

135

**FLUCTUACIONES ECONOMICAS
Y SHOCKS EXTERNOS, PERU 1950-1996**

**Oscar Dancourt, Waldo Mendoza
y Leopoldo Vilcapoma
Setiembre, 1997**

FLUCTUACIONES ECONOMICAS Y SHOCKS EXTERNOS, PERU 1950-96.

**Oscar Dancourt
Waldo Mendoza
Leopoldo Vilcapoma**

RESUMEN

El objetivo principal de este trabajo es describir el patrón de las fluctuaciones económicas en el Perú durante el periodo 1950-1996, y mostrar el rol que jugaron los shocks externos en estas fluctuaciones.

El patrón de las fluctuaciones económicas en el Perú parece ser independiente de los modelos de desarrollo o estrategias de crecimiento. Tanto durante la vigencia del modelo primario exportador, como durante la vigencia del modelo de industrialización vía sustitución de importaciones, este patrón, sobre todo el de las recesiones, es el mismo.

Los períodos de recesión son períodos de aceleración de la inflación y son también períodos de crisis de balanza de pagos. De las seis recesiones identificadas en este trabajo, cinco coinciden con shocks externos adversos.

ABSTRACT

The main goal of this paper is to describe the characteristics of business cycle in Peru during 1950-1996, and to show the importance of external shocks for these economic fluctuations.

The pattern of economic fluctuations in Peru, in particular the pattern of recessions, seems to be independent of the growth strategy followed (ISI or export of raw materials). The periods of recession are periods of accelerating inflation and of balance of payments crises. Five out of six of the identified recessions are associated with adverse external shocks.

FLUCTUACIONES ECONOMICAS Y SHOCKS EXTERNOS, PERU 1950-96.¹

Oscar Dancourt
Waldo Mendoza
Leopoldo Vilcapoma

I. INTRODUCCION

Las reformas estructurales ejecutadas por el gobierno del Ing. Fujimori han reimplantado una estrategia de crecimiento primario exportadora, similar a la que ha imperado en la economía peruana durante la mayor parte de su historia.

Según la visión neoliberal, así como la raza humana fue expulsada del paraíso después del pecado original, del mismo modo la economía peruana fue desterrada del reino de la estabilidad macroeconómica (crecimiento con baja inflación), tras el abandono del modelo primario exportador y la adopción del modelo de industrialización vía sustitución de importaciones.

El objetivo de este trabajo es mostrar, primero, que también había fluctuaciones económicas en el paraíso (modelo primario exportador). Segundo, que tienen el mismo patrón que las fluctuaciones terrenales (sustitución de importaciones). Tercero, que los shocks externos desempeñan un rol protagónico en estas fluctuaciones.

Este trabajo consta de 5 secciones. En la primera, se identifican las grandes etapas de la evolución macroeconómica en el Perú en el periodo 1950-1996. En la segunda sección se discuten las estrategias de crecimiento y el comportamiento de la tasa de inversión durante estos 47 años. En la tercera sección se describen las fluctuaciones económicas y se

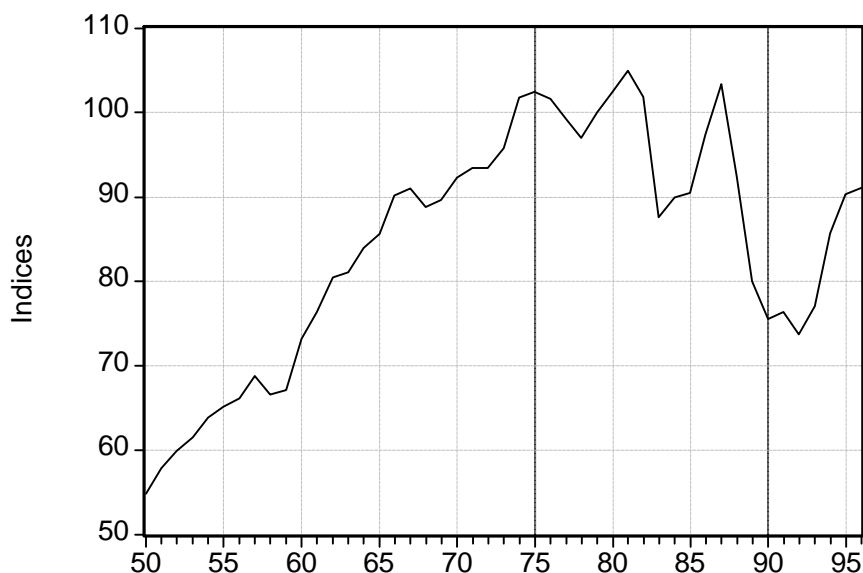
¹ Este trabajo presenta resultados de los proyectos de investigación “Shocks Externos, Política Macroeconómica y Dolarización” y “Sistema financiero y Crecimiento Económico, Perú 1965-1996”. que forman parte del programa de actividades del Consorcio de Investigación Económica (CIUP,DESCO, GRADE, IEP, y PUCP) financiados por una donación del Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI). Los autores agradecen la asistencia de Alejandro Olivares.

caracteriza la dinámica de corto plazo, a lo largo del periodo de análisis. En la cuarta sección se discute el papel que los shocks externos han jugado en las recesiones. Se termina con una breve sección de conclusiones.

II. FASES DEL CRECIMIENTO EN EL PERÚ (1950-1996)

El crecimiento económico del Perú desde 1950 hasta 1996 puede dividirse en tres grandes etapas o fases. Como se muestra en el gráfico 1, y en el cuadro 1, estas tres fases constituyen una periodización² casi natural de la evolución de largo plazo del PBI per capita en estos 47 años.

GRAFICO 1
PERU: PBI PERCAPITA
(1979=100)



Fuente: Banco Central de Reserva

² Dos trabajos importantes sobre los ciclos y las tendencias de la economía peruana en estos 47 años, Seminario y Boullon (1992) y Robles (1996), encuentran un punto de quiebre estructural en los años 1976-77, a partir del cual la volatilidad de los agregados macroeconómicos se incrementa substancialmente. Hemos preferido fechar este punto de quiebre en 1975, porque ahí ocurre un cambio drástico en la política macroeconómica, que R. Thorp (1995, cap. 5) ha denominado "el retorno a la ortodoxia".

La primera etapa, que comprende el cuarto de siglo que transcurre entre 1950 y 1975, es una fase de rápido crecimiento, interrumpido por algunas recesiones breves (1958-59; 1967-69), donde el producto per capita crece a una tasa promedio del 2.6% anual.

La segunda etapa, que va desde 1976 hasta 1990, o quizás hasta 1992, puede caracterizarse como una crisis de larga duración, con ciclos violentos de recesión y auge, de amplitud creciente³, donde el producto per capita decrece a una tasa promedio del 1.8% anual (1976-92); de esta manera, a principios de la década de los 90, el producto per capita había retrocedido al nivel que tenía 30 años antes.

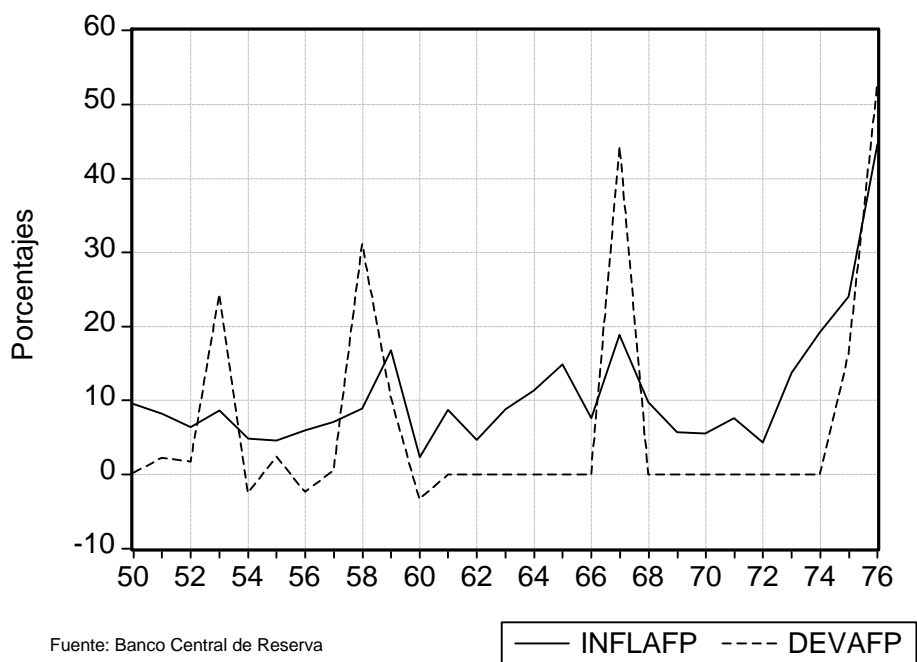
La tercera y última etapa, que va desde 1993 hasta 1996, constituye un nuevo momento de estabilización y de expansión, donde el producto per capita se incrementa a una tasa promedio del 5.3% anual. Es claro, sin embargo, que este es un periodo de recuperación pues el producto per capita de 1996 no sobrepasa los niveles máximos de estos 47 años registrados en 1975, en 1981 y en 1987. Si promediamos estos tres picos, el producto per capita de 1996 todavía sería un 12% inferior a este máximo histórico.

CUADRO 1 PERÚ: PBI, PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO (Tasas de crecimiento promedio anual)				
ANO	PBIR 1	PBIPC 2	P 3	E 4
1950-1975	5.42	2.57	9.56	5.02
cv *	0.51	1.04	0.57	2.33
1976-1992	0.55	-1.72	784.68	514.49
cv	11.75	-3.64	2.44	2.19
1993-1996	7.16	5.34	19.23	12.99
cv	0.63	0.84	0.71	1.06
1950-1996	3.77	1.22	296.86	194.00
cv	1.37	4.08	4.06	3.69
*Coeficiente de variación (1) Producto Bruto Interno Real. (2) Producto Bruto Interno Real per capita. (3) Índice de Precios al Consumidor (4) Tipo de Cambio Nominal. Fuente: Banco Central de Reserva del Perú				

³ La volatilidad del PBI, y de casi todos los agregados macroeconómicos, se acrecienta significativamente respecto a la etapa previa; véase Robles (1996).

El cuadro 1 y los Gráficos 2 y 3, que exhiben las tasas de inflación (IPC) y devaluación anual desde 1950 hasta 1996, permiten definir mejor estas tres fases de la evolución de la economía peruana. La primera y la tercera etapa son periodos que se caracterizan por una combinación de crecimiento y baja inflación. En la primera etapa (1950-75), la inflación promedio es del 10% anual mientras que la devaluación promedio es sólo del 5% anual; sin embargo, la devaluación es más volátil (ver cuadro 1). En la tercera etapa (1993-96), la inflación y la devaluación promedio son mucho mayores (19% y 13% anual, respectivamente), pero ambas exhiben una tendencia decreciente; hacia el final de esta fase la inflación vuelve a girar en torno al 10% anual. En esta fase, la devaluación también es más volátil que la inflación (ver cuadro 1).

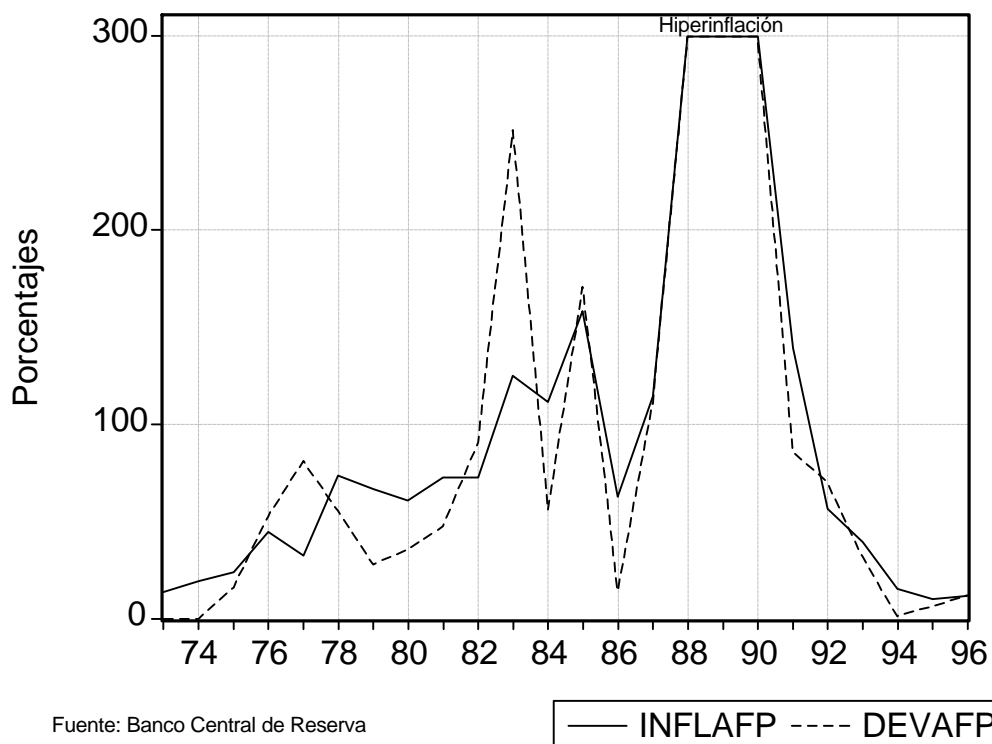
GRAFICO 2
PERU: DEVALUACION E INFLACION ANUAL; 1950-1976
(Porcentajes)



La segunda etapa (1976-92) está caracterizada por la combinación contraria, es decir, estancamiento o recesión y alta inflación. Si excluimos los tres años de la hiperinflación, la inflación y la devaluación promedio son similares (83% y 82% anual, respectivamente) y la devaluación es más volátil que la inflación (ver cuadro 1). Aunque el trienio de la hiperinflación (1988-90) puede considerarse un sub-periodo distinto, también es claro que

con él culmina el periodo de alta inflación. El producto per capita sufre una caída sin precedentes: en 1990 es un 27% inferior al alcanzado en 1987. Y la inflación promedio alcanza al 4,049% anual (el nivel de precios sube 39 veces por año), mientras que la devaluación promedio llega al 2,867% anual. En este trienio, la volatilidad de la devaluación y la inflación son iguales.

GRAFICO 3
PERU: DEVALUACION E INFLACION; 1973-1996
(Porcentajes)



Por último, conviene comparar la experiencia peruana con la latinoamericana. Como se muestra en el cuadro 2, durante la primera etapa, el crecimiento del Perú es similar al promedio de la región; durante la segunda etapa, que aquí se ha subdividido en dos periodos, el crecimiento del Perú es inferior al promedio, especialmente en la década perdida de los 80 (que también fue la década de la crisis de la deuda externa y de las hiperinflaciones). En cuanto a la evolución del nivel de precios, cabe mencionar que la inflación peruana estuvo por debajo del promedio de los países del cuadro 1 en la primera etapa (1950-75) y por encima del promedio en la segunda etapa (1976-92).

CUADRO 2								
PBI PER CAPITA EN AMERICA LATINA								
(Tasa de crecimiento promedio anual)								
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Mexico	Peru	Venezuela	Promedio
1950-75	1.30	6.20	0.18	3.01	3.11	2.57	1.70	2.58
1976-90	-1.35	0.81	3.40	2.18	1.05	-1.83	-1.36	0.42
1991-95	7.22	2.26	6.31	3.48	0.12	4.56	-0.58	3.34

Fuente: Fondo Monetario Internacional, BCRP.

3. LAS ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO Y LOS CICLOS DE INVERSIÓN

Como hemos visto, la primera etapa (1950-75) se distingue por una inflación baja y un sólido crecimiento de largo plazo. Un primer punto a destacar es que la estrategia de crecimiento o modelo de desarrollo se modifica a lo largo de esta primera etapa.

El modelo primario exportador, con un estado pequeño y librecambista, rige hasta bien entrados los años 60. De acuerdo con Thorp y Bertram (1978, parte IV, Introducción) la economía peruana "from 1948 until the end of the 1960 was the example par excellence in Latin America of that dream of the ortodox development economists: an export-led system (...) in which the entry of foreign capital and the repatriation of profits were virtually unrestricted and in which government intervention (...) were kept to a minimum".

La expansión de la economía peruana durante los 50 y parte de los 60 bajo un modelo primario exportador casi puro ha llamado la atención, básicamente porque era un anacronismo en el cono sur de Latinoamérica⁴; en el cono sur imperaban la sustitución de importaciones y los mercados internos protegidos, inflaciones relativamente altas, y el sector exportador era uno de los menos dinámicos de la economía⁵.

⁴ Según Borricaud (1989), la oligarquía "había aprendido a preservar...su posición dominante en un mundo y en una región en los cuales sus equivalentes extranjeros habían ya perdido mucho de su poder anterior (...) La oligarquía peruana (...) tuvo su "veranillo de San Juan" (...) que se extendió durante los años 50 y principios de los 60."

⁵ Véase Hofman (1993).

Este retraso de la historia económica peruana respecto al tiempo del cono sur, puede tener una explicación en los avatares de la historia política; tanto en 1930 como en 1945-48, las fuerzas políticas, lideradas por el partido aprista, que podían promover la industrialización y reemplazar el estado oligárquico, fueron impedidas de llegar al gobierno, o desalojadas de él, a través de golpes militares. La otra explicación tiene que ver con el notable crecimiento de las exportaciones de materias primas durante 1950-65 y con el carácter muy diversificado que estas exportaciones tuvieron⁶.

La crisis del estado oligárquico⁷ en el Perú recién se inicia con el primer gobierno de Belaunde (1963-1968), quien modifica parcialmente este modelo primario exportador, al poner en marcha una industrialización vía sustitución de importaciones (ISI), de carácter moderado, que atrae una cierta inversión extranjera.

Posteriormente, con el régimen militar del General Velasco (1968-1975), el modelo primario exportador⁸ es reemplazado realmente por la ISI. La estrategia de industrialización se radicaliza tanto en términos del grado de protección del mercado interno como del grado de intervención del estado en la economía. A través de la nacionalización de una fracción sustancial de la inversión extranjera, y de la estatización de una parte de los activos de la

⁶ Véase R. Thorp y Bertram (1978), cap. 11 y 12.

⁷ De acuerdo con Cotler (1994, p. 71 y 75), esta crisis ocurrió cuando "la participación política tendió a extenderse por todo el país y en todos los niveles sociales". De esta manera, "los años sesenta se iniciaron con un generalizado mandato reformista sostenido por vastos sectores sociales [que realizaban] una abierta crítica al orden que las empresas extranjeras y la burguesía defendían". Cotler señala que este mandato también "fue adoptado por importantes sectores del ejército".

Según Cotler (1994, p. 109-110) en "estas circunstancias, la estructura de la propiedad agraria y el capital extranjero, ejes del régimen de dominación, fueron cuestionados y se erigieron como puntos centrales del debate y la polarización política durante la campaña desplegada para elegir al nuevo gobierno en 1962".

⁸ Como han señalado R. Thorp (1995, cap. IV) y Fitzgerald (1985), esta nueva estrategia de crecimiento no descuidó la expansión de las exportaciones de materias primas. A principios de los 70, el gobierno militar negoció con el capital extranjero dos proyectos de inversión en este sector, el cobre de Cuajone y el petróleo de la selva, cuya entrada en operación se esperaba para mediados de los setenta.

oligarquía se constituye un fuerte sector de empresas públicas que llega a controlar más del 30% del PBI⁹.

Durante la segunda etapa (1976-92) no ocurre ningún cambio importante en el modelo de desarrollo. Dos rasgos claves de la estrategia de crecimiento impuesta por el régimen de Velasco persisten durante toda este periodo: la importancia de las empresas públicas y la fuerte protección de la industria manufacturera. Hay dos intentos fracasados de alterar este modelo de desarrollo. El primero está vinculado al programa de fomento de las exportaciones no tradicionales ejecutado durante 1977-80. El segundo gira en torno a la apertura comercial realizada durante 1979-82.

Schydrowsky (1986) atribuye el notable incremento de las exportaciones no tradicionales que se observa durante 1977-80, (en 1980 representaron el 21% de las exportaciones totales), a "the combination of substantial exports supports (an average of 27% on the f.o.b. value), a real devaluation (28% from 1976 to 1978), and a shrinking domestic market (down 20% or more from 1976 to 1978)...In 1979, a new export incentive law for nontraditional products was passed, with the commitment to keep it unchanged for the following 10 years. Nontraditional exporting was believed to have finally arrived...Nobody suspected at the time that the new civilian government taking power in mid-1980 would reverse the policy within 6 months..".

En sus dos primeros años, el segundo gobierno de Belaunde (1980-85) eliminó este programa de promoción de exportaciones no tradicionales, profundizó la apertura comercial iniciada en 1979 por el régimen militar de Morales Bermúdez y generó un retraso cambiario significativo. La crisis de balanza de pagos de 1982-83 terminó con este primer experimento de liberalización de las importaciones.

Durante la tercera y última fase (1991-96), la estrategia de crecimiento se altera drásticamente. Con la privatización de las empresas públicas y una apertura comercial

⁹ "El estado se hizo responsable de las tres cuartas partes de las exportaciones, la mitad de las importaciones, más de la mitad de la inversión fija, dos terceras partes del crédito bancario y una tercera parte de todo el empleo en el sector empresarial". Véase Fitzgerald (1985).

sumamente radical, se retorna de hecho al modelo primario exportador que estuvo vigente en los años 50; la industria pierde importancia. El capital extranjero, orientado al sector extractivo exportador y a los servicios públicos, recupera un rol muy destacado en la economía al adquirir una buena parte de las empresas estatales privatizadas.

Resulta interesante comparar el modelo impuesto por el gobierno de Odría (1948-56) con el instaurado cuatro décadas después por Fujimori (1990-95). Entre los rasgos comunes, González (1994) incluye la apertura comercial y de la cuenta de capitales, y un estado con mínima participación en la economía, que incentiva la inversión extranjera, especialmente en el sector exportador de materias primas, con una legislación muy favorable; entre las diferencias, menciona el peso significativo para las cuentas fiscales y externas que tiene ahora, y que no tuvo antes, la deuda externa. Habría que agregar que los tributos provenientes de las exportaciones son ahora nulos, que el tipo de cambio real ahora es bajo, y que las exportaciones reales se han expandido muy poco en los seis primeros años del régimen de Fujimori, si descontamos el boom de la harina de pescado hecho posible por la fortuita reaparición de la anchoveta.

En realidad, esta última es la gran diferencia. La promesa de grandes expansiones de las exportaciones mineras en el próximo quinquenio, se ha convertido en el punto de apoyo teórico del modelo de crecimiento de Fujimori. Pero, hasta ahora, la palanca real que ha permitido el crecimiento durante 1993-96 ha sido una enorme afluencia de capitales (corto plazo y privatizaciones) sin precedentes en los últimos 47 años. Una manera de apreciar esta diferencia es a través del saldo de la balanza comercial: el periodo de Odría registra en promedio un balanza comercial equilibrada, mientras que el periodo de Fujimori registra un déficit comercial equivalente al 20% de las exportaciones anuales promedio. (Véase también los Gráficos de la balanza comercial 1950-96 en el acápite siguiente).

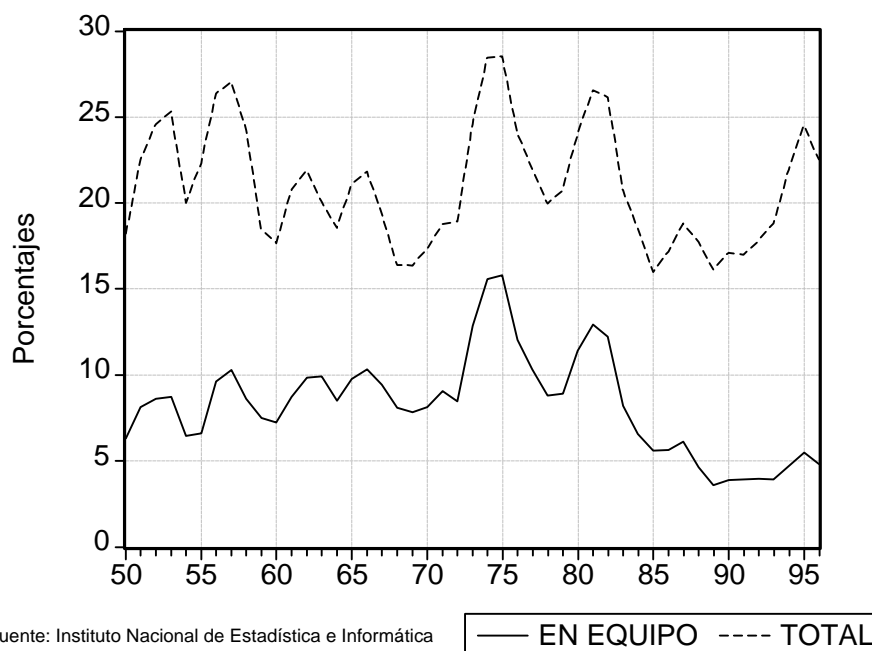
¿Cuál ha sido el motor del crecimiento en cada fase? El gráfico 4 muestra la inversión bruta total como porcentaje del PBI durante estos 47 años. Seminario y Boullon (1992) han identificado distintos ciclos de inversión a lo largo de las tres etapas que hemos definido. Simplificando su periodización, podemos decir que existe un primer ciclo de inversión que ocurre durante 1950-60. "El capital extranjero, influido favorablemente por la política liberal

del [gobierno de] Odría, desarrollo nuevos yacimientos mineros [cobre y hierro]. El sector privado nacional, por otra parte, invirtió en la agricultura de exportación [azúcar y algodón]. A finales de la década, el inicio del boom pesquero dio un nuevo impulso a la tasa de acumulación".

El segundo ciclo de inversión, que abarca desde 1960 hasta principios de la década del 70, está caracterizado por un descenso claro de la tasa de acumulación de capital. Hay que subrayar que esta "huelga de inversiones" se inicia mucho antes de que el régimen de Velasco cuestionara, con sus reformas estructurales, los derechos de propiedad y el estado de confianza, determinantes básicos del nivel de inversión.

Los motivos de este descenso son discutibles. Thorp (1995) sostiene que la caída de la inversión privada y el consecuente estancamiento de las exportaciones primarias es por problemas de oferta (agotamiento de recursos naturales, tierra en el agro de exportación, límites biológicos al desarrollo de la pesca, etc.).

GRAFICO 4
PERU: FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO
(Porcentaje del PBI total)



Según Seminario y Boullon (1992), el cambio del modelo de desarrollo es el que explica la caída de la inversión privada en los sesenta. "El coeficiente de inversión disminuye notablemente [cuando] el capital fluye de la minería y la agricultura hacia la manufactura y el sector de infraestructura urbana. El ciclo de inversión industrial es, sin embargo, de corta duración y finaliza al completarse la fase fácil del proceso substitutivo. Por esta razón, la tasa privada de acumulación cede.." (p. 21). Una tercera hipótesis, sugerida por Cotler (1994), es que la caída de la inversión es causada por la incertidumbre que generó la crisis del estado oligárquico.

El tercer ciclo de inversión, que abarca desde principios de los setenta hasta principios de los ochenta, es iniciado por el gobierno militar de Velasco (1968-75) y está caracterizado por el rol básico que juega la inversión pública. Según Seminario y Boullon (1992), "la inversión estatal [desarrollo] nuevos yacimientos mineros y petroleros...en asociación con el capital extranjero. [Además,] intenta consolidar el proceso de industrialización poniendo en operación plantas industriales en los sectores de química básica, acero y refinación de metales. [Por último], intenta ampliar la frontera agrícola con grandes proyectos de irrigación. Este proceso estatal de acumulación es financiado con endeudamiento externo y es interrumpido [temporalmente] al producirse el corte de los flujos de financiamiento".

Esta crisis temprana de deuda externa (1976-78), asociada al fin del Golden Age del capitalismo occidental¹⁰, se resolvió gracias al notable incremento de las exportaciones primarias, debido a la maduración de los proyectos de cobre y petróleo iniciados al principio del gobierno de Velasco, al alza de los términos de intercambio y al boom de las exportaciones no tradicionales.

De esta manera, "la estrategia de inversión del gobierno militar es continuada, en la primera mitad de la década de los ochenta, por el nuevo gobierno civil del presidente Belaunde. Se intenta impulsar la generación de energía eléctrica con la construcción de centrales hidroeléctricas, se prosigue con los proyectos de irrigación y se desarrollan algunos yacimientos mineros menores. Con la crisis de la deuda [externa, 1982-83] el proceso se ve interrumpido", [Seminario y Boullon (1992)].

¹⁰ Véase Maddison (1991).

El cuarto ciclo de inversión (1983-93) está caracterizado por un desplome de la tasa de inversión a niveles nunca antes experimentados. La inestabilidad macroeconómica creciente, la hiperinflación y la estatización de la banca, son causas importantes. Pero lo que nos interesa subrayar es que la guerra interna desatada por Sendero Luminoso destruyó la confianza del sector privado y aumentó la incertidumbre extraeconómica, lo que podríamos llamar el riesgo político, a grados extremos. De esta manera, durante un largo periodo la inversión privada se contrajo persistentemente mientras crecía la expatriación de capitales.

Esta situación de alto riesgo político es una de esas que el funcionamiento del mercado y la iniciativa privada no pueden romper. La captura de Abimael Guzmán, el líder de Sendero Luminoso, fue el acontecimiento que terminó con esta situación. Así se inició, en 1993, el quinto y último ciclo de inversión que se muestra en el Gráfico 2, apoyado por una masiva afluencia de capitales. La hipótesis alternativa propone darle el crédito de este nuevo boom de inversión a las reformas estructurales, promovidas por el Consenso de Washington, que el Ing. Fujimori aplicó desde el inicio de su mandato.

4. DINÁMICA DE CORTO PLAZO: LOS HECHOS ESTILIZADOS.

Los hechos estilizados de esta dinámica de corto plazo se refieren a las relaciones básicas que existen, a lo largo de estos 47 años, entre el ciclo de corto plazo del nivel de actividad económica, la tasa de inflación y la evolución del sector externo (tipo de cambio, balanza comercial y reservas de divisas).

La identificación de las fases de auge y recesión a lo largo de estos 47 años se presenta en el cuadro 3. Existen seis fases de auge y cinco recesiones importantes¹¹. Podemos fechar convencionalmente el inicio de estas recesiones en 1958, 1967, 1976, 1982, y 1988; esta lista no contabiliza la recesión de 1953 y, además, fusiona la ocurrida en 1992 con la que se inició en 1988, durante la hiperinflación.

¹¹ Lo ideal sería distinguir el sector primario (agricultura y las actividades vinculadas a la exportación de materias primas) del resto de la economía (el sector no primario), y periodizar las fluctuaciones económicas de acuerdo al comportamiento de este último sector.

De acuerdo al cuadro 3, las fases de recesión tienden a estar asociadas con una aceleración de las tasas de inflación y devaluación, una elevación del tipo de cambio real, una caída del gasto público y del crédito reales y, por último, con una caída de la capacidad de importación. Simétricamente, las fases de auge tienden a estar asociadas con una disminución de las tasas de inflación y devaluación, con una reducción del tipo de cambio real, un incremento del gasto público y el crédito reales y, por último, con un incremento de la capacidad de importación.

Esta caracterización admite, por supuesto, algunas excepciones que detallaremos a continuación. La primera es sobre la relación entre la inflación y el nivel de actividad: si bien todas las recesiones están asociadas a una aceleración de la inflación, existen dos auges (los iniciados en 1979 y 1984) donde no disminuye la inflación, en promedio. Aun así, estos dos auges empiezan, como todos, con una disminución de la tasa de inflación¹².

¹² De 1978 a 1979, la inflación cae de 74% a 67% anual. De 1983 a 1984, la inflación cae de 125% a 111% anual. En realidad, habría que marcar el principio de este segundo auge en 1986, cosa que se admite generalmente; en este caso, la inflación caería de 158% en 1985 a 63% en 1986. Nosotros hemos fechado el inicio de este auge en 1984 para no tener un interregno de dos años 1984-85 algo atípico, ya que no disminuye en términos absolutos el PBI per capita, pero sube apreciablemente el tipo de cambio real y se acelera la inflación.

CUADRO 3									
AUGES Y RECESIONES EN EL PERÚ (1950-1996)									
(Tasas de crecimiento promedio anual)									
ANO	PBIR 1	PBIPC 2	P 3	E 4	E/P 5	G 6	T 7	L 8	CM 9
1950-1957	6.00	3.30	6.55	3.81	-2.62	13.38	5.83	14.64	11.84
ds *	1.32	1.34	1.56	9.30	7.77	16.00	3.81	14.11	16.07
1958-1959	1.55	-1.18	12.86	20.66	7.37	0.63	1.24	-8.82	-10.75
ds	3.00	2.90	5.62	14.84	18.50	0.31	12.82	2.79	0.06
1960-1966	7.36	4.34	8.36	-0.42	-8.02	11.57	9.29	9.24	13.61
ds	2.74	2.70	4.10	1.15	2.87	6.65	11.16	3.84	7.64
1967-1968	2.07	-0.74	14.33	22.15	6.24	-0.15	7.32	-0.07	1.20
ds	2.42	2.33	6.43	31.32	21.42	9.59	0.65	5.43	20.31
1969-1975	4.96	2.07	11.47	2.33	-8.06	8.03	5.29	7.66	7.34
ds	2.17	2.11	7.69	6.15	4.38	7.60	3.53	6.76	32.84
1976-1978	0.88	-1.79	50.26	64.19	11.70	-4.19	1.19	-12.67	4.53
ds	0.94	0.90	21.18	20.66	27.99	8.51	6.83	7.93	47.40
1979-1981	5.36	2.67	66.73	37.72	-17.42	8.26	8.66	13.34	23.79
ds	0.39	0.37	5.93	9.95	4.70	25.57	20.80	13.00	65.17
1982-1983	-6.27	-8.50	99.00	113.50	7.95	-7.06	-14.77	1.48	-11.26
ds	7.97	7.78	36.86	25.47	7.20	5.95	19.78	16.59	47.50
1984-1987	6.58	4.27	111.78	140.86	10.85	3.38	1.13	-4.34	13.81
ds	3.21	3.21	38.98	89.06	29.43	8.37	19.31	13.19	18.66
1988-1992	-4.62	-6.40	2468.69	1530.03	-14.48	-17.72	-10.38	-8.07	2.64
ds	5.75	5.74	3111.97	1797.05	53.43	22.78	23.47	50.72	31.63
1993-1996	7.16	5.34	19.23	12.99	-6.99	17.25	14.45	32.26	30.41
ds	4.49	4.46	13.69	13.79	4.87	12.12	9.72	8.66	68.89

* Desviación estandar
(1) Producto bruto interno real.
(2) Producto bruto Interno real per capita.
(3) Índice de precios al consumidor
(4) Tipo de cambio nominal.
(5) Tipo de cambio real.
(6) Gasto real de Gobierno.
(7) Ingresos tributarios reales del Gobierno.
(8) Credito real del Sistema Bancario al Sector
(9) Capacidad de importacion.
Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística e

La segunda excepción es sobre la relación entre las variaciones del tipo de cambio real y el nivel de actividad: hay una recesión asociada a una caída del tipo de cambio real (la iniciada en 1988), y hay también un auge asociado a una subida del tipo de cambio real (el iniciado en 1984). Sin embargo, la recesión de 1988 comienza, como todas, con un aumento del tipo de cambio real (el libre y el promedio de importación¹³). Respecto al auge de 1984, si el principio de este auge se fechase en 1986, y/o si hubiésemos utilizado el tipo de cambio

¹³ Véase Canales y Fairlie (1991).

promedio de importación, en vez del tipo de cambio libre, este auge coincidiría también con una caída del tipo de cambio real.

Como ultima excepción, cabe mencionar que el crédito real del sistema bancario al sector privado no se incrementó durante el auge de 1984-87; en tres de estos cuatro años, el crédito disminuye y, en el cuarto (1986), crece apenas. Todo indica que, desde este punto de vista, este auge fue realmente atípico, en parte porque la política crediticia fue restrictiva en 1985-1986 y, en parte, por la estatización de la banca ocurrida a mediados de 1987.

En el cuadro 4 se presentan las correlaciones entre las tasas de crecimiento del producto agregado (PBI), con diferentes rezagos y adelantos, y las tasas de crecimiento de un conjunto de variables macroeconómicas, que incluyen todas las discutidas anteriormente (inflación, tipo de cambio, gasto publico, crédito, capacidad de importación). Estas tasas de crecimiento se comportan de manera similar a las innovaciones, entendidas estas como el desvío de la tasa de crecimiento respecto a su promedio.

El cuadro 4 permite clasificar las distintas variables macroeconómicas como procíclicas, anticíclicas o acíclicas, respecto al PBI. Las variables serán procíclicas o anticíclicas según el coeficiente de correlación sea de signo positivo o negativo, y estadísticamente significativo. Serán acíclicas si el coeficiente de correlación es cero y no es estadísticamente significativo. Además, la magnitud del coeficiente de correlación permite caracterizar esta asociación entre las distintas variables macroeconómicas y el PBI como débil o fuerte, según cual sea el valor absoluto de este coeficiente de correlación.

Se puede considerar también si esta asociación es contemporánea, o con rezagos o adelantos. Queremos precisar, sin embargo, que consideramos poco apropiado intentar captar la estructura de rezagos y adelantos de las distintas variables macroeconómicas respecto al PBI, empleando datos anuales; para ese objeto creemos se requieren, por lo menos, datos trimestrales. De allí, nuestro énfasis en las correlaciones contemporáneas.

CUADRO 4 COMOVIMIENTOS DEL PBI Y OTRAS VARIABLES MACROECONOMICAS								
Tasa de Crec. en t=0	Desviación estándar relativa /13	Desviación estándar	Auto-Correlac.	Coeficientes de correlación				
				Rezagos			Adelantos	
				-2	-1	0	1	2
G /1	3.0	15.7	0.44*	0.08	0.48**	0.62**	0.45**	0.11
T /2	2.7	13.8	0.33*	-0.30*	0.11	0.64**	0.50**	0.42**
L /3	4.0	20.9	0.41**	-0.24	0.15	0.58**	0.30	0.23
P /4	234.1	1217.1	0.36*	-0.28	-0.53**	-0.44**	-0.20	-0.21
E /5	139.1	723.2	0.15	-0.20	-0.35*	-0.47**	-0.34*	-0.27
E/P /6	4.2	21.7	-0.42*	0.12	0.42**	-0.03	-0.32*	0.05
X /7	1.8	9.6	0.00	-0.01	0.01	0.23	0.12	0.46**
M /8	3.0	15.7	0.27	-0.18	0.41**	0.65**	0.12	-0.21
CM /9	6.0	31.2	-0.30*	-0.31*	0.09	0.43**	0.00	0.08
Niveles en t=0								
T-G /10			0.24	-0.35*	-0.05	0.24	0.36*	0.38
X-M /11			0.56*	-0.23	-0.53**	-0.30*	0.15	0.24
A RIN /12			0.32*	-0.41**	-0.19	0.14	0.19	0.44**

* Significativo al 95 %
** Significativo al 99 %
/1 Gasto real del Gobierno Central
/2 Ingresos tributarios reales del Gobierno Central
/3 Credito total real de sistema bancario al sector privado
/4 IPC
/5 Tipo de cambio nominal fin de periodo
/6 Tipo de cambio real fin de periodo
/7 Exportaciones reales
/8 Importaciones reales
/9 Indice de la capacidad de importación
/10 Ahorro en cuenta corriente sin ingresos de capital
/11 Balanza comercial
/12 Flujo de Reservas internacionales del Sistema Bancario
/13 Razón entre la desviación estándar de la variable y la del PBI.
Fuente: Banco Central de Reserva e Inst. Nac. de Estadística e Informática.

Hay que recordar, aunque sea obvio, que los coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento del PBI y de las diversas variables macroeconómicas, mostrados en el cuadro 4 cubren todo el periodo 1950-96, sin distinguir fases de auge o recesión, y resumen en un solo número, el tipo y el grado de la asociación de los movimientos del nivel de actividad con estas variables. Por ejemplo, la primera línea, que se refiere al gasto público real, muestra en la primera columna que la desviación estándar de esta variable es tres veces la del PBI ; en la segunda columna, que la desviación estándar del gasto público es 15.7 y, en la tercera columna, que el coeficiente de autocorrelación de las tasas de crecimiento del gasto público es 0.44. En las siguientes columnas se muestra el coeficiente de correlación entre las tasas de crecimiento del gasto público y las del PBI contemporáneo, las del PBI con uno o dos rezagos, y las del PBI con uno o dos adelantos.

En términos generales, el cuadro 4 confirma los principales hechos estilizados que hemos descrito anteriormente. Un primer resultado es que la inflación y la devaluación son claramente anticíclicas (suben en la recesión y bajan en el auge). Un segundo resultado es que el gasto público y el crédito reales son altamente procíclicos (suben en el auge y bajan en la recesión). Un tercer resultado es que la capacidad de importación es claramente procíclica, mientras que la balanza comercial es anticíclica¹⁴ (se deteriora en el auge y mejora en la recesión); sobre este punto crucial nos extenderemos en la próxima sección. Finalmente, respecto a las otras variables macroeconómicas introducidas en el cuadro 4, obtenemos que los tributos y las importaciones son procíclicos, y que el superávit fiscal primario del gobierno central es acíclico¹⁵.

Entre los resultados anómalos (en relación a esta caracterización que planteamos del auge y la recesión), tenemos, en primer lugar, que el tipo de cambio real es acíclico¹⁶ contemporáneamente, y es procíclico con un rezago (primero sube el producto y después el tipo de cambio real). En segundo lugar, que las variaciones de las reservas internacionales de divisas del sistema bancario son acíclicas (contemporáneamente, o con un periodo de rezago o adelanto).

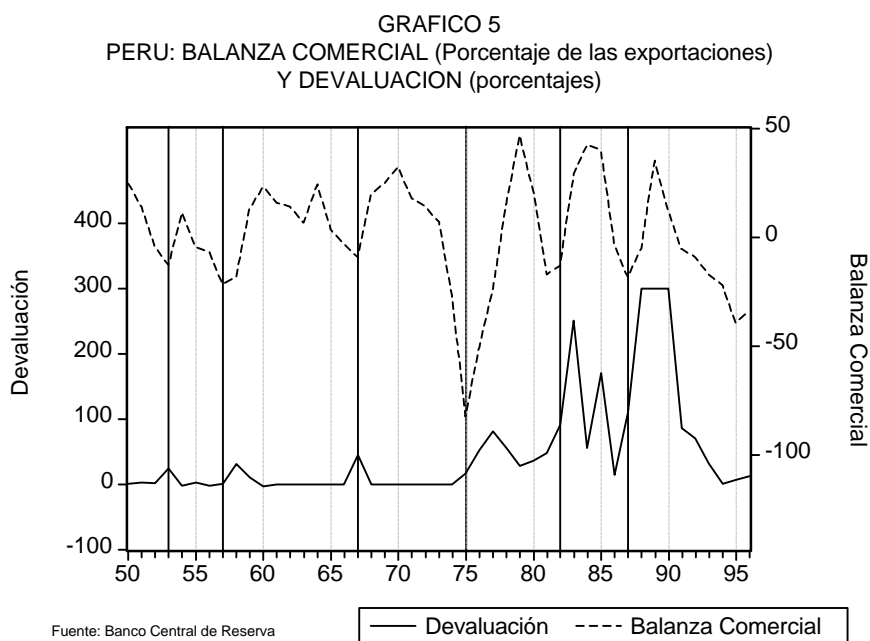
La impresión que tenemos es que las recesiones presentan un patrón bastante más sistemático o regular que los auges. El punto principal que queremos destacar es que los periodos de recesión son periodos de aceleración de la inflación, y son también periodos de crisis de balanza de pagos donde el tipo de cambio real se eleva. Es necesario subrayar que las características básicas de la cadena crisis de balanza de pagos-aceleración de la inflación-recesión, que a continuación vamos a presentar, son un rasgo común a las tres etapas en que hemos dividido estos 47 años (sin excluir la hiperinflación). Los gráficos 5, 6 y 7 muestran la evidencia sobre estas conexiones.

¹⁴ El carácter anticíclico de la balanza comercial opera con un periodo de rezago (primero sube el PBI y luego se deteriora la balanza comercial, y viceversa).

¹⁵ Esperábamos que fuese procíclico, es decir, desestabilizador; (véase Gavin et al -1996-). Valdría la pena utilizar el superávit primario del sector público no financiero, que incluye las empresas estatales, en vez del superávit del gobierno central.

¹⁶ Creemos que esto tiene relación con dos cosas. Primero, la definición de tipo de cambio real utilizada no incorpora la inflación internacional. Segundo, como ya mencionamos, hay problemas para la medición del tipo de cambio real durante 1987-90.

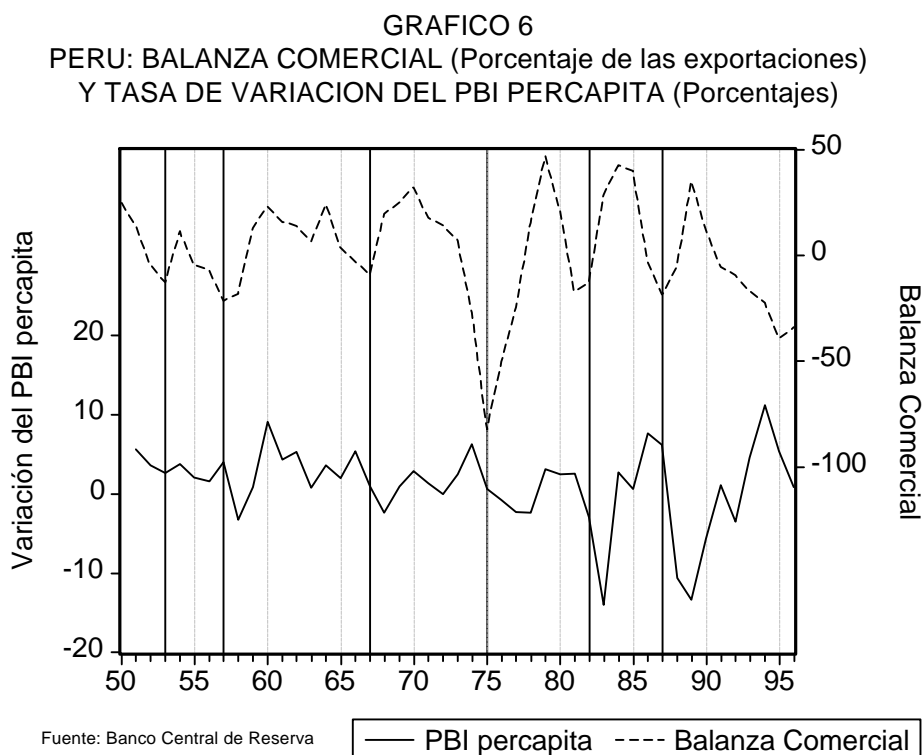
El primer eslabón de la cadena, que se presenta en el Gráfico 5, conecta las tasas de devaluación con los déficit comerciales. Las devaluaciones (durante el periodo 1950-75), o el incremento de la tasa de devaluación (durante el periodo 1976-96), ocurren cuando se generan déficits significativos de la balanza comercial. Esta regularidad refleja una regla de política implícita vigente durante estos 47 años, una función de reacción invariante de las autoridades monetarias, ya que el tipo de cambio siempre ha sido administrado, de una u otra manera, por el Banco Central¹⁷. Si se toma en cuenta el Gráfico 7, que vincula el saldo de la balanza comercial con las variaciones de las reservas de divisas del Banco Central, esta regla de política puede describirse más precisamente así: se eleva el tipo de cambio cuando las reservas de divisas disminuyen apreciablemente.



Si esta regla de política estipula que el tipo de cambio se eleva cuando existe un déficit comercial significativo, entonces es claro que el periodo 1991-96 constituye una excepción, pues un déficit comercial creciente coexiste con una tasa de devaluación decreciente. Sin

¹⁷ Esta afirmación admite una excepción: el periodo de la hiperinflación. Si bien es cierto que el control del tipo de cambio por parte de las autoridades monetarias colapso en el segundo semestre de 1987, al abrirse una brecha significativa entre el tipo de cambio oficial más alto y el tipo de cambio libre; también es cierto que las autoridades respondieron a la caída de las reservas de divisas subiendo el tipo de cambio oficial y traspasando las importaciones del mercado oficial al mercado libre.

embargo, si esta regla de política estipula que se eleva el tipo de cambio cuando existe una caída apreciable de las reservas de divisas, entonces los años 1991-96 no constituyen una excepción.

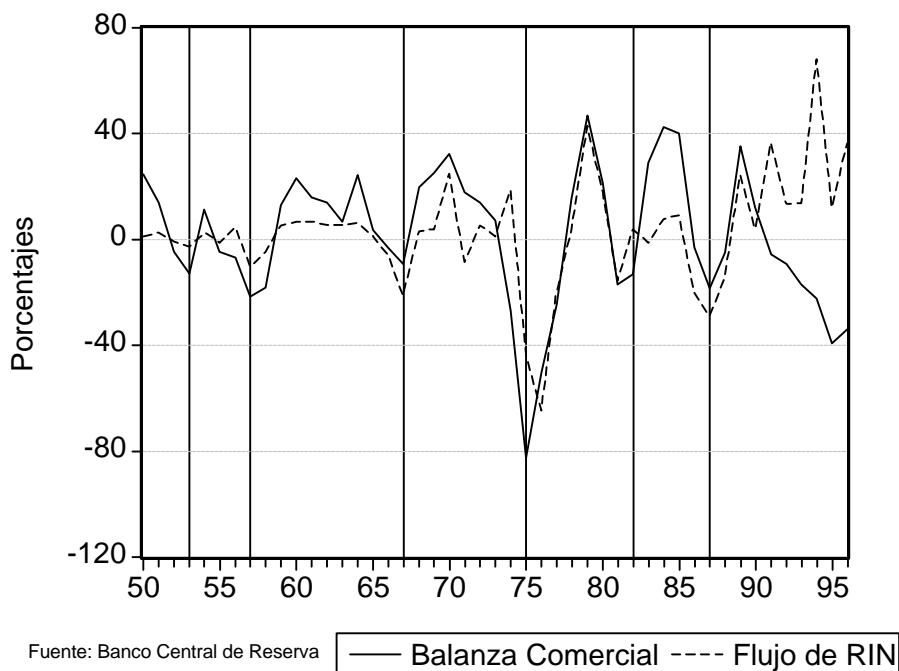


El segundo eslabón de la cadena surge de constatar que el inicio de todas las recesiones importantes durante estos 47 años (que podemos fechar convencionalmente en 1953, 1957, 1967, 1982, 1987) coincide o es precedida por un déficit importante de la balanza comercial¹⁸. Este es el hecho que muestra el Gráfico 6, donde las líneas verticales representan el inicio de una recesión. Nuevamente, el periodo 91-96 es una excepción a esta generalización pues, como se puede ver en el Gráfico 6, un déficit comercial creciente coexiste con un auge notable del nivel de actividad económica. Sin embargo, como ya lo mencionamos, podríamos explicar también lo ocurrido en el periodo 1991-96, si restringimos esta generalización diciendo que sólo aquellos déficits comerciales que disminuyen las

¹⁸ Véase Vilcapoma (1996).

reservas de divisas e inducen una devaluación son los que coinciden o preceden a una recesión¹⁹.

GRAFICO 7
PERU: BALANZA COMERCIAL Y CAMBIO EN RESERVAS -RIN-
(Porcentaje de las exportaciones)



Esta generalización está vinculada a otra regularidad empírica notable de la economía peruana que ya hemos mencionado. Las aceleraciones de la inflación coinciden con las

¹⁹ Ciertamente, también existe la conexión contraria. Es decir, los auges del producto agregado generan o están asociados a déficits comerciales. En el gráfico 4 hay tres casos de esta clase: durante el gobierno de Velasco (1973-75), durante el gobierno de García (1986-87) y durante el gobierno de Fujimori (1993-95). Otra posibilidad es que el auge del producto agregado sea generado o coincida con una expansión en el sector exportador, con lo cual se pierde la asociación entre auge y déficit comercial. En el gráfico 4 también hay dos casos de esta clase: durante el gobierno de Prado (1958-60) y durante el gobierno de Morales (1979-80). Finalmente, una tercera posibilidad es que una liberalización de las importaciones haga coincidir una recesión con un déficit comercial. Aparentemente, hay también dos casos de esta clase: durante el segundo gobierno de Belaunde (1980-82) y durante el primer gobierno de Fujimori (1991-92).

La balanza comercial puede deteriorarse por motivos muy diversos, entre los que habría que incluir los shocks externos (caída de términos de intercambio, sustitución de una materia prima de exportación). El punto importante que emerge del Gráfico 5 es que cualquiera sea el origen de déficit comercial, si este implica que las reservas de divisas disminuyen, esto inicia un ciclo recesivo.

recesiones y, viceversa, los auges coinciden con desaceleraciones de la inflación. La inflación es anticíclica respecto al producto. Este es un hecho bastante bien documentado. Tres trabajos recientes sobre la experiencia peruana -Seminario y Bouillon (1992), Terrones y Calderón (1993) y Robles (1996), que usan distintos métodos para separar el ciclo de la tendencia- encuentran que la inflación es anticíclica respecto al nivel de actividad económica²⁰. Interesa subrayar que este hecho es válido a lo largo de estos 47 años.

Este patrón de las recesiones se completa si introducimos aquí el tercer eslabón de la cadena, que ya lo hemos presentado en los gráficos 2 y 3; durante estos 47 años no existe, prácticamente, ningún episodio importante de aceleración inflacionaria que no haya estado asociado a una devaluación, o a un incremento de la tasa de devaluación.

Podemos entonces intentar un resumen. En la primera etapa, que es un periodo de tipo de cambio nominal fijo (1950-75), las recesiones están asociadas a caídas de reservas y a devaluaciones discretas, de una sola vez, que producen aceleraciones transitorias de la inflación. Una vez resuelta la crisis de balanza de pagos, la inflación se reduce. En la segunda etapa, que es un periodo en que se intenta fijar el tipo de cambio real a través del sistema de minidevaluaciones²¹ o crawling-peg (1976-92), las recesiones también están asociadas a caídas de reservas y a maxidevaluaciones que producen aceleraciones cuasi-permanentes de la inflación²². Una vez resuelta la crisis de balanza de pagos, la inflación se estabiliza.

Varios factores pueden estar gobernando esta dinámica de corto plazo. El primero, es esa regla de política invariante que estipula que las autoridades elevan el tipo de cambio cuando las reservas de divisas disminuyen. El segundo, es que una elevación del tipo de

²⁰ Ya sea que se use el índice de precios al consumidor o el índice de precios al por mayor.

²¹ Sobre la modificación del régimen cambiario, y sobre el uso indiscriminado de los precios públicos para elevar los ingresos del sector público, a partir de 1975, véase Thorp (1995, cap. 5) y Fitzgerald (1985).

²² En realidad, se podría argüir que el surgimiento y la persistencia de esta combinación de estancamiento económico y aceleración inflacionaria que se implantó en la economía peruana desde mediados de los setenta, se explica por la interacción entre los shocks externos asociados al fin del Golden Age, y la aplicación de políticas de estabilización ortodoxas que cerraron la brecha externa y la brecha fiscal generadas por la carga de la deuda externa, elevando fuertemente el tipo de cambio real y los precios públicos reales.

cambio real puede ser recesiva e inflacionaria en el corto plazo al estilo del modelo de Taylor-Krugman (1978). El tercero, es que la elevación del tipo de cambio real ha sido, normalmente, parte de un paquete de medidas para enfrentar una crisis de balanza de pagos; este paquete incluye, por lo general, políticas fiscales y crediticias restrictivas. El cuarto, es que la elevación del tipo de cambio real ha estado asociada a incrementos de los precios públicos reales (en particular, de los combustibles y la energía a partir de 1975) que son en si mismos recesivos e inflacionarios²³.

Finalmente, una nota sobre las peculiaridades de los noventa. Durante el gobierno del Ing. Fujimori se pueden distinguir dos regímenes de política macroeconómica. En el primer régimen (1990-92), se combina una meta monetaria (siendo el instrumento de política la compraventa de dólares) con una fijación activa de los precios públicos (que es el instrumento privilegiado de la política fiscal). Había una división del trabajo implícita entre la política monetaria, que se encargaba de la inflación (fijando tasas decrecientes de incremento de la cantidad de dinero), y la política fiscal, que buscaba generar un superávit primario (elevando los precios públicos reales) para poder cumplir con los pagos de la deuda externa. Esta dualidad explica la lenta desinflación experimentada durante este primer periodo.

Esta combinación de políticas, aunada a un contexto internacional favorable marcado por la afluencia de capitales, mantuvo atrasado el tipo de cambio, y sirvió para conciliar el control de la inflación con el aumento del servicio de la deuda externa (cosa que no se pudo hacer en la década de los ochenta). A la vez, esta combinación de políticas prolongó la depresión iniciada en el gobierno anterior.

En el segundo régimen (1993-96), se modifica esta división del trabajo entre la política monetaria y la política fiscal. El precio real de los combustibles cae y el gasto público pasa a ser el instrumento privilegiado de la política fiscal. Las metas monetarias son sustituidas por metas cambiarias, que reducen apreciablemente la banda de fluctuación del

²³ Los trabajos de Seminario y Boullon (1992), Robles (1996), Terrones y Calderón (1993) y Vilcapoma (1996), encuentran que el tipo de cambio real es anticíclico, que los precios públicos reales también tienden a ser anticíclicos, que los salarios reales son procíclicos, y que el crédito al sector privado es procíclico y mucho más volátil que el PBI. Vilcapoma (1996) muestra también que algunos componentes del gasto público son procíclicos.

tipo de cambio. Esta etapa se caracteriza por una considerable expansión de la actividad económica hasta mediados de 1995, que cierra el ciclo depresivo iniciado en 1987, y por una notable desinflación, que cierra el ciclo inflacionario iniciado a mitad de los setenta.

Esta experiencia de los noventa ha confirmado una vez más la eficacia antinflacionaria que tiene en el Perú un persistente retraso cambiario. La otra cara de la medalla, es que este retraso cambiario (acompañado de una elevación del nivel de actividad y de una radical apertura comercial), generó un déficit comercial muy grande.

Sin embargo, la afluencia de capitales permitió que las reservas de divisas crecieran, generando así una vía de escape al dilema entre estabilidad de precios y equilibrio externo que ha caracterizado a la economía peruana en estos 47 años. Como se puede ver en el Gráfico 7, la balanza comercial y las reservas de divisas del sistema bancario siempre se mueven en la misma dirección, con la notable excepción del periodo 1991-96. La importancia de la afluencia de capitales es notoria en los noventa²⁴.

5. EL ROL DE LOS SHOCKS EXTERNOS

Existen tres interpretaciones básicas de esta evolución de la economía peruana entre 1950 y 1996. La primera atribuye este desempeño, bueno o malo, a la estrategia de crecimiento que imperó en cada periodo. Por ejemplo, quienes advierten que buena parte de esa buena performance macroeconómica de la primera etapa (1950-75) ocurre bajo un modelo primario exportador, o que casi la totalidad de la desastrosa performance macroeconómica de la segunda etapa (1976-92) ocurre bajo un modelo de sustitución de importaciones con una fuerte intervención estatal, están tentados de convertir esta asociación en causalidad. El modelo de desarrollo, es decir, las reformas estructurales de uno u otro signo, explican el desempeño macroeconómico de largo plazo²⁵.

²⁴ Para más detalles véase Dancourt y Rojas (1993).

²⁵ Véase Schydrowsky y Wicht (1979), Paredes y Sachs (1990) y Hunt (1996).

La segunda interpretación atribuye este desempeño histórico de la economía peruana a las fluctuaciones recurrentes de la economía internacional, particularmente pronunciadas desde mediados de los setenta²⁶. Así, quienes adviertan que el íntegro de esa buena performance macroeconómica de la primera etapa (1950-75) coincide, casi exactamente, con el contexto externo extremadamente favorable que creó el Golden Age del capitalismo occidental descrito por Maddison (1992), podrían concluir con, igual razón, que esta situación económica internacional es el factor explicativo decisivo de esa buena performance²⁷.

Desde este punto de vista, también se podría argüir que el estancamiento y la alta inflación de los ochenta fueron fruto de otro shock externo adverso, similar al que marcó el fin del Golden Age, que desencadenó la crisis de la deuda externa. O, también podría afirmarse que la afluencia de capitales ocurrida en la primera mitad de los 90, asociada a tasas de interés externas históricamente bajas²⁸, ha sido un factor decisivo para la existencia de este nuevo momento de estabilización de los precios y expansión del producto agregado, que tipifica la primera mitad de los 90 en toda América Latina.

La tercera interpretación de esta experiencia histórica le otorga un papel protagónico a la política macroeconómica²⁹; el éxito o el fracaso dependerían de las políticas macroeconómicas adoptadas a lo largo del tiempo. Como afirman Marfan y Bosworth (1994), al evaluar la experiencia chilena, cuyo éxito tiende normalmente a asociarse con las reformas estructurales, "What does emerge -particularly in the evaluation of the economic events of the past ten years- is the clear benefit of pragmatic, conventional macroeconomic policies that emphasize stable prices [and] stable growth in demand."

²⁶ Véase Krugman (1988).

²⁷ Iguñiz (1986), Frenkel, Fanelli y Rosenwurcel (1990) y Taylor (1996), han enfatizado la importancia del contexto externo como determinante de la performance macroeconómica. Hofman (1993) muestra que el crecimiento del PBI per capita bajo el modelo de sustitución de importaciones fue alto en Latinoamérica durante el Golden Age.

²⁸ Véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

²⁹ Véase Thorp (1995), quien subraya el papel de la gestión macroeconómica.

En particular, habría que destacar la importancia que tienen las políticas macroeconómicas adoptadas como reacción ante los recurrentes shocks externos que sufre una economía como la peruana.

De esta interacción entre política macro y shocks externos, resultan las crisis de balanza de pagos, o los ajustes exitosos. Estos eventos singulares determinan muchas veces la trayectoria posterior de la economía en términos de crecimiento e inflación. Como señala Krugman (1988), "a country that experiences severe external shocks has done well if it escapes with only a temporary recession and a temporary bout of inflation, rather than a sustained reduction in growth prospects and a permanent shift to higher inflation rates". Y la respuesta de política macroeconómica es "the key to coping successfully with an unfavorable external shock".

Así, por ejemplo, quien advierte que el punto de inflexión (1975) de la performance macroeconómica peruana coincide no solo con un shock externo, sino también con una modificación significativa del régimen de política macroeconómica³⁰, podría estar tentado de extender las conclusiones de Marfan y Bosworth al caso del Perú. De esta manera, podría argüirse que la inflación y el estancamiento que caracterizan la segunda etapa (1976-92), se explican por la interacción entre los shocks externos adversos y esta modificación del régimen de política macroeconómica³¹.

Una conclusión prudente sería, por tanto, que la performance macroeconómica de largo plazo no solo depende de la estrategia de crecimiento. El contexto internacional y la política macroeconómica también importan.

¿Qué tan importante ha sido este contexto internacional, en el caso de la economía peruana? Como hemos visto anteriormente, el inicio de todas las recesiones ocurridas durante

³⁰ Como hemos mencionado, a mediados de los setenta, se sustituye el sistema de tipo de cambio fijo por un crawling-peg con una meta de tipo de cambio real, y se convierte a los precios públicos en un instrumento privilegiado de la política fiscal; véase Thorp (1995) y Fitzgerald (1985).

³¹ Para cerrar las brechas externa y fiscal generadas por el aumento de la carga de la deuda externa, se utilizó como instrumentos el tipo de cambio y los precios públicos. Primero, sus valores reales se elevaron fuertemente; luego, sus valores nominales fueron indexados a la inflación pasada.

estos 47 años (que podemos fechar convencionalmente en 1953, 1957, 1967, 1975, 1982, 1987) coincide o es precedida por una caída de las reservas, debida a un déficit de la balanza comercial³²; no se registran caídas de reservas internacionales generadas exclusivamente por salidas de capitales. Sin embargo, sabemos también que dos de estas recesiones, la de 1975 y la de 1982, están asociadas a crisis de pagos de la deuda externa (reducción de desembolsos y alzas de la tasa de interés internacional)³³.

A continuación, queremos mostrar que, de las seis recesiones arriba listadas, las cinco primeras coinciden con shocks externos adversos (caída de términos de intercambio, subida de la tasa de interés internacional, y/o disminución de la disponibilidad de crédito externo neto).

La balanza comercial puede deteriorarse por factores externos (caída de los precios de las materias primas de exportación) o por factores domésticos (una política fiscal o monetaria expansiva). El punto es que cualquiera sea el origen del déficit comercial, si este implica que las reservas de divisas disminuyen, esto inicia un ciclo recesivo a través de las respuestas de política macroeconómica detalladas anteriormente. Este déficit comercial puede, además, coincidir con un alza (baja) de la tasa de interés internacional, o con un recorte (aumento) de los desembolsos externos, que implican que el efecto del déficit comercial sobre las reservas de divisas sea magnificado o atenuado. (Recordamos que, debido a la afluencia de capitales, durante 1990 coexisten un déficit comercial, una reactivación del nivel de actividad económica y un aumento de las reservas de divisas).

Para evaluar la importancia que los shocks externos han tenido en la historia macroeconómica peruana de los últimos 47 años se requiere construir un indicador, que combine en un solo número el impacto de variaciones en los términos de intercambio, de cambios en la tasa de interés internacional y de alteraciones del grado de disponibilidad de

³² Véase Vilcapoma (1996).

³³ Véase Ugarteche (1986) y Cline (1981). Los países que se ven afectados especialmente por un alza de la tasa de interés internacional son aquellos que han contraído deuda externa a tasas flotantes. Normalmente, este encarecimiento del crédito externo viene acompañado de un racionamiento de crédito.

crédito externo. Para obtener este número, hemos definido, primero, la capacidad de importación de la economía peruana.

Esta capacidad de importación (CM) se define como la suma de las exportaciones (PxX) y de los flujos de capital (FK) dividida entre el precio en dólares de las importaciones (Pm); a su vez, los flujos de capital se miden como la diferencia entre la variación de las reservas de divisas del sistema bancario (ΔRIN) y el saldo de la balanza comercial ($BC = PxX - PmM$). Esta capacidad de importación es el nivel máximo que alcanzarían las importaciones si nuestra economía operase permanentemente con una balanza de pagos equilibrada. Es decir :

$$CM = (1/Pm) (PxX + FK)$$

$$FK = \Delta RIN - BC = \Delta RIN - (PxX - PmM)$$

O sea,

$$CM = (1/Pm) (PmM + \Delta RIN)$$

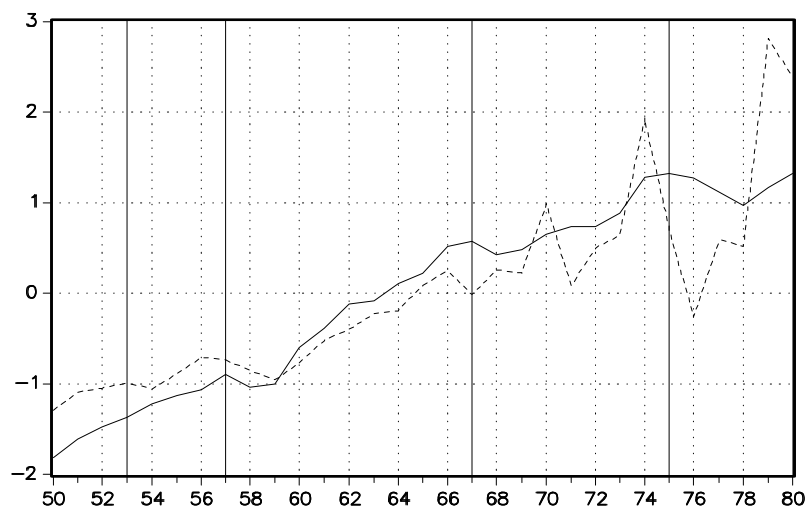
En los gráficos 8 y 9³⁴ se muestra que el crecimiento de la economía peruana durante 1950-96 está ligado estrechamente a la evolución de esta capacidad de importación. En particular, puede observarse que todas las recesiones (marcadas por una línea vertical) coinciden o son precedidas por una disminución de la capacidad de importación, con excepción de la recesión iniciada en 1988³⁵. En general, tanto en los auges como en las recesiones, el PBI per capita está correlacionado directamente con la capacidad de importación; es decir, la capacidad de importación es procíclica (véase cuadro 4). Asimismo,

³⁴ Gráficos presentados con cifras normalizadas

³⁵ Aparentemente, el indicador de precios de importación que hemos empleado está subestimado durante 1987-89, ya que hemos utilizado el tipo de cambio libre para obtener el precio en dólares de las importaciones; en lugar del tipo de cambio promedio de importación, como debiera ser. De esta manera, con un precio más bajo de las importaciones, se obtiene una capacidad de importación sobrestimada en 1987-90. Vale la pena mencionar, además, que el precio promedio de las exportaciones peruanas de petróleo y derivados disminuye en un 50% en el período 1986-88, en comparación con los años 1984-85. Estas exportaciones representaban el 20% del total en 1984-85.

en el Gráfico 10 (en millones de US\$ de 1979) puede verse que la evolución de la capacidad de importación es muy similar a la evolución de las importaciones reales (la diferencia entre ellas es el cambio en las reservas de divisas del sistema bancario).

GRAFICO 8
PERU: CAPACIDAD DE IMPORTACION Y PBI PERCAPITA. 1950-1980



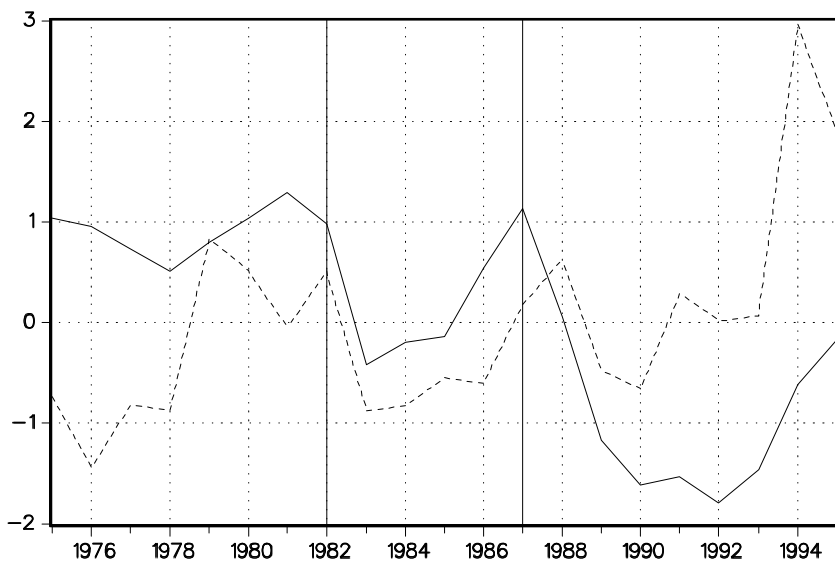
Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

— PBIPC - - - - CM2INEI

Esta capacidad de importación es una función directa de las exportaciones reales, de los términos de intercambio y de la disponibilidad de crédito externo neto; y es una función inversa de la tasa de interés internacional. En consecuencia, nuestro indicador de un shock externo (favorable o adverso) será la variación en la capacidad de importación que no es atribuible al cambio en el volumen de exportaciones³⁶. Nuestra hipótesis es que el comportamiento de las exportaciones reales tiene una dinámica marcada por factores internos. El defecto de este indicador es que la fuga o repatriación de capitales generada por factores domésticos es considerada también como un shock externo.

³⁶ Se ha corrido una regresión entre el logaritmo de la capacidad de importar y el logaritmo de las exportaciones reales. Al residuo de esta regresión le denominamos shock externo.

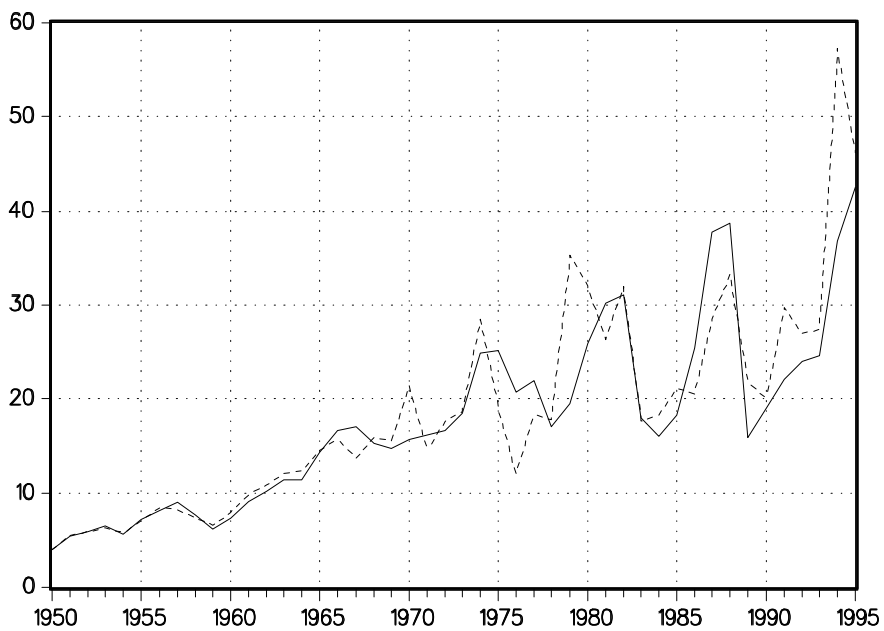
GRAFICO 9
 PERU: CAPACIDAD DE IMPORTACION Y PBI PERCAPITA. 1975-1995



Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

— PBIPC - - - - CM2INEI

GRAFICO 10
 PERU: CAPACIDAD DE IMPORTACION E IMPORTACIONES REALES. 1950-95



Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

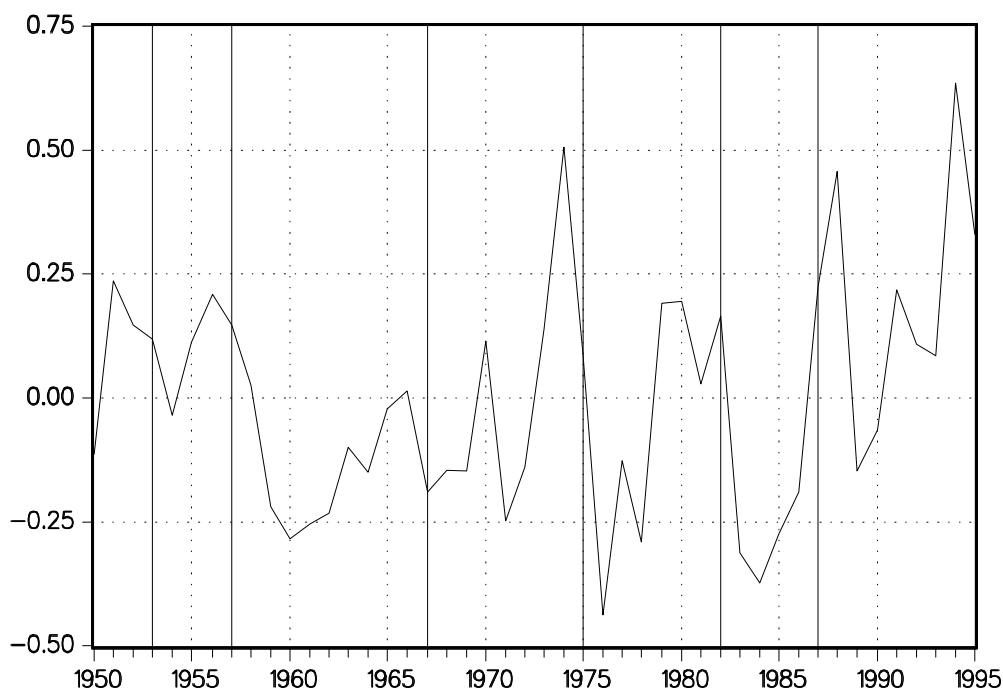
— MRINEI - - - - CM2INEI

Nuestro indicador de un shock externo, que recordamos resume en una sola cifra los shocks externos reales y financieros, se muestra en el gráfico 11 (en logaritmos). Un primer resultado es que todas las recesiones arriba listadas, salvo la iniciada en 1987, coinciden con shocks externos adversos. Un segundo resultado es que los shocks externos adversos sufridos por la economía peruana en 1975 y 1982 fueron de una magnitud sin precedentes.

Un tercer resultado es que la primera mitad de los noventa está marcado por el shock externo favorable más grande y duradero que haya experimentado la economía peruana en estos 47 años.

Un cuarto resultado es que este indicador de shock externo tiene un comportamiento similar al de la capacidad de importación: cae en las recesiones y se eleva en las expansiones (con la excepción de 1987, cuyo comportamiento atípico se explicó anteriormente).

GRAFICO 11
PERU: INDICADOR DE SHOCKS EXTERNOS. 1950-95

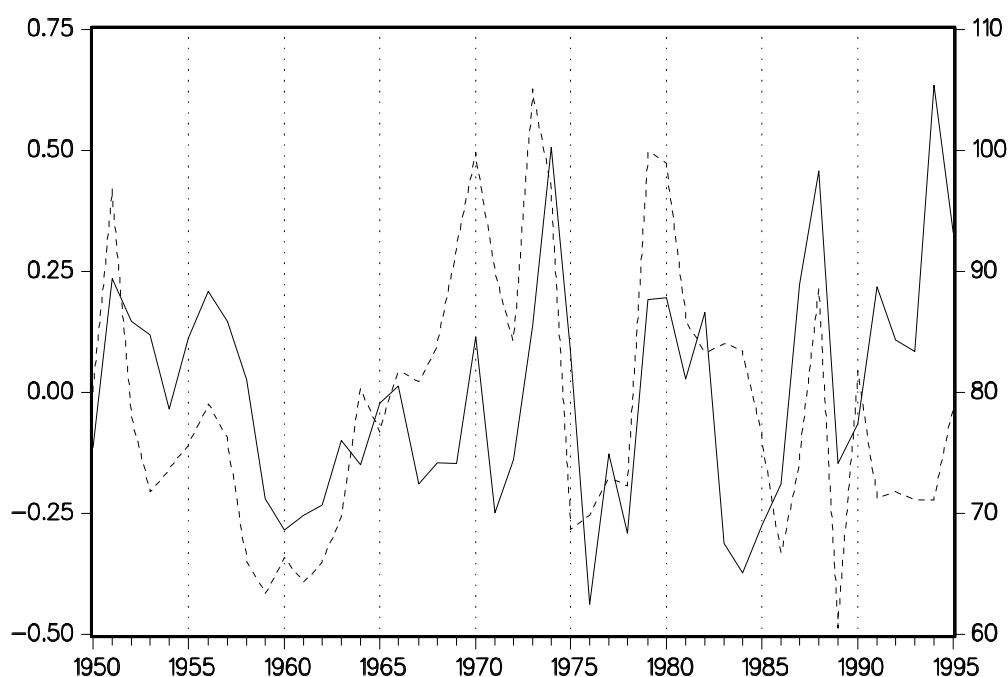


Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

— SHOCK

En el gráfico 12 (en logaritmos e índices) se muestra la asociación existente durante el periodo 1950-96 entre nuestro indicador de shock externo y los términos de intercambio. Puede notarse que, con la notable excepción de la década del 90, el indicador de shock externo está directamente correlacionado con la evolución de los términos de intercambio. En los 90, la importancia de los flujos de capitales es decisiva.

GRAFICO 12
PERU: SHOCKS EXTERNOS Y TERMINOS DE INTERCAMBIO. 1950-1995



Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

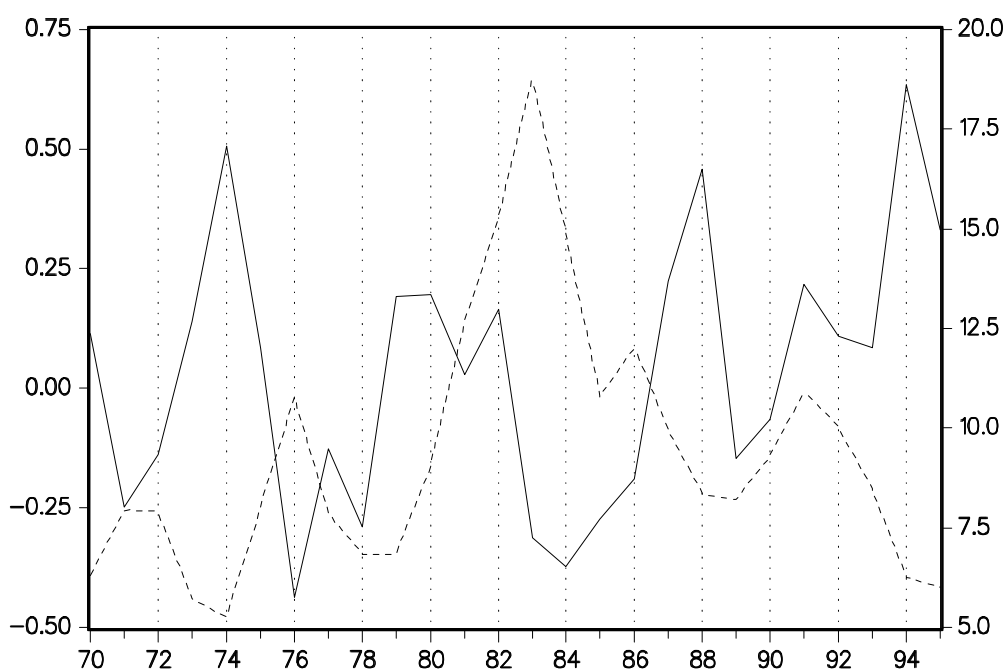
— SHOCK - - - - TITINEI

Finalmente, en el gráfico 13 (en cifras normalizadas) se observa una correlación inversa durante el periodo 1970-96 entre nuestro indicador de shock externo y la tasa de interés internacional (la tasa prime rate rezagada dos años).³⁷ Destacan el shock externo

³⁷ Antes de 1970 no se observan importantes flujos de capital (público o privado). Por esa razón, hemos preferido vincular los shocks externos con la tasas de interés a partir de 1970.

favorable de principios de los 70, marcado por un alto endeudamiento público y tasas de interés externas muy bajas, el shock de la crisis de la deuda externa de 1982-83, una abrupta elevación de la tasa de interés internacional combinada con las salidas netas de capital por concepto de deuda externa pública, y finalmente, la coyuntura de los 90, caracterizada por las tasas de interés externas más bajas de los últimos 25 años y por una enorme afluencia de capitales privados.

GRAFICO 13
PERU: SHOCKS EXTERNOS Y TASA DE INTERES INTERNACIONAL 1970-95



Fuente: Banco Central de Reserva e Instituto Nacional de Estadística

— SHOCK - - - - PRIME(-2)

En resumen, parece que no puede abstraerse el rol de los shocks externos cuando se busca explicar el comportamiento de largo plazo de la economía peruana.

6. CONCLUSIONES

Una primera conclusión es que el patrón de las fluctuaciones económicas en el Perú parece ser independiente de los modelos de desarrollo o estrategias de crecimiento. Tanto en el periodo de vigencia del modelo primario exportador, como en el periodo de vigencia del modelo de industrialización vía sustitución de importaciones, este patrón, sobre todo el de las recesiones, es el mismo.

Como hemos visto, las recesiones tienden a estar asociadas con una aceleración de las tasas de inflación y devaluación, una elevación del tipo de cambio real, una caída del gasto público y del crédito reales y, por último, con una caída de la capacidad de importación. Es decir, los periodos de recesión son periodos de aceleración de la inflación, y son también periodos de crisis de balanza de pagos.

Quisiéramos señalar que una pieza clave de ese patrón que exhiben las recesiones en la economía peruana es la existencia de una regla de política de las autoridades monetarias: se devalúa cuando las reservas de divisas disminuyen apreciablemente. La permanencia de esta regla de política, a lo largo de 47 años, requiere alguna explicación, pues las crisis externas podrían enfrentarse, en principio, solo con políticas fiscales y crediticias contractivas, sin alterar el tipo de cambio; es decir, con una recesión pero sin una aceleración de la inflación.

La segunda conclusión es que no se puede abstraer el rol de los shocks externos cuando se busca explicar el comportamiento de la economía peruana durante 1950-96. De las seis recesiones identificadas en este trabajo, todas, salvo una, coinciden con shocks externos adversos.

Referencias Bibliográficas

BORRICAUD FRANCOIS

1989 Poder y Sociedad en el Perú; Edit. Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

CANALES GLORIA Y ALAN FAIRLIE.

1991 Hiperinflación y cambio de régimen en el Perú : Un análisis comparativo. Serie Documento de Trabajo 95, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima

CALVO G., LEIDERMAN L. Y REINHART C.

1993 "**Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors**", Staff papers, IMF, Vol 38, marzo.

CLINE WILLIAM

1981 Economic stabilization in Peru, 1975-1978; en Economic stabilization in developing countries. Edit. por Cline W. y S. Weintraub. The Brooking Institución, Washington.

COTLER JULIO

1994 Política y sociedad en el Perú: Cambio y continuidades; Serie Perú Problema 3, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

DANCOURT O. Y JORGE ROJAS

1992 El Perú desde 1990: ¿El fin de la restricción externa?; Serie Documentos de Trabajo 116, CISEPA, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.

FITZGERALD E.V.K.

1985 Capitalismo de estado en el Perú: Limitaciones de un modelo de desarrollo económico; en, El gobierno militar: Una experiencia peruana 1968-1980; Edit. Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

FRENKEL R., FANELLI J.M., Y ROSENWURCEL G.

1990 **Growth and structural reform in Latin America. Where we stand.** CEDES, Buenos Aires, Octubre.

GONZALES EFRAIN

1994 Ajuste estructural y reforma de la economía fiscal en el Perú ; Serie Documentos de Trabajo 64; Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

HOFMAN A.

1993 Economic Development in Latin America in the 20th Century - A Comparative Perspective; en Szirmai, Ark y Pilat (Edits.), **Explaining Economic Growth. Essays in Honour of Angus Maddison**; North -Holland, The Netherlands.,

HUNT SHANE

- 1996 Perú: The Current Economic Situation in Long-Term Perspective; en Efrain Gonzales de Olarte (Edit.), **The Peruvian Economy and structural Adjustment: Past, Present, and Future**; North-South Center Press, University of Miami, Miami.

GAVIN M., HAUSMANN R. , PEROTTI R. Y TALVI

- 1996 Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness. Documento preparado para el seminario "Fiscal Institutions to overcome volatility in Latin America and the Caribbean". Banco Interamericano de Desarrollo.

IGUIÑIZ JAVIER

- 1986 La Crisis Peruana Actual: Un esquema para una interpretación; en Heraclio Bonilla (Edit.), **Las Crisis Económicas en la Historia del Perú**; Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social y Fundación Friedrich Ebert; Lima.

KRUGMAN PAUL

- 1988 External Shocks and Domestic Policy Responses, en Dornbusch y Helmers (Edits), **Open Economy. Tools for policymakers in developing countries**, Oxford University Press, Washington.

KRUGMAN P. Y LANCE TAYLOR

- 1978 "Contractionary effects of devaluation"; en, Journal of International of Economics, 8.

MADDISON ANGUS

- 1991 **Dynamic Forces in Capitalist Development: A long run comparative view**, Oxford University press, Oxford.
- 1992 **La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE**, FCE, México..

MARFAN M. Y BOSWORTH B.

- 1994 Saving, Investment, and Economic Growth, en Bosworth, Dornbusch y Labán (Edits) **The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges**, The Brookings Institution, Washington.

PAREDES L. Y SACHS J.

- 1990 **Estabilización y Crecimiento en el Perú: Una propuesta independiente**; GRADE, Lima.

ROBLES MARCO

- 1996 Los ciclos económicos en el Perú; Edit. Instituto Nacional de Estadística e Informática, Lima.

SEMINARIO B. Y BOULLON C.

1992 Ciclos y tendencias en la economía peruana; Edit. Universidad del Pacífico, Lima.

SCHYDLOWSKY DANIEL

1986 The macroeconomic effect of nontraditional exports in Peru ; Economic Development And Cultural Change 13, University of Chicago.

SCHYDLOWSKY D. Y WICHT J.J.

1979 Anatomía de un fracaso económico; Perú: 1968-1978; Edit. Universidad del Pacífico, Lima.

TERRONES M. Y CALDERON C.

1993 El ciclo económico en el Perú; Serie Documentos de Trabajo 20, GRADE, Lima.

TAYLOR LANCE

1996 Stabilization policy and long-Term Economic Growth, en Taylor and Wright (edits.) **The Mosaic of Economic Growth**; Landa, Stanford University Press, Stanford.

THORP R. Y BERTRAM G.

1978 Perú 1890-1977 Growth & policy in an open economy; Columbia University Press, New York.

THORP ROSEMARY

1995 **Gestión Económica y desarrollo en Perú y Colombia**. Edit. Universidad del Pacífico, Lima.

UGARTECHE OSCAR

1986 El Estado deudor, economía política de la deuda : Perú y Bolivia: 1968-1984; Edit. Instituto de Estudios peruanos, Lima.

VILCAPOMA LEOPOLDO

1996 Fluctuaciones macroeconómicas en la economía peruana: 1950-1990; Serie Documentos de Trabajo 130, CISEPA, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.