

HISTORIA RECIENTE DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (I)

Félix Jiménez
Economista Ph. D.
Profesor principal de la PUCP

La tasa promedio de crecimiento económico de los últimos tres años fue de 4.6%. En realidad ya son 42 meses de crecimiento sostenido. ¿Quiénes son los autores de este éxito económico? ¿Es la *cosecha*, como dicen algunos, de la *siembra neoliberal* de la década de los noventa? ¿Cómo se superó la recesión de los años 1998-2000? ¿El gobierno actual continuó aplicando las mismas políticas económicas de esos años? Para responder a estas preguntas nos circunscribiremos al examen de las políticas monetaria y fiscal, porque son éstas las que configuran una estructura de precios relativos, a partir de la cual se puede inferir el patrón de asignación de recursos y, por tanto, de crecimiento económico. Lo que buscamos es contribuir a evitar que nuestra *corta memoria* termine por confundir a los autores de este éxito económico, con sus apropiadores.

Para empezar, hay que recordar que el carácter insostenible del modelo neoliberal reprimarizador y de sus políticas macroeconómicas fue puesto en evidencia por la crisis financiera internacional de los años 1997-1998. La política monetaria de esa época fue responsable de la magnitud del efecto nocivo que tuvo esta crisis sobre el producto y el empleo. Fomentó el endeudamiento externo de la banca comercial y, por tanto, acrecentó la vulnerabilidad de la economía ante eventos internacionales adversos, mediante la aplicación de encajes efectivos diferenciales: 0% para las líneas de créditos externas y cerca de 44% para los depósitos domésticos en dólares. La política fiscal fujimorista, por su parte, fue fundamentalmente procíclica y se aplicó en un contexto de crecimiento del nivel de actividad. Los gastos aumentaron *pari pasu* con los ingresos, y se generaron déficits fiscales que en los años 1992-1997 alcanzaron un promedio de 2.7% del PBI. Estos déficits se financiaron con endeudamiento externo y con recursos de la privatización. El monto utilizado de estos recursos, durante ese mismo período, fue equivalente al 2.1% del PBI.

¿Cómo enfrentó el neoliberalismo el efecto recesivo iniciado por la crisis asiática de julio de 1997 y agravado después por la crisis rusa de setiembre de 1998? Por el lado de la política monetaria, se respondió disminuyendo progresivamente el encaje de los depósitos domésticos en dólares. Pero esta reducción no produjo el aumento esperado en la liquidez para créditos al sector privado, debido a la creciente morosidad y a la urgencia de los bancos por repagar su deuda externa de corto plazo. El sistema bancario fue socorrido, además, por los depósitos que efectuó el gobierno en moneda nacional y extranjera desde el año 1997. El socorro gubernamental también incluyó un subsidio implícito durante el aumento del tipo de cambio: el gobierno disminuía sus depósitos en dólares y aumentaba sus depósitos en soles favoreciendo a los bancos con el diferencial cambiario, al mismo tiempo que disminuía la tasa de encaje de los depósitos en

moneda extranjera. Entre setiembre de 1998 y fines del año 2000, se redujo el encaje para depósitos domésticos en dólares en aproximadamente 10 puntos, de 44% a 34.1%.

La recesión económica, como era de esperarse, repercutió negativamente sobre las cuentas fiscales. Aumentó el déficit; con un *plus* en el año 1999 por la campaña electoral reeleccionista. Precisamente a fines de ese año, el gobierno optó por un drástico ajuste fiscal bajo el liderazgo del entonces ministro Boloña. La ausencia de recursos de la privatización y de financiamiento externo, obligó al gobierno a bajar el encaje en moneda extranjera de 37.2% a 34.1%, para, de este modo, enfrentar el desequilibrio fiscal postelectoral mediante el retiro de sus depósitos del sistema bancario. Este ajuste procíclico provocó una *recesión dentro de la recesión*, que fue posteriormente exacerbada por las sucesivas disminuciones del gasto, en especial el destinado a inversiones públicas.

En resumen, la política monetaria de los años noventa fomentó la dolarización de los créditos, con lo cual creó las condiciones para que la fuga de capitales que siguió a la crisis rusa, provocara una corrida bancaria. Entre setiembre de 1998 y diciembre de 1999, los bancos República y Banex quebraron y cerraron; el banco Latino fue rescatado directamente con recursos del gobierno y, por último, el banco Wiese se fusionó, mediante directo auspicio del gobierno, con un banco extranjero. Finalmente, el tipo de contracción fiscal postelectoral aplicado en setiembre del año 2000, generó una *recesión dentro de la recesión* que también provocó una corrida bancaria. Dos bancos chicos, directamente afectados por el retiro de los depósitos del gobierno, el NBK y Nuevo Mundo, quebraron en el mes de octubre de ese año.

HISTORIA RECIENTE DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (II)

Félix Jiménez
Economista Ph. D.
Profesor principal de la PUCP

Durante los tres últimos años del gobierno fujimorista, es decir, en el período de recesión 1998-2000, se aplicó una política monetaria restrictiva en soles, orientada a neutralizar las presiones al alza del tipo de cambio, y una política fiscal contractiva procíclica que redujo significativamente el gasto de inversión pública. Ambas políticas se mantuvieron en lo sustancial durante todo el *Gobierno de Transición*.

La recesión de esos años no podía terminar por sí sola, de muerte natural, como decíamos en un trabajo publicado en su oportunidad por el CIES. Tenía que cambiar el sistema neoliberal de políticas, fiscal y monetaria. En efecto, con el gobierno actual cambió radicalmente la política monetaria. Se adoptó un nuevo esquema consistente en: a) una meta de inflación para anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos; b) una regla de Taylor que fija la tasa de

interés en función de la brecha de la inflación y la brecha del producto; y, c) una regla de intervención esterilizada de compra-venta de dólares para morigerar la volatilidad del tipo de cambio.

Este nuevo esquema de política monetaria es en esencia contra cíclico y, por supuesto, contrario a la dolarización del portafolio bancario. Sus instrumentos *tasa-de-interés* y *compra-venta-de-dólares*, se combinan para influir conjuntamente sobre la inflación, el nivel de actividad y, eventualmente, sobre la posición de cambio y el nivel de reservas internacionales. Como resultado de la aplicación de estos instrumentos, se configuró una estructura de precios relativos favorable a la reactivación de la economía: bajaron las tasas de interés, mejoró el tipo de cambio real multilateral, y se estabilizó la inflación en niveles inferiores al 3.5% anual. Al mismo tiempo, la nueva política monetaria contribuyó a reducir significativamente la volatilidad de la economía ante eventos internos y externos adversos: estimuló la desdolarización y se acumularon reservas internacionales.

Mientras cambió radicalmente la política monetaria, no ocurrió lo mismo con la política fiscal. Por el lado del gasto, se contrajo la inversión pública y, por tanto, se redujo su contribución al crecimiento. Esta inversión disminuyó de 3.1% del PBI en el año 2001 a 2.8% en el 2004. La evidencia empírica muestra que el tipo de inversión pública que necesita nuestro país, no desplaza a la inversión privada (*crowding out*); por el contrario, la complementa (*crowding in*). Por el lado de los ingresos, no se emprendió una reforma tributaria integral: los ingresos tributarios del gobierno general pasaron de 12.8% del PBI en el año 2001 a sólo 13.6% en el año 2004. Ni siquiera se alcanzó el promedio del período 1994-2000, que fue de 13.7%, y menos el 14.5% registrado en el año 1997. Con ingresos relativos más bajos, en los cuatro años del actual gobierno se generó, en promedio, un déficit fiscal de 1.9% del PBI, menor que el déficit de 2.1% del periodo 1994-2000.

Lo que sí cambió notablemente fue una parte del esquema institucional de la política fiscal. El programa de creadores de mercado de deuda pública interna en soles, los modelos de sostenibilidad y programación de la deuda, y el programa de reperfilamiento de la deuda, modernizaron la gestión fiscal, pero no alteraron su carácter procíclico. A la propuesta fallida de una regla contracíclica que acompañó a nuestro trabajo sobre la sostenibilidad, se juntaron otras que tampoco fructificaron: la separación de los gastos de inversión pública de la contabilidad del déficit, la regla de endeudamiento sólo para gastos de inversión (*Golden Rule*) y la indexación de los pagos de los servicios de la deuda al ciclo económico con las instituciones financieras internacionales.

De todas las reformas mencionadas, hay que destacar los efectos del *programa de creadores de mercado*, por su vinculación con los efectos de la nueva política monetaria. Este *programa* estimuló la expansión del mercado doméstico de capitales *en soles*, promovió la desdolarización y, consecuentemente, fortaleció el mecanismo de transmisión de la política monetaria. No sólo bajaron relativamente las tasas de interés durante los dos últimos años, sino también la vulnerabilidad de la economía, al haber propiciado,

junto con la política monetaria, un mayor uso de instrumentos financieros denominados en moneda local. La nueva política monetaria y el *programa de creadores de mercado* iniciaron así la creación de las condiciones para que la inversión productiva privada local encuentre financiamiento de mediano y largo plazos en el mercado doméstico de capitales.