. Fina cortesía de sus políticas monetarias y fiscales. —■

**Este artículo debe citarse de la siguiente manera:**

Dancourt, Oscar. "Las vacas flacas". En *Revista Argumentos*, año 9, n.º 1 Marzo 2015.

<http://revistaargumentos.iep.org.pe/articulos/las-vacas-flacas/>

ISSN 2076-7722