

## Manteniendo un marco macroeconómico apropiado para un crecimiento sostenible

*Rossana Polastrí*<sup>1</sup>

### *Resumen*

*Dos rasgos preocupantes han caracterizado el desarrollo del Perú durante los últimos 45 años: un crecimiento económico bajo y una pobreza persistente. La renta per cápita creció en promedio menos de 0,75 por ciento al año, por debajo de la media de América Latina, los países desarrollados e incluso los países en vías de desarrollo. Este bajo nivel de crecimiento ha sido insuficiente para reducir las tasas de pobreza; en el año 2004, más de la mitad de la población peruana vivía con menos de dos dólares al día. Durante los últimos cinco años el país ha gozado de estabilidad económica, con tasas de crecimiento medias de 5 por ciento al año, una inflación baja, un tipo de cambio estable y con sectores primario y no primario igualmente dinámicos. Sin embargo, los efectos del crecimiento económico sobre el empleo y la reducción de la pobreza han sido muy modestos. Así, los dos desafíos más importantes son cómo asegurar que el crecimiento se mantenga por un periodo más largo y cómo conseguir que se traduzca en una más rápida reducción de la pobreza. En este contexto, el nuevo Gobierno se enfrenta con un dilema: mantener la estabilidad macroeconómica con políticas fiscal y monetaria prudentes y, al mismo tiempo, profundizar las reformas estructurales para elevar la productividad, o tomar un nuevo rumbo y recurrir a la intervención en el mercado y a una política fiscal expansiva. Los efectos a corto plazo de la segunda de las opciones podrían ser positivos, pero la historia ha demostrado que en el mediano plazo este tipo de políticas no es capaz de mantener el crecimiento y termina provocando profundas recesiones.*

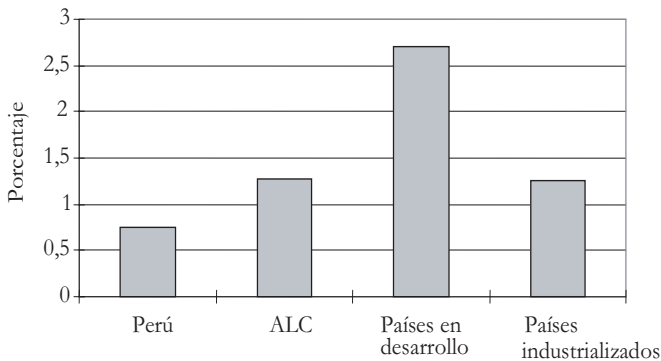
---

1 Este capítulo ha sido elaborado con la contribución de Norman Loayza y Linette Lecussan. Agradecemos especialmente los comentarios de Marco Ortiz.

## I. Antecedentes

La historia económica del Perú ha estado caracterizada por crisis de corto plazo, estrategias de crecimiento poco definidas y marcados vaivenes en la orientación de la política económica. Las tasas de crecimiento económico nunca se han mantenido estables por periodos largos, y la economía ha estado inmersa en una nube de permanente vulnerabilidad. Considerado en su conjunto, el crecimiento económico del país durante los últimos 45 años ha sido decepcionante. La producción interna per cápita ha crecido por debajo de 0,75 por ciento anual por término medio, una tasa inferior a la de los países latinoamericanos, los países desarrollados e incluso aquellos en vías de desarrollo (véase el gráfico 1). De más está decir que el comportamiento del crecimiento económico en el Perú no admite semejanza alguna con el notable desempeño de los «tigres asiáticos».

**Gráfico 1. Crecimiento medio del PBI per cápita en el Perú y otros países, 1960-2004/05**

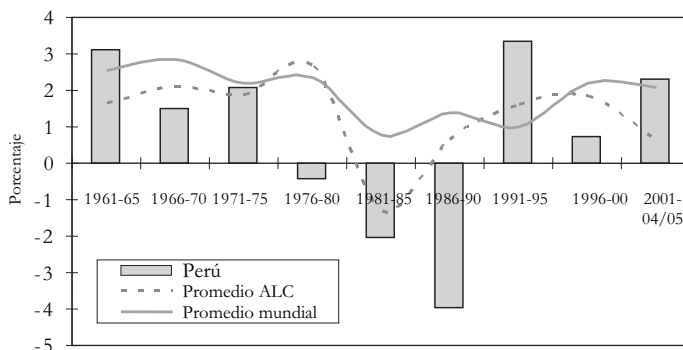


Nota: Las tasas medias de crecimiento están calculadas hasta el año 2004 con la excepción de Perú (hasta el año 2005).

**Fuente:** cálculos de los autores, con base en Banco Mundial 2005.

Como resultado del bajo crecimiento peruano, su nivel de producto per cápita ha ido perdiendo posiciones respecto del resto del mundo, las economías avanzadas (como la de los Estados Unidos) y aun sus vecinos latinoamericanos. Es aleccionador comprobar cómo después de haber aventajado considerablemente a Chile hacia comienzos de la década de 1970, en la actualidad el nivel de producto medio en el Perú es apenas la mitad del de su vecino sureño. No solo ha sido bajo el crecimiento económico en promedio, sino que ha sufrido considerables variaciones. Algunas de ellas han sido propias de verdaderas crisis económicas, como las experimentadas a mediados y finales del decenio de 1980 (véase el gráfico 2). Mientras que el crecimiento del producto potencial (o de tendencia) ha oscilado entre +/- 5 por ciento, el crecimiento total ha variado entre +10 por ciento y -15 por ciento por año.

**Gráfico 2. Crecimiento del PBI per cápita en el Perú por periodos de cinco años, 1961-2005**



**Fuente:** cálculos propios basados en datos del Banco Mundial 2005 y el BCRP.

De 1960 a 1975 el producto per cápita creció un poco por encima de 2 por ciento anual. No obstante, fue justo en esa época cuando las semillas del colapso económico se sembraron con políticas que atentaban contra la propiedad y la inversión privada (como la fallida reforma agraria, la expropiación de la industria minera y petrolera, y la política de sustitución de importaciones) y, en general, con una excesiva participación estatal en la vida económica y social del país (reflejada en la administración gubernamental de los recursos expropiados, una creciente deuda pública y el control de los medios de comunicación social).<sup>2</sup> Esta estrategia elevó considerablemente el gasto público y la deuda externa. Los insostenibles y cada vez mayores desequilibrios interno y externo provocaron una crisis económica, y en 1975 un golpe militar inició la segunda fase de un gobierno militar. Si bien el crecimiento fue relativamente moderado durante este periodo de aislamiento internacional, las políticas y reformas implementadas perjudicaron la eficiencia de la economía y limitaron las posibilidades futuras de crecimiento.

Los siguientes quince años fueron desastrosos para el país, pues el producto per cápita cayó a una tasa superior a 2 por ciento anual (véase el gráfico 2). En vez de revertirse el curso equivocado de las décadas de 1960 y 1970, en la de 1980 se agravaron los desequilibrios macroeconómicos, el aislamiento internacional y la distorsión de los incentivos para el esfuerzo y la inversión privados. A lo largo de este periodo la economía sufrió drásticas oscilaciones en su producción, en sus reservas internacionales y en la tasa de inflación. El punto más bajo en la historia reciente del Perú se vivió en la segunda mitad de la década de 1980, cuando a la caída del producto per cápita a un ritmo de 4 por ciento anual se sumaron una inflación de más de 7 mil por ciento (entre 1989 y 1990) y la creciente amenaza de grupos guerrilleros y terroristas. La suspensión del pago del

2 En el periodo 1968-75 el país estuvo bajo un Gobierno militar encabezado por el general Juan Velasco Alvarado.

servicio de la deuda externa (con la consiguiente reacción negativa de los mercados financieros internacionales) estuvo acompañada de una política comercial caracterizada por aranceles elevados, cuotas restrictivas y otras medidas de protección discriminatorias. Los desequilibrios económicos trataron de ser revertidos con medidas de estabilización que fracasaron y además exacerbaron la crisis.<sup>3</sup> En 1990 la situación del país era caótica, el ingreso per cápita había caído por debajo del nivel alcanzado en 1966, más de dos tercios de la deuda externa estaba pendiente de pago, el Banco Central no disponía de reservas internacionales y la violencia política se cobraba 3 mil vidas cada año; la recaudación fiscal era inferior a 5 por ciento del PBI, y los precios se habían multiplicado por 27 millones en el curso de tres décadas.

El decenio de 1990 marcó una recuperación sostenida del crecimiento económico a pesar de las frecuentes crisis internacionales de la segunda mitad de la década y mantenida en los primeros años de la de 2000 gracias a la continuación de una política macroeconómica responsable. Sin embargo, el crecimiento económico continuó siendo tan volátil como lo había sido en los periodos anteriores. El Gobierno introdujo fuertes medidas de estabilización para detener la hiperinflación y controles de precios, y acabó con los masivos subsidios fiscales. Al mismo tiempo, puso en marcha un gran programa estructural para combatir las costosas distorsiones de mercado y para reintegrar al país en la comunidad financiera. Entre 1993 y 1997, el crecimiento económico volvió a ser positivo, pero los *shocks* de políticas internos y externos frenaron el ritmo de las reformas y el crecimiento volvió a disminuir en el periodo 1998-2001. Durante los últimos cuatro años del Gobierno de Fujimori el PBI per cápita cayó 0,8 por ciento al año.

A mediados de 2001 la economía se reactiva rápidamente otra vez, impulsada por un entorno exterior favorable y por un marco de política económica más sólido. La economía creció de forma sostenida a una tasa promedio de 5 por ciento anual, y así se registró el más largo periodo de crecimiento estable desde 1970. La inflación se ha mantenido baja, el déficit fiscal se ha reducido año tras año, las reservas internacionales han alcanzado niveles históricos y el sector financiero se ha hecho más sólido. Por primera vez en la historia democrática del Perú, un nuevo gobierno recibe una economía sin desequilibrios macroeconómicos y que crece a una tasa superior al promedio histórico. La expansión económica actual no solo se está produciendo en un entorno más estable, sino que además se ubica entre las más altas de América Latina. Ello no obstante, los progresos en materia de reducción de la pobreza y generación de empleo han sido modestos, especialmente si los comparamos con los buenos indicadores macroeconómicos. El Gobierno actual tiene por delante retos importantes, pero el más urgente consiste en definir el marco de política apropiado para traducir el actual periodo de crecimiento estable en un crecimiento de tendencia *mayor y compartida*. Este capítulo examina las fuentes del crecimiento a largo plazo en el Perú, describe en términos generales la evolución económica de los últimos cinco años y analiza los retos aún pendientes, y presenta un conjunto de recomendaciones.

---

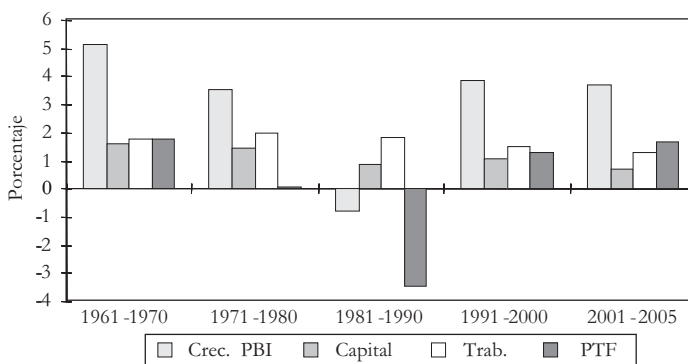
3 Entre 1975 y 1989 se produjeron diez intentos de estabilización, hubo diecisiete ministros de Economía y Finanzas y siete presidentes del Banco Central de Reserva.

## ***II. Las fuentes del crecimiento económico: un marco contable***

La hipótesis básica del crecimiento es que el progreso obedece a dos variables: el crecimiento de los factores de producción (capital y trabajo) y el incremento de la productividad total de los factores (PTF). El primer factor significa trabajar más (horas, trabajadores, etcétera) o ahorrar e invertir más (es decir, posponer el consumo). El segundo, la PTF, implica que el mismo *stock* de capital y de trabajo genera un mayor nivel de producción. Todo cambio en la productividad estaría asociado a una mejora tecnológica, inversión en capital humano o cambios en el uso y la gestión de los recursos económicos.

La descomposición de Solow aplicada al crecimiento de los últimos 45 años en el Perú (véase el gráfico 3) indica que el crecimiento de la mano de obra seguido por el crecimiento del capital físico explica la mayor parte del crecimiento del producto interno (3 por ciento anual en promedio).<sup>4</sup> La contribución de la productividad de los factores ha sido minúscula. Comparando la situación peruana con la de América Latina en su conjunto, se encuentra que si bien el orden de contribuciones es el mismo (primero mano de obra, luego capital y por último productividad), el rol jugado por las mejoras en la productividad es bastante mayor en el resto de la región que en el Perú.

**Gráfico 3. Perú: Descomposición de Solow al crecimiento, por décadas**



**Fuente:** cálculos de los autores basados en información del Banco Mundial.

El crecimiento de la mano de obra, y su correspondiente contribución al crecimiento, ha caído gradualmente desde 1980. La inversión en capital físico alcanzó niveles altos en las décadas de 1960 y 1970, pero fue insostenible en las décadas siguientes con solo un

4 Este método, que fue empleado por primera vez por Robert Solow, relaciona el crecimiento del PIB con el crecimiento del trabajo y el capital, atribuyendo el porcentaje no explicado al crecimiento de la productividad total de los factores.

rebrote incipiente en el decenio de 1990. Aunque importantes, las contribuciones de la mano de obra y el capital físico no explican los cambios en el crecimiento del producto interno experimentados década a década. Ese rol lo ocupa el cambio en la productividad de los factores. El deterioro del crecimiento económico sufrido en la década de 1970 y exacerbado en la de 1980 se explica por un empeoramiento notable de la productividad, que obviamente no se relaciona con una involución tecnológica sino más bien con un uso ineficiente de los recursos productivos. La recuperación económica de la década de 1990 y de la presente se consiguió, de acuerdo con este análisis, gracias a una mejora considerable de la productividad. En efecto, en este último decenio, y por primera vez en la historia reciente, la productividad de los factores pasó a ocupar el primer lugar entre los contribuyentes al crecimiento económico del país.

### ***Los factores determinantes del crecimiento y las perspectivas futuras de crecimiento***

Desde la perspectiva de la política económica, es importante conocer cuáles son los factores determinantes del crecimiento. ¿Existen formas de manejo económico que generen un crecimiento mayor de la producción, mejoras en la productividad de los factores y, además, un mayor crecimiento económico? La descomposición del crecimiento con el método de Solow indica el importante rol de la productividad de los factores de producción. Este análisis, sin embargo, es insuficiente si lo que se busca es entender qué elementos y áreas concretas llevan al crecimiento. La nueva literatura sobre el crecimiento aporta un método que relaciona estadísticamente el crecimiento económico con el comportamiento de variables que se pueden considerar como sus determinantes. El método está basado en el análisis econométrico de las experiencias tanto de diversos países como de distintos periodos para un mismo país. Para este fin se estima cuáles son los factores determinantes del crecimiento económico en el Perú, a partir de los resultados del estudio elaborado por Loayza, Fajnzylber y Calderón (2005) sobre varios países. Este ejercicio tiene dos objetivos. En primer lugar, entender las causas del crecimiento económico de las últimas décadas y, en particular, responder a preguntas como ¿qué explica la recuperación de la tasa de crecimiento en la década de 1990 en comparación con la de 1980?, y ¿a qué se debe la continuación del crecimiento en los primeros años del decenio iniciado en el 2000 en relación con la década anterior? En segundo lugar, estimar cuál sería la trayectoria del crecimiento económico en el Perú en dos escenarios diferentes, uno optimista y otro pesimista. El estudio arriba mencionado<sup>5</sup> relaciona el crecimiento económico con cinco variables explicativas clave que pueden considerarse factores determinantes del crecimiento:

- La situación inicial de la economía, que determina la capacidad del país de crecer a una cierta tasa hasta que alcanza la fase de rendimientos decrecientes.

5 El método se basa en el análisis econométrico de diferentes países y diversos periodos de un mismo país.

- El ciclo económico, que genera una tendencia a crecer a una tasa superior a la natural si la economía se está recuperando de una recesión o a una tasa inferior si acaba de salir de una fase expansiva temporal.
- Las políticas o reformas en campos como la educación, el desarrollo del sistema financiero, la apertura comercial de la economía o la provisión de infraestructuras públicas.
- Las políticas de estabilización macroeconómica, estabilización de precios, objetivos de inflación o volatilidad cíclica, y la frecuencia de crisis bancarias sistémicas.
- Las variables relacionadas con las condiciones exteriores o internacionales que actúan como un impulso (o como un freno) de la actividad económica interna, como los *shocks* de los términos de intercambio o el crecimiento económico mundial.

El análisis econométrico<sup>6</sup> demuestra que los avances experimentados durante la década de 1990 y durante el periodo 2000-05 se explican principalmente por el progreso en la estabilización macroeconómica y el avance en las reformas estructurales. Gracias al desarrollo del sector financiero, la apertura comercial y mejoras en la infraestructura, la economía peruana pudo crecer durante el decenio de 1990 a una tasa de 1,3 puntos porcentuales por encima de la de 1980. Aún más determinantes resultaron las políticas de estabilización macroeconómica, que redujeron de forma drástica la inflación y la volatilidad real y acabaron con las crisis financieras sistémicas. Las tasas anuales de crecimiento del periodo 2000-05 han sido similares (solo 0,72 puntos porcentuales más elevadas) a las de la década de 1990. Esto puede explicarse por el hecho de que la situación inicial en el año 2000 era más sólida que la que caracterizó al decenio de 1990 (en tendencia y en ciclo).

¿Qué podemos esperar del crecimiento económico peruano durante los próximos años? Las posibilidades para la evolución futura de los determinantes del crecimiento son, naturalmente, múltiples. Sin embargo, con fines ilustrativos se pueden sintetizar en dos escenarios generales. El primero es un escenario conservador en el que los determinantes evolucionan de acuerdo con sus tendencias históricas, con énfasis en sus patrones más recientes. El segundo es un escenario optimista en el que los determinantes progresan rápidamente a un nivel elevado pero no inaccesible. En este escenario conservador, la tasa anual de crecimiento del periodo 2006-15 es igual a 2,2 por ciento, cifra muy similar a la tasa media de 2,3 por ciento que caracterizó al periodo 2001-05. A pesar de que las medidas en materia de educación, apertura comercial e infraestructuras públicas contribuyen al crecimiento con 0,63 puntos porcentuales, el deterioro de la relación de intercambio (en comparación con los años de expansión económica) y el hecho de que en la situación inicial el país está saliendo de una fase expansiva, compensan los efectos de las reformas estructurales.

El escenario optimista asume la puesta en marcha de reformas políticas que elevan todas las variables explicativas hasta el quintil superior de su distribución en una muestra

---

6 Los resultados que analizamos aquí están tomados de Loayza 2006.

de países desarrollados. Las simulaciones para el periodo 2006-15 indican que el Perú puede esperar crecer más rápido, a una tasa de 3,24 por ciento per cápita al año (es decir, alrededor de un punto porcentual más que la tasa del periodo 2001-05). La diferencia entre el escenario conservador y el escenario optimista se explica principalmente por los beneficios derivados del desarrollo del sistema financiero, la apertura comercial y las infraestructuras públicas. Las ganancias asociadas a las mejoras en el terreno educativo también quedan registradas, pero en menor medida. En conjunto, las reformas estructurales explican 1,7 puntos porcentuales del crecimiento económico.

Vale la pena detenerse también en la influencia que estos niveles previstos de crecimiento económico podrían tener sobre los niveles de renta y de pobreza. En el escenario de crecimiento conservador (2,2 por ciento anual), el ingreso promedio crecería 25 por ciento en diez años, y el nivel de pobreza disminuiría de 45 por ciento a 32 por ciento. En el escenario optimista (3,24 por ciento anual), el ingreso promedio aumentaría en 40 por ciento en diez años y la pobreza disminuiría de 45 por ciento a 27 por ciento.

Los problemas sociales del subdesarrollo no se habrán solucionado al cabo de diez años, pero por lo menos el país se dirigirá, de modo sostenible y sin espejismos de corto plazo, en la dirección correcta. A simple vista podría alegarse que es necesaria una mayor intervención del Estado en la economía. Sin embargo, la historia del Perú y la experiencia internacional sugieren que este tipo de políticas conducen en el largo plazo al estancamiento económico. Aunque los resultados en la reducción de la pobreza no son espectaculares, están muy por encima de lo que podría lograrse con una mayor intervención del Estado en la economía, y son sostenibles en el largo plazo.

### ***III. Resultados macroeconómicos recientes y principales retos***

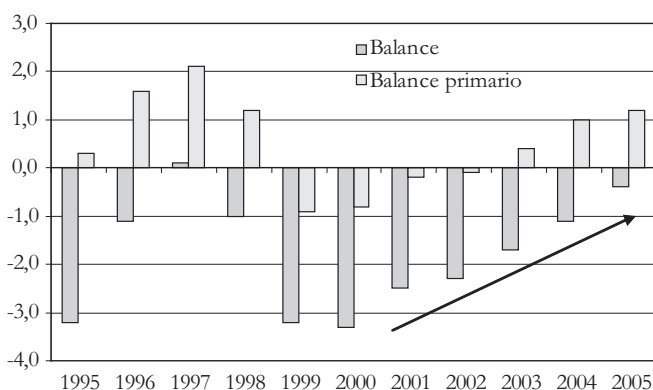
Durante los últimos cinco años, la economía peruana ha mostrado un crecimiento sostenido, acompañado por unos parámetros económicos fundamentales notablemente sólidos. Además, a diferencia de la volatilidad de anteriores periodos, el crecimiento de la producción ha sido estable, y ha alcanzado una media de 5 por ciento anual a lo largo del periodo 2002-05. Esta vez el crecimiento económico ha sido impulsado por factores internos y externos. Las favorables condiciones externas, incluido el rápido crecimiento de la economía mundial, el aumento vertiginoso de los precios de las materias primas y la elevada liquidez de los mercados financieros mundiales, han tenido un papel clave en la continuidad del crecimiento del país. Las políticas macroeconómicas estables practicadas durante todo el mandato de Toledo han ayudado a reforzar la confianza de los inversionistas y han servido de base para la expansión del empleo, de manera que han contribuido a una rápida recuperación de la demanda interna. Sin embargo, la mejora en los niveles de pobreza y en los indicadores sociales no ha sido tan espectacular. Se estima que más de la mitad de la población (51,6 por ciento en 2004) es pobre, y que 18 por ciento de la población vive en la extrema pobreza.



**Cuadro 1. Principales indicadores económicos, 1997-2005**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tasa de crecimiento anual del PBI	6,8	-0,7	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8	6,5
Tasa de inflación (IPC, final del periodo)	6,5	6,0	3,7	3,7	-0,1	1,5	2,5	3,5	1,5
Ingresos corrientes totales del sector público/PBI	19,0	18,9	17,7	17,8	17,2	17,2	17,6	17,8	18,5
Gasto no financiero total del sector público/PBI	17,7	18,0	18,9	18,5	17,8	17,4	17,3	17,0	17,6
Saldo global del sector público/PBI	0,1	-1,0	-3,2	-3,3	-2,5	-2,3	-1,7	-1,1	-0,4
Deuda del sector público					46,1	46,9	47,5	45,1	38,0
Inversión total/PBI	24,1	23,7	21,2	20,2	18,8	18,8	18,8	18,5	18,2
Ahorro nacional/PBI	18,4	17,8	18,3	17,3	16,7	16,9	17,3	18,5	19,9
Exportaciones (FOB); variación por ciento anual	16%	-16%	6%	14%	1%	10%	18%	39%	25%
Importaciones (CIF); variación por ciento anual	8%	-4%	-18%	9%	-2%	3%	11%	19%	19%
Balanza de pagos corriente/PBI	-5,7	-5,9	-2,9	-2,9	-2,1	-1,9	-1,5	0,0	1,7

**Fuentes** BCRP y Marco Macroeconómico Multianual Revisado, 2006-2008.

**Gráfico 4. Balance consolidado del sector público (Porcentaje del PBI)**

**Fuentes** MEF, BCRP.

**La política fiscal: retos relacionados con los ingresos y los gastos**

La política económica de los últimos años se ha centrado en reducir el déficit fiscal. El déficit combinado del sector público ha disminuido año tras año desde 2001, pasando de 2,5 por ciento del PBI en 2001 a 0,4 por ciento en 2005, y la deuda pública se ha reducido de 46 por ciento del PBI a 38 por ciento del PBI en ese mismo lapso. A pesar de estos logros, la política fiscal del Perú sigue restringida por una escasa flexibilidad tanto por el lado de los gastos como por el de los ingresos.

La recaudación fiscal en el Perú, aunque creciente, sigue siendo baja en comparación con la otros países (18,5 por ciento del PBI). El rápido crecimiento económico, los ingresos imprevistos derivados del fuerte aumento de los precios de las materias primas y

las medidas fiscales<sup>7</sup> han contribuido a mejorar la presión tributaria. La recaudación impositiva ha aumentado de 12,5 por ciento del PBI en el año 2001 a 13,9 por ciento del PBI en 2005, pero se halla aún lejos del 16 por ciento de mediados de la década de 1990. Dos elementos importantes merecen ser mencionados en relación con la reciente mejora en materia de recaudación impositiva. En primer lugar, un examen más detenido de la composición de las ganancias experimentadas por la recaudación impositiva revela que esas ganancias tienen un fuerte componente temporal: dos tercios de ellas pueden atribuirse al aumento de los impuestos empresariales de las compañías mineras. La alta dependencia de los ingresos del país con respecto a los ciclos de los productos básicos plantea la cuestión de la sostenibilidad de la fortaleza fiscal observada. En segundo lugar, las ganancias asociadas a las medidas de política económica se explican fundamentalmente por el incremento de las tasas impositivas, más que por una ampliación de la base impositiva. La presión tributaria en el Perú es, en comparación con la de otros países, sorprendentemente baja, a pesar de las elevadas tasas impositivas (19 por ciento del IGV y 30 por ciento del impuesto sobre la renta). Además, la base impositiva está actualmente limitada por diversas exoneraciones. Las reformas introducidas en el sistema fiscal desde comienzos del decenio de 1990 han elevado el número de exoneraciones regionales y sectoriales, que, se estima, equivalen a 1,9 por ciento del PBI. El hecho de que buena parte de la producción privada (alrededor de 59 por ciento) se lleve a cabo en el sector informal limita considerablemente la posibilidad de ampliar la base impositiva.

El gasto no financiero disminuyó de 15,2 por ciento del PBI en 2001 a 14,9 por ciento en 2005. Sin embargo, la rigidez fiscal aumentó desde mediados de los años noventa del siglo recién pasado, a medida que los salarios, los intereses y las transferencias crecían de 71 por ciento del gasto del Gobierno Central en el año 1995 a casi 78 por ciento en 2005. Esta tendencia al alza ha sido consecuencia, principalmente, del aumento de las transferencias a los gobiernos locales y del sistema público de pensiones, así como del creciente gasto en personal. Así pues, aunque el déficit público ha venido disminuyendo en forma continua desde 2001, ello ha sido posible en buena medida gracias a recortes importantes en la inversión pública (una media de 3 por ciento anual en términos reales), que la redujeron a 2,5 por ciento del PBI en 2005, su valor más bajo desde la década de 1980. Para afrontar este problema, la Administración del presidente Toledo elaboró un marco institucional orientado a fomentar las asociaciones público-privadas y evitar que las infraestructuras y el transporte se conviertan en un obstáculo para el crecimiento.

---

7 Las medidas tributarias incluyeron un aumento de las tasas impositivas del IGV y de los impuestos específicos sobre el consumo, un incremento de las tasas del impuesto sobre la renta personal, la introducción de un impuesto sobre las transacciones financieras, una ampliación de la base del impuesto a la renta, una reducción de los aranceles y la eliminación de las exenciones fiscales en el impuesto a la renta de las empresas. Al mismo tiempo, comenzaron a aplicarse medidas para combatir la evasión fiscal. Entre estas podemos mencionar la extensión de los modelos de retención del IGV a las importaciones y a los grandes contribuyentes y el reforzamiento de la supervisión y el cumplimiento de la normativa.

En términos generales, la política fiscal de los últimos años ha sido moderadamente procíclica, y se ha perdido la oportunidad de reducir más la vulnerabilidad de la economía ante los *shocks*. El gasto primario ha aumentado 7 por ciento en términos reales en el año 2005, un porcentaje muy superior al límite de 3 por ciento fijado en la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal. Aunque el déficit fiscal global ha disminuido a 0,5 por ciento en 2005, el déficit fiscal cíclicamente ajustado ha aumentado de 1,4 por ciento en 2004 a 1,6 por ciento en 2005. Las nuevas y mayores partidas de gasto corriente de naturaleza permanente se han financiado con los ingresos temporales derivados de los mayores beneficios de las compañías mineras. La posición fiscal del país en el mediano plazo seguirá siendo muy vulnerable a cambios bruscos en las condiciones externas a menos que se adopten medidas que permitan atenuar los posibles ciclos de los productos primarios.

### ***Afianzando los logros de la política monetaria y cambiaria***

El Perú se caracteriza por contar con una política monetaria sólida y fiable. La política monetaria adoptada en 1993 se basaba en el control del crédito interno neto, con el fin de garantizar a la moneda nacional el respaldo de las reservas internacionales. Para transmitir a los agentes económicos señales claras acerca del rumbo tomado en materia de política monetaria, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó en 2002 un sistema de metas de inflación con un objetivo de 2,5 por ciento y un intervalo de un punto porcentual. Para lograrlo, el BCRP ha venido utilizando su propia tasa de interés<sup>8</sup> como instrumento de política monetaria, con el propósito de guiar las tasas de la banca comercial. La aplicación de los objetivos de inflación ha logrado reducir esta variable y anclar las expectativas. La inflación a finales de 2005 fue de 1,5 por ciento, la menor tasa de América Latina, y ello a pesar de la aceleración del crecimiento y del incremento de los precios del petróleo.

Pese a que la política relativa al tipo de cambio se ha decantado por un régimen de tipo de cambio libre flotante, el BCRP ha intervenido decididamente en el mercado para evitar una excesiva volatilidad de aquel. La relativa apreciación de la moneda en 2005 en relación con el dólar estadounidense, que fue de 3,4, se debió al incremento de precios y volúmenes de exportación. La depreciación de 3,4 por ciento del tipo de cambio real efectivo fue consecuencia de la depreciación de otras monedas y no del dólar así como de la baja inflación interna.

El alto grado de dolarización de la economía hace que los mecanismos de transmisión de la política monetaria no sean tan efectivos. Un sistema financiero muy dolarizado conlleva un riesgo significativo, ya que la mayoría de los peruanos (tanto consumidores como empresas) perciben sus salarios y otros ingresos en moneda nacional, mientras que la mayor parte de los créditos están denominados en dólares. Así, pues, en caso de una depreciación no anticipada y abrupta los ciudadanos y otras entidades que hoy amortizan

---

8 El BCRP emplea la regulación monetaria de la tasa de interés como límite superior y la tasa de interés del dinero a la vista como límite inferior.

sus préstamos en dólares y reciben sus ingresos en nuevos soles verían incrementarse su deuda de forma significativa, lo que podría ocasionar problemas en la cadena de pagos. Este desajuste en el balance puede llegar a resultar desastroso para países altamente dolarizados como el Perú. El desarrollo de un marco supervisor que induzca a los agentes a internalizar los riesgos, implementar los lineamientos del Comité de Basilea de un nuevo manejo de riesgos y establecer garantías para cubrir un mayor nivel de liquidez y los riesgos de insolvencia son medidas importantes que pueden contribuir a reducir los peligros de la excesiva dolarización. La decisión del BCRP de mantener un elevado nivel de reservas bancarias y los recientes esfuerzos de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) encaminados a que los bancos se doten de mayores provisiones en caso de desajuste en los balances son alternativas que van en la dirección correcta, pero aún es necesario introducir algunas medidas más.<sup>9</sup>

La *Unholy Trinity* (no-Santa Trinidad), una regla de oro de la política monetaria, dice que un banco central solo puede perseguir dos de estos tres objetivos al mismo tiempo:<sup>10</sup> (i) la libre movilidad del capital internacional; (ii) la estabilidad del tipo de cambio; o (iii) la aplicación de una política monetaria encaminada a lograr objetivos internos. La globalización está haciendo más permeables los controles de capital, y mantener la regulación del tipo de cambio y la independencia monetaria resulta cada vez más difícil. El BCRP ha tratado de afrontar este problema definiendo un conjunto explícito de metas de inflación, señalando como objetivos la estabilidad de los precios y una tasa de inflación baja, y adoptando una postura intermedia entre la movilidad libre del capital y un régimen cambiario regulado. En definitiva, el BCRP aspira a mantener, no sin limitaciones y riesgos, las tres metas mencionadas. En particular, ha estado interviniendo casi continuamente en el mercado de cambios con cantidades sustanciales con el fin de reducir su volatilidad, pero, al mismo tiempo, ha limitado la movilidad de los fondos privados de pensiones para invertir en el extranjero y ha aplicado una política monetaria independiente.

El BCRP se enfrenta al dilema de mantener su actual política monetaria o de relajar los límites impuestos a los fondos privados de pensiones para invertir en los mercados internacionales.<sup>11</sup> Limitar el alcance de los fondos privados tiene consecuencias negativas, ya que reduce el rendimiento de los fondos a la vez que los expone más a los *shocks* de naturaleza local. El BCRP considera que, ante el escaso tamaño del mercado de capitales peruano, los fondos privados de pensiones pueden, por medio de sus decisiones de inversión, influir de manera decisiva en el tipo de cambio y afectar al nivel general de precios, el principal objetivo del BCRP. Por consiguiente, justifica su intervención con controles de capital a las inversiones exteriores de los fondos privados de pensiones nacionales, alegando que es imposible mantener un objetivo explícito de inflación si los tipos de cambio varían abruptamente (aunque los datos sugieren que el traslado de la devaluación a la inflación en el Perú es muy bajo).

9 Para un estudio exhaustivo sobre estas cuestiones, véase Cayazzo y otros 2006.

10 Véase Obstfeld y otros 2004.

11 Este límite está fijado en 10,5 por ciento de los recursos del fondo, mientras que el límite máximo establecido por ley es de 20 por ciento.

#### ***IV. Principales recomendaciones de política económica***

El Perú cuenta hoy con una serie de candados institucionales que permitirán la continuidad de la política económica; los dos más importantes son la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva. Las metas y proyecciones en materia de inflación y déficit fiscal son publicadas en el Marco Macroeconómico Multianual, que es aprobado por el Congreso. Estas proyecciones requieren de un marco legal que las ampare, y estas dos leyes son instrumentos esenciales en ese sentido. El Perú deberá asegurar que esos fundamentos institucionales continúen vigentes para mantener una gestión macroeconómica exitosa, y, al mismo tiempo, realizar un mayor esfuerzo por un entorno que incentive al sector privado a liderar el crecimiento de la producción y el empleo.

Aunque se ha avanzado en ciertas áreas esenciales, la agenda pendiente de reformas es aún larga y complicada. Para que el país pueda consolidar los progresos económicos logrados en los últimos cuatro años y elevar la tasa de crecimiento es preciso intensificar las reformas que mejoran el capital humano, hacen más accesibles los mercados financieros, promueven una infraestructura pública de calidad y reducen la carga regulatoria. En todos estos campos es mucho lo que al Perú le queda por hacer. El desafío de avanzar en la agenda de reformas requiere de consensos políticos para que las instituciones del país puedan madurar y ofrecer el marco de estabilidad que necesita el Perú para avanzar en su senda hacia el desarrollo. Esto solo podrá resolverse con autoridad, inteligencia y una firme voluntad política.

El análisis precedente sugiere ciertas áreas críticas en las que una serie de medidas de política económica específicas pueden contribuir a que el Perú consolide los beneficios de la estabilización macroeconómica y de un contexto exterior favorable. En concreto, estas medidas deberían ir dirigidas a reducir la vulnerabilidad a mediano plazo frente a posibles *shocks* externos e internos.

- ***Gestión macroeconómica.*** En primer lugar, y ante todo, una recomendación política crucial es seguir desarrollando una gestión macroeconómica sólida. Ello contribuiría a reforzar y consolidar la reciente recuperación de la confianza empresarial y a fomentar la inversión privada.
- ***Política fiscal***
  - El ajuste fiscal debería acompañarse de un aumento del volumen de gasto respaldado por ingresos. Fortalecer el régimen tributario y revertir las tendencias crecientes de gasto. Una reforma del sector público debería combinar la reducción gradual del gasto corriente, en especial en sueldos y salarios, con el desarrollo de una fuerza de trabajo más eficiente.
  - Evitar incrementos del gasto que se financian con ingresos temporales. Considerar la posibilidad de adoptar una meta de un déficit cíclicamente ajustado. Una política fiscal que incorpore mecanismos estabilizadores automáticos permitirá fortalecer las finanzas públicas y modernizar el marco macroeconómico del país.

- Fomentar la participación del sector privado en la provisión de ciertas infraestructuras claves para mejorar la competitividad y de otros bienes públicos. Desarrollar un marco institucional sólido para el funcionamiento de las asociaciones público-privadas que incluya garantías institucionales, contabilidad y cobertura fiscal, y transparencia (la cobertura de las obligaciones contingentes que se derivan de las garantías prestadas a las empresas público-privadas).
- **Política monetaria y cambiaria**
  - Continuar aplicando las medidas orientadas a reducir el grado de dolarización de la economía. Reforzar el sistema financiero.
  - Fomentar el desarrollo del mercado interno de capitales.
  - Aplicar plenamente los lineamientos de Basilea sobre la gestión del riesgo.
- **Reformas estructurales** El nuevo Gobierno recibirá una economía con un producto de tendencia creciente que le permitirá tener un importante punto de partida para realizar cambios estructurales que aceleren el crecimiento y reduzcan la pobreza, gracias a la generación de más y mejores empleos. Los capítulos siguientes discuten con mayor detalle las reformas estructurales pendientes en diversos campos. Sin embargo, urge avanzar más rápidamente con la agenda de reformas inconclusas en los siguientes campos:
  - disminuir la brecha de infraestructura;
  - mejorar el sistema judicial;
  - desarrollar mercados de trabajo;
  - ampliar el acceso al crédito y a los recursos financieros;
  - mejorar la calidad de la educación;
  - flexibilizar la normativa laboral y empresarial; y
  - desarrollar la capacidad de generar y gestionar el cambio tecnológico y la innovación.

### ***Bibliografía***

- Banco Central de Reserva del Perú. **Memoria 2005**. Lima: BCRP.
- Banco Mundial. 2006. «Economic Integration: Opportunities for Growth and Employment. Country Economic Memorandum». (Borrador no publicado).
- Banco Mundial. 2006. «Peru: Opportunities for All. A Poverty Assessment», Informe n.º 29825-PE. Washington D. C.: Banco Mundial.
- Banco Mundial. 2005. **World Development Indicators** Washington D. C.: Banco Mundial.
- Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo. 2003. **Perú-Restoring Fiscal Discipline for Poverty Reduction in Peru. A Public Expenditure Review**. Washington D.C.: Banco Mundial/BID.
- Cayazzo, Jorge y otros. 2006. «Toward an Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems». Working Paper 32. Washington D.C.: IMF.

- Dornbusch, Rudiger. 2000. *Keys to Prosperity. Free Markets, Sound Money, and a Bit of Luck*. Cambridge: MIT.
- Easterly, William. 2006. «Relieving the 50s: the Big Push, Poverty Traps, and Takeoffs in Economic Development». Nueva York: NYU.
- Loayza, Norman. 2006. «El crecimiento en el Perú». Borrador.
- Loayza, Norman y otros. 2005. *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts*. Washington D. C.: Banco Mundial.
- Ministerio de Economía y Finanzas. 2005. *Marco Macroeconómico Multianual 2006-2008*. Lima: MEF.
- Morón, E. y C. Sanborn. 2005. «The Pitfalls of Policymaking in Peru: Actors, Institutions and Rules of the Game». Lima: Universidad del Pacifico. Borrador.
- Obstfeld, Maurice y otros. 2004. «The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility». Working Paper 10396. Cambridge: NBER.
- Perry, Guillermo y otros. 2006. Poverty *Reduction and Growth: Virtuous and Vicious Circles*. Washington D. C.: Banco Mundial.
- Rose, Andrew. 1994. «Exchange Rate Volatility, Monetary Policy, and Capital Mobility: Empirical Evidence on the Holy Trinity». Working Paper 4630. Cambridge: NBER.