



Munich Personal RePEc Archive

## **Peru: Lessons from the recession of 2008-2009**

Dancourt, Óscar and Jiménez Sotelo, Renzo

Pontificia Universidad Católica del Perú, Corporación Financiera de  
Desarrollo

31 December 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/74889/>  
MPRA Paper No. 74889, posted 04 Nov 2016 10:22 UTC

## Perú: lecciones de la recesión de 2008-2009

Oscar Dancourt<sup>1</sup>

Renzo Jiménez<sup>2</sup>

El desempeño macroeconómico de corto plazo de la economía peruana depende de tres factores independientes entre sí. El primero es el contexto externo, que puede ser favorable o adverso, y que puede transitar rápidamente de una condición a otra, según enseña la experiencia. Las principales variables que definen este contexto externo son los precios internacionales de las materias primas de exportación y los movimientos de capitales que entran o salen del país.

El segundo factor es la política macroeconómica, que comprende la política monetaria a cargo del banco central, que regula el precio del dólar y la tasa de interés en soles, y la política fiscal a cargo del gobierno, que regula el gasto público y los impuestos. El tercer factor es el modelo de crecimiento vigente en el país, noción algo elástica que se refiere a un conjunto de rasgos estructurales de la economía (cuánto Estado y cuánto mercado, cuánta industria manufacturera y cuánta exportación primaria, cuánta protección arancelaria y cuánto libre comercio, cuánto sindicalismo y cuánta represión o flexibilidad laboral, cuánta dolarización y cuánta desregulación financiera, cuán libre la movilidad de capitales, cuán extensa y eficaz la red de protección a los pobres y cuánta redistribución vía impuestos desde arriba hacia abajo, etc.).

En el Perú se tiende a sobrestimar el efecto que este tercer factor –la estrategia o el modelo de crecimiento– tiene sobre el desempeño macroeconómico de corto plazo. Quizás porque la economía peruana ha sido objeto de dos vastas reformas estructurales de signo opuesto, ejecutadas en menos de 30 años, durante los gobiernos de Velasco y Fujimori. Este texto quiere nadar contra la corriente y enfatizar el papel de las políticas monetarias y fiscales como un determinante básico de la producción y el empleo agregados y de la tasa de inflación en el corto plazo.

Podemos comparar las dos últimas recesiones sufridas por la economía peruana, la de 1998-2000 y la de 2008-2009. Ambas recesiones fueron causadas por crisis externas que provocaron la caída de las exportaciones y una salida masiva de capitales. El modelo de crecimiento vigente fue, esencialmente, el mismo: una versión radical del modelo neoliberal. Sin embargo, como veremos, el desempeño de la economía peruana en 2008-09 fue mucho mejor que en 1998-2000. ¿Cuál es la razón? Es muy difícil argüir que el contexto externo que enfrentó la economía peruana en 2008-09 fue menos malo que el de 1998-2000, o que el modelo de crecimiento sufrió un cambio notable entre ambas fechas.

---

<sup>1</sup> Pontificia Universidad Católica del Perú, Departamento de Economía.

<sup>2</sup> Corporación Financiera para el Desarrollo.

La hipótesis de este texto es que las políticas macroeconómicas aplicadas en ambas recesiones fueron sustancialmente distintas y ese es el motivo principal que explica que el desempeño económico de 2008-09 fuera mucho mejor que el de 1998-2000. En materia de política monetaria, durante 1998-2000 subieron tanto el precio del dólar como la tasa de interés en soles mientras que durante 2008-09 se mantuvo constante el precio de dólar y bajó la tasa de interés. En materia de política fiscal, se recortó el gasto público en 1998-2000, salvo durante la campaña por la reelección de Fujimori, mientras que en 2008-09 se aumentó el gasto público en 2009, salvo al principio de la crisis. En suma, en 2008-09 se aplicaron por primera vez políticas keynesianas en el Perú durante una recesión; cosa que desde hace más de medio siglo se hace sistemáticamente en los países centrales<sup>3</sup>. Un punto crucial es que estas diferencias de política macroeconómica se hicieron posibles porque el Banco Central en 2008 había acumulado suficientes reservas de divisas y en 1998, no.

Este texto<sup>4</sup> tiene 7 secciones. En la primera, se discute la conexión histórica entre las recesiones de la economía peruana y las caídas de los precios internacionales de las materias primas que exporta. En la segunda, se detalla el impacto que la crisis mundial de 2008-09 tuvo sobre la balanza de pagos peruana, el tipo de cambio y las reservas de divisas de la autoridad monetaria. En la tercera, se describe cómo la caída de las exportaciones y la salida de capitales detuvieron el crecimiento económico y la generación de empleo en la economía peruana. En la cuarta, se sostiene que los cambios en la regulación prudencial del sistema bancario peruano semi-dolarizado no explican porque la economía peruana le fue mejor en 2008-09 que en 1998-2000. En la quinta, se comparan las cuatro últimas recesiones de la economía peruana, incluyendo la de 2008-09. En la sexta, se discute la respuesta de política macroeconómica ante la crisis mundial. Finalmente, se concluye con las principales lecciones de política económica que se pueden extraer de esta última crisis.

## **1. Recesiones y precios de materias primas.**

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos en 2007 ha generado la peor recesión global de los últimos 60 años. Para una economía como la peruana, exportadora de materias primas que opera en un marco de libre movilidad internacional de capitales, esta crisis mundial ha tenido dos consecuencias conocidas: caen los precios de las materias primas que exportamos y salen los capitales del país. La novedad ha estado en la magnitud que han tenido estas consecuencias.

La experiencia histórica muestra que las recesiones en el Perú suelen tener su origen último en los cambios reales o financieros que se producen en la economía mundial. En particular, todas las recesiones registradas desde 1950 coinciden con fuertes caídas de

---

<sup>3</sup> Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) describen las políticas monetarias y fiscales aplicadas en más de 100 países durante el periodo 1960-2003. La regla general, que admite muy pocas excepciones, es que el centro es keynesiano y la periferia no. Esto ha cambiado con la recesión global de 2008-09.

<sup>4</sup> Este artículo está basado en Dancourt (2009) y en Jiménez (2010).

los precios internacionales de las materias primas de exportación y, algunas de ellas, también con abruptas salidas de capital.

Esta regla histórica o hecho estilizado básico se muestra en el gráfico 1. Han ocurrido siete grandes recesiones durante los últimos 60 años en la economía peruana, que hemos definido de manera simple, con estos datos anuales, como una disminución de la producción por habitante (PBI per capita). En el gráfico 1 se identifican con un círculo rojo todas las recesiones que han estado asociadas a caídas de los términos de intercambio<sup>5</sup>, que son determinadas fundamentalmente por reducciones significativas de los precios externos de las materias primas de exportación.

La única excepción aparente a esta regla, que vincula las recesiones de la economía peruana con fuertes caídas de los precios de las materias primas de exportación, es la recesión de 1982-1983, que aparece señalada con un círculo verde por coincidir con un alza de los términos de intercambio<sup>6</sup>. Sin embargo, esta recesión fue precedida por una severa disminución de los términos de intercambio y estuvo asociada tanto a un alza sin precedentes de la tasa de interés internacional como a una gran salida de capitales. Ciertamente, este vínculo entre recesiones y deterioro de los términos de intercambio no se aplica solo a la economía peruana<sup>7</sup>.

### Gráfico 1

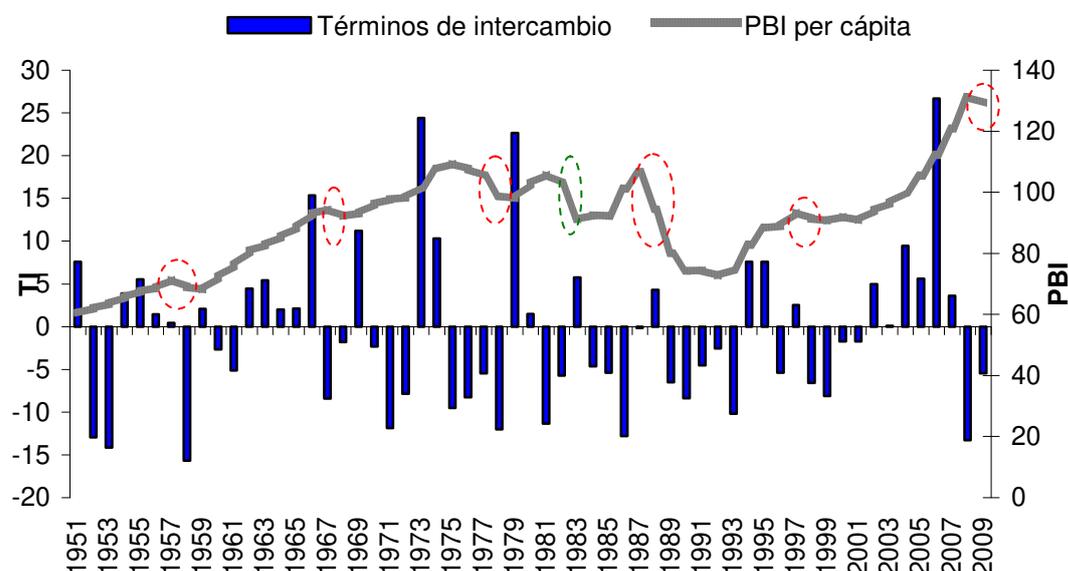
---

<sup>5</sup> Los términos de intercambio se obtienen dividiendo el índice de precios de las exportaciones entre el índice de precios de las importaciones; en el Perú esta razón indica cuántos productos manufacturados se pueden adquirir con una cierta cantidad de materias primas.

<sup>6</sup> El precio de la harina de pescado subió en el mercado internacional cuando la producción peruana de esta materia prima se desplomó a raíz del fenómeno del Niño; los precios de los metales también se elevaron. Aún así, los términos de intercambio de 1983 eran 25% inferiores a los de 1980. Véase BCRP (1984).

<sup>7</sup> Con una muestra de 105 países durante 1970-2004, Edwards (2007) encuentra que una mejora (deterioro) de los términos de intercambio resulta en una aceleración (desaceleración) de corto plazo del crecimiento económico, y que una mayor volatilidad de los términos de intercambio reduce el crecimiento de largo plazo. Véase también De Gregorio y Lee (2003). Para la economía peruana, Tovar y Chuy (2000) hallan una relación positiva robusta entre el componente cíclico del producto y el componente cíclico de los términos de intercambio para el periodo 1950-1998; véase también Castillo, Montoro y Tuesta (2006).

## Recesiones y caídas de los términos de intercambio: 1951-2008



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

La recesión de 2008-09 se ha sujetado a esa regla histórica. A partir de julio de 2008, los términos de intercambio de la economía peruana se desploman por vez primera desde la recesión de 1998-2000. El índice de precios de las materias primas de exportación cayó 33% entre el pico alcanzado en el segundo trimestre de 2008 y el piso registrado en el primer trimestre de 2009. Pero, a diferencia de otras ocasiones, los precios de las materias primas se recuperaron rápidamente, como veremos luego.

El gráfico 1 también permite mostrar de manera sucinta la evolución macroeconómica del Perú en los últimos 60 años<sup>8</sup>. En una primera etapa, durante los 25 años que van de 1950 a 1975, el producto per cápita casi se duplicó en un contexto de baja inflación (promedio de 10% anual). En una segunda etapa, durante los 17 años siguientes, el producto per cápita decreció violentamente, de tal modo que en 1992 era un tercio menor al registrado en 1975; esto sucedió en un contexto de inflación creciente que desembocó en una hiperinflación en toda regla durante el primer gobierno de Alan García. Finalmente, desde 1993 hasta 2010, tenemos una tercera etapa de baja inflación y de expansión del producto per cápita que, recién en 2006, sobrepasó el pico alcanzado 30 años antes, en 1975.

En esta tercera etapa, con el gobierno de Fujimori, se reinstauró la libre movilidad internacional de capitales en el Perú, al mismo tiempo que en gran parte de la periferia<sup>9</sup>. De esta manera, en los avatares macroeconómicos de la economía peruana, los choques

<sup>8</sup> Véase Thorp y Bertram (1988) para una notable historia económica del Perú, que gira alrededor de la exportación de materias primas. Sobre los años 90, puede verse Dancourt (1999).

<sup>9</sup> Para el caso del Perú, véase Rojas y Costa (2002). Véase también Krugman (2000).

externos adversos de carácter financiero (salidas de capital por cambios en la tasa de interés internacional, por contagio de las crisis que ocurren en otros países de la periferia, por efecto de las crisis financieras que ocurren en el centro de la economía mundial) adquieren un papel tan importante como los choques externos adversos de carácter real (caídas de los precios de las materias primas de exportación o de los términos de intercambio, recesiones de la economía mundial). Las dos últimas recesiones ocurridas en el Perú en 1998-2000 y en 2008-09, ambas en esta tercera etapa, han sido resultado de una combinación de ambos tipos de choques externos adversos.

## 2. La presión sobre el precio del dólar

La quiebra del banco de inversión neoyorquino Lehman Brothers en setiembre de 2008 generó una corrida masiva, un pánico similar a los descritos por Kindleberger (1978) en su historia de las crisis financieras. El ejemplo clásico del libro de texto de macroeconomía es el de los pequeños depositantes de un banco que, justificadamente o no, corren masivamente a retirar su dinero por miedo a perderlo; como este dinero no está ocioso en el banco sino que ha sido prestado en buena ley, el banco no tiene cómo atender estos retiros masivos, lo que confirma la desconfianza inicial de los depositantes, el banco quiebra y pierden su dinero todos los depositantes que llegaron tarde a la cola; naturalmente, estos eventos son contagiosos y la corrida se extiende a otros bancos.

Según Bernanke (2009), la súbita profundización de la crisis financiera en el último trimestre de 2008, y su rápida internacionalización, fueron producto del pánico global generado por la quiebra de Lehman Brothers.

Esta crisis financiera de 2008, comparable solo a la de 1930, desencadenó también una recesión global, que trajo consigo una enorme caída del comercio internacional, el desplome de los precios mundiales de las materias primas que son exportadas mayormente por la periferia, y el masivo traslado de capitales desde la periferia hacia el centro, a Estados Unidos en particular. En la periferia, la caída de las exportaciones y la salida de capitales no solo tuvo un fuerte efecto recesivo sino que generó también enormes presiones al alza del precio del dólar, que fueron bloqueadas mediante la disminución de sus reservas de divisas, allí donde estas eran suficientes.

Cuadro 1

### Perú: Balanza de Pagos 2008-2009 y Tipo de Cambio

(Millones de US dólares)

	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4
1. Balanza Comercial (b y s)	1098	469	325	-764	222	1,072	1,602	1,866
a. Exportaciones	7,771	8,470	8,814	6,474	5,396	6,161	7,169	8,159
2. Entrada Neta Capitales	6,343	-233	-2,884	-2,456	-1,253	-973	29	-934

a. Capitales Corto Plazo	3.677	177	-617	-2,668	-1,568	-889	-1,008	1,790
3. Variación Posición de Cambio	7,441	236	-2,559	-3,220	-1,031	99	1,631	932
4. Variación tipo de cambio	-8%	8%	0%	6%	1%	-5%	-4%	0%

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

En el cuadro 1 se presenta un resumen de las principales cuentas de la balanza de pagos peruana durante el periodo 2008-2009. Los dólares (o euros) entran o salen del país por dos grandes canales: el comercial y el financiero. Ingresan dólares al país si la balanza comercial (exportaciones de bienes y servicios menos importaciones) es positiva o superavitaria y, viceversa, salen dólares del país si la balanza comercial es negativa o deficitaria. Igualmente, ingresan dólares al país por el canal financiero si el rubro “entrada neta de capitales” es positivo y, viceversa, salen dólares del país si es negativo. Por último, si sumando el canal comercial y el financiero existe un ingreso de dólares al país, entonces las reservas de divisas del Banco Central (medidas aquí por la posición de cambio) se incrementan; mientras que si existe un egreso de dólares del país sumando ambos canales, las reservas de divisas del Banco Central disminuyen<sup>10</sup>.

La crisis económica y financiera mundial ocurrida en 2008-09 tuvo un doble impacto adverso sobre la balanza de pagos del Perú, como se puede ver en cuadro 1. De un lado, cayó el valor de las exportaciones debido tanto al desplome de los precios externos de las materias primas de exportación como a la sensible reducción del volumen de las exportaciones no tradicionales. Las exportaciones totales cayeron casi 40% entre el pico alcanzado en el tercer trimestre de 2008 y el piso registrado en el primer trimestre de 2009. Y, del otro lado, la entrada neta total de capitales dio un vuelco completo y se convirtió en salida durante el último trimestre de 2008, impulsada por el masivo retiro del país de los capitales de corto plazo. La reversión de los flujos de capital de corto plazo fue violenta: salieron por un valor equivalente a 9% y 6% del PBI en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009, después de haber ingresado por un equivalente a 8% y 12% del PBI en el último trimestre de 2007 y en el primero de 2008, respectivamente.

<sup>10</sup> El rubro 2, entrada neta de capitales, se ha calculado como el rubro 3 (variación de la posición de cambio) menos el rubro 2 (balanza comercial de bienes y servicios). Si el Banco Central no compra ni vende dólares al sector privado o al sector público, situación que define el equilibrio externo, entonces la balanza comercial y la entrada neta de capitales suman cero, ya que el incremento de las tenencias de dólares por parte del sector privado –fruto, digamos, de un superávit comercial– se clasifica aquí como una salida de capitales. Igualmente, si el Banco Central vende dólares a los bancos comerciales locales, esto se clasifica aquí como una salida de capitales aunque los bancos comerciales redepositen luego este dinero en las cuentas que poseen en el Banco Central. Lo mismo ocurre si el Banco Central vende dólares al gobierno. La posición de cambio del Banco Central es igual a las reservas internacionales netas menos los depósitos de divisas que el sector financiero y el sector público mantienen en el Banco Central.

Durante el primer semestre de 2009, las exportaciones totales se redujeron en 30%, cayendo tanto las de materias primas (metales, harina de pescado, etc.) en 32% como las no tradicionales (confecciones, agroindustriales, etc.) en 23%, respecto al mismo periodo del año anterior. Como los precios de las materias primas se recuperaron rápidamente a partir del segundo trimestre de 2009, las ventas al exterior durante todo este año alcanzaron unos 26,900 millones de dólares, esto es, solo un 15% menos que el valor registrado en 2008.

Como ya hemos mencionado, el principal factor que explica esta súbita y profunda caída de las exportaciones es el comportamiento de los precios de las materias primas que exportamos. El índice de precios de exportación se desplomó en 35% entre mediados de 2008 y principios de 2009. De esta manera, se cerró un prolongado ciclo de alza de los precios de las materias primas de exportación, que incluye el mayor incremento anual, ocurrido en 2006, de los términos de intercambio que se haya registrado en la economía peruana durante el último medio siglo (véase el gráfico 1). Entre 2003 y mediados de 2008, el índice de precios de las exportaciones aumentó en 2.8 veces.

Sin embargo, la profunda caída de los precios de las materias primas fue breve, en contraste con crisis anteriores. El índice de precios de las materias primas exportadas por la economía peruana se recuperó muy rápido, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2009, hasta quedar solo 8% por debajo del pico histórico alcanzado en 2008. En el último trimestre de 2009, las exportaciones totales eran solo 10% inferiores a las exportaciones pico del tercer trimestre de 2008. Aún cuando el aparato industrial de la economía mundial operaba a fines de 2009 muy por debajo de los niveles de producción previos a la crisis, los precios internacionales de las materias primas se habían recuperado notablemente, al calor de las políticas monetarias expansivas sin precedentes aplicadas en los países centrales para combatir el desempleo masivo y la crisis financiera.

La balanza comercial de bienes y servicios del cuadro 1 refleja estas fluctuaciones de las exportaciones, pero también expresa alzas y bajas de las importaciones que, a su vez, siguen las fluctuaciones del mercado interno y el manejo de inventarios<sup>11</sup> del aparato productivo local. El superávit comercial disminuyó marcadamente dos o tres trimestres antes de que se desplomaran los precios de exportación, debido al gran incremento de las importaciones asociado tanto al fuerte crecimiento de la economía durante 2007-08 como a las rebajas arancelarias realizadas durante ese periodo. Simétricamente, la balanza comercial de 2009 mejoró no solo por la recuperación de los precios de las materias primas sino también por la recesión de la economía urbana peruana, iniciada a fines de 2008, que se trajo abajo las importaciones de bienes finales y de insumos.

Respecto a las salidas de capital de corto plazo ocurridas durante este periodo, destacan la reducción de las líneas de crédito externo para los bancos locales, las ventas de papeles de la autoridad monetaria y del gobierno en manos de inversionistas no-

---

<sup>11</sup> Si las empresas elevan sus inventarios de insumos importados, ocurrirá un alza transitoria de estas importaciones, y viceversa. Si los inventarios permanecen en su nivel normal, las importaciones de insumos reflejarán las fluctuaciones de la producción del bien final.

residentes y el traslado de divisas al exterior por parte de los fondos privados de pensiones. Estas salidas de capital de corto plazo son un fenómeno común a las recesiones de 1998-2000 y de 2008-09; en ambos casos, las salidas de capital fueron precedidas por fuertes ingresos de capital de corto plazo.

Cabe mencionar que los flujos de capital privado de largo plazo (inversión directa extranjera) también decrecieron sensiblemente durante este periodo, lo que se debería tanto a la paralización de las inversiones en la minería en razón de la caída de los precios internacionales de los metales, como al inusual otorgamiento de préstamos por parte de las subsidiarias peruanas a sus casas matrices ante el deterioro de las condiciones crediticias en el exterior.

Para evitar que este repentino deterioro de la balanza de pagos, causado tanto por la caída de las exportaciones como por las salidas de capital, generase una excesiva presión al alza del tipo de cambio, el Banco Central vendió dólares agresivamente desde el tercer trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2009, como se muestra en el cuadro 1; mientras tanto, mantenía prácticamente constante la tasa de interés de corto plazo en moneda nacional<sup>12</sup>. Esta respuesta de política monetaria, muy distinta a la ejecutada en la crisis anterior de 1998-2000, donde subieron juntos el tipo de cambio y la tasa de interés de corto plazo, fue posible gracias a la acumulación previa de un nivel de reservas internacionales de divisas sin precedentes.

Como consecuencia de esta política de ventas agresivas de dólares, las reservas de divisas de la autoridad monetaria (medidas por la posición de cambio) disminuyeron en 27% durante el periodo abril de 2008-abril de 2009, cayendo desde un pico de 28 mil millones de dólares hasta un piso de 20 mil millones de dólares. En el tercer trimestre de 2009, la tranquilidad había retornado al mercado cambiario gracias a la recuperación de los precios externos de las materias primas, el valor del tipo de cambio nominal era similar al registrado antes del estallido de la crisis financiera internacional, y la autoridad monetaria había reiniciado sus compras de dólares esterilizadas.

Las reservas internacionales vendidas por el Banco Central durante este periodo de salidas de capital fueron compradas no solo por inversionistas extranjeros sino especialmente por el sector privado local, en particular por los bancos comerciales y los fondos del sistema privado de pensiones. Esta cifra de reservas vendidas no incluye la emisión por parte del Banco Central de papeles de corto plazo indexados al tipo de cambio pero pagaderos en moneda nacional. Estos papeles son un buen sustituto del

---

<sup>12</sup> Cuando el Banco Central vende dólares a los bancos comerciales, estos pagan con soles, se reduce la abundancia de soles en el mercado de préstamos interbancario, y esto hace subir la tasa de interés de corto plazo. Esta es una venta de dólares no esterilizada. Para impedir que esta tasa de interés suba, el Banco Central inyecta soles en la economía comprando papeles de deuda, emitidos por él mismo o por el gobierno, que están en manos de bancos comerciales o fondos de pensiones. De esta manera, se cancelan los efectos que tiene la venta de dólares por parte del Banco Central sobre la tasa de interés de corto plazo. Esto es una venta de dólares esterilizada.

dólar para quien no necesita llevar su dinero al exterior y permiten, en cierta forma, multiplicar las reservas de divisas en manos del Banco Central<sup>13</sup>.

Una característica crucial de todas las recesiones peruanas ocurridas desde 1950, casi siempre generadas por choques externos adversos, es que el primer acto de estos dramas siempre ha sido una crisis cambiaria en la que se eleva rápidamente el precio del dólar, lo que ocurre normalmente tras una sensible disminución de las reservas de divisas del Banco Central<sup>14</sup>. Si el choque externo adverso es real (caída de los términos de intercambio y del valor de las exportaciones), la disminución previa de las reservas de divisas tiende a ser paulatina. Si el choque externo adverso es financiero (salida de capitales), la disminución previa de las reservas de divisas puede ser muy rápida.

La peculiaridad de esta última recesión consiste en que, a pesar de la gran potencia del choque externo adverso, el Banco Central bloqueó la crisis cambiaria con la enorme venta de dólares que llevó a cabo en el segundo semestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009. Como se puede ver en el cuadro 1, estas ventas de dólares (variación negativa de la posición de cambio) se iniciaron en respuesta al incremento del precio del dólar ocurrido en el segundo trimestre de 2008; entre el piso de principios de abril del 2008 y el techo alcanzado en los primeros días de marzo del 2009, el precio del dólar subió un 20% y el Banco Central persistió en estas ventas masivas hasta que la presión al alza del precio del dólar se extinguió en el segundo trimestre de 2009. Es razonable pensar que hubiera ocurrido una crisis cambiaria y que el tipo de cambio se hubiera disparado, si el Banco Central no hubiera podido realizar estas ventas masivas de dólares. La ausencia de una crisis cambiaria distingue, pues, a esta recesión de todas las anteriores, incluyendo la ocurrida en 1998-2000, cuando el tipo de cambio se incrementó casi 30% entre fines de 1997 e inicios de 2000, ya que el Banco Central carecía de las reservas de divisas (posición de cambio) necesarias para bloquear el alza del dólar.

Las reservas de divisas del Banco Central son adecuadas si permiten enfrentar los choques externos adversos que golpean recurrentemente la economía peruana, sin alzas excesivas del tipo de cambio; es decir, si permiten enfrentar simultáneamente una caída de exportaciones y una salida de capitales de la magnitud que hemos visto en 2008-09<sup>15</sup>. Desde este punto de vista, una posición de cambio de 30 mil millones de dólares parece

---

<sup>13</sup> El saldo de estos papeles representaba, a marzo de 2009, 15% de la posición de cambio del Banco Central. Los bancos comerciales usan estos papeles para cubrirse de los compromisos que adquieren al vender dólares para entrega a futuro (*forwards*) a un tipo de cambio fijado hoy; compran estos dólares a futuro quienes se protegen contra la devaluación de la moneda nacional (empresas con deudas en dólares) o especuladores que apuestan a ella.

<sup>14</sup> Véase Dancourt, Mendoza y Vilcapoma (1997).

<sup>15</sup> Según Keynes (Treatise on Money, tomo 2, pag 247), para definir este nivel adecuado de reservas se requiere "...a reasoned estimate of the magnitude of the drain which India have to meet through the sudden withdrawal of foreign funds, or through a sudden drop in the value of Indian exports". Y agrega, "this is the sort of calculation which every central bank ought to make. The bank of a country the exports of which are...highly variable in price...needs a larger free reserve. The bank of a country doing a large international financial and banking business needs a larger free reserve".

razonable, ya que la caída de precios de las materias primas de 2008-09 pudo fácilmente haber durado unos trimestres más, como en crisis anteriores, y la salida de capitales pudo ser algo más extensa si, por ejemplo, el rescate financiero en los países centrales hubiese tardado un poco más; por último, esta cifra debe tener en cuenta también que el nivel de reservas podría afectar directamente la confianza y la salida de capitales.

### 3. Los orígenes de la recesión

Se puede dividir la economía peruana en dos grandes sectores productivos. De un lado, tenemos al sector primario que agrupa agricultura, minería, pesca y actividades de transformación vinculadas a estas ramas (fabricas de harina de pescado, refineries de metales, etc.), cuya producción está determinada básicamente por factores de oferta (lluvias, temperatura del mar, etc.). Y del otro, tenemos al sector no primario que incluye las distintas ramas (manufactura, construcción, comercio y servicios) que conforman la economía del Perú urbano, cuya producción está determinada por la demanda agregada. Este sector no primario representa 80% del PBI y casi todo el empleo asalariado; mientras que la minería representa 60% de las exportaciones pero solo 1% de la fuerza laboral. La demanda agregada por los bienes y servicios producidos en el sector no primario depende, entre otros factores, de las exportaciones netas originadas en el sector no primario, de las políticas macroeconómicas y de los precios externos de las materias primas de exportación. Así, una caída de los precios externos de las materias primas de exportación provocará un impulso recesivo que reducirá la producción y el empleo en la economía urbana a través de tres canales: vía una reducción del consumo de bienes nacionales, o vía una reducción de la inversión en construcción, o vía una reducción del gasto público no financiero debido a que se reducirá la recaudación tributaria en el sector primario. Un alza de la tasa de interés en soles o dólares, una reducción del gasto público o una caída de las exportaciones no tradicionales provocaran un impulso recesivo similar; y viceversa.

En el gráfico 2 se presentan las tasas de crecimiento anual del PBI no primario, del empleo urbano en las empresas de más de 10 trabajadores, y del empleo manufacturero en estas mismas empresas, a partir de la desestacionalización<sup>16</sup> de las tres series respectivas. Como se puede ver en el mismo gráfico 2, tras superar la recesión de 1998-2000, la marcha de la economía peruana adquirió progresivamente cada vez más velocidad en el periodo 2002-2008, tanto en términos de la tasa de crecimiento del PBI no primario como en términos de la creación de empleos urbanos (y manufactureros) en las empresas de más de 10 trabajadores. Este ciclo de expansión estuvo liderado por las exportaciones y ocurrió en un contexto de muy baja inflación.

---

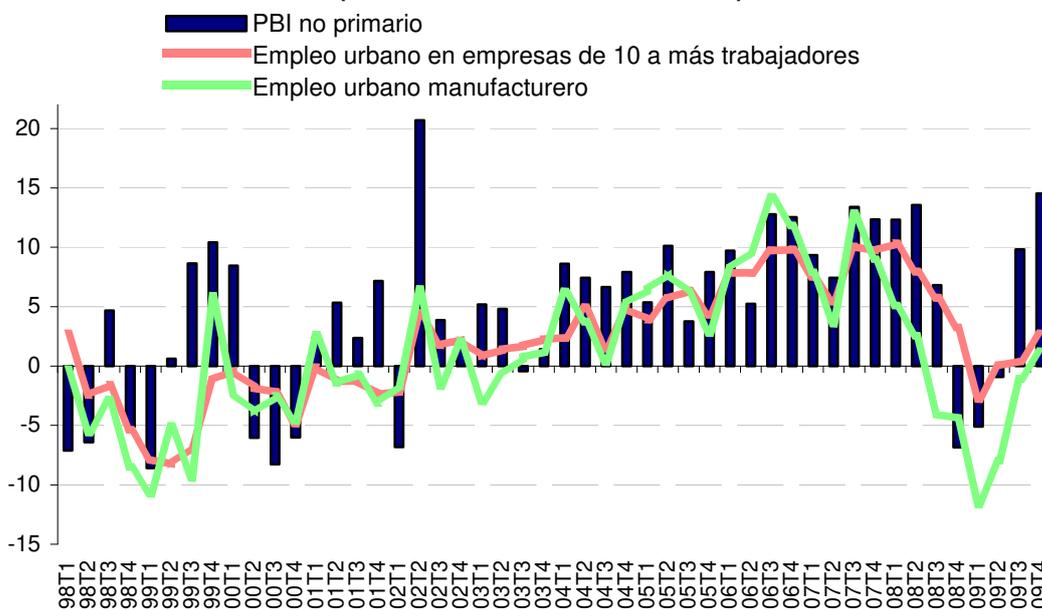
<sup>16</sup> Este procedimiento estadístico permite comparar la producción o el empleo de un trimestre cualquiera con el del trimestre anterior –que expresamos en términos anuales– y detectar así, con mayor rapidez que la comparación entre un trimestre cualquiera y el mismo trimestre del año anterior, el tránsito del auge a la recesión y viceversa.

Este prolongado auge de la economía peruana, sin precedentes en las últimas cuatro décadas, finalizó en el último trimestre de 2008 a causa del brusco descenso del valor de las exportaciones y la enorme salida de capitales generadas por la recesión global y la crisis financiera en el centro. Como se puede ver en el gráfico 2, la tasa de crecimiento del PBI no primario desestacionalizado cayó en picada en 2008 y se hizo negativa durante tres trimestres consecutivos.

Las ramas productivas que más bruscamente se desaceleraron durante el último trimestre de 2008 fueron los dos motores de la actividad económica no primaria, es decir, la manufactura no primaria, que excluye las actividades de procesamiento de recursos naturales como refinación de metales o fabricación de harina de pescado, y la industria de la construcción. En el periodo enero-junio de 2009, la manufactura no primaria, que depende también de la demanda externa, decreció en  $-10.2\%$  anual, tras haber registrado una tasa promedio de  $12.2\%$  durante los tres primeros trimestres de 2008; y la industria de la construcción solo se expandió en  $1.9\%$  en enero-junio de 2009, después de haber registrado una tasa promedio de  $18.8\%$  anual durante los tres primeros trimestres de 2008, siempre en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Gráfico 2

**PBI no primario y empleo urbano y manufacturero desestacionalizados**  
(variación trimestral anualizada)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

De acuerdo al gráfico 2, la recesión se inició en el último trimestre de 2008, continuó durante los dos primeros trimestres de 2009, y habría terminado<sup>17</sup> en el tercer trimestre de 2009. En términos de tasas anualizadas, las caídas del PBI no primario desestacionalizado durante estos 3 trimestres que duró la recesión fueron de -6.8%, -5.1% y -0.9%, respectivamente. La reducción del empleo urbano, manufacturero y total, en las empresas de más de 10 trabajadores, que se registró por primera vez desde 1998-2000, completa esta descripción de la recesión de 2008-09. Vale la pena señalar también que el empleo en las empresas manufactureras con más de 10 trabajadores empezó a contraerse antes, desde mediados de 2008, debido a su dependencia de los mercados externos y por su mayor exposición a la competencia de las importaciones; y que el inicio de la recuperación del nivel de actividad económica urbana, a partir del tercer trimestre de 2009, no había generado todavía un incremento correspondiente del empleo en las empresas de más de 10 trabajadores.

Esta brusca desaceleración de la actividad económica no solo revela la magnitud del impulso recesivo externo. También revela la poca inercia que tiene el PBI no primario de la economía peruana, debido a la inexistencia de estabilizadores automáticos como el seguro de desempleo, que existe desde hace casi un siglo en las economías avanzadas; por la influencia que las condiciones económicas y financieras externas ejercen sobre la confianza de empresarios y banqueros; y debido al gran ajuste de inventarios<sup>18</sup> que parece haber ocurrido en los sectores comercial e industrial durante el último trimestre de 2008 y los primeros trimestres de 2009.

Respecto a la magnitud del impulso recesivo inicial, si las exportaciones representan 25% del PBI nominal, y si disminuyen en 30%, el impacto directo de esta caída de las exportaciones (tanto por precios en el sector tradicional como por cantidades en el sector no tradicional) equivale a 7.5% del PBI nominal ( $0.075=0.25 \times 0.30$ ). Y como esta caída de las exportaciones tiene un efecto multiplicador promedio relativamente pequeño<sup>19</sup> sobre el resto de la economía, podríamos elevar este impacto negativo hasta 10% del PBI nominal ( $0.10=0.075 \times 1.33$ ).

Cabe señalar que, en la última década, las exportaciones totales se duplicaron hasta constituir cerca de 25% del PBI. Al mismo tiempo, aumentó el peso macroeconómico

---

<sup>17</sup> Cabe subrayar que se han introducido ciertos cambios metodológicos controvertidos que sobrestiman el PBI del sector servicios y, por tanto, el PBI no primario del año 2009.

<sup>18</sup> Se acumulan inventarios si la producción es mayor que las ventas y, viceversa, se desacumulan si la producción es menor que las ventas. Según el Reporte de Inflación del BCRP de junio de 2009, la reducción de los inventarios ocurrida en el último trimestre de 2008 y en el primero de 2009 explicaría una buena parte de la caída de la producción no primaria. Es la reducción imprevista de la demanda final, generada por el choque externo adverso, la que crea el exceso de inventarios. La liquidación de este exceso de inventarios, produciendo por debajo de las ventas, magnifica transitoriamente la reducción de la producción y el empleo.

<sup>19</sup> Este efecto multiplicador existe porque una parte de los ingresos generados en el sector exportador se gasta en el resto de la economía y/o porque el sector exportador demanda insumos intermedios al resto de la economía. Este multiplicador es relativamente pequeño (1.33 digamos) por el gran peso del enclave minero que explica un 60% del valor exportado.

del turismo y las exportaciones no tradicionales; estas últimas, cuyos sectores líderes son las confecciones y la agroindustria, crecieron hasta representar entre 5% y 6% del PBI. Estos hechos ayudan a explicar la magnitud del impulso recesivo generado en la economía del Perú urbano por la caída de las exportaciones en 2008-09, ya que tanto el empleo generado por dólar exportado como el efecto multiplicador sobre el resto de la economía que caracteriza a estas exportaciones no tradicionales y al turismo son mucho mayores que los propios de la minería. Y sugieren que los ajustes cíclicos de inventarios, tanto de bienes nacionales como importados, que están típicamente asociados a la producción industrial y al gran comercio, podrían ser más relevantes en la actualidad.

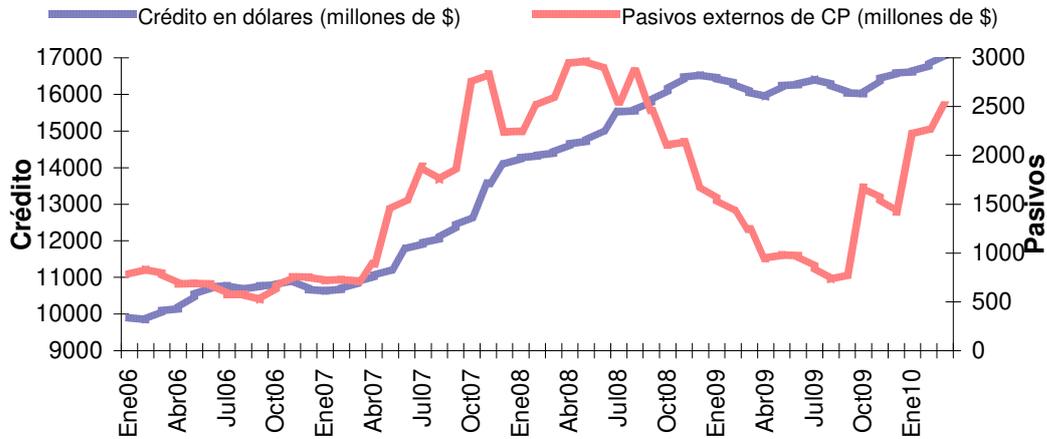
A este impulso recesivo generado por la caída de las exportaciones, hay que añadirle el otro impulso contractivo básico originado por la salida de capitales de largo y corto plazo. La salida de capitales provoca directamente una caída de la demanda interna. En primer lugar, la paralización de la inversión directa extranjera en el sector minero, causada por la profunda caída de los precios externos de los metales, disminuye la demanda de la industria de la construcción y de otros proveedores de insumos y servicios. En segundo lugar, conviene recordar que el sistema financiero peruano está dolarizado. La mitad de los préstamos bancarios a firmas y familias están denominados en dólares. Esto implica que cualquier expansión rápida de estos préstamos requiere que los bancos locales consigan fondos (adeudados o líneas de crédito de corto y largo plazo) en el exterior. Simétricamente, un recorte violento de la oferta de estos adeudados con el exterior implica que se detiene súbitamente la expansión de estos préstamos bancarios en moneda extranjera.

Un factor común detrás de las recesiones de 1998-2000 y 2008-09 ha sido el recorte abrupto de estos adeudados con el exterior. En ambos casos, este evento fue precedido por un boom de créditos locales en moneda extranjera sustentado en una expansión rápida de la disponibilidad y uso de líneas del exterior. En 1998, el recorte de los fondos externos fue precipitado por la crisis de la deuda rusa; y, en 2008, el recorte de estos fondos se produjo a raíz de la crisis financiera en Estados Unidos y Europa.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, los adeudados o pasivos de corto plazo con el exterior del sistema bancario se desplomaron (cayeron 75%) entre el segundo trimestre de 2008 y el tercero de 2009, deteniendo en seco la expansión del crédito bancario en moneda extranjera desde fines del 2008 hasta mediados del 2009; en el último trimestre de 2009 parece reiniciarse otro ciclo de expansión de estos adeudados con el exterior y de los préstamos en moneda extranjera, ciclo similar al gestado a principios de 2007.

### Gráfico 3

### Pasivos y Crédito en ME 2006-2009 (millones de dólares)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Este boom crediticio en dólares y una política fiscal expansiva fueron las fuerzas que impulsaron la demanda interna desde fines de 2006 hasta mediados de 2008. Durante 2007, el crédito bancario al sector privado en dólares se incrementó por un valor equivalente a 3% del PBI; similar ritmo de incremento se registró durante el primer semestre de 2008. Esta expansión crediticia, basada en una rápida acumulación de deuda externa de corto plazo por parte de los bancos locales, fue alentada por el Banco Central al relajar las regulaciones sobre el encaje en moneda extranjera para los adeudados al exterior<sup>20</sup>.

Estos adeudados con el exterior del sistema bancario conectan, pues, la producción y el empleo del sector no primario de la economía peruana directamente con las vicisitudes de los centros financieros de la economía mundial. Según Blanchard (2009), “uno de los canales a través de los cuales se ha propagado la crisis desde las economías avanzadas hacia las economías emergentes ha sido el recorte de las líneas de crédito que las instituciones financieras de las economías avanzadas otorgan a sus subsidiarias extranjeras, lo que ha obligado a estas últimas a vender activos financieros o, a su vez, a cortar el crédito a sus clientes domésticos”.

<sup>20</sup> En 2004 se impuso un encaje a los adeudados con el exterior de la banca comercial para evitar estos ciclos de expansión y contracción del crédito en moneda extranjera de origen externo. En 2007, esta regulación se relajó, como veremos mas adelante. En 2005, se desvinculó la remuneración al encaje en moneda extranjera, pagada por el banco central, de una tasa Libor de corto plazo, y se convirtió esta remuneración en una tasa de interés de política. Las decisiones mensuales sobre esta remuneración al encaje en moneda extranjera, que determinaba la rentabilidad de las operaciones en moneda extranjera de la banca comercial, y sobre la tasa de interés de política en soles se publicaban juntas. En 2007, esta tasa de remuneración al encaje fue, otra vez, atada automáticamente a una tasa Libor de corto plazo.

Es claro que el efecto recesivo de una salida de capitales, vía el recorte de estos adeudados con el exterior del sistema bancario, será mayor mientras mayor sea el volumen de los préstamos bancarios en moneda extranjera otorgado a firmas y familias, es decir, mientras mayor sea el grado de dolarización del sistema bancario peruano. Y también es claro que mayor será la contracción del crédito bancario que generará un recorte dado de estos adeudados con el exterior, mientras mayor sea el peso que estos adeudados tienen respecto a los depósitos como fuente de fondos prestables para los bancos locales.

Sin embargo, se ha sugerido que el Perú constituye una excepción a este fenómeno mundial del recorte abrupto de las líneas de crédito con el exterior sufrido por las economías de la periferia durante esta última crisis financiera, que es descrito en el *World Economic Outlook* del FMI correspondiente a 2009. Según esta visión<sup>21</sup>, a los bancos locales no les habrían exigido el repago de estos adeudados con el exterior, como ocurrió en tantos otros lugares<sup>22</sup>. Más bien, sería la demanda local de estos adeudados con el exterior la que habría disminuido súbitamente, ya que los bancos locales habrían decidido recortar sus préstamos en moneda extranjera a firmas y familias, sin razón alguna, justo en el pico de un auge intenso y prolongado. Curiosamente, esta disminución de la propensión a prestar de los banqueros no afectó a los préstamos en moneda nacional, que continuaron creciendo a tasas entre 25% y 40% anual desde julio de 2008 hasta julio de 2009, como se muestra en el gráfico 4.

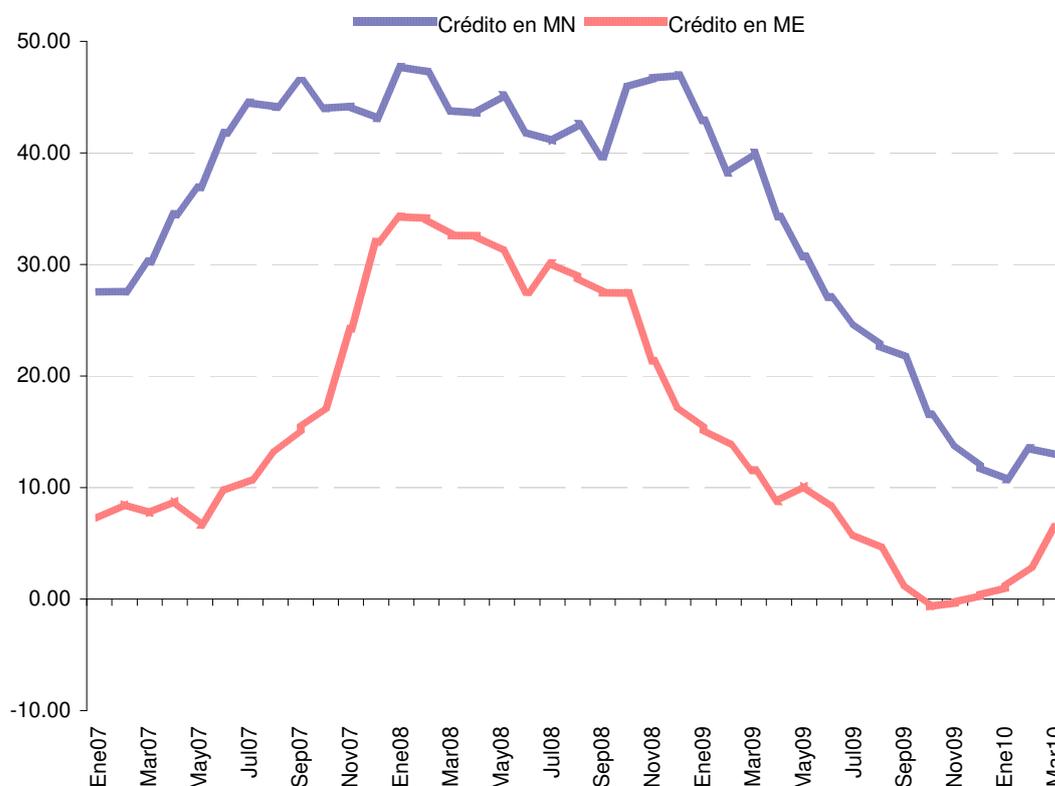
---

<sup>21</sup> Véase el Reporte de Estabilidad Financiera de mayo de 2010 del BCRP, pág. 23.

<sup>22</sup> Véase Balakrishnan et al (2009), quienes concluyen que los países de la periferia más endeudados con los países del centro son los más afectados por las crisis financieras y que las conexiones bancarias (líneas de crédito, subsidiarias locales de bancos del centro) han sido un canal mayor de transmisión en la crisis financiera de 2008-09.

Gráfico 4

**Crédito al Sector Privado en MN y ME  
(tasas crecimiento anual 1997-2009).**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

En materia de crédito bancario, la diferencia entre las recesiones de 1998-2000 y la de 2008-2009 no reside en el comportamiento del crédito en moneda extranjera, que cae en ambas por igual, sino en el comportamiento del crédito en moneda nacional. Mientras que el crédito en moneda nacional se contrajo fuertemente en la recesión de 1998, durante la última recesión el crédito en soles siguió expandiéndose; entre junio de 2008 y junio de 2010, el crédito nominal del sistema financiero al sector privado aumento en 50%. Esto tiene conexión, primero, con el hecho de que ocurriera una crisis bancaria en 1998-2000 y que no ocurriera en 2008-09; y, segundo, con las diferentes políticas monetarias aplicadas en estas dos recesiones: restrictiva en 1998-2000 y expansiva en 2008-09.

La crisis bancaria<sup>23</sup>, desencadenada por el recorte de las líneas de crédito externas a raíz de la crisis rusa, explica en buena parte esta restricción crediticia general que tipifica la recesión de 1998-2000. De los 25 bancos que existían en 1997-1998, 11 habían sido

<sup>23</sup> Para un análisis detallado de esta crisis bancaria y de la expansión crediticia que la precedió, así como de las distintas formas que asumió el rescate gubernamental, véase Rojas y Costa (2002); este texto es la fuente de los datos aquí citados. Véase también Castillo y Barco (2009), quienes sostienen que no hubo una crisis bancaria en 1998-2000.

liquidados u obligados a fusionarse dos años más tarde, entre ellos el segundo y el quinto banco por monto de depósitos a diciembre de 1997. Los préstamos impagos como porcentaje de los préstamos totales (cartera atrasada y refinanciada o reestructurada sobre colocaciones brutas) aumentaron desde un 8% en 1997 hasta un 17% en 2000; esta cartera atrasada total neta de provisiones, que era 24% del patrimonio del sistema bancario en 1997, subió hasta 41% del patrimonio en 2000.

La regulación prudencial y monetaria vigente en 1998, que ignoraba la dolarización del sistema bancario y su profunda dependencia del endeudamiento externo de corto plazo, sentó las bases para esa crisis bancaria. Y la respuesta de política monetaria de 1998-2000 –dejar subir el tipo de cambio y dejar subir la tasa de interés en moneda nacional en vez de proveer al mercado interbancario con liquidez en dólares y en soles– permitió que el súbito recorte de las líneas de crédito del exterior, un fenómeno muy similar a una corrida masiva de los depositantes, trajera consigo la iliquidez y posterior quiebra y fusión obligada de varios bancos; las corridas de los depositantes locales fueron un componente importante pero secundario de este proceso.

A pesar de que la regulación prudencial y monetaria de 2008-09 no era sustancialmente diferente de la vigente en 1998, respecto a la dolarización del sistema bancario y a su dependencia del endeudamiento externo de corto plazo<sup>24</sup>, no ocurrió una crisis bancaria en 2008-09. ¿Por qué? Porque el Banco Central suministró al mercado interbancario toda la liquidez que este requirió en dólares y en soles a raíz del drástico recorte de las líneas externas, evitando así un pánico general. Esto se hizo de manera “automática”, al hacer efectiva la tasa de interés de política o de referencia en el mercado interbancario y al limitar el alza del tipo de cambio. Y esto se pudo hacer, vale la pena repetirlo, solo porque el Banco Central tenía las reservas de divisas suficientes.

En esta perspectiva, la conexión entre el esquema de regulación prudencial de un sistema bancario semi-dolarizado y el desempeño macroeconómico de la economía peruana gira alrededor de dos rasgos claves: el fondeo externo de corto plazo de los bancos locales y el hecho de que prestan masivamente en dólares a quienes ganan en moneda domestica. Un excelente presentación de esta perspectiva, enfocada desde el ángulo de la regulación prudencial antes que el de la política macroeconómica, se encuentra desarrollada en el artículo de Cayazzo et al (2006).

#### **4. Cambios en la regulación prudencial y los riesgos de la dolarización**

La crisis bancaria de 1998-2000 demuestra que la fragilidad financiera en la economía peruana es consecuencia de la dolarización del sistema bancario, que lo hace

---

<sup>24</sup> Los bancos casan activos y pasivos por monedas, pero prestan en dólares a quienes obtienen sus ingresos en moneda local; la morosidad de los préstamos en moneda extranjera se eleva sensiblemente con el tipo de cambio; hasta 2005 no se exigían capital o provisiones extras por prestar en dólares a quien gana en moneda local; véase Cayazzo et al (2006). De otro lado, el Banco Central fomento que los adeudados con el exterior del sistema bancario local crecieran explosivamente en los auges previos a las recesiones de 1998-2000 y de 2008-09.

excesivamente vulnerable a dos eventos básicos: un alza del tipo de cambio y una corrida de los acreedores externos que suministran fondos externos de corto plazo a los bancos locales. Estos eventos usualmente están interconectados y son relativamente frecuentes en el régimen de libre movilidad de capitales instaurado desde 1990 en el Perú, si juzgamos por las últimas dos décadas.

De acuerdo a Cayazzo et al (2006), los dos principales riesgos que enfrenta el sistema bancario peruano son el riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario (una devaluación significativa eleva la tasa de morosidad de los préstamos en moneda extranjera) y el riesgo de liquidez derivado de una potencial corrida de los acreedores externos (o de los depositantes locales) similar a las ocurridas en 1998 y en 2008. La tarea de la regulación prudencial consiste, entonces, en obligar al sistema bancario a construir reservas que permitan interiorizar y mitigar ambos riesgos, vía requisitos de capital o provisiones extras y vía coeficientes de liquidez o encajes.

Si el sistema bancario no interioriza estos costos a través de la regulación prudencial, el banco central debe hacerse cargo de ellos, vía una política de acumular reservas internacionales de divisas que le permitan bloquear el alza del tipo de cambio y suministrar liquidez en dólares al sector privado real y financiero, cuando ocurren choques externos adversos. La razón macroeconómica es que una crisis bancaria asociada a una salida de capitales y a una elevación significativa del tipo de cambio implicaría una fuerte caída del nivel de actividad económica y un alza apreciable de la inflación; esto podría liquidar el crecimiento de la economía peruana por un periodo prolongado, como ha ocurrido en el pasado.

Esta fragilidad financiera se puede reducir si existe una mejor regulación prudencial que hace al sistema bancario menos dolarizado y más seguro y/o si existe un banco central con suficientes reservas de divisas (que permiten ejecutar políticas monetaria y fiscal expansivas y al mismo tiempo bloquear las presiones al alza del tipo de cambio); el banco central opera como un prestamista de última instancia cuando suministra suficiente liquidez en dólares y en soles a los bancos comerciales durante el choque externo adverso.

¿Cuánto se ha modificado la regulación respecto al tratamiento de estos dos riesgos básicos entre la recesión de 1998-2000 y la recesión de 2008-09? Como veremos a continuación, la respuesta es que muy poco. La regulación del fondeo externo de los bancos locales esta a cargo, efectivamente, del banco central<sup>25</sup> (BCRP) y la regulación del riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario esta a cargo de la superintendencia de banca y seguros (SBS).<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> La SBS impone requisitos de liquidez sobre las obligaciones de corto plazo en moneda nacional (8%) y extranjera (20%), pero el requisito de liquidez en moneda extranjera es redundante dados los altos encajes a los depósitos en moneda extranjera; véase Cayazzo et al (2006).

<sup>26</sup> Fischer (2009) discute las relaciones entre el banco central y el regulador bancario a la luz de la crisis financiera reciente. La regulación macro-prudencial debe estar a cargo del banco central.

Empezando por el riesgo de liquidez, los depósitos en moneda extranjera han estado sujetos a encajes, fijados por el banco central y mayores que los que gravan a los depósitos en moneda nacional, desde principios de los años 90. Sin embargo, la fuente alternativa de fondos prestables en moneda extranjera para los bancos locales –los adeudados con el exterior o líneas de crédito externas de corto plazo- estuvo exenta de este encaje desde principios de los años 90 hasta 2004<sup>27</sup>. Esta política de encajes diferenciales fomentó el endeudamiento externo de corto plazo de los bancos locales, aunque estas líneas externas son mucho más volátiles que los depósitos en moneda extranjera y mucho más sensibles a los choques externos adversos.

Este defecto se corrigió con las regulaciones dadas por la autoridad monetaria en 2004, que igualaron las tasas de encaje promedio y marginal (30%) aplicables a los depósitos en moneda extranjera y a los adeudados del exterior; en 2005, como hemos mencionado, también se desconectó la tasa de remuneración a este encaje de una tasa de interés externa (Libor) de corto plazo y se le convirtió en una tasa de interés de política<sup>28</sup>. Sin embargo, estas regulaciones fueron modificadas y flexibilizadas en 2007<sup>29</sup>, para retornar al status quo previo a 2004, cosa que fomentó un boom de crédito en moneda extranjera durante 2007-2008 basado en la expansión de los adeudados del exterior. Cabe recordar que en el boom de crédito en moneda extranjera previo a la recesión de 1998-2000, los adeudados con el exterior de la banca comercial estaban exentos del encaje que gravaba a los depósitos en dólares. Por lo tanto, podemos concluir que no existe una diferencia relevante entre ambas coyunturas precrisis, la de 1996-97 y la de 2007-08, respecto a la regulación del fondeo externo de los bancos locales por parte del banco central.

La evolución de la regulación del fondeo externo de los bancos locales en el periodo reciente es, sin embargo, más complicada y se puede dividir en tres fases. La primera fase de flexibilización, que ocurre en 2007, es la que hemos descrito; esta determina el crecimiento explosivo de los adeudados con el exterior. La segunda fase ocurre durante la primera mitad del 2008 cuando el banco central lucha contra la apreciación de la

---

<sup>27</sup> Según la Circular BCRP 011-96-EF/90 del 28/03/1996 no estaban sujetos a encaje los adeudados o créditos del exterior otorgados por bancos centrales, gobiernos y organismos gubernamentales del exterior, organismos financieros internacionales o entidades financieras del exterior.

<sup>28</sup> La Circular BCRP 005-2004 del 22/03/2004 homogenizó el trato de las obligaciones domésticas y externas en moneda extranjera. La Circular 019-2004-EF/90 del 27/10/2004 estableció el cambio de base al mes de septiembre para la tasa de encaje implícita y el incremento del encaje marginal de 20% a 30% para los adeudados con el exterior. La Circular 008-2005-EF/90 del 27/05/2005 independizó la remuneración al encaje en moneda extranjera de la tasa Libor y la fijó en 2.25% anual.

<sup>29</sup> La Circular BCRP 020-2007-EF/90 del 28/09/2007 eliminó el límite de exoneración de encaje aplicable a los valores y deuda subordinada sujetos a régimen especial hasta por el 75% del capital y reservas si tenían plazo promedio igual o mayor de 2 años; excluyó de las obligaciones sujetas a encaje a los créditos de plazo promedio igual o mayor a 2 años recibidos de entidades financieras del exterior distintas a bancos centrales, gobiernos, organismos financieros internacionales, entidades financieras internacionales y entidades gubernamentales del exterior. Y estableció precisiones respecto a la definición de entidades del exterior cuyos recursos prestados a las entidades locales estaban exonerados de encaje: organismo financiero internacional (multilateral creado por 2 o más estados), entidad financiera internacional (cuando participa el estado o el banco central con más del 50%), entidad gubernamental (financiamiento del desarrollo y comercio exterior). Así, una fracción creciente de los adeudados con el exterior fue exonerado de encaje.

moneda local causada por la entrada masiva de capitales (adeudados y otros) y los altos precios internacionales de las materias primas de exportación. En esta segunda fase, el banco central endurece las normas sobre encajes que había flexibilizado previamente<sup>30</sup>. En la tercera fase, cuando los capitales salen masivamente del país en la segunda mitad del 2008, el banco central vuelve a flexibilizar estas normas<sup>31</sup> para impedir la fuga, sin mayor éxito, cosa que también se había intentado en 1998-99. Para que los capitales no salgan del país en coyunturas de crisis externas, si de adeudados al exterior se trata, la única solución consiste en evitar que entren.

En cuanto al riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario, durante el periodo 1990-2005 no se exigieron requisitos de capital extras o provisiones<sup>32</sup> extras por prestar en moneda extranjera, en vez de prestar en moneda nacional, a quien tiene sus ingresos denominados en moneda nacional. El regulador prudencial de los bancos (SBS) no acepto la existencia de este riesgo consustancial a la dolarización financiera (que la morosidad depende directamente del tipo de cambio) ni siquiera después de la crisis bancaria de 1998-2000. Recién en 2005, la SBS emitió una norma que imponía una provisión específica sólo a los préstamos en moneda extranjera, clasificados como normales, donde el riesgo cambiario de los deudores no hubiese sido identificado por la entidad bancaria que los otorgaba<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup>La Circular BCRP 010-2008-EF/90 del 01/02/2008, por ejemplo, incrementa la tasa de encaje mínimo legal (sin remuneración al encaje) en ambas monedas de 6% a 7%; eleva la tasa de encaje marginal de 30% a 40%; e incluye a las operaciones de reporte, pactos de recompra y a todas las operaciones con sucursales del exterior entre las obligaciones sujetas a encaje; y reduce la remuneración del encaje adicional al mínimo legal a Libor 1m - 0.875%. La Circular BCRP 031-2008-EF/90 del 25/07/2008, por ejemplo, incrementa la tasa de encaje mínimo legal a 9%; establece una tasa de encaje de 9% para los créditos procedentes de fuentes del exterior con plazo igual o mayor a 2 años hasta un límite de una vez el patrimonio efectivo y se incrementa el encaje marginal hasta 49%.

<sup>31</sup> La Circular BCRP 038-2008-EF/90 del 26/09/2008, por ejemplo, exonera de encaje a las obligaciones del exterior con plazos promedio de entre 2 y 7 años hasta por un límite de 2 veces el patrimonio efectivo, entre moneda nacional o extranjera. La Circular BCRP 043-2008-EF/90 del 20/10/2008, por ejemplo, reduce la tasa de encaje marginal de 49% a 35% para los adeudados en moneda extranjera, que cae hasta 30% en diciembre de ese mismo año. La tasa de encaje mínimo legal también se reduce.

<sup>32</sup> El regulador obliga a clasificar los créditos en categorías de menor a mayor riesgo de impago. Las provisiones exigidas aumentan con el riesgo de impago; estas pueden reducirse si hay garantías que amortiguan la pérdida causada por el préstamo impago. Las provisiones son gastos que disminuyen las utilidades del banco, aunque no implican salidas de efectivo. Un mayor requerimiento de provisiones (acumuladas) para los créditos implica que los bancos tendrán una menor capacidad para prestar, si desean mantener su tasa de reparto de dividendos y todas las demás condiciones se mantienen. A mayor saldo de provisiones acumuladas, mayor será la capacidad para absorber pérdidas por préstamos incobrables.

<sup>33</sup> Resolución 041-2005 del 14/01/2005. Esta norma obligó a que cada entidad bancaria: (i) adopte un sistema de control para las colocaciones en moneda extranjera que identifique, mida, y reporte adecuadamente sus niveles de exposición, (ii) establezca procedimientos internos explícitos para calificar, conceder y monitorear los créditos en moneda extranjera, y (iii) se apliquen unas mínimas provisiones específicas por este concepto sólo a las posiciones cuyo riesgo cambiario-crediticio no haya identificado por cada entidad y no cumpla determinadas características que la exoneren de dicho requerimiento. Para cumplir con estos requerimientos, cada una de las entidades debía establecer sus propios criterios para: (i) calificar y conceder un crédito en moneda extranjera, (ii) efectuar un choque cambiario de 20% sobre su capacidad de pago y (iii) tomar las acciones correctivas que consideraran pertinentes sobre la calificación crediticia y las condiciones de concesión para los deudores que se afecten de modo sustancial, a criterio de cada entidad. Más aún, la pequeña provisión adicional obligatoria que se creó por este concepto se reducía o se eliminaba en función a las garantías

La información publicada por la SBS no permite evaluar cual ha sido el impacto real de esta norma. Cálculos gruesos<sup>34</sup> sugieren que el requerimiento adicional de provisiones generado por esta norma en 2005 no llegaría ni al 0.3% del total de créditos, si las entidades bancarias hubieran optado por no identificar la exposición al riesgo cambiario de cada uno de sus deudores, proceso de identificación que podría ser más costoso<sup>35</sup>. Como referencia, cabe mencionar que las provisiones acumuladas representaban el 5% del total de créditos a fines de 2005. De otro lado, la misma norma permite que las entidades bancarias discrecionalmente eviten la constitución de estas provisiones si optan por declarar que, bajo alguna metodología interna, han identificado el riesgo cambiario de sus deudores. Según Jiménez (2005), para mantener intacta la solvencia de las entidades de crédito, durante el periodo 1994-2004, ante un alza del tipo de cambio real de 20%, las provisiones adicionales debieron equivaler al 8.4% del total de créditos en moneda extranjera que mantuvo cada entidad.

En suma, aquí tampoco parece haber habido un cambio relevante que reduzca la vulnerabilidad del sistema bancario semi-dolarizado ante un alza del tipo de cambio; y tampoco hay evidencias de que esta norma del 2005 sobre la regulación del riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario haya establecido alguna forma estandarizada de medir dicho riesgo<sup>36</sup> o haya moderado en alguna forma la espectacular expansión crediticia en moneda extranjera de 2007-08<sup>37</sup>.

La alternativa a esta norma sobre provisiones extras para los préstamos en moneda extranjera, sin dientes aparentes, sería exigir un mayor requerimiento de capital para los préstamos en moneda extranjera, como proponen Cayazzo et al (2006). Estos autores sostienen que los bancos deben tener suficiente capital para poder absorber las pérdidas potenciales en el valor de los préstamos en moneda extranjera causadas por un alza inesperada del tipo de cambio<sup>38</sup>. Respecto a la forma de lograr este objetivo, Cayazzo et al (2006) indican que “es preferible un enfoque en el que se utilizan ponderaciones de

---

involucradas (0.0% por posiciones con garantías autoliquidables o Mivivienda, 0.25% si tenía garantías de muy rápida realización, 0.50% si tenía garantías preferidas y 1.00% para el resto).

<sup>34</sup> Este cálculo toma en cuenta la tasa de provisión promedio ponderada por los créditos en función al tipo de garantía constituida que la SBS considera elegible para efectuar provisiones menores o incluso no efectuarlas y la proporción de créditos clasificados en Normal.

<sup>35</sup> En 2005, los deudores comerciales eran 52,125 de un total de 2.2 millones. Con la Circular B-2145-2005 del 26/05/2005, se aprobó un Plan de Adecuación donde se precisó que: (a) la reclasificación por exposición a riesgo cambiario sólo era aplicable a los deudores de créditos comerciales, más no a los créditos hipotecarios, donde la dolarización es alta, de consumo o a microempresas, y (b) esta reclasificación procedía solo si la capacidad de pago se afectara de modo sustancial, lo que relaja la definición conservadora de exposición de un deudor al riesgo cambiario.

<sup>36</sup> Véase Jiménez (2003), donde se establecen lineamientos metodológicos para determinar el nivel de exposición al riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario.

<sup>37</sup> García-Escribano (2010) intenta captar el potencial efecto negativo de estas mayores provisiones sobre la dolarización de los préstamos hipotecarios vía una variable dummy, que podría reflejar otros factores, en el marco de un enfoque de vectores auto regresivos (VAR) que explica la desdolarización.

<sup>38</sup> A los bancos y otras entidades de crédito se les exige un mínimo de capital que depende del volumen ponderado de operaciones que desean efectuar y retener en sus balances. En el Perú, este capital regulatorio se denomina patrimonio efectivo y esta conformado por el capital aportado por los accionistas, más los beneficios o utilidades acumuladas que no hayan sido repartidos, más la deuda subordinada contraída con terceros que cumpla determinadas características, menos las inversiones no minoritarias de la entidad en sus empresas relacionadas, más una porción máxima de las provisiones genéricas constituidas. Si las entidades de crédito desean incrementar los préstamos que otorgan, entonces deben aumentar su capital mínimo.

riesgo mas altas para los activos que sean mas sensibles al riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario”<sup>39</sup>.

Según Jiménez (2005), esto implicaría que si un crédito en moneda nacional tuviera una ponderación de 100% para efectos de cálculo de los activos ponderados por riesgo, un crédito en moneda extranjera (que no fuera identificado por el banco como no expuesto a riesgo cambiario) debería tener un ponderación de 202% para sobrevivir a un periodo de estrés similar al experimentado por la banca en 1997-2001<sup>40</sup>. Según Cayazzo et al (2006), de 17 países con sistemas bancarios dolarizados, estos requisitos de capital extras solo se aplican en Uruguay que, en 2005, aprobó una ponderación de 125% para los créditos en moneda extranjera.

Según Cayazzo et al (2006), “como la supervisión prudencial solo puede mitigar algunos de los riesgos que surgen de la dolarización, las medidas prudenciales pueden requerir un plan mas amplio de mediano plazo diseñado para promover el uso de la moneda local”. Sobre este asunto, véase Armas y Grippa (2006).

## 5. Comparando cuatro recesiones

Es ilustrativo comparar esta última recesión con las tres anteriores ocurridas en la economía peruana desde 1980, tanto en términos de su severidad (magnitud de la caída del PBI) como de su duración. Estas cuatro recesiones se muestran en el gráfico 5, donde el PBI no primario desestacionalizado del trimestre previo al inicio de cada recesión se hace igual a 100. La recesión actual ha sido denominada García 2 (2008.4-2009.2).

Las tres recesiones anteriores son las que hemos denominado Belaunde, que dura 8 trimestres (se inicia en 1982.2 y termina en 1984.1), García1 que dura 11 trimestres e incluye los efectos del infame “fujishock”<sup>41</sup> (se inicia en 1988.1 y termina en 1990.3), y Fujimori que dura 12 trimestres (se inicia en 1998.1 y termina en 2000.4). La definición

---

<sup>39</sup> Si el capital mínimo exigido por el regulador es 8% del total de activos, que están compuestos por préstamos en moneda nacional (50 soles) y préstamos en moneda extranjera (50 soles), entonces, el capital mínimo es igual a 8 soles ( $8=0.08 \times 1 \times 50 + 0.08 \times 1 \times 50$ ); ambos tipos de préstamos tienen aquí la misma ponderación por riesgo igual a (1). Si se aceptase que los préstamos en moneda extranjera son el doble de riesgosos, el capital mínimo sería igual a 12 soles ( $12=0.08 \times 1 \times 50 + 0.08 \times 2 \times 50$ ); aquí, los préstamos en moneda extranjera tienen una ponderación igual a (2). Esta exigencia de mayor capital, todo lo demás constante, reduce la rentabilidad de las operaciones en dólares.

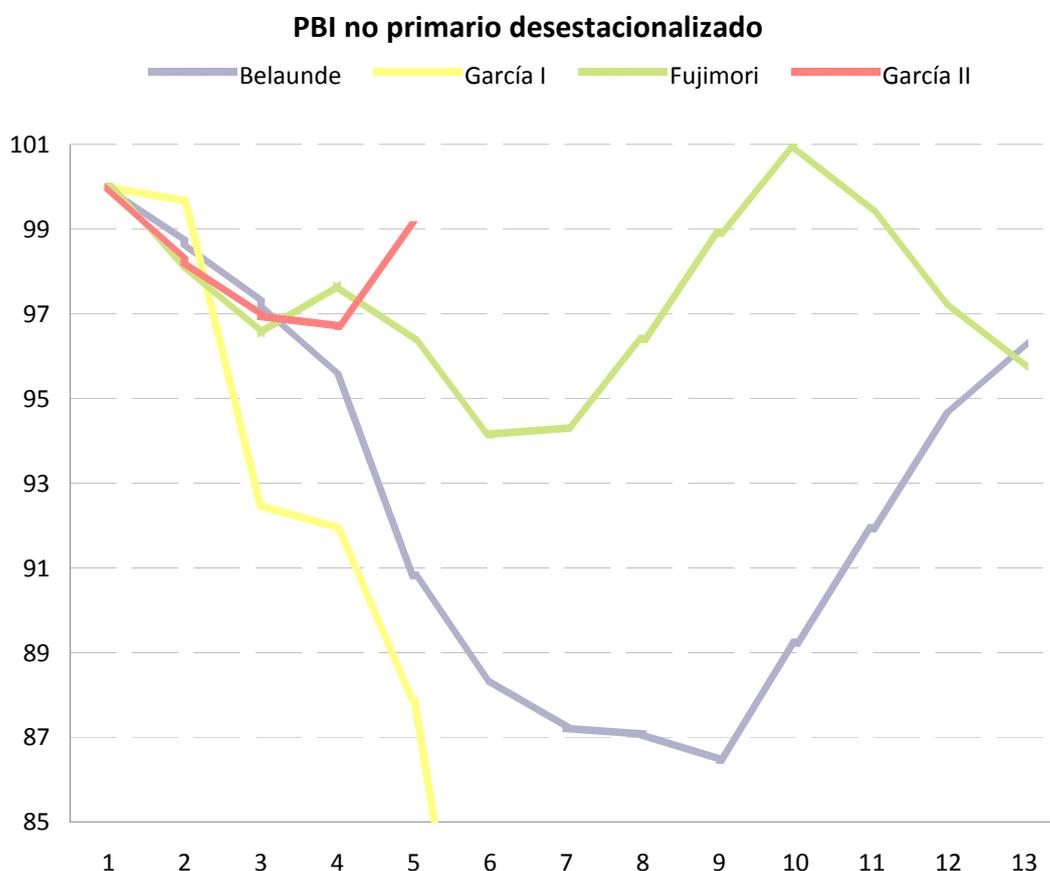
<sup>40</sup> La sensibilidad de la mora crediticia en moneda extranjera llegó a alcanzar el 11.1% frente a un choque del tipo de cambio real de 20%, en tanto que el requerimiento de capital regulatorio mínimo era de 9.1% (palanca máxima de 11 veces). Recientemente, el requerimiento mínimo ha sido establecido en 10% (palanca máxima de 10 veces), de modo que la nueva ponderación equivalente para los créditos en moneda extranjera que no fueran identificados como no expuestos a riesgo cambiario sería de 222%.

<sup>41</sup> El “fujishock”, como se le denominó popularmente, fue un choque de oferta negativo de magnitudes catastróficas ejecutado por el nuevo gobierno de Fujimori, que violó así sus promesas electorales. En octubre de 1990, los precios al consumidor en Lima Metropolitana se multiplicaron por 5 debido básicamente a que los precios de los combustibles, que eran fijados por el gobierno, se incrementaron en 30 veces. Los salarios reales y el consumo se desplomaron. En setiembre de 1988, durante el primer gobierno de Alan García, el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana se duplicó en un solo mes ante un choque de oferta negativo de características similares.

operativa de recesión que hemos usado es una caída del PBI no primario desestacionalizado que se extiende por más de 2 trimestres consecutivos, lo que permite excluir dos mini-recesiones ocurridas en 1985 y en 1992. No hay una regla simple para fechar el final de estas tres recesiones, ya que dos de ellas (García1 y Fujimori) tienen forma de W: la producción agregada cae, luego se expande, y vuelve a caer. En estos casos, hemos atendido al contexto macroeconómico para fechar el fin de la recesión; así, hemos incorporado el “fujishock” y sus secuelas recesivas al episodio de la hiperinflación iniciada en 1988 y hemos unido la recesión posterior a la frustrada segunda reelección de Fujimori con la contracción iniciada en 1998 a raíz de las crisis asiática y rusa.

**Gráfico 5**

**Perú: las cuatro últimas recesiones.**



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

El gráfico 5 permite apreciar que la recesión García1 pertenece a otra especie. Caídas del producto agregado, medidas entre el pico del auge previo y el piso de la recesión, equivalentes a casi 5% del PBI trimestral pico, como ocurre en la recesión Fujimori, o incluso equivalentes a 13% del PBI trimestral pico, como ocurre en la recesión Belaunde, no son comparables con una caída del orden del 40%, como ocurre con García1 (donde el piso es el trimestre del “fujishock”). Ciertamente, esto no implica, por ejemplo, que el empleo disminuyese poco durante la recesión Fujimori (1998.1-2000.4);

comparado con el nivel registrado antes del inicio de la recesión, el índice de empleo en las empresas de más de 10 trabajadores (serie que se inicia en 1997) cayó hasta un máximo de 12% (en 2002); y recién en 2006 se recuperó el mismo nivel de empleo registrado antes de la recesión.

Juzgando por los tres primeros trimestres, el principio de la recesión de 2008-09 es perfectamente comparable con los principios de la recesión Fujimori o de la recesión Belaunde. Estas tres recesiones tienen un origen común: choques externos adversos que incluyen tanto una caída de exportaciones como una salida de capitales del país. Lo que las distingue es la política macroeconómica que se aplicó en respuesta a este choque externo. En la recesión Belaunde, la respuesta de política monetaria y fiscal (que operó básicamente como un inmenso choque de oferta negativo al subir el tipo de cambio y los precios de los combustibles y otros bienes producidos por empresas estatales) se sumó al impulso contractivo generado por el choque externo; de allí, la severidad y la extensión de esta recesión que estuvo asociada a una fuerte aceleración de la tasa de inflación, que saltó de 60% anual en 1982 a 120% anual en 1983.

En la recesión Fujimori, la respuesta de política monetaria (subir el tipo de cambio y la tasa de interés<sup>42</sup>) agravó el impulso contractivo inicial pero la política fiscal, vinculada orgánicamente al intento frustrado de reelección de Fujimori, fue expansiva al principio; finalizado el proceso electoral se aplicó la tradicional política fiscal contractiva (véase Dancourt y Jiménez 2001); de allí, la forma de W que tiene esta recesión, que también está vinculada a una crisis bancaria. Cabe remarcar que esta recesión Fujimori es la primera, de todas las ocurridas desde 1950, que va acompañada de una disminución de la inflación, que cae desde un 7-8% anual a principios de 1998 hasta un 3-4% anual a fines de 2000, a pesar de que ocurre una devaluación de casi 30% entre fines de 1997 y principios de 2000.

Como se puede apreciar en el gráfico 5, la recesión de 2008-09 ha sido la menos severa y la menos extensa de todas las registradas desde 1980, por amplia diferencia. Durante esta recesión, como veremos a continuación, se han aplicado políticas monetarias y fiscales keynesianas por primera vez en 60 años, aunque con rezagos y errores. Ese es uno de sus rasgos distintivos. El otro rasgo distintivo es que, como se ha mencionado, esta recesión de 2008-09 no estuvo precedida por una crisis cambiaria. Las políticas monetarias y fiscales keynesianas, erigidas sobre la masiva venta de dólares realizada por el Banco Central durante 2008-09, explicarían que la última recesión haya sido la menos severa y la menos extensa de todas las ocurridas desde 1980. Esto, a pesar de que el choque externo adverso (caída de exportaciones y salida de capitales) sufrido por la economía peruana durante 2008-09 haya sido el más potente de todos los que hemos visto en los últimos 60 años; ciertamente, hay que tener en cuenta que la duración de este choque externo adverso ha sido relativamente breve.

---

<sup>42</sup> La tasa de interés interbancaria promedio subió desde un 11.6 % anual en el segundo semestre de 1997 hasta un 15.5 % anual en el primer semestre de 1998; y volvió a subir hasta un 22.5% anual en el segundo semestre de 1998.

## 6. La respuesta de política macroeconómica

Además del choque externo adverso que impactó simultáneamente sobre el sector real y el financiero, existen factores internos que explican de manera secundaria la repentina liquidación de ese prolongado auge experimentado por la economía peruana y el rápido tránsito a una recesión a partir del último trimestre de 2008. El más importante de estos factores es, quizás, la inoportuna política fiscal contractiva ejecutada durante el último trimestre de 2008 por el ministro Valdivieso, política que consistió en un recorte del gasto público y en un alza de los impuestos a los combustibles. Un punto que merece destacarse es la caída de la inversión pública a cargo del gobierno central en 18% durante el último trimestre de 2008, respecto al mismo periodo del año anterior.

Cuadro 2  
**Perú: Ingresos y Gastos del Gobierno General**  
(como porcentaje del PBI)

	2008					2009				
	I	II	III	IV	Año	I	II	III	IV	Año
1. Ingresos Corrientes	20.9	21.9	21.1	19.5	20.9	19.8	19.3	17.9	17.6	18.6
a. Tributarios	15.9	16.8	16.1	15.1	16.0	15.1	14.4	13.3	13.7	14.1
2. Gastos No Financieros (GNF)	14.3	15.2	18.4	21.2	17.3	16.6	16.7	19.6	24.8	19.6
a. Gastos de Capital	2.2	3.2	4.2	6.6	4.1	3.1	4.2	5.6	9.5	5.7
3. Resultado Económico	4.6	5.7	1.2	-3	2.1	-1.5	1.8	-3.3	-8.1	-2.1
4. Variación % anual GNF*	9%	30%	14%	-30%		55%	-4%	18%	51%	

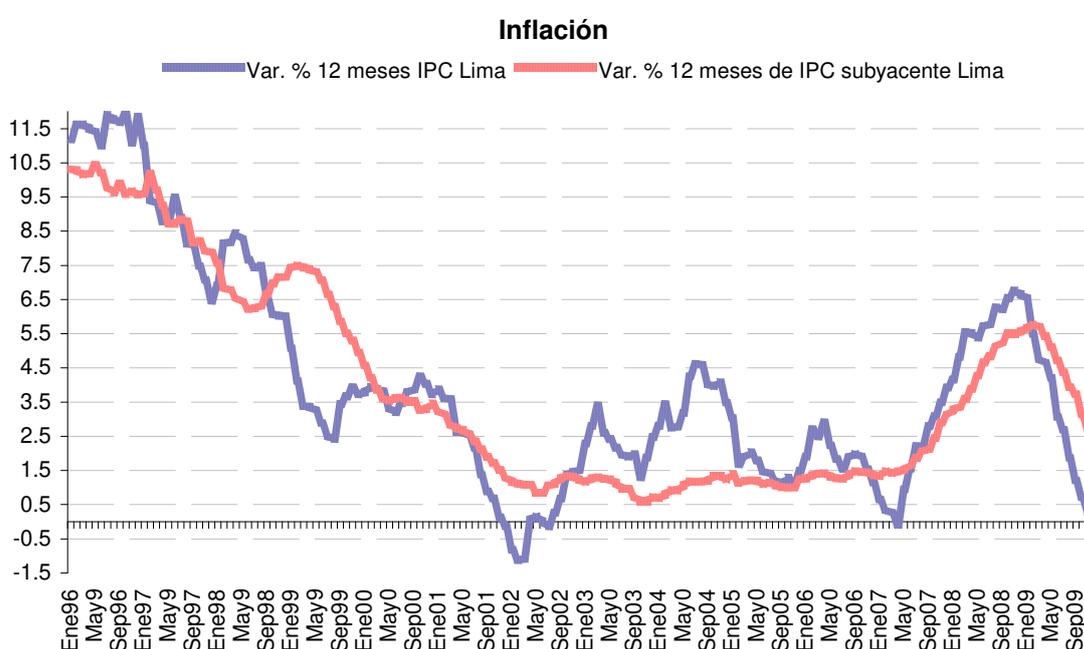
\*Variación trimestral anualizada del GNF real desestacionalizado  
Fuente: BCRP, Nota Semanal.

El cuadro 2 registra las huellas del proceso de expansión del gasto público puesto en marcha por el ministro Carranza en 2006. El gasto no financiero total (GNF), que comprende salarios, bienes y servicios, e inversión pública, crecía a una tasa que oscilaba entre 9% y 30% anual en los tres primeros trimestres de 2008. Esta expansión fiscal, junto con el boom del crédito en moneda extranjera, explican que el crecimiento de la economía urbana (medido por el PBI no primario) se acelerara desde un 7-8% anual durante 2005-06 hasta un 10% anual durante 2007-08.

El ajuste fiscal del ministro Valdivieso –que se refleja en esa tasa de crecimiento negativo del gasto no financiero desestacionalizado de -30% en el último trimestre de 2008– estaba destinado a enfriar esta economía recalentada y bajar así la tasa de inflación, que se había disparado desde un 1% anual a mediados de 2007 hasta un 7% anual a fines de 2008, medida por el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana (véase el gráfico 6). Justo a inicios de 2007, el Banco Central había rebajado el límite superior de su meta de inflación de 3.5% a 3% anual. Como las clases populares carecen de toda protección institucionalizada contra una aceleración de la

inflación (no existe indexación del salario mínimo legal ni de las pensiones de jubilación a la inflación pasada, etc.), y como la inflación estaba liderada por los alimentos que tienen un peso mayor en la canasta de los estratos populares, este proceso provocó una reducción del poder de compra de estos estratos, un descontento masivo y una sustancial merma de la popularidad del presidente García. De allí, el cambio en el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) de Carranza por Valdivieso, el ajuste del gasto público y la adopción de otras medidas, como el subsidio a los combustibles importados o las rebajas generalizadas y unilaterales de aranceles a las importaciones; no hubo, sin embargo, aumentos del salario mínimo o las pensiones de jubilación pagadas por el gobierno.

Gráfico 6



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Esta alza de la inflación respondía, en parte, a un choque de oferta negativo (subida de alimentos y combustibles importados) y, en parte, a una considerable presión de demanda, como lo revela la paulatina elevación de la inflación subyacente (que excluye del índice de precios al consumidor los precios más volátiles de combustibles, alimentos frescos y otros) desde menos de un 2% anual a inicios de 2007 hasta casi un 6% anual a fines de 2008 y principios de 2009. Muchos economistas peruanos que han conocido toda clase de inflaciones cambiarias e hiperinflaciones, pero que no habían visto nunca una autentica inflación por demanda de libro de texto como esta última, se resisten todavía a este diagnóstico.

En 2004 ocurrió también un choque de oferta negativo similar (alza de alimentos y combustibles importados), pero la economía urbana no crecía a un ritmo chino de un

10% anual como en 2007-2008, sino a una tasa menos espectacular de un 5% anual. Como resultado, la inflación subyacente, que por construcción es más sensible a las presiones de demanda que la inflación total, se elevó muy poco durante 2004 en abierto contraste con lo que ocurrió en 2007-2008 (véase el gráfico 6).

Fue en esas circunstancias –mientras el debate macroeconómico interno giraba alrededor de cómo encarar el aumento de la inflación en una economía que crecía demasiado rápido– que el choque externo adverso empezó a desplegar sus efectos sobre la economía peruana. Desconcertado ideológicamente, el gobierno de García adoptó la línea dura de negar de plano cualquier impacto adverso que la crisis mundial pudiera tener sobre la economía peruana. “Estamos blindados”, repetían los discursos oficiales. Mientras tanto, altos funcionarios del Ministerio de Economía sugerían públicamente que el choque externo adverso, más el ajuste fiscal que se llevaba a cabo, colocarían suavemente a la economía peruana en una trayectoria de crecimiento sostenible igual a la tasa de expansión del producto potencial, que se calculaba cerca de 7% anual. En el Reporte de Inflación de setiembre de 2008 se proyectaba que la economía peruana crecería 6.5% durante el año 2009.

Esta negación sistemática de los eventuales impactos de la crisis económica mundial generó una respuesta de política macroeconómica que abrió las puertas a la recesión. En una primera etapa, durante el segundo semestre de 2008, la mezcla de política macroeconómica consistió en reducir el gasto público y elevar los impuestos a los combustibles, mantener constante la tasa de interés de referencia que el Banco Central había elevado progresivamente hasta 6.5% anual para combatir la inflación y, por último, vender agresivamente dólares para impedir un alza significativa del tipo de cambio –factor que también hubiera podido echar más leña al fuego de la inflación–. Es decir, cuando ya existía cierta evidencia que permitía actuar preventivamente con una política monetaria y fiscal expansivas<sup>43</sup>, no se redujo la tasa de interés ni se incrementó el gasto público para amortiguar los impulsos recesivos que la caída de exportaciones y la salida de capitales iban a originar inevitablemente, según enseña la experiencia. Ciertamente, como ya se ha mencionado, la masiva venta de dólares por parte del Banco Central moderó los impulsos recesivos generados por la salida de capitales e impidió una crisis cambiaria que, de haber ocurrido, hubiera torcido completamente la trayectoria de corto plazo de la economía peruana, tal como sucedió en la recesión de 1998-2000.

Cuadro 3  
**Cambios en la tasa de referencia del Banco Central**  
**(1% = 100 puntos básicos)**

	Brasil	Colombia	Chile	México	Perú	Australia	Canadá	Corea
2008.3	50	25	150	75	75	-25	0	25
2008.4	0	-50	0	0	0	-275	-150	-225

<sup>43</sup> Véase, por ejemplo, los artículos del profesor Waldo Mendoza en el diario *La República* durante el último trimestre de 2008.

2009.1	-250	-250	-600	-150	-50	-100	-100	-25
2009.2	-200	-250	-150	-200	-300	-25	-25	0

Fuente: Reporte Inflación, junio 2009.

Enfrentados a este mismo choque externo adverso, otros bancos centrales, que operan en condiciones similares a las peruanas, bajaron sus tasas de interés uno o dos trimestres antes que en el Perú, como se puede ver en el cuadro 3; y muchos de ellos también vendieron dólares<sup>44</sup>. Estos bancos aplican el mismo sistema de metas de inflación que el peruano y operan en economías exportadoras, de materias primas o de manufacturas, donde existe una fluida movilidad internacional de capitales.

La idea básica es que, en estas circunstancias, la autoridad monetaria tiene dos instrumentos de política independientes: la venta de dólares esterilizada y la tasa de interés de corto plazo<sup>45</sup>. El primer instrumento se usa para combatir un alza excesiva del tipo de cambio y el segundo instrumento se usa para combatir la recesión. Un choque externo adverso (salida de capitales y caída de las exportaciones) presiona al alza el tipo de cambio y, al mismo tiempo, genera un impulso recesivo. Para combatir ambos efectos del choque externo adverso se requieren los dos instrumentos: la venta de dólares y la rebaja de la tasa de interés. En el caso peruano, el primer instrumento fue usado oportunamente por el banco central (BCRP) pero el segundo fue usado con retraso.

El BCRP<sup>46</sup> ha argüido que una rebaja decisiva y temprana de la tasa de interés hubiera alentado una mayor salida de capitales del país y, por ende, habría sido mayor la presión alcista sobre el tipo de cambio. La receta tradicional era mantener alta la tasa de interés hasta que los capitales dejaran de salir o retornaran. Es cierto que una rebaja de la tasa de interés puede alentar la salida de capitales. Pero el remedio no consiste en mantener alta la tasa de interés o subirla sino en vender más dólares para contrarrestar la salida de capitales; se requiere tener suficientes reservas de divisas para poder aplicar una política monetaria expansiva en medio de un choque externo adverso. En caso contrario, en la periferia no se podrá aplicar políticas monetarias keynesianas durante una recesión si salen los capitales<sup>47</sup>.

<sup>44</sup> Para una descripción de las políticas monetaria y fiscal aplicadas en Latinoamérica ante este choque externo adverso, véase “Perspectivas Económicas: las Américas”, FMI, 2009.

<sup>45</sup> Este argumento surge de un modelo Mundell-Fleming con libre movilidad de capitales donde los activos financieros internos y externos son sustitutos imperfectos entre sí. Véase, Krugman y Obstfeld (2001), cap. 17, donde el banco central tiene dos instrumentos: puede fijar la tasa de interés y puede comprar o vender dólares esterilizados para influir sobre el tipo de cambio. En la versión del modelo Mundell-Fleming donde los activos financieros domésticos y externos son sustitutos perfectos entre sí (ambos activos rinden igual en la misma moneda), no hay lugar para el segundo instrumento de la política monetaria, la compra-venta de dólares esterilizados; véase Blanchard (2006).

<sup>46</sup> Véase la carta del BCRP en el diario *La República* (28/6/2009), que responde a un artículo del profesor Waldo Mendoza, donde este criticaba el retraso en la rebaja de la tasa de interés.

<sup>47</sup> Este es un punto básico de Mundell (1961). Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) muestran que las políticas fiscales y monetarias aplicadas en la periferia durante 1960-2003 son contractivas (expansivas) cuando salen (entran) los capitales.

El banco central de una economía como la peruana, con un sistema financiero muy dolarizado, no tiene la opción de dejar que el tipo de cambio suba libremente impulsado por el choque externo adverso. Un banco central como el peruano tiende naturalmente a clasificar como excesivos incrementos del tipo de cambio que, en otras economías donde los sistemas financieros operan en moneda nacional, no serían considerados como tales. Hay dos efectos de un alza del tipo de cambio que están detrás de esta tendencia<sup>48</sup>: un efecto inflacionario, que se explica porque hay un importante componente importado (directo de bienes finales o indirecto de insumos) en el índice de precios al consumidor de una economía pequeña como la peruana; y un efecto recesivo denominado hoja de balance. Este último efecto se refiere a que un alza excesiva del precio del dólar en soles eleva bruscamente la carga de la deuda para firmas y familias que obtienen sus ingresos en moneda local pero tienen sus deudas denominadas en dólares. Este aumento de la carga de la deuda –la fracción del ingreso que se destina al servicio de la deuda– reduce la demanda agregada (consumo e inversión) y, además, puede incrementar fácilmente la cartera pesada (los préstamos impagos como fracción de los préstamos totales) de los bancos y amenazar así la estabilidad del sistema bancario.

Existe, finalmente, un tercer efecto expansivo del alza del tipo de cambio que ocupa un lugar destacado en los libros de texto de macroeconomía. Cuando sube el tipo de cambio, si los salarios nominales permanecen constantes, se abaratan los bienes nacionales respecto a los extranjeros, se eleva la demanda de bienes nacionales en los mercados interno y externo, y eso estimula su producción<sup>49</sup>.

Como el efecto expansivo tiende a operar más lentamente que el efecto inflacionario o que el efecto hoja de balance, la hipótesis más razonable, para una economía dolarizada como la peruana, es que una devaluación significativa será recesiva y tendrá un impacto inflacionario en el corto plazo<sup>50</sup>. No es simple, sin embargo, establecer cuál es el límite que define esta “devaluación significativa”.

En estas condiciones, si el banco central impide un incremento excesivo del tipo de cambio a través de la venta de dólares y, simultáneamente, rebaja la tasa de interés, está amortiguando el choque recesivo e inflacionario que traen consigo una salida de capitales y una caída de las exportaciones. Cabe agregar que si el impulso recesivo causado por el choque externo es muy grande, la rebaja de la tasa de interés tendrá que ser complementada con un aumento del gasto público o una disminución de impuestos.

Si bien el Banco Central retrasó equivocadamente la rebaja de la tasa de interés de referencia por un par de trimestres, el principal error de política monetaria se cometió antes del segundo semestre de 2008, es decir, antes de que estallase la crisis financiera en

---

<sup>48</sup> Sobre este temor a dejar flotar el tipo de cambio, véase Calvo y Reinhart (2000).

<sup>49</sup> La otra cara de la medalla es que, en estas condiciones, se reducen los salarios reales, lo que tiende a reducir el consumo interno y la producción.

<sup>50</sup> Véase Rossini y Vega (2007).

Estados Unidos con la quiebra de Lehman Brothers y antes de que se desplomasen los precios internacionales de las materias primas de exportación. Esencialmente, fue el mismo error de política monetaria que se cometió antes de que las crisis asiática y rusa generasen la recesión de 1998-2000. Como hemos indicado, este error consistió en fomentar un boom de crédito en moneda extranjera basado en el endeudamiento externo de corto plazo de los bancos locales. Este boom de préstamos en moneda extranjera hizo que la economía peruana fuese más vulnerable al choque recesivo gestado a mediados de 2008 por el recorte de las líneas de crédito externas, como consecuencia de la crisis financiera internacional.

La primera etapa en el desarrollo de la respuesta de política macroeconómica terminó cuando el gobierno de García abandonó aparentemente la línea dura y decidió lanzar un programa anticrisis, ante la clara desaceleración del crecimiento económico y el malestar creciente de los gremios empresariales. Sin embargo, pronto se reveló que este programa anticrisis había sido concebido como un instrumento de mera propaganda, destinado a infundir optimismo entre los empresarios y que no contenía ningún incremento del gasto público. Solo después del reemplazo en el MEF de Valdivieso por Carranza, el gobierno de García volvió a lanzar a principios de 2009 una segunda versión, keynesiana esta vez, de su programa fiscal anti crisis.

En esta segunda etapa, iniciada en el segundo trimestre de 2009, el Banco Central redujo de manera rápida y decidida la tasa de interés de referencia desde 6% anual hasta 1.25% anual, mientras el MEF lanzaba un nuevo plan fiscal anti crisis que giraba alrededor de un aumento de la inversión pública. En esencia, se trataba de impedir la paralización de la industria de la construcción poniendo en marcha un programa de grandes obras públicas; objetivo que aparentemente se logró, ya que la industria de la construcción registró, a fines de 2009, un nivel de actividad casi 15% superior al pico alcanzado en 2008. Como se puede ver en el cuadro 2, el crecimiento del gasto no financiero real desestacionalizado del gobierno general se reactivó en 2009, destacando las tasas de incremento del primer y último trimestre de ese año. Este aumento del gasto fiscal fue liderado por la inversión pública que se incrementó a una tasa de 43% anual durante 2009, elevando así su participación desde 4.1% del PBI en 2008 hasta 5.7% del PBI en 2009.

Este impulso fiscal y la reducción de la recaudación tributaria en 2% del PBI entre 2008 y 2009, debido a la caída de los precios externos de las materias primas y a la propia recesión, convirtieron el superávit fiscal de 2.1% del PBI de 2008 en un déficit fiscal del 2.1% del PBI en 2009, como se puede ver en el cuadro 2. Este déficit fiscal se financió, sin mayores dificultades, emitiendo deuda en dólares en el mercado de Nueva York y deuda en moneda nacional en el mercado financiero local, en partes casi iguales.

Aunque existieron otros componentes secundarios en este paquete de política fiscal expansiva –como la rebaja del precio de los combustibles en 10% y el incremento de la devolución de impuestos a los exportadores no-tradicionales–, el impulso fiscal estuvo concentrado en el gasto público en infraestructura.

El plan anticrisis del gobierno excluyó otras medidas que hubieran elevado la demanda agregada de bienes nacionales –especialmente para la manufactura no primaria orientada al mercado interno que está expuesta a una fuerte competencia de importaciones–, como las reclamadas por la principal central sindical del país y que incluyeron el aumento de los aranceles (que el gobierno redujo repetidamente en los últimos años) y la suspensión de la firma de nuevos tratados de libre comercio (con China, en particular). El gobierno también descartó de plano un incremento del salario mínimo o la posibilidad de reducir temporalmente algunos tributos, como el impuesto general a las ventas, que representa casi la mitad de la recaudación impositiva total y que recae sobre las clases medias y populares. Una reducción de este impuesto general a las ventas (que tiene una tasa uniforme del 19%) puede impactar sobre la demanda agregada mucho más rápido que un aumento del gasto público en infraestructura, aunque quizás con menor potencia. Por estas razones y porque la demanda externa de las exportaciones no tradicionales no recuperó rápidamente sus niveles pre-crisis, el nivel de actividad de la manufactura no-primario era, a fines de 2009, todavía inferior en 4% al pico alcanzado en 2008<sup>51</sup>.

## **7. A modo de conclusión**

Las principales causas de la recesión están claras: la caída de las exportaciones y la salida de capitales. También es claro que el gobierno de García abrió las puertas a esta recesión con la tesis peregrina del blindaje de la economía peruana ante los efectos de la crisis mundial y con los errores de política macroeconómica cometidos al amparo de esta tesis; algunos de ellos fueron garrafales, como la política fiscal contractiva en el último trimestre de 2008, y otros resultaron menos graves, como el retraso innecesario de la rebaja de la tasa de interés. Ciertamente, el error cometido por el Banco Central al permitir durante 2007-08 un crecimiento explosivo de los adeudados al exterior del sistema bancario no tiene conexión con la tesis del blindaje.

Aunque no hay mucha experiencia acumulada sobre el rezago con que operan las políticas monetarias y fiscales expansivas en la economía peruana, parece razonable esperar que tanto el impulso fiscal como el monetario hayan empezado a impactar con fuerza sobre la economía urbana a partir del cuarto trimestre de 2009. Simultáneamente, las exportaciones primarias (pero no las exportaciones no tradicionales) y las entradas de capital (vía los adeudados con el exterior del sistema bancario) recobraron, durante el último trimestre de 2009, los valores que tenían antes de que estallara la crisis financiera externa, en la primera mitad de 2008. En consecuencia, a partir del último trimestre de 2009, estas dos fuerzas fundamentales empujaron el nivel de actividad económica urbano en la misma dirección expansiva; eso explica que la recesión de 2008-09 haya

---

<sup>51</sup> Aquí conviene recordar que, durante la recesión de 1998-2000, el gobierno de Fujimori aumentó el consumo público antes que la inversión pública, de tal modo que el impulso expansivo demoró menos en producirse y no se sintió en la industria de la construcción sino en la industria manufacturera no primaria; véase Dancourt y Jiménez (2001).

sido la menos severa en términos de la caída del nivel de actividad económica y la que menos trimestres haya durado.

El otro rasgo básico de la coyuntura es que la inflación dejó de ser un problema importante, una vez que revirtió el choque de oferta negativo y una vez que se inició la recesión y aumentó la capacidad productiva ociosa. Tanto la inflación total, como la subyacente, aunque esta última con rezagos, disminuyeron sensiblemente, como puede verse en el gráfico 6; a mediados de 2009, la inflación total retornó al rango meta fijado por el Banco Central.

¿Cuáles son las lecciones de política macroeconómica que deja esta recesión? Las lecciones pueden ser agrupadas bajo tres rubros, que tienen que ver, respectivamente, con la política de tasa de interés, las reservas de divisas y la política fiscal.

En 2002, la política monetaria fue estructurada alrededor de un nuevo sistema de metas de inflación donde la tasa de interés de corto plazo se constituyó en el principal instrumento de la autoridad monetaria. Esto produjo una mejora gradual de las condiciones financieras en términos del costo y disponibilidad del crédito en moneda nacional<sup>52</sup>. Hizo posible, además, que el Banco Central aspire a guiar el conjunto de tasas de interés en moneda nacional a plazos largos –que son las que deberían influir sobre las decisiones de consumo y inversión si el sistema financiero no estuviese tan dolarizado– a través del manejo de las tasas de interés de corto plazo; y que diseñe una estrategia activa de desdolarización financiera<sup>53</sup> tanto para reducir la vulnerabilidad ante los choques externos como para ampliar la potencia de la política monetaria, al sustituir el crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional.

Aunque este sistema de política monetaria ha mostrado sus bondades durante esta crisis, es claro que el Banco Central no puede usar la tasa de interés como un instrumento para influir sobre el precio del dólar. El Banco Central debe usar la tasa de interés para influir sobre el nivel de actividad económica no primario y sobre el nivel de precios. El instrumento para influir sobre el tipo de cambio es la compra-venta de dólares o intervención cambiaria esterilizada<sup>54</sup>.

Así como hay una regla de Taylor general para el manejo de la tasa de interés (esta debe bajar con la recesión y subir con el auge y con la inflación subyacente), también hay una

---

<sup>52</sup> La tasa de interés interbancaria promedio se redujo apreciablemente desde niveles superiores al 15% anual durante 1998-2000 hasta niveles inferiores al 5% anual durante 2002-2006; al mismo tiempo, se liquidó la gran variabilidad que tenía esta tasa de interés cuando la autoridad monetaria operaba fijando metas para la cantidad de dinero. Entre mediados de 2002 y mediados de 2010, el crédito en moneda nacional del sistema financiero al sector privado se multiplicó por 6 mientras que el crédito en moneda extranjera creció un 75%.

<sup>53</sup> Véase Armas y Grippa (2006). El grado de dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado cayó desde 82% en diciembre de 1999 hasta 60% en diciembre de 2006; a diciembre de 2008 era 52%. Sin embargo, es claro que la desdolarización financiera sigue siendo todavía una cuenta pendiente.

<sup>54</sup> Véase Blanchard et al (2010).

regla general para el manejo de la intervención cambiaria: el Banco debe remar contra la corriente, comprando dólares cuando su precio baja mucho, y vendiendo dólares cuando su precio sube mucho. Esta regla de intervención cambiaria debe conservar el nivel de las reservas de divisas (medidas por la posición de cambio) cerca de los 30 mil millones de dólares cuando la situación externa es favorable (precios altos de materias primas y entrada de capitales) de tal modo que pueda caer, digamos, hasta los 15 mil millones de dólares si la situación externa se torna muy desfavorable (precios bajos de materias primas y salida de capitales). Así, las reservas de divisas se acumulan cuando el contexto externo es favorable y se desacumulan rápidamente cuando es desfavorable para impedir esas recesiones profundas acompañadas de alzas en la inflación que son causadas típicamente por choques externos adversos<sup>55</sup>.

En términos generales, con precios altos de materias primas y entrada de capitales, el Banco Central debe subir la tasa de interés y comprar dólares. Simétricamente, con precios bajos de materias primas y salida de capitales, el Banco Central debe bajar la tasa de interés y vender dólares; es claro, sin embargo, que es necesario analizar la peculiaridad de cada coyuntura macroeconómica para determinar la posición de la política monetaria.

Respecto a la política fiscal, una vez reducida la deuda pública<sup>56</sup> y creado un mercado interno de deuda pública que permita sustituir gradualmente deuda externa por deuda interna, la recomendación general es conocida y simple: tener un superávit presupuestal y acumular un fondo fiscal significativo en el auge, para financiar (en parte con este fondo y en parte con deuda) el déficit fiscal en la recesión, de tal modo a que lo largo del ciclo económico el presupuesto fiscal permanezca equilibrado y la deuda pública se mantenga constante como porcentaje del PBI<sup>57</sup>.

En cuanto a la política fiscal expansiva a ejecutar durante las recesiones, la experiencia reciente sugiere que valdría la pena diseñar un plan de estímulo que combine una reducción del impuesto general a las ventas (IGV) y un aumento de la inversión pública, ya que toma tiempo poner en marcha los diversos proyectos específicos que componen la inversión pública en infraestructura. Una rebaja del IGV combinada con un alza de aranceles, de tal modo que los precios de las importaciones tiendan a quedar constantes y los precios de los productos nacionales tiendan a bajar, podría surtir efecto mucho más rápido sobre el gasto en bienes nacionales y sobre la industria manufacturera no-primaria, aunque su impacto multiplicador pudiese ser menor que el de la inversión

---

<sup>55</sup> Según Keynes en el *Treatise* (pag 320, tomo 1), “national systems develop devices and maintain large liquid reserves with the express object of having the power to maintain internal equilibrium over the short period, without too sensitive a regard for external events”. Según Mundell (1961), se requieren grandes reservas de divisas para garantizar el pleno empleo y la estabilidad de precios en una pequeña economía abierta con tipo de cambio fijo sujeta a fuertes choques externos.

<sup>56</sup> La deuda pública, mayoritariamente externa, cayó desde 47% del PBI en 2002 hasta 33% del PBI en 2006; en 2008 era 24% del PBI. El déficit fiscal se redujo desde 2.8% del PBI en 1999-2002 hasta 0.2% en 2003-2006; en el trienio 2006-08, las cuentas públicas fueron superavitarias.

<sup>57</sup> Ciertamente, una cuestión pendiente es como elevar la presión tributaria sobre la minería para financiar un mayor gasto social.

publica por sol de déficit fiscal. Además, esta rebaja del IGV podría ser anunciada de antemano como transitoria.

## Bibliografía

Armas, A. y F. Grippa

2006 *Metas de inflación en una economía dolarizada: la experiencia del Perú*, en Dolarización Financiera. La Agenda de Política, A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, BCRP y FMI, Lima.

Banco Central de Reserva del Perú

1984 *Memoria*

2008 *Reporte de inflación*, setiembre.

2009 *Reporte de Estabilidad Financiera*, mayo.

Balakrishnan, R., Danninger, S., Elekdag, S., y I. Titell

2009 *The transmission of financial stress from advanced to emerging economies*, FMI, WP 09/133.

Blanchard, O.

2006 *Macroeconomics*, Fourth Edition, Pearson Prentice Hall.

Blanchard, O.

2009 *The Perfect Storm*, Finance & Development, junio.

Blanchard, O., Dell'Ariccia G., y P. Mauro.

2010 *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note.

Bernanke, B.

2009 *Reflections on a Year of Crisis*. Annual Economic Symposium, Jackson Hole. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Calvo, G., y C. Reinhart

2000 *Fear to Floating*, NBER, WP 7993.

Castillo, P., Montoro, C. y V. Tuesta

2006 *Hechos estilizados de la economía peruana*, Documento de Trabajo N° 5, BCRP.

Castillo, P., y D. Barco

2009 *Crisis financieras y manejo de reservas en el Perú*, Revista Estudios Económicos, 17, junio, BCRP.

Cayazzo, J., García Pascual A., Gutiérrez E. y S. Heysen

2006 *Hacia una supervisión eficaz de los sistemas bancarios parcialmente dolarizados*, en Dolarización Financiera. La Agenda de Política, A. Armas, E. Levy-Yeyati, A. Ize editores, BCRP y FMI, Lima.

Dancourt, O., Mendoza, W. y L. Vilcapoma

1997 *Fluctuaciones económicas y shocks externos, Perú 1950-1996*, Documento de Trabajo No 135, Departamento de Economía PUCP.

Dancourt, O

- 1999 *Reforma Neoliberal y Política Macroeconómica en el Perú*, Revista de la CEPAL N° 67, abril.
- Dancourt, O. y F. Jiménez  
2001 *“Informe de coyuntura económica: anatomía de la recesión”*. *Economía y Sociedad* N° 42, CIES.
- Dancourt, O.  
2009 *Perú: la recesión de 2008-09 en perspectiva*, CEDES-ITF, <http://www.itf.org.ar/documentos.asp>.
- De Gregorio, J. y J. Lee  
2003 *Growth and adjustment in East Asia and Latin America*, WP 245, Banco Central de Chile.
- Edwards, S.  
2007 *“Crises and Growth: A Latin American Perspective”*, NBER WP 13019.
- Fischer, S.  
2009 *Preparing for Future Crises*, Jackson Hole Conference. *Financial Stability and Macroeconomic Stability*. Federal Reserve of Kansas City
- FMI  
2009 *Perspectivas Económicas. Las Américas*, mayo.
- García-Escribano, M.  
2010 *Peru: Drivers of De-dollarization*, FMI, Working Paper # 10/169.
- Jiménez, R.  
2003 *Riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario: Perspectiva de una economía parcialmente dolarizada* en Apuntes N° 52/53 Universidad del Pacífico
- Jiménez, R.  
2005 *Ciclo financiero y acelerador cambiario en una economía con alta dolarización financiera: Estimación de los indicadores de mora crediticia ante choques sobre el tipo de cambio*. Corporación Financiera de Desarrollo – COFIDE.
- Jiménez, R.  
2010 *Choques externos, regulación y crisis bancarias en el Perú: Una revisión para el periodo 1990-2009*. *Mimeografiado*.
- Kaminsky, G., Reinhart, C., y C. Vegh.  
2004 *When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*. NBER, Working Paper # 10780.
- Keynes, J.M.  
1971 *A Treatise on Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, tomos 1 y 2. Macmillan and Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- Kindleberger, C.

- 1978 *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*. Basic Books, New York.
- Krugman, P.
- 2000 *Crises: The Price of Globalization?* Jackson Hole Conference. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Federal Reserve of Kansas City
- Krugman, P. y M. Obstfeld
- 2001 *Economía internacional. Teoría y política*. Quinta Edición, Addison-Wesley, Madrid.
- Mundell, R.
- 1961 *The International Disequilibrium System*, Kyklos.
- Rojas J. y E. Costa
- 2002 *Movilidad de Capitales y Crisis Bancaria en el Perú, 1990-2000*, mimeo, CIES, Lima.
- Rossini R. y M. Vega
- 2007 *El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006*, Documento de Trabajo 2007-017.
- Thorp, R. y G. Bertram
- 1988 *Perú: 1890-1977. Crecimiento y Políticas en una Economía Abierta*, Mosca Azul Editores.
- Tovar, P. y A. Chuy
- 2000 "Términos de Intercambio y ciclos económicos: 1950-1998". Serie *Estudios Económicos* N° 6, BCRP.