

Este documento tiene tres secciones. La primera consiste en una breve descripción de la reactivación económica del Perú urbano que se observa desde mediados del año 2001. La segunda sección analiza los factores que explican esta reactivación, pasando revista al entorno externo y a las políticas monetaria y fiscal. La última sección discute las perspectivas a corto plazo de esta reactivación de la economía urbana.

Descripción de la reactivación económica

Es relativamente simple documentar el crecimiento de la producción agregada que se registra

desde mediados del año 2001 y que ha continuado durante el año 2002. El gráfico 1 muestra claramente que el crecimiento económico se ha reiniciado tras cuatro años de recesión. El indicador del nivel de actividad económica que se utiliza en el gráfico 1 es el ingreso nacional disponible (que es el PBI ajustado básicamente por las variaciones en los términos de intercambio externos y los pagos de factores al exterior). El mensaje es claro: el nivel de actividad crece continuamente desde hace cuatro trimestres. De otro lado, la absorción, que es la demanda interna ajustada básicamente por estos dos rubros (los términos de intercambio y los pagos de factores al exterior), está creciendo continuamente desde hace dos trimestres apenas.

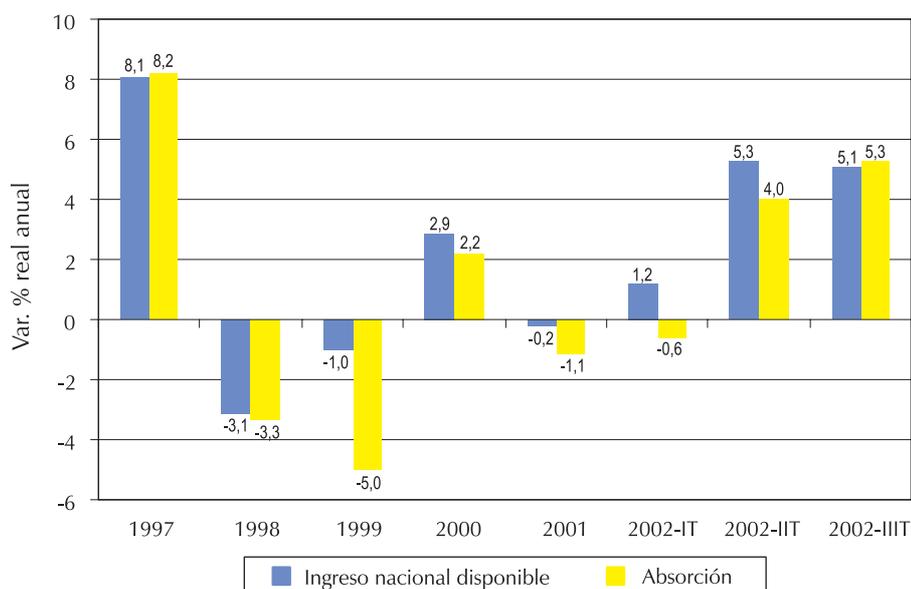
«El mensaje es claro: el nivel de actividad crece continuamente desde hace cuatro trimestres»

En el gráfico 2 se ve de manera más clara lo que ha pasado. El primer impulso de expansión del PBI, iniciado en el año 2001, estuvo asociado al incremento del PBI primario (agricultura, minería y pesca) y es explicado, en gran parte, por la entrada en operación de Antamina. El segundo impulso de expansión del PBI, que se observa recién desde mediados del año 2002, está vinculado a un mayor dinamismo del PBI no primario. A partir de esta fecha, cambia la estructura del crecimiento y la economía empieza a moverse, “jalada” principalmente por la dinámica del PBI no primario y sus sectores líderes, que son la manufactura no primaria y la industria de la construcción. Es esta reactivación de la economía urbana la que empieza a tener efectos sobre la opinión pública y la escena política, vía sus impactos sobre el empleo y los ingresos, así como sobre las expectativas de los empresarios y consumidores.

Conviene revisar la existencia de esta reactivación de la actividad económica observando una serie de indicadores secundarios, como el empleo, la recaudación

Gráfico 1

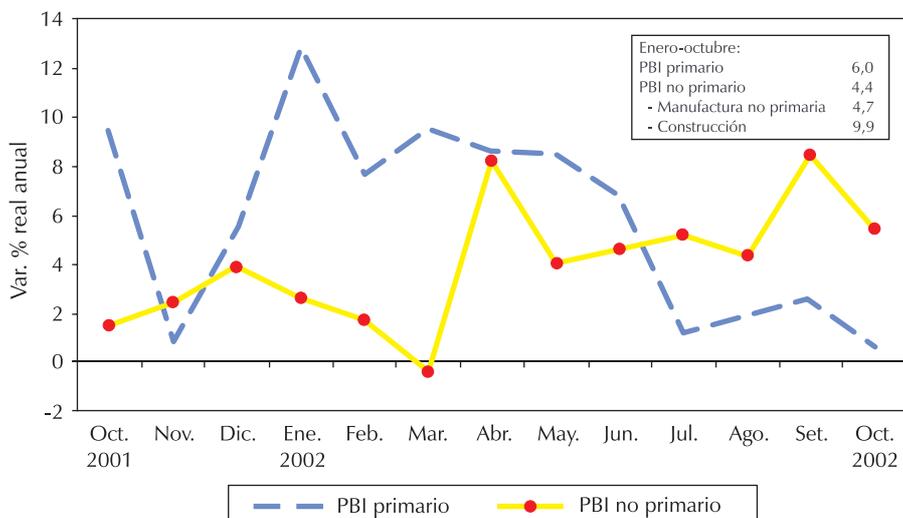
Reactivación reciente



Fuente: BCRP

Gráfico 2

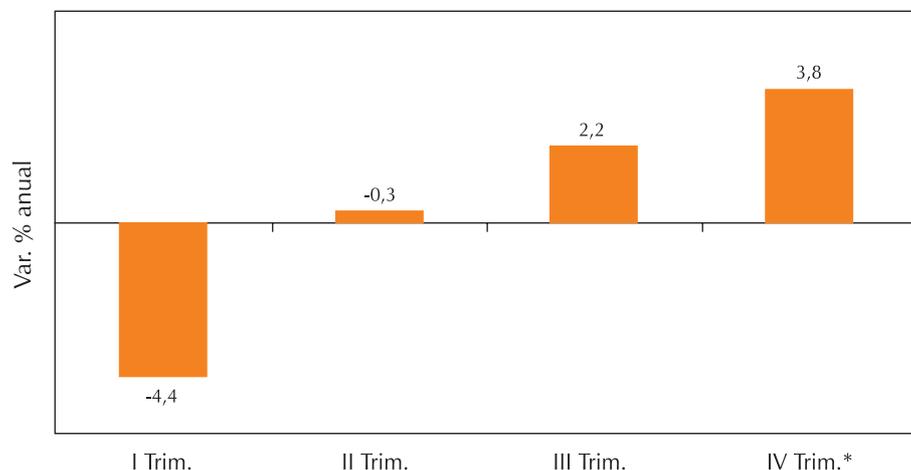
PBI primario y no primario



Fuente: BCRP

Gráfico 3

Trabajadores dependientes, 2002



*: En el cuarto trimestre se comparan las cifras de octubre y noviembre de 2002 y 2001.
 Fuente: INEI

tributaria o las importaciones, que deben guardar una necesaria coherencia con las fases de auge y recesión de la economía, que medimos vía el PBI o el ingreso nacional disponible. El primero de estos indicadores secundarios nos mide la evolución del empleo en

Lima Metropolitana, a través de una encuesta mensual a hogares elaborada por el INEI.

El gráfico 3 muestra que el número de trabajadores asalariados se ha incrementado en el año 2002 con respecto a 2001, especial-

«El primer impulso de expansión del PBI, iniciado en el año 2001... es explicado, en gran parte, por la entrada en operación de Antamina»

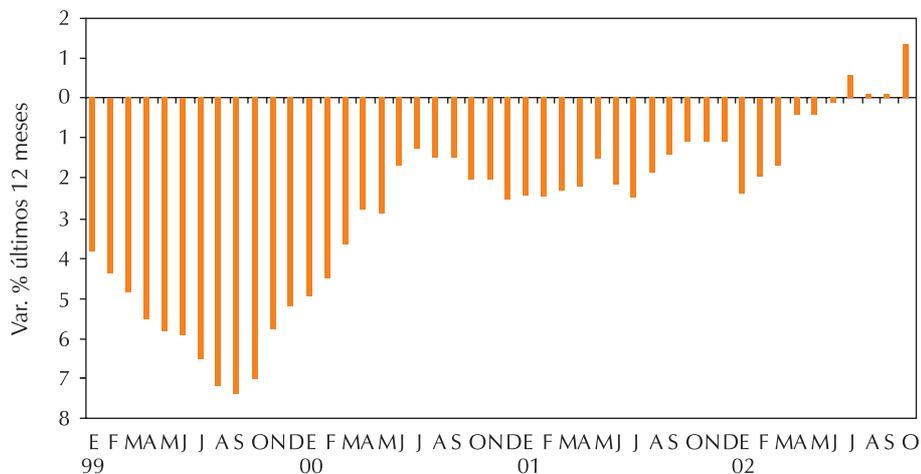
mente desde el tercer trimestre de 2002. La reactivación empieza a tener un efecto positivo sobre el empleo, que es pequeño todavía, pero que ya se percibe con claridad.

Los datos del gráfico 4, que se refieren al Perú urbano y que surgen de una encuesta a empresas realizada por el Ministerio de Trabajo, apuntalan esta impresión: que la recuperación de la actividad económica está impactando de manera positiva sobre el nivel de empleo en las ciudades.

También se ha producido un repunte de las importaciones. Por primera vez en mucho tiempo, han empezado a crecer las importaciones de bienes de capital. Finalmente, no solamente crecen el empleo y las importaciones, sino que también la recaudación tributaria se incrementa, como debe ocurrir en una fase de auge liderada por la expansión de la economía urbana, que es la que paga el grueso de los impuestos. El gráfico 5 muestra que la recaudación tributaria empieza a crecer fuertemente desde julio o agosto de 2002, destacando el comportamiento del impuesto general a las

Gráfico 4

Empleo en el Perú urbano



Fuente: INEI

«También se ha producido un repunte de las importaciones. Por primera vez en mucho tiempo, han empezado a crecer las importaciones de bienes de capital»

ventas (IGV) interno, que es una buena medida del nivel de actividad de la economía urbana. Cabe señalar también que este aumento de la recaudación no se debe exclusivamente al mayor dinamismo de la actividad económica, sino a otros factores vinculados a ciertas mejoras en la administración tributaria.

Finalmente, vale la pena precisar que esta reactivación económica

se está desarrollando sin que se registre todavía presión alguna en el frente de la inflación, lo que se puede apreciar en el gráfico 6. El Banco Central tiene una meta de inflación que trata de alcanzar en el plazo de un año. La meta fijada

para este año es en realidad un rango, que va desde una inflación de 1,5% anual hasta una inflación de 3,5% anual. Hacia fines del año 2002, como muestra el gráfico 6, estamos más pegados al “piso” que al “techo” de este rango; a diciembre de 2002, la inflación estará bordeando el 1,5% anual. Y para el año 2003 se espera una inflación cercana al 2,5% anual, con lo cual el escenario central es que esta reactivación no presione sobre los precios en el corto plazo.

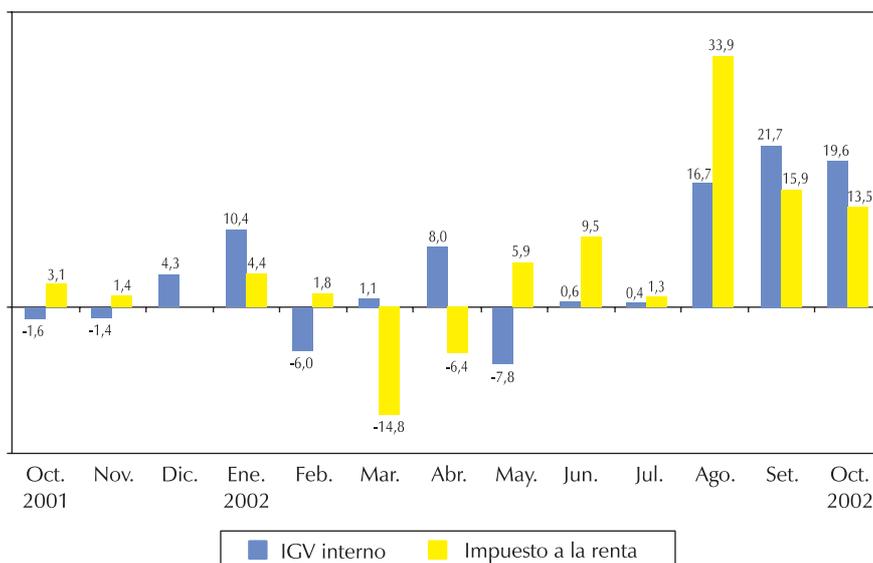
Podemos concluir esta sección estableciendo dos cosas: a) existe una reactivación de la economía urbana liderada por la manufactura y la construcción, que cierra una larga recesión de 4 años; y que b) esta reactivación tiene recién dos o tres trimestres de nacida.

Las causas de la reactivación

El paso siguiente es identificar cuáles son las fuerzas o impulsos

Gráfico 5

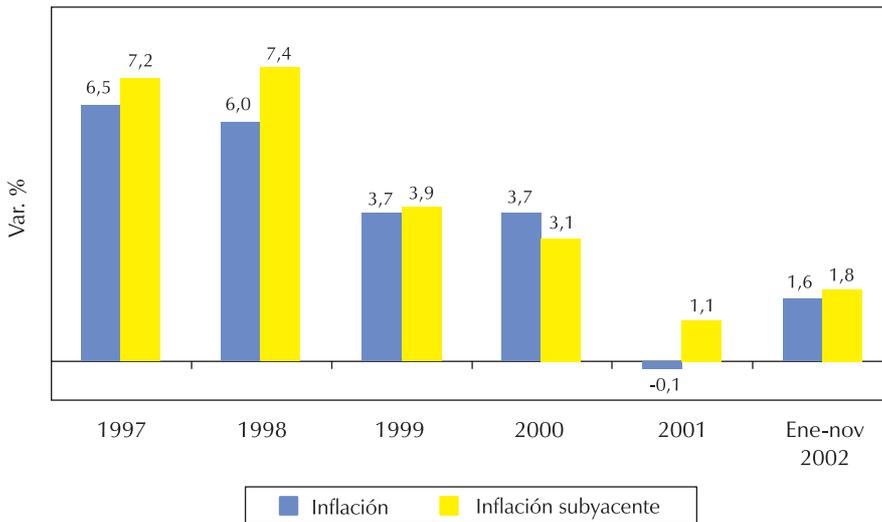
Recaudación tributaria (Variación % real 12 meses)



Fuente: Sunat

Gráfico 6

Inflación e inflación subyacente



Fuente: INEI - BCRP

que explican esta reactivación económica y discutir, luego, si estas fuerzas van a continuar operando con la misma intensidad o no. Una primera división de las distintas fuerzas que podrían estar detrás de esta reactivación separaría simplemente entre las fuerzas externas, aquellas originadas en la economía mundial, y las fuerzas internas, vinculadas a las políticas monetaria y fiscal.

Entre los factores externos podríamos mencionar: el nivel de actividad de la economía mundial, medido por el PBI de nuestros socios comerciales; los precios altos o bajos de las materias primas que exportamos; si hay o no flujo de capitales externos; si existe o no contagio financiero y, por último, el nivel de las tasas de interés internacionales. Si revisamos el conjunto de los factores que determinan si este contexto externo es favorable o no para la economía peruana, va a resultar difícil atribuir la reciente reactivación económica del Perú urbano a fuerzas o impulsos externos.

Del lado del sector real, los socios comerciales del país han disminuido sensiblemente su crecimiento económico en los últimos dos años o han atravesado recesiones más o menos severas, mientras que los precios de las principales materias primas que exportamos han estado bajos y/o cayendo durante el año 2002. Del lado financiero, es claro que los flujos de ingreso de capitales externos son hoy bastante bajos (de 2 a 4 puntos del PBI), en comparación con las magnitudes que alcanzaron durante la década de 1990 (de 8 a 12 puntos del PBI). Esto ha ocurrido en toda América Latina. Además, hemos sufrido solo un cierto contagio de la crisis brasileña, gestada a raíz del proceso electoral que llevó a Lula al poder, y no nos contagiamos de la crisis argentina previa, a diferencia de los países más vinculados al Mercosur.

Así que, haciendo una revista rápida del entorno externo, el único factor que podría desempeñar un papel en la explicación de la reactivación reciente de la econo-

«...haciendo una revista rápida del entorno externo, el único factor que podría desempeñar un papel en la explicación de la reactivación reciente de la economía peruana es el nivel, históricamente bajo, que tienen hoy las tasas de interés internacionales»

mía peruana es el nivel, históricamente bajo, que tienen hoy las tasas de interés internacionales (las tasas de interés en Estados Unidos son las más bajas en 40 años).

Entre los factores internos, analizaremos la política monetaria y la política fiscal. Ciertamente, también deberíamos discutir los eventuales efectos de la política comercial, en particular los efectos positivos de las rebajas de aranceles a los insumos importados y a los bienes de capital no producidos internamente, ocurridas en los últimos dos años. Así como si la renovación del ATPA, fruto de una política de negociaciones comerciales, ha tenido ya un cierto impacto en algunas ramas industriales, como la de textiles y confecciones. Sin embargo, pasaré por alto los impactos de la política comercial

(para lo cual necesitamos desagregar el crecimiento de la manufactura no primaria por ramas, y así determinar cuáles son exactamente las ramas que están creciendo y por qué razones), para concentrarme en los impactos de las políticas monetaria y fiscal.

La política monetaria

El gráfico 7 ilustra lo que ha pasado con la tasa de interés interbancaria, es decir con la política monetaria, desde mediados del año 2001. La tasa de interés interbancaria es aquella tasa a la cual los bancos se prestan entre sí por un día. Esta tasa de interés, que es también aquella sobre la cual el Banco Central influye más fuerte y directamente, ha bajado sustantivamente entre agosto de 2001 y fines de 2002; y, además, ha reducido notoriamente su volatilidad, si exceptuamos el mes de setiembre de 2001. El Banco Central regula esta tasa de interés interbancaria fijando una tasa de interés activa, para los préstamos que les otorga a los bancos comerciales (la tasa de crédito por regulación monetaria) y una tasa de interés pasiva, para los depósitos que

recibe de los bancos comerciales (la tasa *overnight*). De esta manera, ningún banco que pida prestado a otro estará dispuesto a pagar una tasa superior a la que tendría que pagarle al Banco Central, ni tampoco sucederá que algún banco otorgue un préstamo a otro a una tasa inferior a la que recibiría del Banco Central.

Como consecuencia, estas dos tasas (fijadas por el Banco Central) han establecido un corredor para la tasa de interés interbancaria que ha sido efectivo durante todo este período, como muestra el gráfico 7, salvo en un breve episodio ocurrido en setiembre de 2002. Ciertamente, esto implica que el Banco Central debe proporcionarle a la banca comercial la cantidad de dinero necesaria para que la tasa de interés interbancaria se ubique dentro de este corredor; y, en general, si la tasa de interés interbancaria disminuye, la cantidad de dinero en circulación debe aumentar.

El gráfico 7 muestra, entonces, cuál ha sido el carácter de la política monetaria en el período agosto 2001–diciembre 2002. Esta política monetaria ha bajado sensi-

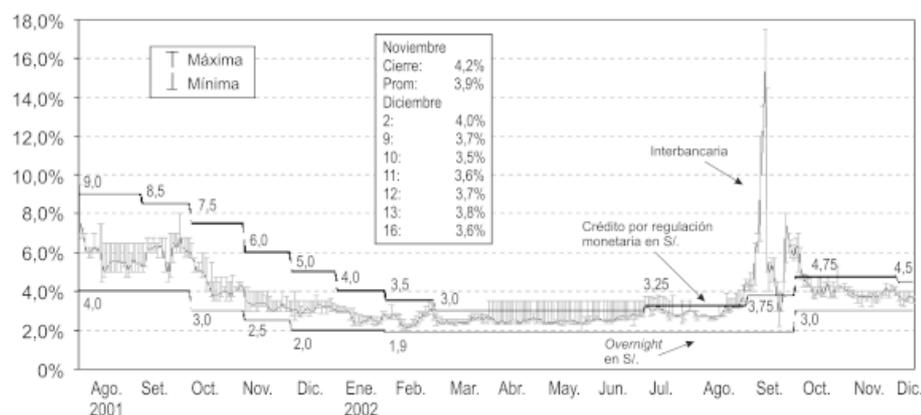
blemente la tasa de interés interbancaria y ha reducido notablemente su volatilidad. Este corredor que determina la tasa de interés interbancaria es manejado por el Banco Central, en función de su objetivo de inflación. Si la inflación está subiendo y tiende a estar por encima del rango deseado, entre 1,5% anual y 3,5% anual, el Banco Central actúa para subir la tasa de interés interbancaria y ajusta la liquidez. Ciertamente, también se tiene en cuenta el nivel de actividad de la economía, en particular del sector no primario, que es el que responde a las políticas monetarias y fiscales, de tal manera que estas tasas de interés tienden a ser más bajas en las recesiones y más altas en los auges. Por tanto, en una situación de presiones deflacionarias y recesivas, como la registrada entre mediados de 2001 y mediados de 2002, esta tasa de interés tiende a ser muy baja.

El abrupto salto de la tasa de interés interbancaria en setiembre de 2002, constituye una excepción a esta regla y tiene que ver con el contagio ocurrido en el mercado cambiario, a raíz de la crisis brasileña. Cuando se presentan burbujas especulativas o contagios en el mercado de dólares, como el de setiembre de 2002, el modo de operación del Banco Central antes descrito se suspende temporalmente. En estos casos, se venden dólares y se deja subir la tasa de interés interbancaria por encima del “techo” del corredor mencionado anteriormente; el resto del tiempo, el tipo de cambio flota libremente.

La otra cuestión básica con respecto a la política monetaria puede plantearse así: ¿tiene esta tasa de interés interbancaria alguna influencia sobre las otras tasas de interés de más largo plazo, que enfrentan empresas y familias, y que son las que realmente determinan

Gráfico 7

Tasa de interés en moneda nacional



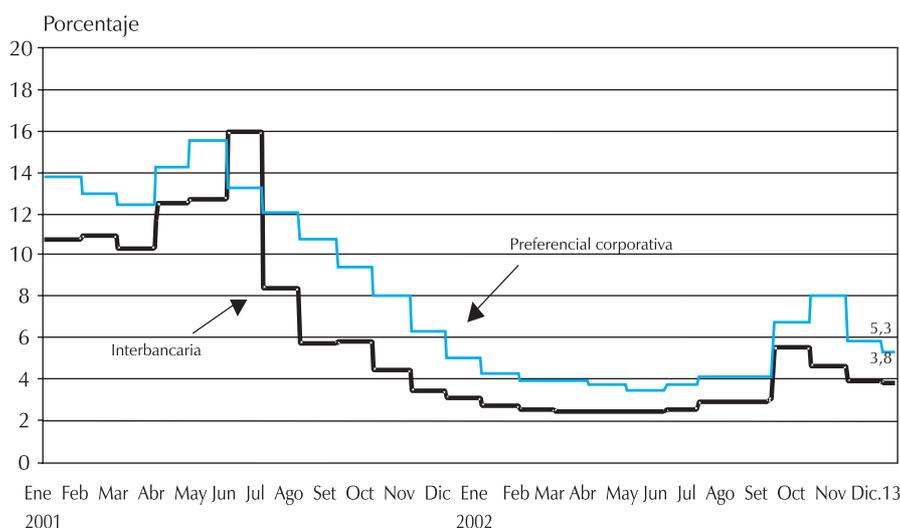
Fuente: BCRP

el consumo y la inversión? La primera respuesta, que tiene que ver con el hecho que la política monetaria toma tiempo en producir efectos, es que esta tasa interbancaria de muy corto plazo sí tiene efectos, aunque lentos y desigua-

les, sobre las otras tasas de interés de plazos más largos. En el gráfico 8 se muestra la relación entre la tasa de interés interbancaria en soles y una tasa preferencial en soles a menos de 90 días, para los mejores clientes de los bancos.

Gráfico 8

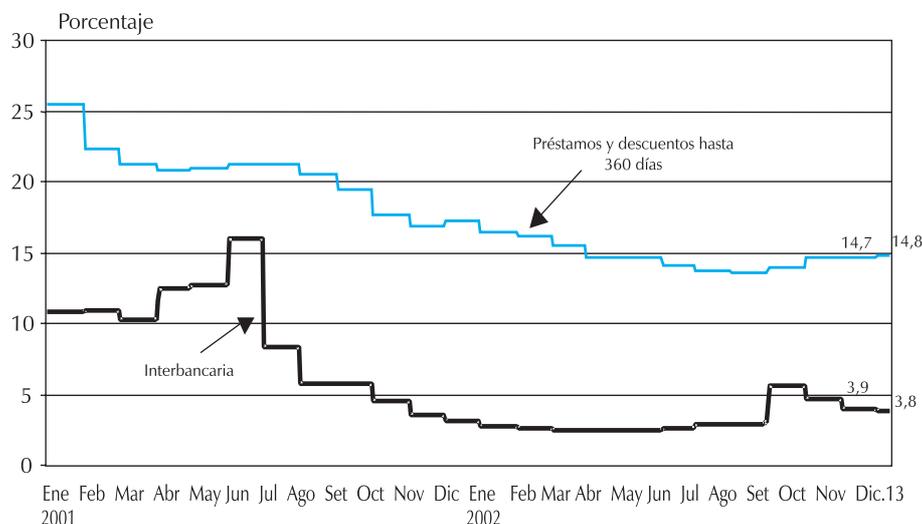
Tasas de interés en moneda nacional
(Enero 2001 – diciembre 2002)



Fuente: BCRP

Gráfico 9

Tasas de interés en moneda nacional
(Enero 2001 – diciembre 2002)



Fuente: BCRP

«Existe una fuerte caída en las tasas de interés reales en ambas monedas y sabemos que estas tasas reales son las que influyen sobre el nivel de actividad económica en el sector no primario»

En el gráfico 9 se presenta la relación entre la tasa de interés interbancaria y una tasa en soles de más largo plazo, de hasta 360 días. El punto, en realidad, es simple: la rebaja de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional se ha transmitido con fuerza y rapidez desigual a un conjunto de tasas de interés en moneda nacional, bancarias y no bancarias, haciendo bajar a toda la estructura de tasas de interés de distintos plazos.

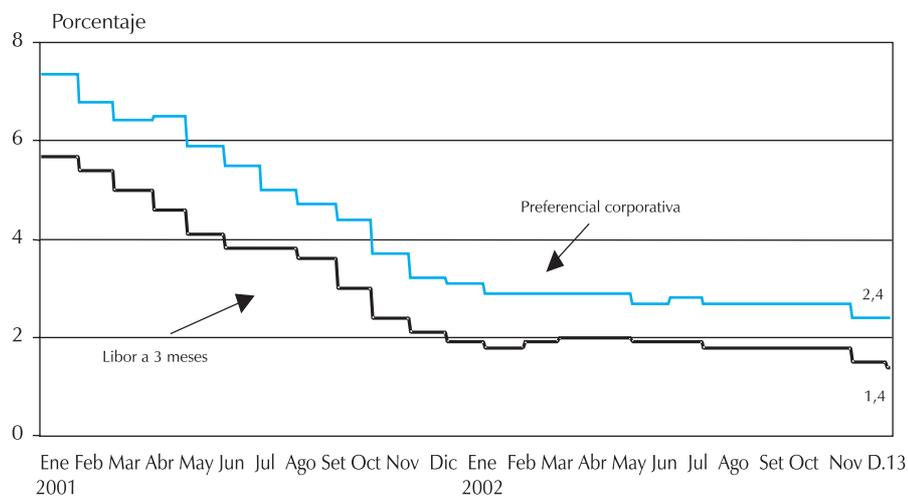
Como la economía peruana está dolarizada, no solo interesa el costo del crédito en moneda nacional sino también el costo del crédito en moneda extranjera. En el gráfico 10 se puede apreciar cuánto ha bajado recientemente la tasa Libor a tres meses en dólares y cuánto ha bajado, simultáneamente, la tasa preferencial corporativa en moneda extranjera.

En el gráfico 11 podemos ver también cómo la rebaja de la tasa de interés internacional ha tenido un efecto directo sobre las tasas en dólares hasta 360 días.

En el gráfico 12 se presenta la trayectoria decreciente de las tasas

Gráfico 10

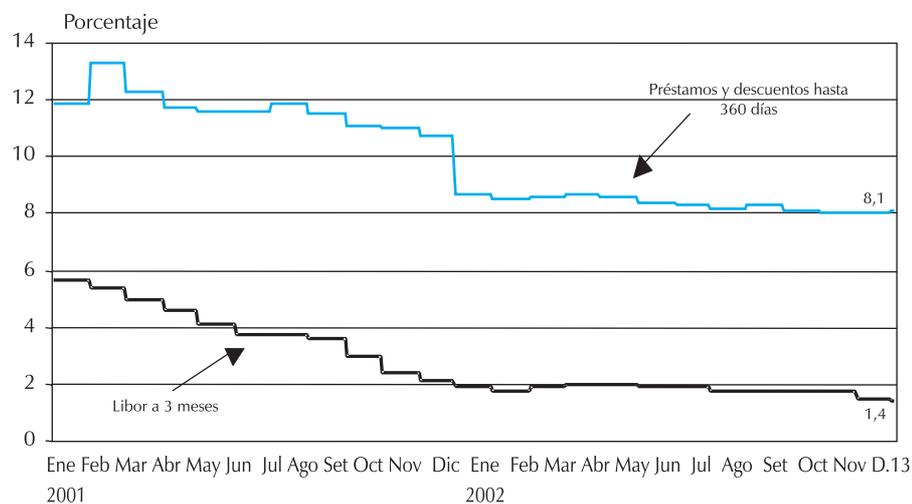
Tasas de interés en moneda extranjera
(Enero 2001 – diciembre 2002)



Fuente: BCRP

Gráfico 11

Tasas de interés en moneda extranjera
(Enero 2001 – diciembre 2002)



Fuente: BCRP

de interés reales; es decir, en el caso de las tasas en moneda nacional, descontando la inflación y en el caso de las tasas en moneda extranjera, sumando la devaluación y descontando la inflación. Existe una fuerte caída en las tasas de interés reales en ambas mone-

das y sabemos que estas tasas reales son las que influyen sobre el nivel de actividad económica en el sector no primario. En resumen, la hipótesis es que esta rebaja simultánea y bastante importante de las tasas de interés, en soles y en dólares, constituye un poderoso

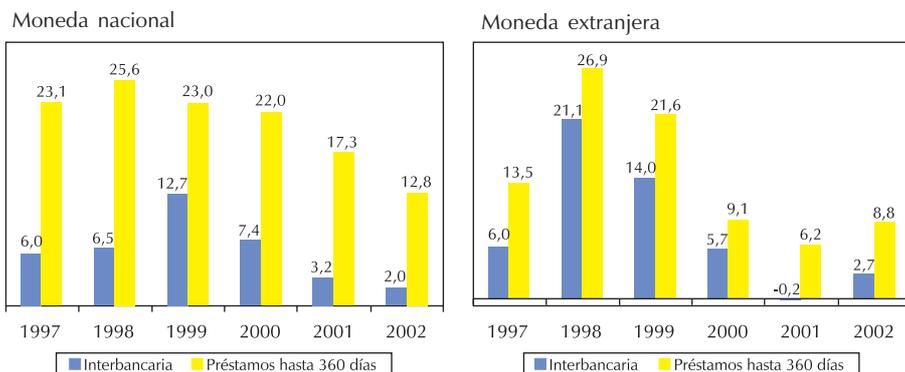
impulso expansivo y es uno de los factores centrales que explica esta reactivación de la economía. Este es el primer hecho que hay que establecer. Cabe mencionar aquí el caso de la industria de la construcción, que es uno de los sectores que crece de manera más fuerte y es particularmente sensible al costo del crédito y a su disponibilidad, sin olvidar el efecto específico positivo que sobre este sector ha tenido el programa MiVivienda.

Finalmente, en el gráfico 13 tenemos una medida del crédito que el sistema financiero otorga al sector privado, en soles y dólares. Como se puede ver, el crédito en soles está subiendo a tasas bastante sostenidas desde el año 2001, mientras que el crédito en dólares ha estado decreciendo y solo últimamente ha registrado un pequeño incremento. Se puede discutir más sobre la composición de este crecimiento del crédito, pero parece claro que el crédito total (soles más dólares) ha empezado a aumentar recién en el segundo semestre del año 2002, tras 4 años de caída, y que el grueso de este incremento ha ocurrido fuera del sistema conformado por la banca comercial.

Los libros de texto de macroeconomía dicen que el tipo de cambio es el otro canal a través del cual opera la política monetaria, aunque normalmente no aclaran que este canal es menos fiable que el de la tasa de interés. En cuanto al tipo de cambio nominal, como ya hemos mencionado, la política del Banco Central es dejarlo flotar libremente y solo intervenir cuando se gestan burbujas cambiarias o hay volatilidades excesivas. Las reservas de divisas, que han estado subiendo, medidas por las reservas totales (RIN) o por la posición de cambio, hacen posible estas intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario

Gráfico 12

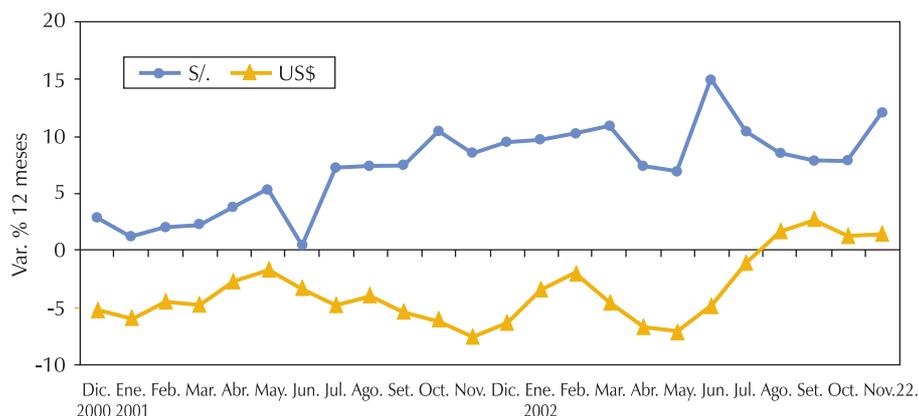
Tasas de interés real



Fuente: BCRP

Gráfico 13

Crédito del Sistema Financiero (En soles y dólares)



Fuente: BCRP

y limitan así la extensión del contagio que podamos sufrir; y está claro que hemos sufrido muy poco contagio en comparación con otras economías de la región

En cuanto al tipo de cambio real, que es el que determina la competitividad de los sectores de la industria manufacturera que exportan o que compiten con las importaciones, tenemos dos resultados que se muestran en el gráfico 14. En términos bilaterales, es decir con respecto a Estados Uni-

dos (nuestro principal socio comercial), el tipo de cambio real ha subido, lo que ha elevado la competitividad de la producción doméstica. En términos multilaterales, es decir tomando en cuenta a todos nuestros socios comerciales, el tipo de cambio real ha caído básicamente por las fuertes devaluaciones ocurridas entre nuestros socios comerciales de América Latina. Esto es importante porque es el mercado norteamericano el que se ha abierto en un mayor grado para los productos textiles y las con-

fecciones, como fruto de las negociaciones comerciales que han permitido renovar el ATPA.

La política fiscal

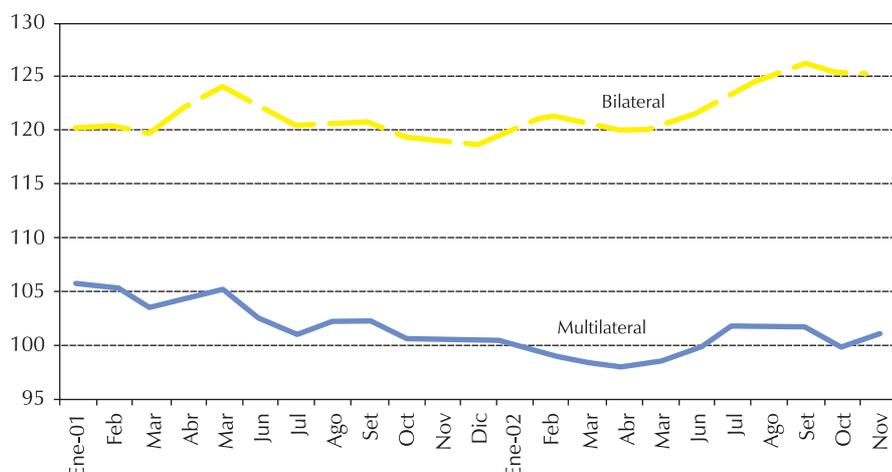
Aquí, la discusión fundamental es si la política fiscal ha sido expansiva y ha impulsado esta reactivación de la economía urbana o si, por el contrario, la política fiscal ha sido contractiva y ha frenado esta reactivación, haciéndola más lenta y menos extensa de lo que podría haber sido. En el justo medio está la posición, con la cual simpatico, que sostiene que hasta ahora la política fiscal habría desempeñado un papel neutro con relación a la reactivación.

El punto central es que evaluar empíricamente si tal política fiscal ha sido expansiva o recesiva, no es un asunto simple. Según el libro de texto de macroeconomía, que el déficit fiscal aumente no implica que la política fiscal es expansiva, pues, puede suceder que el gobierno mantenga constantes el gasto público y las tasas impositivas, mientras que la recaudación tributaria disminuye porque se ha generado una recesión; y viceversa, que el déficit fiscal disminuya no implica que la política fiscal es recesiva. El texto de macroeconomía analiza una situación donde, primero, el gobierno fija el gasto público y las tasas impositivas y, segundo, el gobierno acepta pasivamente que el déficit fiscal se eleve en las recesiones (y disminuya en los auge).

El problema es que, a diferencia del libro de texto de macroeconomía, el gobierno en el Perú sí opera con metas de déficit fiscal. Es decir, aquí la política fiscal consiste en establecer la meta de déficit fiscal que se desea, o que se acuerda con el FMI, usualmente como un porcentaje del PBI, además de

Gráfico 14

Índice de tipo de cambio real
(1994 = 100)



Fuente: BCRP

fixar las tasas impositivas. Este sistema es muy parecido al de un presupuesto equilibrado. Si la economía se reactiva y crece la recaudación tributaria, entonces, el gasto público aumenta y el presupuesto se mantiene equilibrado. Si la economía se recesa y se reduce la recaudación tributaria, el gasto público se reduce y el presupuesto se mantiene equilibrado. Este sistema refuerza los auges (el gasto público aumenta) y agrava las recesiones (el gasto público se reduce). Mantener una meta de déficit fiscal de 1% del PBI o de 3% del PBI, es un sistema muy similar a mantener una meta de presupuesto equilibrado, de déficit cero.

En condiciones como estas, suponiendo que las tasas impositivas se mantienen constantes, existe una medida simple para saber si la política fiscal ha sido este año más o menos expansiva que la política fiscal del año pasado. Si el déficit fiscal primario (es decir, el gasto no financiero menos los ingresos fiscales) de este año es mayor que el del año pasado, la política fiscal

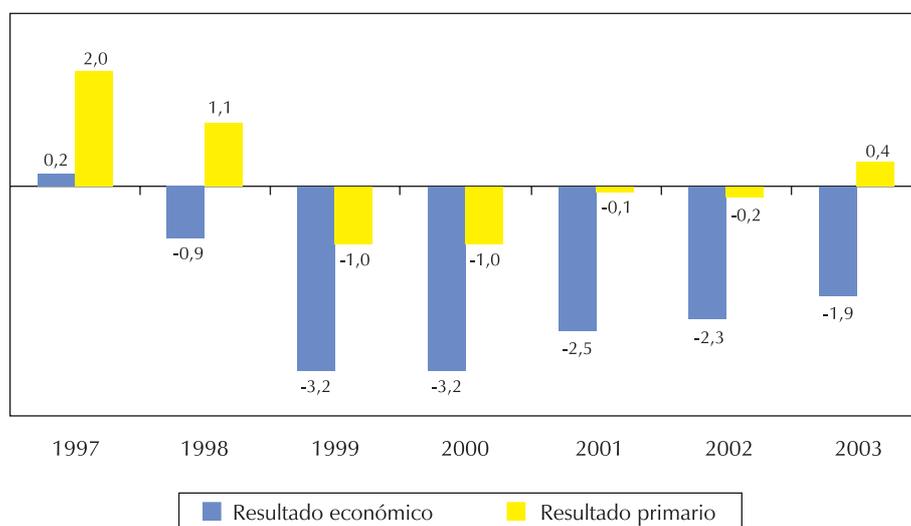
actual es más expansiva que la del año pasado. Si el nivel de actividad fuera el mismo para ambos años, es claro que el gasto público sería mayor con una meta de déficit fiscal mayor.

El gráfico 15 muestra tanto el déficit primario como el resultado o

déficit económico. La diferencia entre ambas medidas del déficit es que el resultado económico sí incluye los pagos de intereses de la deuda pública y, por tanto, su magnitud depende directamente de cuál sea la tasa de interés internacional y cuál el tipo de cambio. En cualquier caso, los años 2001 y 2002 arrojan el mismo resultado, ya sea en términos de déficit primario o de déficit económico. Desde este punto de vista, la política fiscal de 2002 es igualmente expansiva o recesiva que la política fiscal de 2001, y no podría ser un factor generador de la reactivación de la economía urbana. Cabe mencionar, sin embargo, que el ministro Silva Ruete elevó la meta del déficit fiscal del sector público no financiero de 1,9% del PBI a 2,3% del PBI para el año 2002. Con la meta original, probablemente, la política fiscal hubiese sido recesiva y no neutra. Vale la pena destacar también que hay una reducción programada, de casi medio punto del PBI, en el monto del déficit primario para el año 2003.

Gráfico 15

Déficit fiscal como porcentaje del PBI



Fuente: BCRP

En el gráfico 16 se muestran el gasto no financiero total del Gobierno Central (en salarios, bienes y servicios e inversión pública) y un componente muy importante de este gasto no financiero, que es la inversión pública o formación bruta de capital. En primer lugar, no hay un patrón claro de crecimiento continuo del gasto no financiero. El gasto no financiero total se ha incrementado en algunos trimestres (fines de 2001, tercer trimestre de 2002) y ha estado constante o ha decrecido en otros trimestres (primer y segundo trimestres de 2002). En segundo lugar, la inversión pública (FBK) ha decrecido continuamente desde agosto de 2001 hasta fines de 2002, con la sola excepción del último trimestre de 2001, donde creció apenas un 3%, siendo la base de comparación sumamente baja. De hecho, la inversión pública viene disminuyendo, brutal y continuamente, desde principios del año 2000.

¿Cómo evaluar esta desigual trayectoria del gasto público? El gasto en inversión pública tiene un efecto importante sobre la industria de la construcción, sobre las

«...que el sistema bancario ha sufrido durante los cuatro años de recesión y recién está empezando a prestar con más facilidad»

regiones, y es una palanca que puede mover o frenar a otros sectores; es decir, tiene un efecto multiplicador grande. La caída de la inversión pública es un efecto claramente recesivo de la actual política fiscal. De otro lado, podemos aceptar que el gasto no financiero ha crecido en promedio como resultado, principalmente, del incremento de salarios otorgado a los servidores públicos a fines de 2001; incremento que tiene un efecto expansivo. En una primera aproximación, se podría decir que el resultado neto de esta desigual evolución del gasto público sobre

el nivel de actividad es nulo y que no hay datos que sugieran la existencia de una política fiscal claramente expansiva. Confirmaríamos así la hipótesis que sostiene que la política fiscal habría desempeñado un papel neutro con respecto a la reactivación en curso.

Perspectivas

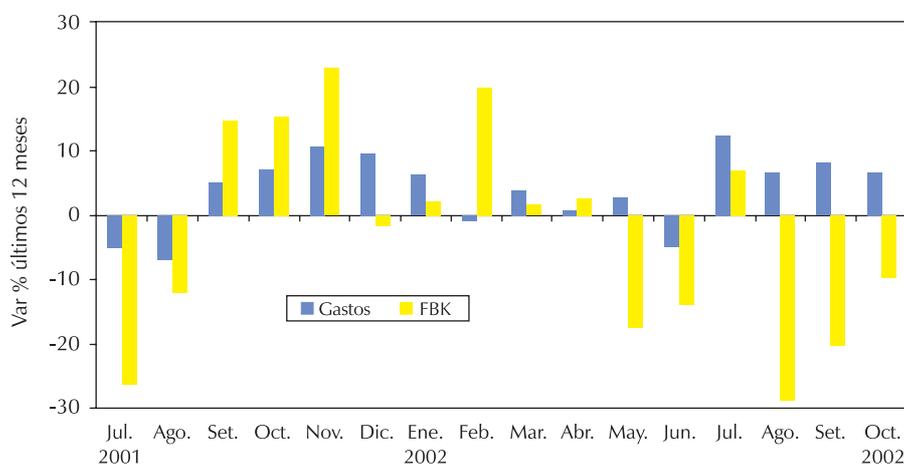
Resumiendo, los factores que explican la reactivación de la economía urbana son, básicamente, financieros, domésticos y externos. Las tasas de interés, en soles y en dólares, han caído y el crédito del sistema financiero al sector privado ha empezado a crecer. Cabe señalar aquí que el sistema bancario ha sufrido durante los cuatro años de recesión y recién está empezando a prestar con más facilidad.

Mi impresión es que la operación de estos factores va a perdurar durante el próximo año. Para que el Banco Central suba las tasas de interés en soles tendría que haber un incremento significativo en la tasa de inflación, que no se percibe o que no se estima que vaya a ocurrir en este momento. El escenario internacional muestra que las tasas de interés externas, por lo menos en EE UU, van a caer algo más en el año 2003. La influencia reactivadora de estas tasas de interés de corto plazo bajas no solo va a perdurar, sino que probablemente se va a tornar más fuerte, si las tasas de interés en soles a plazos más largos siguen descendiendo y si los bancos empiezan a prestar con más ahínco, algo que normalmente ocurre cuando se inicia la reactivación. El crédito agregado tiene un cierto carácter procíclico.

En cuanto a la política fiscal, es seguro que no va a crear ningún impulso reactivador adicional. En

Gráfico 16

Gasto no financiero del Gobierno Central



Fuente: BCRP

«En cuanto a la política fiscal, es seguro que no va a crear ningún impulso reactivador adicional»

realidad, lo más probable es que la política fiscal actúe como un freno no demasiado potente; es decir, pasaremos de una política fiscal neutra a una ligeramente recesiva.

Un punto importante es que las mayores exportaciones (textiles y confecciones especialmente) al mercado americano, fruto de la renovación y ampliación del ATPA, van a constituir una fuerza reactivadora apreciable que se hará sentir en el año 2003.

En suma, manteniéndose la política monetaria y la política fiscal en los términos descritos, y agregándole a ello este efecto de la política comercial que amplía el mercado norteamericano para ciertos productos de exportación no tradicional, que enfrentarán menores aranceles, y el efecto de un crecimiento algo mayor de nuestros socios comerciales, podemos seguir teniendo una reactivación de la economía urbana liderada o acompañada por las exportaciones.

Este crecimiento, acompañado de mayores exportaciones, tendría otra virtud: nos permitiría mantener un déficit bajo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ahora está cerca del 2% del PBI y, si el crecimiento económico va asociado con mayores exportaciones, no va a aumentar demasiado.

La contrapartida es que no se requerirá una gran entrada de capitales para financiar ese déficit en cuenta corriente. Y tal como se ve hoy el escenario de la región latinoamericana, eso es bueno porque tampoco parece que se producirá una gran entrada de capitales, similar a la que ocurrió a mediados de los años 1990.

Para terminar, y no ser excesivamente optimista, conviene decir que hay varios riesgos. El más importante es que ocurra un alza del precio del petróleo. Tanto por los conflictos domésticos en Venezuela como por una eventual guerra de EE UU contra Irak, el precio del petróleo puede sobrepasar la barrera de los 30 dólares por un período relativamente prolongado. Y ese sería un *shock* de oferta inflacionario y recesivo en los países que importan petróleo, como el Perú.

En el año 2002 se presentaron variaciones, en forma de “U”, en las proyecciones económicas. Inicialmente se esperaba un año económico muy bueno, tras unos meses se ajustaron las tasas de crecimiento a la baja y al final del año, se incrementaron nuevamente. Esto último debido, principalmente, a la inesperada intervención expansiva de las políticas fiscal y monetaria, sobre todo hacia el tercer trimestre.

¿Cuál es la magnitud del impacto de una política monetaria en una economía dolarizada y abierta? La política monetaria definitivamente afecta a las variables nominales, pero no está muy claro cuáles son sus grados de autonomía ni su impacto sobre el sector real. Existe un amplio arbitraje entre la tasa de interés Libor y la tasa de interés doméstica en dólares y entre la tasa de interés en dólares y la tasa de interés en soles, corregido por las expectativas de devaluación. Un interrogante es el grado en que la política monetaria afecta a la economía vía la tasa de interés. En ese sentido, se debe considerar cuál es el grado de sustitución intertemporal entre el consumo presente y el consumo futuro de los peruanos (ver el crecimiento del consumo hoy, por una caída en las tasas de interés); cuál es el grado de bancarización para que una reducción de la tasa de interés lleve a un incremento importante en la demanda. Evidentemente, la política monetaria no tiene la potencia que tiene en las economías del hemisferio Norte; sin embargo, en niveles agregados, se pueden observar importantes efectos en el nivel de saldos reales.

La oferta monetaria se mostró dinámica en soles y en dólares. Afortunadamente, se presenta un ciclo internacional de bajas tasas de interés. No obstante, en el futuro, será crucial el momento en que dicha tasa se eleve y el Banco Central quiera continuar con tasas bajas.

El presente gobierno inició su gestión con una política fiscal expansiva, incrementando sueldos y la inversión pública, luego se corrigió tras la salida de Pedro Pablo Kuczynski. En el tercer trimestre, el gasto total corriente se incrementó, aunque se contraerá nuevamente hacia el verano de 2003. Si bien los niveles de déficit fiscal fueron similares en 2001 y 2002, en el año 2001 creció 0% y 5% en 2002, revelando así una política fiscal expansiva.

Las políticas expansivas del gobierno afectaron la demanda interna, que creció sostenidamente desde setiembre de 2001 y se estima que seguirá creciendo hasta el verano de 2003, con un ritmo de 5% en los sectores de manufactura, servicios, comercio y construcción (los cuales en su totalidad representan el 85% del PBI).

La reactivación se asienta y la economía repunta, ya no impulsada por los sectores primarios. Esperamos cerrar 2003 con 3,8% – 4,0%. El problema se presenta a partir del segundo trimestre de 2003, cuando el crecimiento se calcule sobre los mayores niveles de 2002. El interrogante, en este caso, giraría en torno del grado de contracción de la política fiscal. En 2003, la política fiscal apretará un poco más a la economía y

«La reactivación se asienta y la economía repunta, ya no impulsada por los sectores primarios. Esperamos cerrar 2003 con 3,8% – 4,0%»

será relativamente contractiva, debiendo reducir el déficit fiscal de 2,3% a 1,9% del PBI. La política monetaria podría tener aún cierto impulso, si la inflación se mantiene en un rango inferior de la banda trazada. Dadas ciertas condiciones, en el verano de 2003, la inflación se hallará entre las bandas del 1,5% – 3,5%. El tipo de cambio estable o a la baja ayudará a controlar esta inflación.

Durante la década de 1990, las autoridades macroeconómicas eran neoclásicas, no consideraban la presencia de choques de demanda negativos, las tasas de inflación se combatían con políticas monetarias rígidas en soles y el déficit en cuenta corriente se resolvía con ajuste fiscal. El PBI era un dato de la realidad. Ahora, el ciclo económico tiene una fuerte participación en la función de preferencias. Es decir, en la política monetaria, en el lado derecho de la ecuación, que viene

utilizando aparentemente una regla de Taylor.

La brecha entre el PBI potencial y el observado se refleja, en sus períodos más elevados, en huelgas y crisis de gobernabilidad. Si seguimos expandiendo la demanda agregada o entran capitales, se podría crecer a un ritmo inte-

resante de 5% anual, pero por poco tiempo (un par de años más). Sin embargo, con las actuales bajas tasas de inversión privada, del orden del 15%–16% del PBI, no se logrará el 5%–6% de crecimiento de largo plazo que la economía necesita. En este caso, se presentarían límites al crecimiento del PBI potencial.

Para que esto no suceda, se debe incrementar sustancialmente la tasa de inversión privada. Luego de salir del ciclo recesivo y administrar bien la demanda agregada, deben analizarse los factores que influyen en la oferta agregada, para no crear tasas bajas de crecimiento en el largo plazo.

Kurt Burneo - MEF

El Ministerio de Economía y Finanzas realizó predicciones sustentadas para el año 2002, a pesar del escepticismo de muchos economistas. En contraste a lo que no pocos analistas señalan, el factor fiscal no representa un riesgo para la sostenibilidad del crecimiento de la economía. Estos analistas sostienen que este podría ser el principal factor de riesgo que impida un crecimiento dinámico y sostenible. Sin embargo, este escenario no ocurrirá debido al acceso del gobierno al financiamiento y al desarrollo de una política fiscal condicionada a una reducción gradual del déficit. Así, se buscará generar un superávit primario creciente, reduciendo la ratio deuda/PBI en el mediano plazo.

El crecimiento de la economía para el año 2002 será entre 4,5% y 4,7%, aproximadamente. Varios factores explican este crecimiento. En primer lugar, la exportación de confecciones se incrementó 18%, sin considerar los efectos del ATPDEA, los cuales realmente se sentirán a partir del primer trimestre de 2003. En segundo lugar, el programa MiVivienda, que ha edificado unas 16.000 viviendas, generó un incremento en el sector construcción y en las ramas o subsectores de la manufactura no pri-

maria (cerámicos, gasfitería, etc.). Además, reavivó los créditos hipotecarios, que crecieron en 186% entre noviembre de 2001 y noviembre de 2002. Adicionalmente, se observa un proceso dinámico de reposición de *stocks*, sobre la base activa de las ventas en empresas, así como también una mayor profundización y entrada del crédito, especialmente el crédito de consumo en los niveles socioeconómicos B y C.

Otro factor relevante para el crecimiento fue la política monetaria expansiva, la que brindó mayor liquidez a la economía. La evolución de las tasas de interés domésticas, en especial la de la tasa de interés de corto plazo (tasa de interés interbancaria), se encuentra, no obstante, relacionada con la reducción de la tasa de interés externa.

La actividad productiva y el ritmo de crecimiento fueron impulsados, en parte, por una política fiscal expansiva, la que se reflejó a través del incremento en el gasto y un impulso fiscal positivo. Prueba de la presencia de una política fiscal expansiva, es que los gastos corrientes ejecutados fueron mayores con respecto a los programados. El sector fiscal

«...la exportación de confecciones se incrementó 18%, sin considerar los efectos del ATPDEA. ...En conclusión, esto significará que el crecimiento del PBI no será detenido por el resultado fiscal»

incurrió, así, en un déficit de S/. 1.749 millones. El gasto debió reflejarse en una reducción de similar monto, si se hubiese buscado revertir el déficit. Sin embargo, el ajuste fue de solo S/. 968 millones. De esta manera, se acentuó la tendencia creciente del déficit fiscal. El gasto público, no obstante, se encuentra sujeto a alcanzar una meta de déficit de 2,3% del PBI para el año 2002.

El riesgo fiscal no es un peligro para la expansión del producto. El gobierno tiene, al 17 de di-

ciembre del 2002, US\$ 571 millones disponibles (sin considerar el fondo consolidado de reservas ni los recursos comprometidos de la privatización). Si bien no son suficientes para cubrir las necesidades de financiamiento del déficit y las amortizaciones del año 2003 (ascendentes a US\$ 2.600 millones), existen para el gobierno distintos esquemas de financiamiento. Las condiciones que se presentan para acceder al financiamiento externo y al mercado financiero son aún favora-

bles, siendo el riesgo país (a la fecha anteriormente indicada) de 580 puntos, inferior a los 612 puntos con los que se realizaron las colocaciones de bonos.

Además, se está intentando promover el desarrollo del mercado de capitales doméstico y se está potenciando la Dirección General de Crédito Público. Adicionalmente, se vienen ejecutando las reformas necesarias para continuar con los préstamos programáticos de las agencias multilaterales.

El acceso al financiamiento no presentará complicaciones y se dispondrá de acceso al crédito, si se mantiene un manejo fiscal disciplinado (reducción del déficit fiscal, un incremento gradual del resultado primario-superávit) y se acredite la sostenibilidad fiscal (*stock* deuda pública/PBI). En conclusión, esto significará que el crecimiento del PBI no será detenido por el resultado fiscal.
