

N° 476

POLÍTICAS DE  
ESTABILIZACIÓN VS  
POLÍTICAS DE  
CRECIMIENTO EN  
PERÚ 2011-2018

José A. Oscategui A.

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 476

## Políticas de estabilización vs políticas de crecimiento en Perú 2011-2018

José A. Oscátegui A.

Febrero, 2019

DEPARTAMENTO  
DE ECONOMÍA



DOCUMENTO DE TRABAJO 476  
<http://doi.org/10.18800/2079-8474.0476>

Políticas de estabilización vs políticas de crecimiento en Perú 2011-2018  
Documento de Trabajo 476

© José A. Oscátegui A.

Editado e Impreso:

© Departamento de Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú,

Av. Universitaria 1801, Lima 32 – Perú.

Teléfono: (51-1) 626-2000 anexos 4950 - 4951

[econo@pucp.edu.pe](mailto:econo@pucp.edu.pe)

<http://departamento.pucp.edu.pe/economia/publicaciones/documentos-de-trabajo/>

Encargado de la Serie: Jorge Rojas Rojas

Departamento de Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú,

[jorge.rojas@pucp.edu.pe](mailto:jorge.rojas@pucp.edu.pe)

Primera edición – Abril, 2019.

Tiraje: 50 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2019-05894.

ISSN 2079-8466 (Impresa)

ISSN 2079-8474 (En línea)

Se terminó de imprimir en mayo de 2019.

RESUMEN

En base a la distinción necesaria entre choques económicos temporales y choques permanentes, en este trabajo se cuestiona algunas propuestas de políticas de reactivación ante la ocurrencia de choques a la economía. Se considera que estas políticas deben ser requeridas cuando los choques son temporales, pero ante choques permanentes o de larga duración lo recomendable es suavizar el proceso de hacia el nuevo equilibrio.

Analizando a la economía peruana, se observa que los choques que experimentó, en particular, desde 2007 no tuvieron efectos comparables a los que experimentaron algunas de las economías más grandes del mundo. En particular, en lo relacionado con la tasa de inflación y la tasa de interés. Por esto, se cuestiona las recomendaciones de política monetaria y fiscal para Perú, que hacen algunos economistas y analistas.

Como se ha vuelto frecuente denominar “inversión pública” a las políticas de expansión de gasto fiscal orientadas a compensar alguna percibida caída de la demanda agregada, en este trabajo enfatizamos la diferencia entre políticas de reactivación y políticas de crecimiento.

Palabras claves: Macroeconomía y Economía Monetaria

Clasificación JEL: E63

ABSTRACT

Taking into account the distinction between temporary and permanent shocks to the economy, some proposals to reactivate the economy when negative shocks to it occur, are analyzed in this paper. Making use of an intertemporal model, it says that policies to reactivate are appropriate whenever these shocks are temporary but when they are permanent or long lasting the best policy is to just smooth the transition to a new equilibrium.

Analyzing the Peruvian economy it can be seen that, since 2007, the economic shocks it faced were less challenging than those experienced by the more advanced world economies. In particular, the effects related to the quarterly evolution of GDP, the inflation and the interest rate were much less strong. As a matter of fact, Peru did not experience a recession as it is properly defined. Since, frequently, policies thought to compensate for a perceived fall in demand have been denominated “public investment”, in this paper it is emphasized the difference between policies to reactivate the economy and policies to make it grow.

Keywords: Macroeconomy, Monetary Theory

JEL Classification: E63

## 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es analizar críticamente algunas propuestas, hechas por economistas y no economistas, para que el Gobierno peruano adopte medidas de “reactivación” de la economía en situaciones en las que ocurre una caída del nivel de producto o ingreso. Tal como mostramos en el trabajo, tales propuestas no siempre son las más convenientes.

En particular, analizo el choque externo que experimentó la economía peruana a partir de 2011 por la caída del precio de las materias primas que el país exporta, y discuto las propuestas mencionadas que plantean aumentar el gasto y la inversión fiscal, y una política monetaria expansiva para “reactivar” la economía.

En 2001 se inicia un crecimiento sustancial de los términos de intercambio (TI) de la economía peruana, que duró hasta 2011. Durante este período el valor de este índice casi se duplicó, pues pasó de 57.1 hasta 112.8. El desencadenamiento de la crisis internacional afectó temporalmente este crecimiento, pero se reanudó en 2010 y 2011. Sin embargo, los términos de intercambio de Perú empezaron a caer en 2012 y siguieron cayendo hasta 2016, mostrando una asociación con la evolución de las economías de China e India.

La crisis internacional que se desarrolló a partir de 2007, inició lo que pareció ser un corte temporal del ciclo de incremento de los TI de Perú. Esta, caída tuvo, relativamente, corta duración y la economía peruana se recuperó en 2010, pero a partir de 2011 fue quedando claro que se había iniciado una caída de mayor duración. Esta puede ser atribuida a su relación con el deterioro del nivel de actividad y crecimiento de la economía mundial, pero, en particular de China, uno de los principales socios comerciales de Perú.

Pese a esto, la información disponible (datos del BCRP) muestra que, en Perú, desde 2009 no hubo una recesión según la definición establecida de una caída de producto por dos trimestres consecutivos.

---

<sup>1</sup> Agradezco el estímulo y los comentarios de los siguientes economistas amigos: Iván Rivera, Alberto Espejo, José Tavera, M.A. Cunha e Sa. También agradezco la asistencia de Zeljko Janzic y al Departamento de Economía PUCP por las condiciones de trabajo. La responsabilidad sobre los errores del texto es totalmente mía.

Este trabajo sostiene que, contrariamente a las propuestas hechas desde 2011 hasta 2017 por varios economistas y analistas de la economía peruana, no correspondía “reactivar” la economía con políticas fiscales y monetarias, en particular, porque no había ocurrido una recesión. Desde el enfoque que asumo, las propuestas mencionadas, no consideraron que las políticas fiscales y monetarias anticíclicas, son políticas temporales, estabilizadoras, para atenuar las fluctuaciones del ciclo cuando algún choque temporal produce tasas de crecimiento negativas del producto. Entonces, es bueno entender que el choque sufrido por la economía peruana, desde 2011, había sido un choque permanente que redujo la tasa de crecimiento de la economía, sin generar recesión.

Como también lo señala John B. Taylor: “Macroeconomic stabilization policy consists of all the actions taken by governments to (1)keep inflation low and stable and (2)keep the short-run (business cycle) fluctuations in output and employment small.”<sup>2</sup>

En este sentido, las políticas de estabilización no sólo son temporales por contribuir a la atenuación, estabilización y recuperación de la economía durante la parte baja del ciclo, sino también porque se entiende que el golpe o choque negativo que genera la caída de la economía es temporal, de corta duración, lo que garantiza que la economía podrá, prontamente, retornar a su nivel original y el costo de la estabilización podrá ser cubierto durante la parte alta del ciclo.

En este trabajo muestro también que las propuestas mencionadas que analizamos, no distinguen entre políticas de estabilización y políticas de crecimiento, porque son propuestas que dan a la inversión pública el rol de resolver, inmediatamente, los problemas de escasez de demanda. Una cosa distinta son las “políticas de crecimiento”. Estas deben ser medidas de largo plazo, tanto por la duración temporal de los proyectos como por el hecho que han sido pensadas con anticipación, para cambiar la capacidad productiva de la economía en una cierta dirección.

A diferencia de lo que se hace para enfrentar los choques temporales o de corta duración, los choques permanentes o de larga duración implican una reducción de mayor duración del nivel de ingreso produciendo una reducción del ingreso permanente o PBI potencial, y no pueden ser enfrentados con medidas típicas de “reactivación” que buscan la recuperación de

---

<sup>2</sup> Taylor, John B. Stabilization Policy and Long Term Economic Growth. Documento preparado para el Center for Economic Policy Research Conference “Growth and Development: The Economics of the 21<sup>st</sup> Century,” June 3 and 4, 1994.

la economía para retornarla a su nivel inicial. Pero, podrían usarse medidas de atenuación buscando un “aterrizaje suave” de la economía, pues significan una reducción “permanente” del nivel de ingreso de la economía.

Este trabajo hace uso de un modelo dinámico intertemporal basado en los trabajos de Obstfeld y Rogoff (1996), Bagliano y Bertola (2007), Wickens (2011), Ljungkvist y Sargent (2012), Vegh (2013).

En la primera sección se presenta una breve revisión de la literatura, en la segunda el modelo que ilustra nuestro enfoque. La tercera sección analiza la evolución y situación de la economía peruana, y las propuestas de “reactivación” en el contexto económico mundial en el que se ubica la economía peruana.

En este trabajo también se critica las propuestas de cambiar la política monetaria en Perú, elevando la meta de inflación. Se considera que esas son algunas de las propuestas que han surgido en países desarrollados debido a la evolución de sus respectivas tasas de inflación y tasa de interés, pero que no deben ser adoptadas acríticamente, pues no son necesarias en Perú.

Este trabajo concluye sosteniendo que es necesario distinguir las políticas de respuesta cuando los choques son temporales de las que corresponden cuando los choques son permanentes. También debe establecerse una clara distinción entre las políticas de reactivación y las políticas de crecimiento. Mientras que las últimas deben ser políticas permanentes y planificadas anticipadamente para lograr cambiar la capacidad productiva de la economía en una cierta dirección, las primeras corresponden sólo a situaciones en las que ocurre un choque temporal con efectos también temporales. Ante el desprestigio del gasto fiscal como medida de reactivación, algunos analistas y académicos han cambiado el término llamándolo “inversión pública” pero mantienen la función original de compensar alguna caída de la demanda agregada. Finalmente, este es un proyecto en desarrollo, la siguiente etapa debe consistir en medir los costos que significan las “políticas de reactivación” cuando estas no fueron necesarias, en particular, durante 2014-2018.

## 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El análisis de la optimización intertemporal macroeconómica, se remonta hasta Ramsey (1928).<sup>3, 4</sup> Irving Fisher (1930) trabaja con una función de utilidad intertemporal y una restricción presupuestaria correspondiente. En dicho trabajo, las curvas equivalentes a nuestras actuales curvas de indiferencia eran llamadas “willingness lines,” y algo equivalente a nuestras fronteras de posibilidades de producción se conocían como “investment opportunity lines” y representaban la capacidad de la economía para convertir el consumo de un período en consumo en el siguiente período. Su “market line” en su texto no es sino el equivalente a nuestra restricción presupuestal intertemporal.

Como lo señala Sargent (1987), la idea de que el consumo debería ser una función del valor presente del ingreso y no del valor actual, ya estaba en Fisher.<sup>5</sup> Pero fue Friedman (1957) quien la desarrolla y le da la forma de “ingreso permanente”, y además fue él quien desarrolló la diferencia entre ingreso “permanente” e ingreso “transitorio”.

Los choques a la economía pueden tener efectos inmediatos y/o diferidos, y también pueden ser temporales o de corta duración, y permanentes o de larga duración. Un choque negativo temporal se mueve con el ciclo y se espera que, al cesar su efecto, la economía regrese al nivel en el que se encontraba antes del choque. Los choques permanentes son de larga duración y no hay razón para esperar que, luego de ellos, la economía retorne a su nivel previo.

Un resultado reciente de Cerra y Saxena (2017) es que, en un panel de 190 países, las crisis de balanza de pagos y las bancarias generan, en promedio, una pérdida permanente en el nivel del producto real, “el análisis muestra que, luego de una crisis financiera y política el

---

<sup>3</sup> Ramsey, F.P. (1928) A Mathematical Theory of Saving. The Economic Journal, Vol. 38, No. 152.  
Fisher, Irving (1930) The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it.

<sup>4</sup> Loewenstein, George Exotic Preferences. Oxford University Press, 2007.

<sup>5</sup> “Irving Fisher’s idea was that consumption should be a function of the present value of income, not of current income. But how does one make a theory cast in present values, which are unobservable, yield implications about observations on consumption and income? Friedman did so by using the notion of “permanent income”, a concept related but not identical with present value.” Sargent, Thomas Some of Milton Friedman’s Contributions to Macroeconomics. Hoover Institution, 1987.

producto cae y permanece por debajo del nivel base” de antes de la crisis. Por ello, ellas entienden que es necesario considerar hysteresis en el análisis.<sup>6</sup>

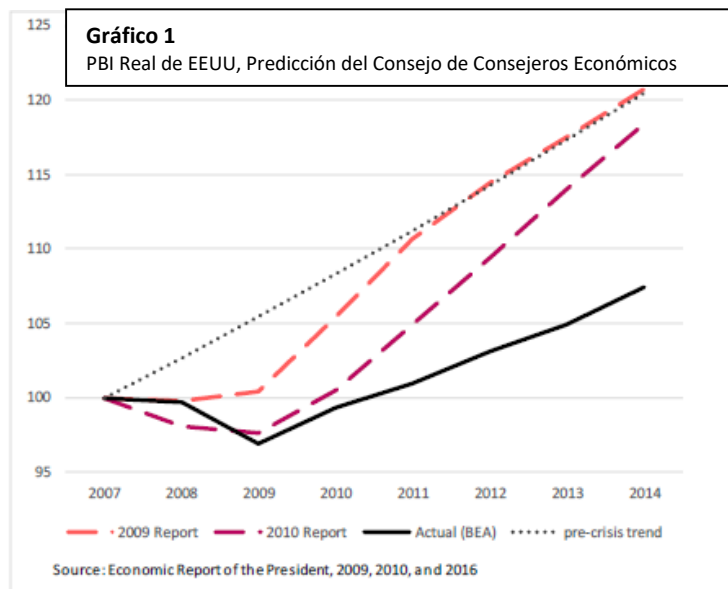
Blanchard, Cerruti, Summers (2015) y Blanchard (2017) también lo han señalado, indicando que, en muchos países, principalmente EEUU, Europa, Reino Unido, en particular, durante la última crisis financiera internacional, se experimentó no solo una caída del nivel del producto sino también una caída de la tasa de crecimiento.

Analizando los efectos, luego de producido el choque, hace ya algunos años, Campbell y Mankiw (1987) afirmaron que había un casi consenso que los choques al PBI “tienen un significativo efecto permanente” y que había sido “rechazada la idea tradicional que los choques al producto tienen poco o ningún efecto permanente: “Much disagreement remains over exactly how persistent are shocks to output. Nonetheless, among investigators using post-war quarterly data, there is almost unanimity that there is a substantial permanent effect”.

Ellos usan la tasa de desempleo como una medida del ciclo de negocios, y la usan para separar el componente cíclico y el tendencial del PBI. Luego, asumen que el componente cíclico es la parte del PBI que está correlacionado con el desempleo, mientras el componente de tendencia es la parte del PBI que no está correlacionado con la variable mencionada.

---

<sup>6</sup> “The new paradigm signifies that recessions, particularly those stemming from crises, are very costly in their economic impact and in the changes in the political landscape that ensue. This has implications for a range of policy tradeoffs, including the optimal aggressiveness of financial regulation, the appropriate mandates for monetary and fiscal policies, and the optimal level of foreign exchange reserves as insurance against the impact of shocks.”



Fuente: Cerra y Saxena (2017)

Blanchard y Quah (1989) analizan el comportamiento conjunto del producto y del desempleo, y asumen que existen dos tipos de perturbaciones no relacionadas una con la otra, y que ninguna de ellas tiene un efecto de largo plazo sobre el desempleo. Asumen, sin embargo, que una de ellas tiene un efecto de largo plazo sobre el producto, mientras que la otra no. Luego, entienden que las perturbaciones que tienen un efecto de largo plazo sobre el producto son perturbaciones de oferta, y que las que tienen un efecto temporal sobre el producto son perturbaciones de demanda. Estas últimas, tendrían el efecto en forma de una “joroba” sobre el producto y el desempleo que alcanza un máximo en un período de 1 año y que se disipa luego de 2 ó 3 años. En cambio, las perturbaciones de oferta aumentan durante 2 años y alcanzan una meseta después de 5 años.

## 2.1 Reconocimiento del choque como permanente o transitorio

Sin embargo, en el momento en que está ocurriendo el choque, ¿cómo se reconoce, si este es transitorio o permanente?

Hasta donde llega mi conocimiento, en casos como este, no hay un método preciso (econométrico o de otro tipo) que nos permita saber cuándo un choque es permanente y cuando es transitorio. Como muchas cosas en macroeconomía, este conocimiento es

resultado del análisis del fenómeno. En el caso que analizamos, el choque fue resultado del agotamiento del ciclo extraordinario de crecimiento de China e India, en particular. Esta información hacía más fácil anticipar que se trataba de un choque permanente.

### 3. LA RESPUESTA ANTE LOS CHOQUES

En el caso del choque externo sufrido en 2014, para Perú fue un choque de demanda, pues era resultado de la desaceleración de las economías de China e India, en particular. Pero, era claro que el origen no era interno, sino que la tasa de crecimiento de, especialmente, China, luego de haber alcanzado niveles por encima del 10% anual, estaba descendiendo a niveles de 6% y que las tasas de crecimiento anteriores eran irrepetibles. Es decir, la caída de demanda que experimentaba Perú y que tenía efectos sobre su ingreso y su tasa de crecimiento, era permanente. Esto fue reconocido por analistas y autoridades en Perú.<sup>7</sup>

Un resultado conocido del problema del consumidor representativo que busca decidir cuánto consumir y cuánto ahorrar dada una restricción intertemporal, es la ecuación de Euler. Cuando se considera que la tasa de preferencia intertemporal subjetiva es igual a la tasa de descuento del mercado, se obtiene de esta ecuación que  $c_{t+1} = c_t = c$ , es decir, que el consumidor buscará estabilizar su consumo independientemente de lo que ocurra con su ingreso. Para esto, tomará en cuenta todo lo que él pueda anticipar que puede ocurrir a su ingreso, en el futuro. Estos son los eventos anticipados y los sorpresivos o no anticipados. Cuando ocurren los primeros, no producen cambios en las condiciones de optimización, pues ya fueron tomados en cuenta. Los segundos son los que producen modificaciones temporales o permanentes en las decisiones de los agentes. Este análisis reposa en la conocida Hipótesis del Ingreso Permanente de Milton Friedman.<sup>8</sup>

Esto significa que, para el análisis, es necesario tener en cuenta si el choque al ingreso es sorpresivo o anticipado, si el evento es temporal o permanente (duradero) y buscar conocer si el efecto de tal evento es transitorio o duradero. Los choques al ingreso pueden ser de corta duración, y luego de la aplicación de medidas estabilizadoras la economía puede

---

<sup>7</sup> Ver Mendoza, Waldo “La Década de Oro ya fue”. Diario el Comercio, 16 octubre, 2014. El Ministro de la Producción, Piero Ghezzi opinó: “El superciclo de commodities no va a volver”. Revista Caretas, 20 Agosto, 2015.

<sup>8</sup> “...consumption is determined by rather long-term considerations, so that any transitory changes in income lead primarily to additions to assets or to the use of previously accumulated balances rather than to corresponding changes in consumption”. A Theory of the Consumption Function. Princeton University Press, 1957.

regresar a su situación inicial. Pero también pueden ser duraderos y dejar a la economía en una situación distinta de la inicial. Cuando los choques son permanentes se tiene que pensar en “ajustar” la economía, pero cuando el choque es temporal hay que pensar en “estabilizarla”.

Considerando que el efecto de un choque es diferente cuando es permanente que cuando es temporal y que la respuesta también tiene que serlo, Roubini (2017) aplica un razonamiento similar, específicamente, para la política monetaria.<sup>9</sup>

El concepto del ingreso permanente hace posible entender mejor esta diferencia. Se puede suponer el caso de un consumidor representativo que desea mantener un mismo nivel de consumo (podría ser un obrero contento con su nivel de vida como tal, o un trabajador de clase media también contento con su nivel de vida), y que tiene un nivel de ingreso que puede considerar que no variará en el futuro o que él puede anticipar las variaciones.

Este agente sabe que a lo largo de su vida no puede gastar más allá de lo que recibe como ingresos, tanto los que proceden de recursos que puede haber heredado, como de los ingresos que obtiene por su trabajo. Para facilitar el análisis nos ubicamos en una situación simplificada, en la que no existe otro gasto aparte del consumo. En este caso, este agente ahorrará sus ingresos no anticipados, pues serán excedentes. En presencia de un mercado de capitales suficientemente desarrollado, él podrá prestarse y prestar a lo largo de su vida para enfrentar los choques no anticipados que lo afecten.

Entonces, es necesario, tal como se desprende de Friedman (1957), Wickens (2011), Vegh (2013), Uribe (2017), que los choques temporales sean enfrentados con reducción de los ahorros o endeudamiento (“políticas de estabilización”) pues significan una reducción

---

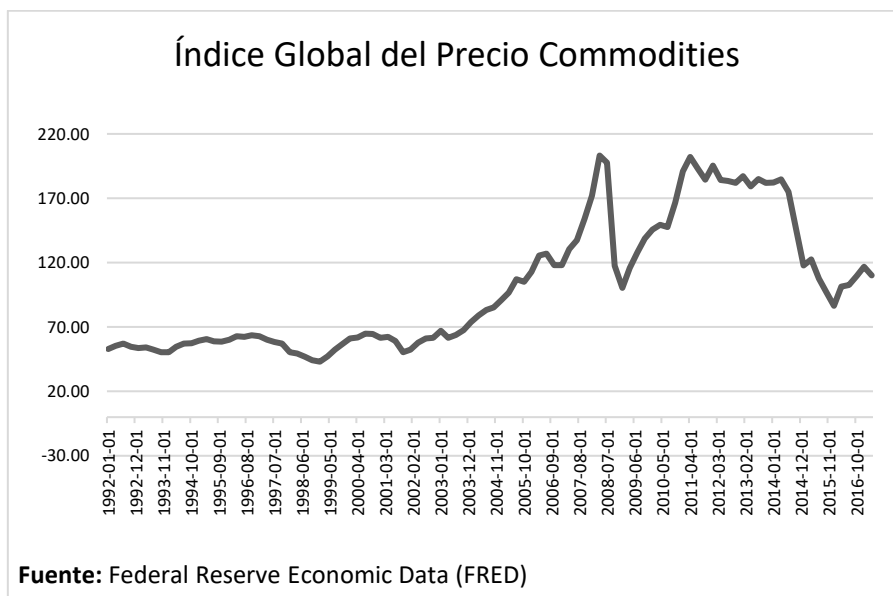
<sup>9</sup> Tratando de explicar la ausencia de inflación en la economía mundial pese a que está ocurriendo una expansión económica en las principales economías del mundo, Roubini sugiere que la ausencia de inflación se debe a que dichas economías han venido experimentando choques de oferta positivos. Por esto recuerda que la teoría económica dice que cuando el choque positivo sobre el PBI es temporal la caída de la inflación también tendrá corta duración. Por tanto, en este caso, no debe hacerse nada pues la economía retornará a su nivel. Pero, cuando el choque positivo es permanente la caída de la inflación también lo será, por lo tanto, será necesario mantener la expansión monetaria, pues de otro modo la inflación estará debajo de la Meta: “Standard economic theory suggests that the correct monetary-policy response to such positive supply shocks depends on their persistence. If a shock is temporary, central banks should not react to it; they should normalize monetary policy, because eventually the shock will wear off naturally and, with tighter product and labor markets, inflation will rise. If, however, the shock is permanent, central banks should ease monetary conditions; otherwise, they will never be able to reach their inflation target.” Roubini, Nouriel, The Mystery of the Missing Inflation. Project Syndicate, September 13, 2017.

temporal del ingreso. En tanto que los choques permanentes tienen que ser enfrentados con reducción del consumo o absorción, debido a que significan una reducción del ingreso de mayor duración y una caída del ingreso permanente.

En un modelo keynesiano standard del tipo IS-LM no es posible distinguir entre choques transitorios y choques permanentes. Por lo tanto, la respuesta ante cualquier choque que afecte negativamente al producto, es la política fiscal y monetaria expansiva. Esto significa, básicamente, aumentar el gasto fiscal, en cualquiera de sus formas, y/o bajar la tasa de interés.

#### 4. ANÁLISIS DEL CHOQUE AL PRODUCTO EN PERÚ, 2002-2014

La caída del precio de las materias primas (“commodities”) a nivel mundial, se inicia en 2009 con la crisis financiera internacional, luego, entre 2009 y 2012 se produce una recuperación rápida. Sin embargo, a partir de mediados de 2014, se experimenta una caída sostenida del índice del precio de los “commodities” a nivel global.



Según el índice de FRED, la caída fue desde un nivel de 184.72, en abril 2014, hasta 86.43 en enero 2016. Esta caída fue atribuida, principal pero no únicamente, a la desaceleración de la economía de China e India. A la luz de las experiencias de crecimiento en el mundo, este evento ya venía siendo anticipado desde algunos años antes, entre otros por el FMI, pues tasas de crecimiento por encima del 9%-10%, como ocurría en China, no podían ser sostenidas indefinidamente. Es decir, esas tasas de crecimiento eran un evento irrepetible,

por lo menos, en un corto y mediano plazo. Para el mundo, en particular para los países en desarrollo, este fue un choque que tuvo efectos nocivos en el sector financiero. Además, afectó a la tasa de crecimiento de estos países.<sup>10 11</sup>

Aunque se afirma que los “choques de oferta” tienden a tener “efectos permanentes” y que los “choques de demanda” tienden a ser “transitorios”, pero, como lo mencionan Blanchard y Quah (1989), los choques de demanda también pueden tener efectos duraderos, aunque serán menores que los choques de oferta.<sup>12</sup>

En el caso de la economía peruana el choque inicial empezó en el primer lustro del 2000, y fue un choque positivo producido por el incremento sostenido del precio de las materias primas que Perú exporta. Este choque y sus efectos duraron casi 14 años (con la interrupción en 2008-2009). Puede decirse que, para los países productores de materias primas, el choque fue de demanda. Pero, de manera similar, puede afirmarse que, para los países que generaron el impacto positivo (principalmente China, también India), el choque fue un choque de oferta que mostraba los límites de su crecimiento futuro, es decir, su inevitable reducción. En el mejor de los casos, esta también tenía que ser duradera. Esto ocurre en 2014 y fue reconocido en Perú.<sup>13</sup>

En Perú, uno de los economistas que más ha puesto por escrito su comprensión de la noción de “reactivación” es Waldo Mendoza<sup>14</sup>. Mendoza (2017 a, b), preocupado porque la economía crecería a sólo 2% en 2017, propone “dinamizar la inversión pública en todos los ámbitos del gobierno...en este año y los siguientes”<sup>15</sup>. Además, considerando que la política fiscal no es suficiente, propone el cambio de la política monetaria, pues como la tasa de

---

<sup>10</sup> IMF – Commodity Price volatility and the sources of growth. WP/12/12

IMF - Commodity Price Shocks and Financial Sector Fragility WP/16/12

<sup>11</sup> IMF – Riding the Wave – F&D Vol 45, N°1, March 2008

<sup>12</sup> “...one may argue that even demand disturbances have a long run impact on output...However, we also believe that if so, those long run effects are small compared to those of supply disturbances” Blanchard y Quah (1989).

<sup>13</sup> Mendoza, Waldo (2014): “Ha quedado confirmado que la “década de oro”, 2002-2011, ha pasado a mejor vida, y que a partir de fines del 2011 el contexto externo ha empeorado y no hay signos de que eso cambie en los próximos años.” La década de oro ya fue. Diario El Comercio 16/10/2014

<sup>14</sup> Profesor de la PUCP. También ex director del BCRP y actual Presidente del Concejo Fiscal.

<sup>15</sup> “¿Hay algo que se pueda hacer, en lo inmediato? Desde el lado del MEF, la vía más expeditiva es dinamizar la inversión pública en todos los ámbitos del Gobierno, dentro de un plan multianual de reconstrucción de los desastres que provocó El Niño costero... Un crecimiento de la inversión pública por encima del 10% anual en este año y los siguientes sería la mejor contribución del MEF a la economía.” Diario El Comercio, 11/4/2017

inflación actual es mayor que la tasa Meta, considera necesario elevar la Meta, pues ella se habría convertido en una traba para hacer política monetaria expansiva: "... la banda actual, entre 1% y 3% de inflación anual, se ha convertido en una traba". Es decir, en abril 2017, propone hacer política fiscal y monetaria expansivas (él propone subir la Meta de Inflación, ¿hasta dónde?, no lo dice). Podemos seguir el razonamiento del autor y suponer que subiendo la Meta también sube la Tasa de Interés de Referencia, TIR, del BCRP, y así habría mayor espacio para hacer política monetaria expansiva. Un problema para esta propuesta, es que la subida de la Meta de Inflación repercutiría sobre las tasas de interés de mercado y sobre la economía...y no en un sentido "reactivador". En Perú, entre 2011 y 2017, la mayor parte del tiempo la TIR ha estado alrededor de 4%. ¿Qué efecto tendría sobre la economía peruana una TIR igual a, digamos, 5% - 6%?

Con respecto a la inversión pública, a mi entender, tal como está formulada en Mendoza (2017 a, b), la propuesta de "reactivación" significa que el sector público incrementa su demanda, pero denominando a este incremento un aumento de la "inversión" pública. En abril 2018, Mendoza (2018 a) sostiene que "la economía está parada...la economía está en caída libre también desde setiembre del año pasado ¿Cómo empujar esta economía, señor presidente? En lo inmediato, la receta obvia es la inversión pública...Pero según las cifras del BCRP, el gasto de capital del Gobierno general, que incluye las transferencias de capital del Gobierno nacional a las empresas públicas, ha caído en 20% en el primer bimestre del año." Sin embargo, la inconsistencia de estas propuestas se muestra en que 1 mes después de la afirmación previa, en Mayo 2018<sup>16</sup>, un año después de su propuesta anterior, y sin que el Gobierno haya seguido sus consejos del año previo de aumentar el gasto fiscal,<sup>17</sup> el mismo autor considera que el Gobierno debe controlar su gasto, y afirma: "Es difícil seguir haciendo lo mismo, tenemos que pasar a una etapa de consolidación fiscal, consolidar ingresos y detener algunos gastos".

---

<sup>16</sup> Mendoza (2018 b)

<sup>17</sup> En abril 2018, Mendoza (2018 a) criticaba al Gobierno porque "... según las cifras del BCRP, el gasto de capital del Gobierno general, que incluye las transferencias de capital del Gobierno nacional a las empresas públicas, ha caído en 20% en el primer bimestre del año."

## 5. UN MODELO SENCILLO

Siguiendo a Friedman (1957), Obstfeld y Rogoff (1996), Bagliano y Bertola (2007), Wickens (2011) y, en especial, a Vegh (2013), usamos un modelo intertemporal convencional que, con algunos supuestos simplificadores, permite sostener que la política correcta, cuando ocurre una caída permanente del ingreso, no es la reactivación. En este caso, la política correcta debe ser aquella política que posibilite un “aterrizaje suave”. Esto, por supuesto, incluye la aplicación de medidas que faciliten un ajuste menos doloroso.

El modelo asume una economía pequeña y abierta con consumo, inversión y cuenta corriente (lo que incluye una Balanza Comercial y una Balanza de Ingresos (similar al Pago Neto de Factores al Exterior), y que esta economía se encuentra en su estado estacionario, lo que implica que alcanzó el nivel de stock de capital deseado. También se asume que existe previsión perfecta.

Las familias tienen una función de utilidad que depende del consumo,  $c_t$ ,

$$1) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t), \quad u(c_t) \text{ es estrictamente cóncava, estrictamente creciente y satisface la condición } \lim_{c_t \rightarrow 0} u'(c_t) = \infty \text{ (condiciones de Inada)}$$

$$1 > \beta > 0 \text{ es el término que contiene al término subjetivo de descuento}$$

Estas familias enfrentan la restricción de flujo.

$$2) \quad b_{t+1} = (1 + r)b_t + y_t - c_t - (k_{t+1} - k_t)$$

$b_t$ : activos extranjeros netos,  $r$ : Tasa de interés de mercado

En esta economía abierta y pequeña,  $r$  también es igual a la tasa de interés internacional.

Como es conocido, el cambio en el stock de capital es la inversión,  $I_t$ .

$$3) \quad k_{t+1} - k_t = I_t$$

$$4) \quad y_t = A_t f(k_t)$$

$A_t > 0$  es un parámetro que indica la productividad;  $f(k_t)$  es una función estrictamente creciente y estrictamente cóncava:  $f'(k_t) > 0$ ,  $f''(k_t) < 0$

Definiendo la Balanza Comercial ( $BC_t$ ) como  $y_t - c_t - I_t$ , y la Balanza de Cuenta Corriente, ( $CC_t$ ), como la suma de la Balanza de Ingresos ( $BI_t$ ) (por los activos extranjeros netos,  $b_t$ , que se posee) más la Balanza Comercial, podemos escribir la restricción de flujo como,

$$5) \quad b_{t+1} - b_t = \underbrace{\underbrace{r b_t}_{BI_t} + \underbrace{y_t - c_t - I_t}_{BC_t}}_{CC_t}$$

Que, a su vez, puede ser convertida en restricción intertemporal,

$$6) \quad (1+r)b_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^t y_t = \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^t [c_t + (k_{t+1} - k_t)]$$

Entonces, escribimos el Lagrangiano:

$$7) \quad \mathcal{L} = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t) + \lambda \left\{ (1+r)b_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^t A_t f(k_t) - \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r}\right)^t [c_t + (k_{t+1} - k_t)] \right\}$$

que debe ser optimizado en las variable cuyo valor se deciden en el período  $t$ , es decir, en el consumo y en el stock de capital del período siguiente,  $k_{t+1}$ .

Esto nos da las dos condiciones de primer orden:

$$8) \quad \beta^t u'(c_t) = \lambda \left(\frac{1}{1+r}\right)^t$$

$$9) \quad A_{t+1} f'(k_{t+1}) = r \quad t = 0, 1, 2, 3, \dots$$

Esta segunda condición de primer orden, nos indica que cambios en la tecnología tendrán que ser ajustados con cambios en el stock de capital pues, como la tasa de interés es exógena por la condición de país pequeño, si no ocurriera el ajuste mencionado no se cumpliría esta condición.

Pero ese cambio en la tecnología tendría que tener una duración de tiempo suficiente, pues si ocurriera, digamos, en  $t + 1$  el cambio en el stock de capital tendría que ocurrir recién en  $t + 2$ , pues el nivel del stock de capital,  $k_{t+1}$ , fue escogido en el período  $t$  y en  $t + 1$  se escoge el stock para  $t + 2$ .

No existiendo, en el modelo, razones para asumir que la tasa de descuento del mercado (la tasa de interés) es distinta de la tasa de preferencia intertemporal, se asume que  $\beta = \frac{1}{1+r}$ .

Por lo que la ecuación 8), se convierte en

$$10) \quad u'(c_t) = \lambda$$

lo que nos indica que, siendo  $\lambda$  constante, el nivel de consumo óptimo será constante, es decir,  $c_t = c \quad \forall t$ .

Porque tiene un efecto similar, se puede representar el choque que significa el cambio en los TI de Perú como un cambio en el nivel de la tecnología,  $A_t$ . Aquí es necesario indicar que, asumiendo que la economía está en su estado estacionario, EE, también está con el stock de capital deseado, por lo tanto, mientras no ocurra un cambio inesperado no habrá inversión, es decir, no habrá cambio en el stock de capital deseado.

Cuando ocurre un cambio en el nivel de la tecnología (caída/aumento de los términos de intercambio, TI, producida por una caída/aumento en el precio de los "commodities") se modifica la ecuación 9) haciendo que se rompa la condición de equilibrio, pero esta tiene que

ser restablecida. Si el período de cambio es mayor que 1 período, el equilibrio se restablece reduciendo/aumentando el stock de capital, es decir, con inversión suficiente para volver a poner a la economía en su EE. Si el período de cambio es corto (asumiendo que dura sólo 1 período) no ocurrirá un cambio en el stock de capital.

Resolviendo la restricción intertemporal cuando la economía está en su EE, sin inversión o cambio en el stock de capital ni del ingreso, incorporando el resultado de la Ecuación de Euler, y excluyendo algún otro cambio de la ecuación 10) se obtiene la ecuación del consumo permanente

$$11) \quad c = r b_0 + A f(k)$$

donde  $k$  es el valor del stock de capital en el EE.

Pero un aumento no anticipado y temporal de la productividad (que podría representar una mejora de los TI), hará que el consumo aumente en una cantidad equivalente a la rentabilidad del valor presente del cambio en el ingreso que se ha producido, pero nada más. Del mismo modo, pero en sentido contrario, un choque producido por la caída del precio de los minerales, es presentado como un shock tecnológico, pues lo entiendo como una caída del término  $A$  en la función de producción,  $A f(k)$ .

$$12) \quad c = r b_0 + A f(k) + \frac{r}{1+r} [A^G f(k) - A f(k)] \quad \text{Superíndice G: Alto}$$

En este marco, sabiendo que el período de precios altos de los “commodities” permitió un ingreso y un stock de capital al que llamaremos Alto, analizamos los cambios en el ingreso permanente y en el consumo que, en el modelo, son consistentes con la posterior caída de los TI, que produjeron un ingreso Bajo.

En primer lugar, siguiendo a Vegh, si la caída de los TI es permanente, partiendo de una situación inicial de ingresos altos (que existía antes de la caída de los TI), habrá una caída de la productividad (precio de los “commodities”) y un reajuste del stock de capital óptimo. En segundo lugar, como la caída es permanente, habrá un reajuste hacia abajo en el stock de capital, de  $k^G$  a  $k^B$ .

Esto se ve de la siguiente manera,

$$13) \quad c = \underbrace{r b_0 + A^B f(k^G)}_{(1)} - \underbrace{\frac{r}{1+r} \left\{ \frac{A^B [f(k^G) - f(k^B)]}{r} - (k_t^G - k_{t+1}^B) \right\}}_{(2)} \quad \overbrace{G: \text{alto}, B: \text{bajo}}^{\text{Superíndice}}$$

El término (1) de la ecuación 13) es el nivel de consumo hasta el período 0 (en este momento ocurre un shock externo como un cambio tecnológico o la caída del precio de los “commodities”, representado por el término  $A^B$ . El stock de capital se decide en el período

previo al choque, por esto no varía en el período en que este ocurre). El término (2) es el valor presente neto de la desinversión, resultado del shock negativo. El término entre llaves, puede ser escrito como la ecuación 14)

$$14) \quad \frac{A^B[f(k^G)-f(k^B)]}{(k_t-k_{t+1})} > r$$

donde el término de la izquierda es el producto medio del cambio en el stock de capital, y corresponde a la pendiente de la recta  $ZC$  en el Gráfico 2)<sup>18</sup>. El término de la derecha, en la misma ecuación, es la tasa de interés que equivale al retorno a la unidad marginal de capital (o producto marginal de este factor), que es la pendiente de la recta  $FC$  en el punto  $C$  del mismo gráfico.

La desinversión, que puede ser no reposición de capital, tiene un costo positivo en términos de producción y de consumo, tal como se puede apreciar en el Gráfico 2) y en la misma ecuación 13), pues luego de la caída del precio de los “commodities” se debe esperar que la producción y el consumo sean menores que antes del shock.

$$15) \quad c = \underbrace{rb_0 + A^B f(k^G)}_{(1)} - \frac{r}{1+r} \underbrace{\left\{ \frac{A^B[f(k^G)-f(k^B)]}{r} - (k_t^G - k_{t+1}^B) \right\}}_{(2)} < rb_0 + A^B f(k^G)$$

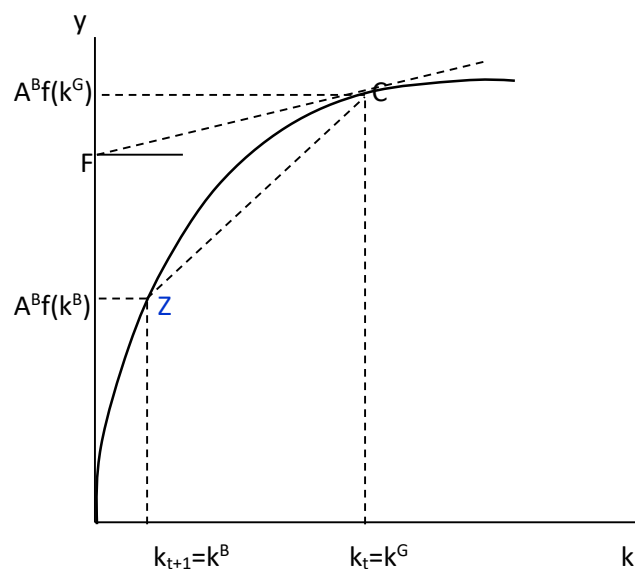
El término (2) en la ecuación 15) tiene un valor positivo que es ilustrado con el Gráfico 2.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> El término 2), que puede escribirse como  $\frac{A^B[f(k^G)-f(k^B)]}{(k_t^G-k_{t+1}^B)} > r$ . El lado izquierdo es la pendiente de la recta  $ZC$ , mientras que el lado derecho es la pendiente de la función de producción en el punto  $C$ .

<sup>19</sup> Vegh (2013).

Gráfico 2



La ecuación 15) nos dice que, con la caída del precio de los “commodities” (“caída de la tecnología”), representada por una caída del término  $A$  desde  $A^G$  hasta  $A^B$ , también ha caído el ingreso permanente (o producto potencial del país), lo cual hace necesario que también caiga el nivel de consumo permanente, pues la caída del ingreso es duradera o permanente. En este caso, toda política que busque mantener el nivel de consumo está destinada a crear desequilibrios, por ejemplo, en el sector fiscal.

#### 6. APLICACIÓN DEL MODELO AL CASO PERUANO – “POLÍTICAS DE REACTIVACIÓN”

A partir de 2012 Perú se vio afectado por la caída de los precios internacionales de los “commodities” (cobre, en particular) que, como ya fue mencionado, varios analistas consideraron permanente.<sup>20</sup>

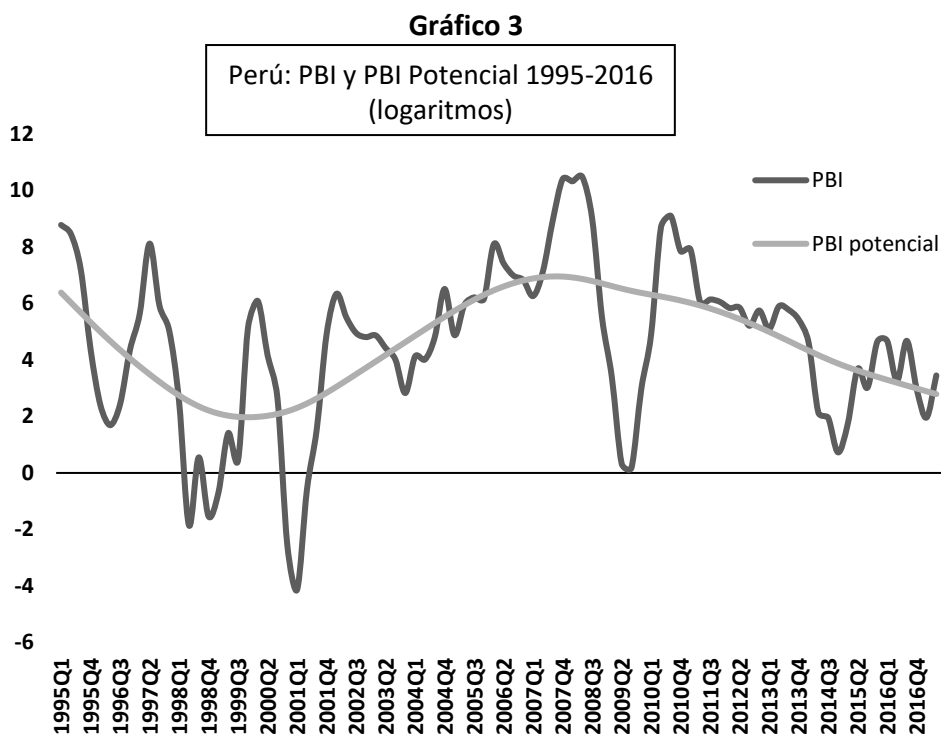
Dicha caída significó un fuerte shock permanente negativo de demanda que afectó al ingreso permanente o producto potencial. Tal como ya fue mencionado, este shock negativo fue “permanente” en el sentido que, en el corto plazo, no se esperaba que ocurra algún shock de sentido contrario, y también porque afectó al producto potencial (“ingreso permanente” del país), que disminuyó y cuya tasa de crecimiento se redujo.

<sup>20</sup> La magnitud del efecto de un shock de este tipo sobre la economía peruana, es significativo. Sin embargo, es oportuno mencionar el trabajo reciente de Schmitt-Grohe y Martin Uribe (2015), cuestionando que en la generalidad de los casos los efectos sean fuertes. Pero, consideran a Perú dentro de un grupo de países en los que el efecto puede ser de hasta un 20% del PBI.

En ese contexto, numerosos analistas y comentaristas exigieron “políticas de reactivación”, sugiriendo que estas eran necesarias para seguir manteniendo el mismo nivel de ingreso, consumo y crecimiento previamente alcanzado.

Sin embargo, estimando el PBI potencial y la brecha del producto, entre 1995-2017, con el filtro de Hodrick-Prescott encontramos que esta brecha no es significativa, que las tasas de crecimiento del PBI Real y del PBI Potencial tienden a aproximarse, y que las tasas de crecimiento del PBI Potencial y del PBI Corriente, aunque siguieron siendo positivas, fueron reduciéndose. La estimación con el filtro de Kalman arroja resultados similares.<sup>21</sup>

El Gráfico 3 muestra que, a partir de fines de 2007, se inicia una tendencia de caída de las tasas de crecimiento del PBI real y potencial. Luego de la abrupta caída en 2009 y la rápida recuperación en 2010, la tendencia continuó. Sin embargo, la información econométrica muestra que, después de 2010, la tasa de crecimiento del producto real fue positiva, aunque decreciente, ocurriendo lo mismo con el PBI potencial. En este sentido, con excepción de 2014 cuando la tasa de crecimiento del PBI estuvo por debajo de la tasa de crecimiento del PBI Potencial, entre 2010-2016 la tasa de crecimiento del PBI fue, la mayor parte del período, superior a la del PBI Potencial.

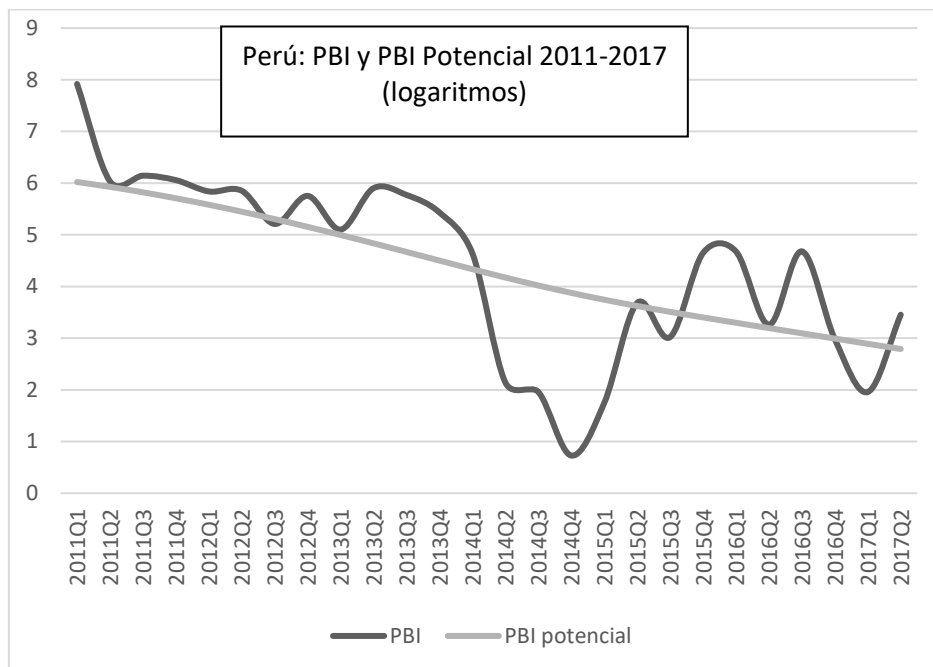


Elaboración propia.

<sup>21</sup> La suma simple de la brecha del producto entre 2013-I y 2017-II es positiva 0.5612472.

En el Gráfico 3.1, analizando el tramo 2011-2017, se aprecia con mayor claridad esta tendencia.

**Gráfico 3.1**



Hay una reducción definida de la tasa de crecimiento, pero estrictamente no hay recesión y tampoco el PBI corriente está claramente por debajo del PBI potencial.

La economía peruana no estuvo ni está claramente por debajo de su producto potencial o nivel de ingreso permanente. Por lo tanto, si las “políticas de reactivación” son medidas de corto plazo que buscan hacer retornar o buscan acercar a la economía a su producto potencial, es claro que en Perú no había mucho espacio para ellas y, en el contexto de recuperación de la economía mundial en curso, el espacio se hacía aún menor.

### 6.1 El hipotético caso de un shock temporal

Si el shock hubiera sido temporal, las medidas recomendables serían diferentes. Supongamos una caída temporal de 1 período, que hace que en  $t = 0$  ocurra la caída del nivel de la tecnología, pero dicho choque se recupera en  $t = 1$ .

Las condiciones de primer orden siguen siendo las mismas,

$$9) \quad \beta^t u'(c_t) = \lambda \left( \frac{1}{1+r} \right)^t$$

$$10) \quad A_{t+1} f'(k_{t+1}) = r$$

y, con los mismos supuestos, tendremos que  $u'(c_t) = \lambda$ , lo que implica que  $c_t = c \quad \forall t$ . Por otro lado, como el stock de capital deseado es escogido durante el período anterior, cuando el shock ocurre en el período  $t$ , ya fue escogido el capital deseado  $k_{t+1}$  para  $t + 1$ , pero como el shock dura solo 1 período, en  $t + 1$  ya se regresó a la situación inicial, por lo que no es necesario el cambio en el stock de capital. Entonces, no hay inversión o desinversión. Esto significa que de la ecuación 6), podemos obtener:

$$16) \quad c = rb_0 + A^G f(k^G) - \frac{r}{1+r} f(k^G) [A^G - A^B]$$

Cuando el choque es temporal el consumo cae, pero sigue siendo mayor que cuando el choque es permanente, pues no hay caída de la inversión.

Cuando el shock es temporal, la Balanza Comercial en el período en el que ocurre el shock, será

$$17) \quad BT_0 = y_0 - c = -rb_0 + \frac{1}{1+r} f(k^G) [A^G - A^B] > -rb_0^{22}$$

El ahorro, es positivo:

$$18) \quad S_0 = \frac{r}{1+r} [A^G - A^B] f(k^G)$$

## 7. LAS PROPUESTAS DE REACTIVACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL Y PERUANA

### 7.1 La situación de la economía mundial

En 1999 la economía internacional se veía envuelta en una desaceleración (llamada “Global Slowdown” por el World Economic Outlook (WEO). IMF May 1999).

Sin embargo, en 2004, el WEO September, informaba que la economía global se expandía:

“In *emerging Asia*, GDP growth is projected to remain at 7.25 percent in 2004, led by booming activity in China—fueled by very rapid investment and credit growth—and in India, where—despite recent adverse weather conditions—growth is being underpinned by the global expansion and supportive monetary conditions. For the region as a whole, domestic demand growth is generally strong and current account surpluses—and in some cases capital inflows— remain very high.”

En medio de lo que el WEO 2004 mencionado consideraba una “recuperación bien consolidada” (“entre mediados de 2003-2004 el crecimiento global ha promediado 5% -tasa

<sup>22</sup> En este modelo, en una economía en equilibrio con previsión perfecta, en el Estado Estacionario, la Balanza Comercial en el período  $t=0$  es  $BT_0 = -rb_0$ . Esto dice que cuando  $b_0 > 0$ , la Balanza Comercial puede tener valor negativo.

superior a la tendencia histórica de 4%”), la gran demanda mundial de materias primas condujo a la mejora de los TI (de Perú y otros países exportadores de materias primas) que es de gran importancia para la evolución del PBI peruano. La correlación positiva entre la evolución de los TI y la de la economía peruana, parece gozar de un alto nivel de aceptación entre analistas y economistas peruanos.

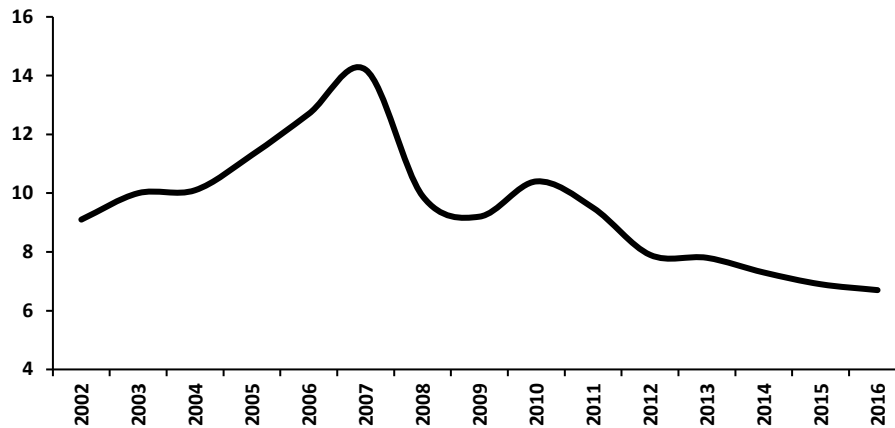
En 2003, 2004, Los países desarrollados crecían a tasas alrededor del 3-4% mientras que los países en desarrollo lo hacían a tasas superiores a 5% en promedio. Una diferencia notable entre los países de gran tamaño que crecían, fue el crecimiento elevado de la República Popular China, India y, en general los países asiáticos, que los convirtió en uno de los motores o el más potente motor de crecimiento de la economía mundial durante los primeros 16 años del milenio.

**Cuadro 1. Tasas de crecimiento del PBI en China e India (2002-2016)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
China-PBI Real-Tasa de Crecimiento	9.1	10	10.1	11.3	12.7	14.2	9.9	9.2	10.4	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7
India-PBI Real-Tasa de Crecimiento	3.9	7.9	7.8	9.3	9.3	9.8	3.9	8.5	10.3	6.6	5.5	6.4	7.5	8.0	7.10
<b>Fuente: IMF, IMF Country Report No. 10/238; IMF Country Report No. 16/270, IMF Country Report No. 17/247: IMF Outlook Database 2017, WEO September 2004</b>															

Sin embargo, luego de un período relativamente largo con tasas de crecimiento bien elevadas, la tasa de crecimiento china tendió a disminuir a partir de 2007, hasta 6.7% en 2016, ocurriendo algo similar con la economía de India, tal como se observa en el Cuadro 1 y, para China, también en el Gráfico 4. Estas son tasas altas, en particular, en comparación con otros países, pero son menores que las tasas que esos países tuvieron durante la década previa y no parece que, en el corto o mediano plazo, existan las condiciones para que China, y también India, puedan tener tasas de crecimiento de 9%-13%.

**Gráfico 4**  
**China: PBI Real-Tasa de Crecimiento**



Fuente: IMF

La economía mundial que, luego de la caída que sufrió, en particular en 2009, se recuperó rápidamente en 2010 y 2011, volvió a mostrar en 2012 un crecimiento positivo pero lento que se mantuvo hasta 2014, lo que contribuyó a que se desacelerara el crecimiento en los países emergentes.<sup>23</sup> Sin embargo, desde 2016 se aprecia una mejoría de la economía mundial. En Abril 2016 el WEO ya estimaba una recuperación de la economía mundial para 2017, basada, principalmente, en el crecimiento de las economías emergentes.<sup>24</sup> A esto se agrega que, el WEO de Enero 2017 informa que en el tercer trimestre 2016 hubo, en los países avanzados, “un aumento del crecimiento más fuerte que lo esperado” frente a una “desaceleración de algunas economías emergentes”.<sup>25</sup> El pronóstico en Enero 2017 para 2018 fue que “la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo, EMDEs, se acelerará”.<sup>26</sup> Estos pronósticos se hicieron pese a que, tal como se analiza en Blanchard (2017) y se muestra en el Gráfico 5, tanto el nivel de ingreso

<sup>23</sup> Ver IMF-WEO October 2012, October 2014.

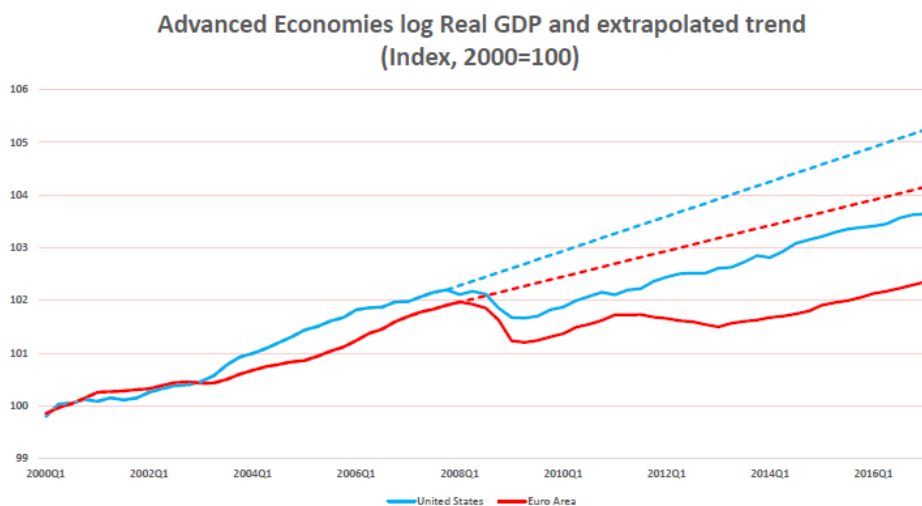
<sup>24</sup> “The projected pickup in growth in 2017 (3.5 percent) and over the rest of the forecast horizon hinges crucially on rising growth in emerging market and developing economies, as growth in advanced economies is expected to remain modest, in line with weakened potential growth.” WEO April 2016.

<sup>25</sup> “Consistently good economic news since summer 2016 is starting to add up to a brightening global outlook. The economic upswing that we have expected for some time seems to be materializing: indeed, the *World Economic Outlook* (WEO) raises its projection for 2017 global growth to 3.5 percent, up from our recently forecast 3.4 percent.” WEO April 2017

<sup>26</sup> IMF – WEO, Enero, 2017.

como la velocidad de crecimiento de las economías avanzadas parecen haber sido afectadas negativa y permanentemente por la crisis.<sup>27</sup>

**Gráfico 5**



Fuente: Blanchard (2017)

No obstante, esto no niega que la economía internacional, desde 2015, se encuentra en un proceso de recuperación y aceleración que era conocido e informado a nivel internacional. Por otro lado, con respecto a América Latina, está bastante aceptada la relación directa entre el nivel de actividad de los países más desarrollados, el comportamiento de los TI y la evolución de la economía latinoamericana.<sup>28</sup>

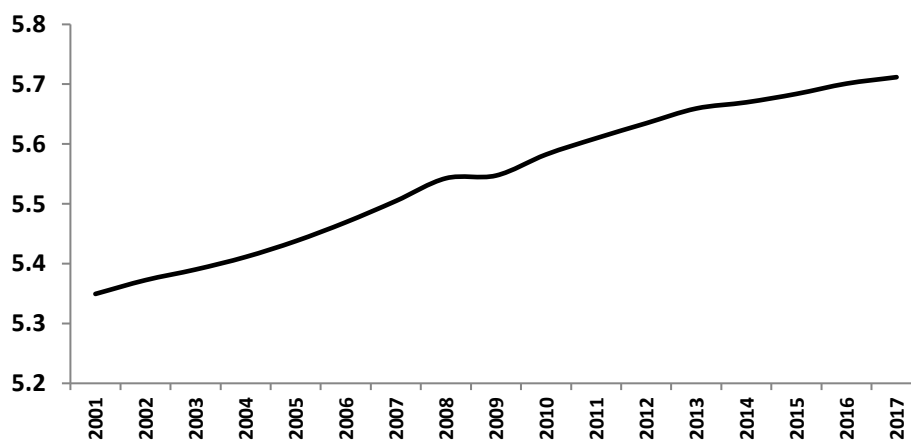
<sup>27</sup> “First, the level of output appears to have permanently been affected by the crisis and its associated recession...it appears as if the output path has shifted down and is now increasing along a lower trend line than before the crisis (The two trends are based on the average quarterly growth rates over 2000 to 2007).” Blanchard, Olivier J. (2017) Should we Get Rid of the Natural Rate Hypothesis? NBER WP#24057. November 2017. Ver también el trabajo reciente de Cerra y Saxena (2017).

<sup>28</sup> “The slowdown in exports, in turn, is linked to the deterioration in the region’s terms of trade. The latter has been large, ranging from 5 percent in Mexico to over 65 percent in Venezuela (...). From the perspective of each individual country, these declines are among the largest of the past 35 years.” IMF-WREO, Ch.3, May 2017.  
También Jose A. Ocampo escribe: “The commodity price boom took off in 2004 and, although the rise was interrupted by the sharp contraction in international trade, recovery was also very fast. The benefits of the positive terms of trade were particularly strong for energy and mineral-exporting economies (Venezuela, Chile, Bolivia, Peru, Colombia, and Ecuador, in that order), followed by the major agricultural exporters (Argentina and Brazil). In contrast, oil-importing countries were hurt, notably those in Central America and the Caribbean.” IMF – Finance and Development, September 2015

La implicancia de esto es que, en base a la información disponible, se debía esperar una recuperación del nivel de actividad en LAC en 2016, 2017 y años siguientes.

Es importante señalar que, en Perú, la crisis internacional no se manifestó la manera en que lo hizo en los países desarrollados mencionados, no obstante, aunque en menor medida, todo indica que la tendencia de crecimiento fue afectada permanentemente hacia abajo. Al respecto, los Gráficos 1, 5, 6 son elocuentes.

**Gráfico 6**  
Perú: PBI Real 2001-2017  
(Soles de 2007-logaritmo)



Fuente: BCRP

## 7.2 Bajas tasas de inflación y bajas tasas de interés de largo plazo en los países desarrollados

Un fenómeno que las economías desarrolladas y, en particular, la de EEUU enfrentan desde hace algunos años y en la actualidad, es la caída simultánea de las tasas de interés de largo plazo y de la tasa de inflación.<sup>29</sup> Esto ha generado, en ellos, la preocupación por las bajas tasas de interés de corto plazo (que son manejadas por sus respectivos bancos centrales), pues

---

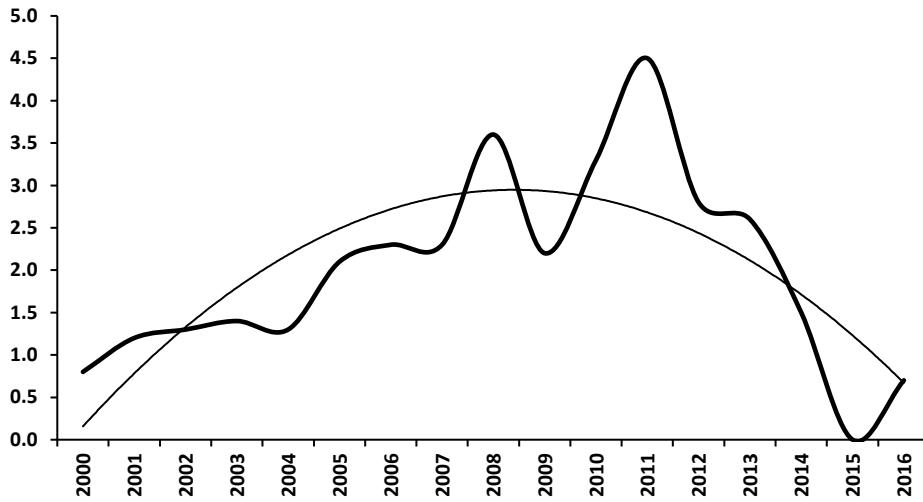
También en Latin America Threads a Narrow Path to Growth-The slowdown and its macroeconomic challenges. April 2015. The World Bank IBRD Group, hallamos: "The link between the external environment and investment is perhaps most clearly delineated in the cases of Chile and Peru, both large exporters of metals. Investment in both these countries responded dramatically to the early decline in the prices of copper and other metals, which mirrored the Chinese process of "soft landing" towards a lower growth rate."

<sup>29</sup> Blanchard, Cerruti, Summers (2015, 2017), Hordhal y otros (2016). BIS WP 574

perderían la posibilidad de hacer política monetaria convencional (o tendrían espacio reducido) en caso que fueran afectados por un choque negativo.

**Gráfico 7**

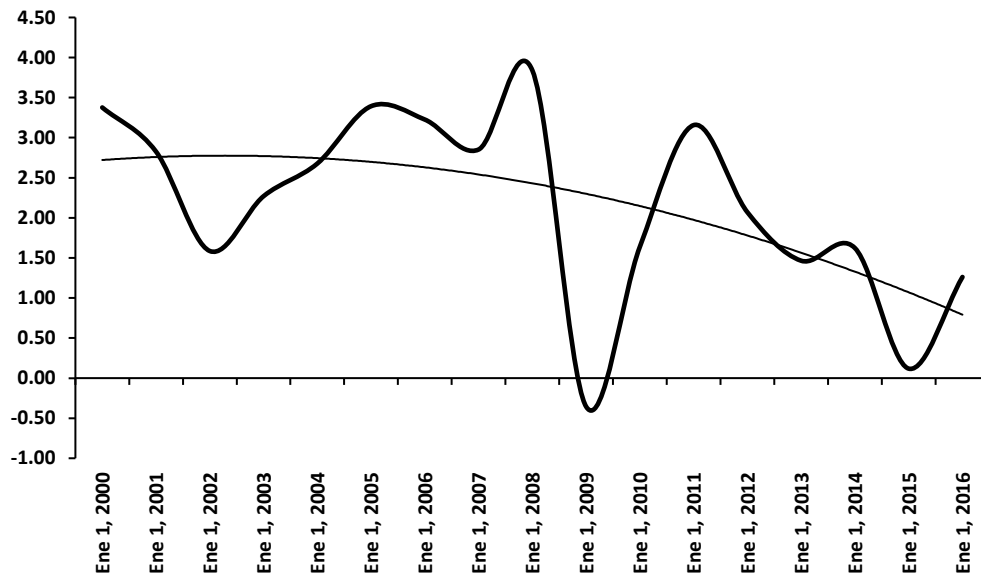
Reino Unido-Inflación (con línea de tendencia)



Fuente: Office for National Statistics, UK

**Gráfico 8**

EEUU-Inflación IPC (con línea de tendencia)



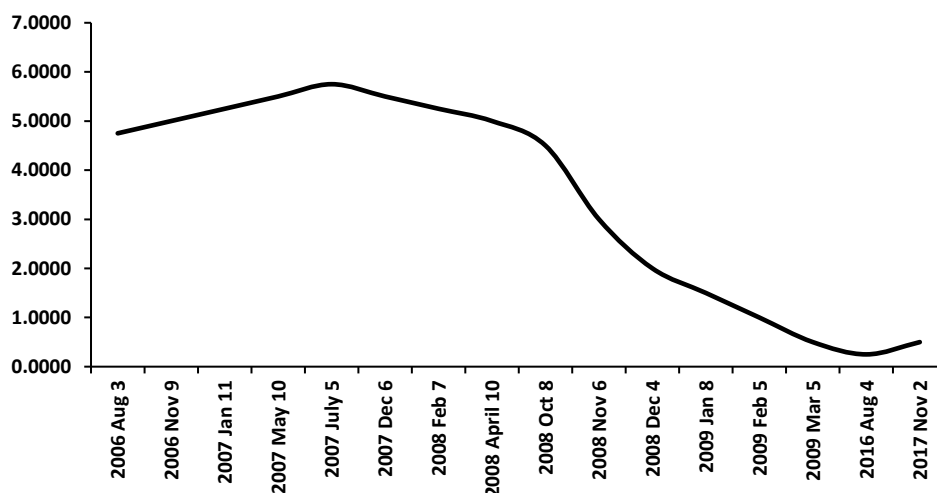
Fuente: Federal Reserve Economic Data

En este sentido, son consideradas noticias preocupantes las caídas de la tasa de inflación que ocurre en el Reino Unido y en EEUU, tal como mostramos en los Gráficos 7 y 8. Después de 2011, la inflación en el Reino Unido disminuyó hasta 0.0 en 2015 y subió ligeramente hasta 0.7 en 2016.

Algo similar ocurrió en EEUU y, en ambos países en los últimos diez años, la inflación muestra una tendencia decreciente como se aprecia en los Gráficos mencionados. También se puede apreciar, en los Gráficos 9, 10 y 11, que la tasa de interés que maneja el Banco Central en cada uno de estos países y el Banco Central Europeo, estuvo alrededor de 1% o por debajo de dicha cifra.

**Gráfico 9**

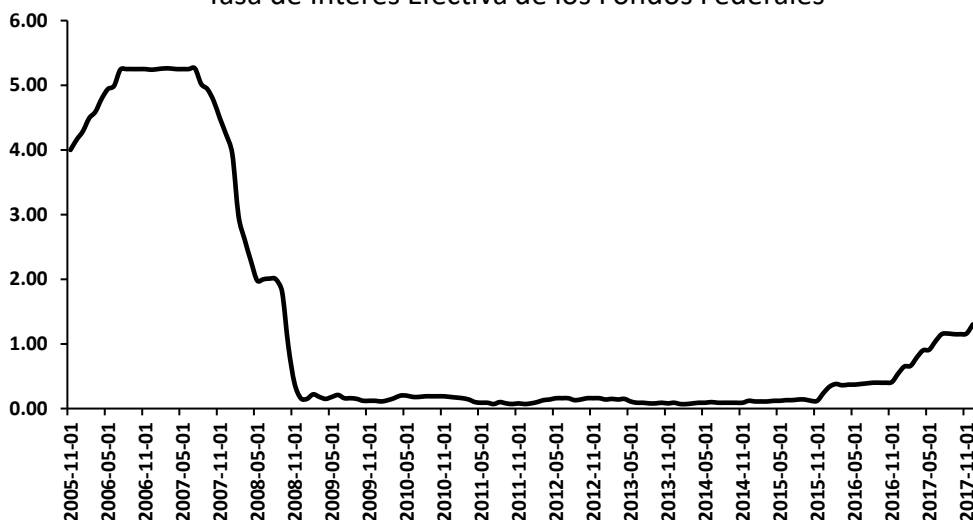
**Inglaterra - Official Bank Rate**



Fuente: ECB

**Gráfico 10**

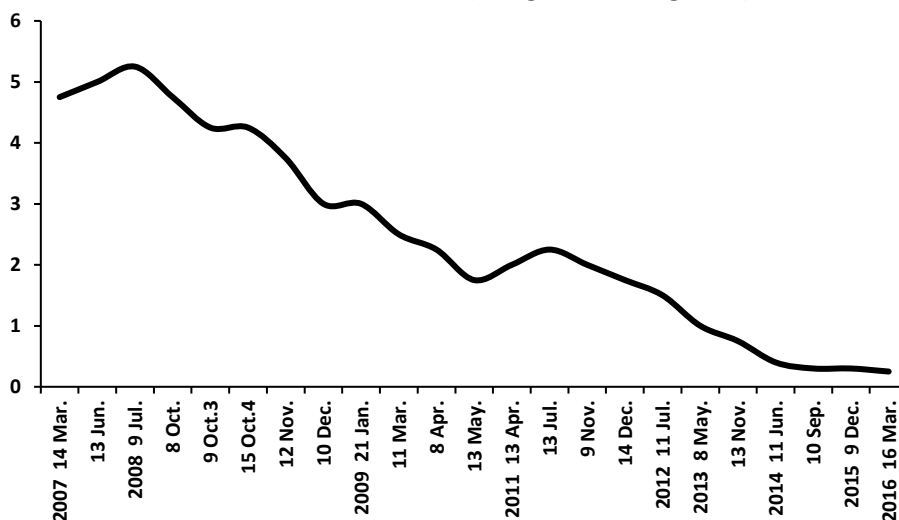
Tasa de Interés Efectiva de los Fondos Federales



Fuente: FRED

**Gráfico 11**

Tasa de interés del BCE-(Marginal Lending Rate)



Fuente: ECB

La consecuencia de la preocupación mencionada, ha sido las propuestas de elevar la meta de inflación para poder elevar las tasas de interés equivalentes a la Federal Funds Rate de la Reserva Federal de EEUU y tener espacio para hacer política monetaria expansiva. Tal vez la primera y más representativa de dichas propuestas, es la de Blanchard, Dell' Ariccia, Mauro (2010).<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note, SPN/10/03

### 7.3 La situación de la economía peruana

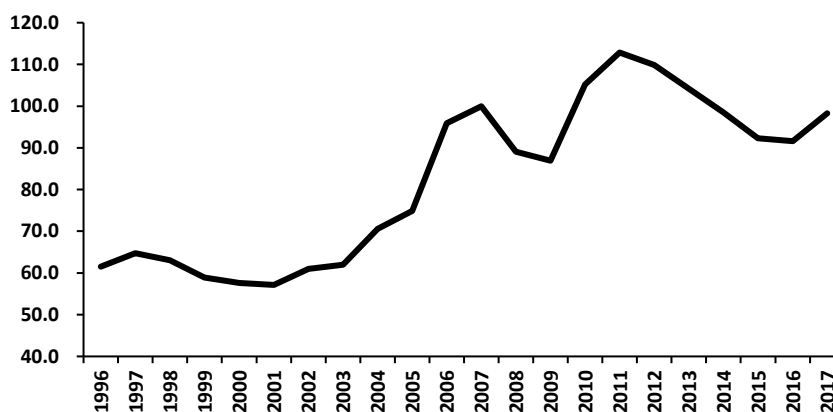
Desde los primeros años del milenio, la economía peruana inició un ciclo expansivo sostenido por un aumento significativo del precio de sus exportaciones y de la situación externa en general, lo que se tradujo en una mejora de sus términos de intercambio (TI).<sup>31</sup>

El aumento de los TI desde 2001, significó un choque de demanda positivo para la economía peruana afectando positivamente el nivel de ingreso (ingreso permanente, PBI potencial) y generando incentivos para la inversión privada durante, aproximadamente, los primeros 15 años del milenio. Es necesario tener en cuenta que, dada la dependencia externa de la economía peruana, este choque de demanda positivo era el otro extremo de un choque de oferta positivo que ocurrió en China, India y los países desarrollados.

Teniendo como año base a 2007, el índice de los términos de intercambio que en 2000 estaba en alrededor de 57 puntos subió hasta 112.8 puntos en 2011 (lo que es casi el doble que en 2000). A partir de entonces, se inició una caída de dicho índice, llegando a 91.6 puntos en 2016 y 98.3 en 2017.

**Gráfico 12**

Perú: Índice de Términos de Intercambio



Fuente: BCRP

Sin embargo, a pesar de esta caída en 2015 y 2016 (con ligera recuperación en 2017), dichos términos estuvieron y aún están por encima del nivel que existía cuando se inició el ciclo expansivo, es decir, en 2001. Se ha considerado que esta declinación de los TI indicaba que

<sup>31</sup> Schmitt-Grohé y Uribe (2015, 2016) estiman que, en general, las variaciones de los TI no son tan importantes. Ellos, sin embargo, estiman para Perú (y otros países) que los TI pueden explicar hasta un 20% de la variación del PBI.

el ciclo de demanda creciente para la producción peruana de materias primas para la exportación había llegado a su fin, y que una situación semejante no se volvería a presentar en el corto plazo.<sup>32</sup>

Tal como se aprecia en el Cuadro 2, durante 2000-2016, la economía peruana experimentó tasas anuales positivas de crecimiento del producto y solo en 2009, bajo las condiciones excepcionales de caída de la economía mundial, experimentó dos trimestres con crecimiento económico negativo. Así, entre 2002-2017, lo más cerca que Perú estuvo de una recesión fue en 2009 cuando los trimestres T2 y T3 fueron -0.8 y -0.2, respectivamente, pese a lo cual el año terminó con una tasa de crecimiento positiva de 1%.

**Cuadro 2. Perú: Tasa real de crecimiento 2000-2016**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Perú-Tasa real de crecimiento	2.7	0.6	5.5	4.2	5.0	6.3	7.5	8.5	9.1	1.0	8.5	6.5	6.0	5.8	2.4	3.3	4.0

Fuente: BCRP

Se ha estimado que el impacto de los factores externos explica el 67.11% de la varianza del PBI mientras que los factores internos explican sólo el 32.89%.<sup>33</sup> Esta estimación implica que una medida de política interna difícilmente podría contrarrestar los efectos de un choque externo, en especial, si este fuera significativo.

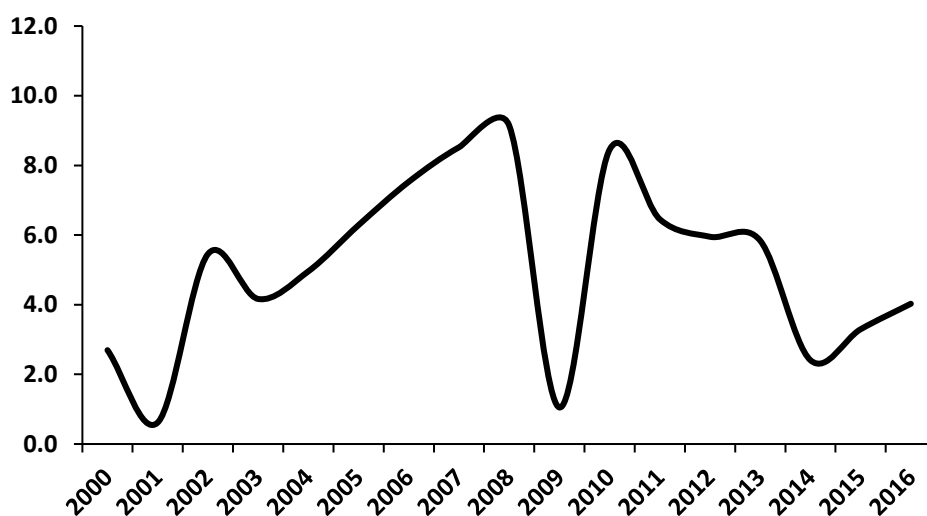
Las tasas de crecimiento anual de la economía peruana durante el período 2010-2016, fueron positivas y superiores a 2.4%, y no hubo ningún trimestre en el que haya experimentado una tasa de crecimiento negativa, es decir, no experimentó una recesión. Sin embargo, desde 2009 la velocidad de crecimiento de la economía ha venido disminuyendo, tal como se aprecia en el Gráfico 13.

<sup>32</sup> “El superciclo de commodities no va a volver”, Piero Ghezzy, Ministro de la Producción en la fecha. Caretas, 20 agosto, 2015.

<sup>33</sup> Mendoza, Waldo, La economía de PPK. CISEPA Documentos de Trabajo #440, mayo 2017.

**Gráfico 13**

Perú: Tasa de crecimiento del PBI real



Fuente: BCRP

Con respecto al sector fiscal, como se aprecia en el Cuadro 3, las cuentas del Gobierno General después de 2012 han tenido una tendencia a tornarse crecientemente negativas. Los resultados para las cuentas del Gobierno Central son similares pero peores. Los ingresos tributarios han venido cayendo fuertemente, es decir, la Presión Fiscal estuvo cayendo sostenidamente y, en 2017 era solo 12.9%.

Cuadro 3. Perú - Sector Fiscal - Resultado Económico y Presión Fiscal (2012-2017)

	2012 <sup>1/</sup>	2013 <sup>1/</sup>	2014 <sup>1/</sup>	2015 <sup>1/</sup>	2016 <sup>1/</sup>	2017 <sup>1/</sup>
<b>Gobierno General</b>	2.1	0.7	-0.3	-2.1	-2.3	-3
<b>Gobierno Central</b>	1.4	0.5	-0.5	-2.9	-2.6	-3.6
<b>Presión Fiscal</b>	16.9	16.7	16.5	14.7	13.5	12.9

Fuente: BCRP

Por otro lado, como se aprecia en el Cuadro 4, en 2015, uno de los años Perú creció a 3.3%; en 2016, 4.0%. En ambos casos bastante por encima del promedio latinoamericano.<sup>34 35</sup>

Pese a que la economía peruana crecía a tasas que estaban entre las más altas de América Latina y muchos otros lugares del mundo, fue durante 2015, 2016, 2017, cuando se escucharon con mayor fuerza los pedidos para hacer “política de reactivación”.

Cuadro 4

Perú - Tasa de Crecimiento Trimestral 2015-2017											
	T115	T215	T315	T415	T116	T216	T316	T416	T117	T217	T317
<b>Tasa de Crecimiento</b>	1.9	3.2	3.3	4.6	4.6	3.9	4.7	3.1	2.3	2.6	2.9

Fuente: BCRP

Estos pedidos fueron hechos por diversos analistas económicos, pero fue ejecutada, en parte, por el gobierno de P.P. Kuczinski cuando redujo el impuesto a las ventas, IGV, y aumentó el gasto fiscal.

De manera consistente con resultados obtenidos por Blanchard (2017), el trabajo de Cerra y Saxena (2017) muestra que la Gran Recesión modificó permanentemente tanto el nivel como la tendencia de evolución del PBI de los países afectados, la información disponible muestra que el choque negativo que experimentó Perú desde 2009, redujo la tasa de crecimiento de su PBI potencial, así como la de su PBI real, tal como se aprecia en los Gráficos 3 y 3.1.

Ya vimos en los Gráficos 1 y 5 que, en los países mencionados líneas arriba, el nivel del producto fue afectado negativamente en su nivel y en su tendencia, y que algo semejante ocurrió con sus tasas de crecimiento.

#### 7.4 Ingreso permanente o PBI potencial, Perú 2010-2017- Brecha del producto

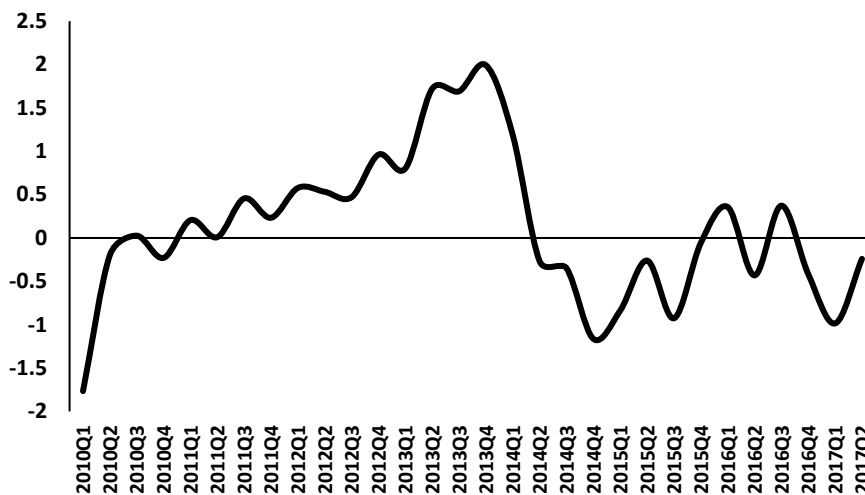
Usando el filtro Hodrick-Prescott, estimamos la brecha del producto, (Y-Y\*), entre los años 1994-2017, y para los años 2010-2017 hallamos la brecha mostrada en el Gráfico 14.

<sup>34</sup> WEO 2015-2016-2017: En 2016 el PBI LAC fue negativo, -0.9%, en 2015 fue 0.0%, en 2014 fue 1.3.

<sup>35</sup> “Según el IMF, la tasa de crecimiento a precios constantes, de los países de América Latina y el Caribe (LAC), durante los años 2014-2017 fueron, respectivamente, 1.328, 0.316, -0.649, 1.267.” IMF-WEO Database April 2018.

**Gráfico 14**

Brecha del Producto 2010-2017  
(% del PBI potencial)



Elaboración propia

La información que hemos trabajado, muestra que el PBI de la economía peruana, desde 2010, fue superior a su producto potencial, pero a partir de 2014 estuvo por debajo de este. Sin embargo, durante estos últimos años, ni el tamaño de la brecha fue significativo ni esta fue permanentemente negativa.<sup>36</sup>

Debido a que, en las propuestas mencionadas, se halla la de cambiar la política monetaria elevando la meta de inflación, es necesario analizar las circunstancias en que dicha propuesta surge en la discusión económica actual.

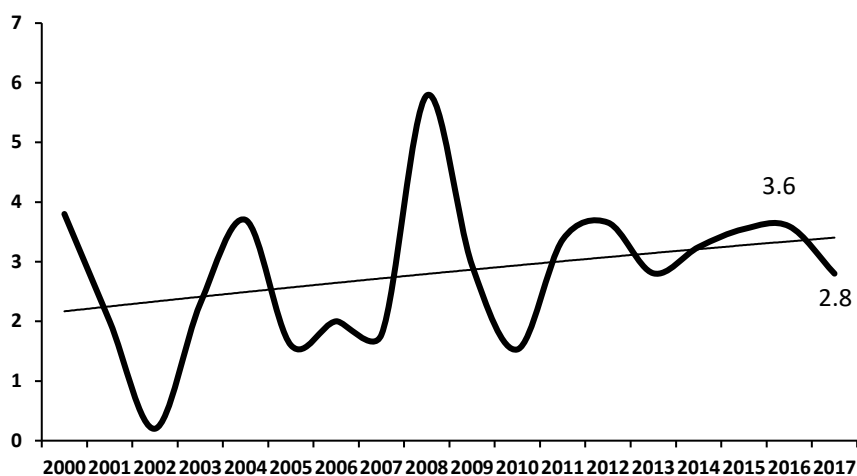
#### 7.5 Inflación en Perú y comparación con países desarrollados (EEUU, Reino Unido)

A diferencia de EEUU y el Reino Unido, en Perú la inflación ha venido mostrando una tendencia creciente sin que esta sea muy pronunciada. Ella ha sobrepasado la Meta de Inflación establecida, y se ha encontrado y encuentra por encima del rango establecido por el BCRP. Más aun, desde 2007 hasta 2017, la inflación en Perú está por encima de la Meta de Inflación del BCRP, en más de 1%.

<sup>36</sup> La suma simple de la brecha entre 2013-I y 2017-II es positiva 0.561247203.

**Gráfico 15**

Perú: Inflación (con línea de tendencia)



Fuente: BCRP

Como ya lo vimos líneas arriba, la inflación en EEUU e Inglaterra, a fines de 2016, estaba en 1.26% y 0.7% respectivamente, y tenía tendencia decreciente.

#### 7.6 Los análisis de la situación económica peruana

Una característica general del análisis macroeconómico en Perú es que los analistas no consideraron necesario averiguar o mencionar cuál era la situación del producto potencial o, como lo consideraremos en este trabajo, “ingreso permanente” de Perú.<sup>37</sup>

Analizaremos a dos conocidos analistas.<sup>38</sup>

Un analista, ya en abril 2017, observando la situación de caída del PBI, se pregunta qué se puede hacer en lo inmediato, y su propia respuesta se enfoca en la expansión del gasto fiscal y en el relajamiento de la política monetaria. Con respecto a la primera, su propuesta es: “Desde el lado del MEF, la vía más expeditiva es dinamizar la inversión pública en todos los ámbitos del Gobierno [...] Un crecimiento de la inversión pública por encima del 10% anual

<sup>37</sup> Esta relación ingreso permanente-PBI potencial, ya está incluso en los libros de texto: “The life-cycle/permanent-income hypothesis says that individual consumption depends on average income over time rather than current income. This serves as the underlying justification for why we assume consumption depends on potential output”. Charles I Jones, *Macroeconomics* p. 298, 3<sup>rd</sup> Edition, 2014.

<sup>38</sup> Waldo Mendoza y Elmer Cuba, ambos economistas y, aunque en distintos períodos, Directores del BCRP. Mendoza es el actual Presidente del Consejo Fiscal.

en este año y los siguientes sería la mejor contribución del MEF a la economía [...]”. Con respecto a la política monetaria su propuesta fue cambiar la política monetaria, elevar la meta de inflación y, en consecuencia, el rango de inflación meta del BCRP con la finalidad de poder hacer una política monetaria más expansiva: “En el caso de la política monetaria, la banda actual, entre 1% y 3% de inflación anual, se ha convertido en una traba... En lo inmediato, el BCR debería elevar su meta de inflación y reducir drásticamente su tasa de interés de política.”<sup>39</sup>

Otro analista, el 4 de Mayo 2016, afirma: "Estamos recibiendo una economía en desaceleración económica, fruto de choques importantes internacionales desde el 2014...Con un Gobierno de Fuerza Popular vamos a acelerar el crecimiento económico, con políticas macroeconómicas fuertemente anticíclicas, acotadas, bien pensadas, puntuales para llevar a la economía a una tasa de crecimiento entre 5% y 6% durante los cinco años del Gobierno..."<sup>40</sup> Analizando ambas propuestas consideramos que, en mayo 2017, la primera propuesta resultaba siendo extemporánea y redundante, pues desde abril 2016 y enero 2017 el WEO informaba que la economía mundial estaba en franca recuperación. Entonces, si creemos que el impacto de los factores externos explica más de 2/3 de la variación del PBI mientras que los factores internos explican menos de 1/3 (y entre estos, el impacto de la tasa de interés doméstica sobre la varianza del PBI es de solo 0.86%)<sup>41</sup>, aumentar “la inversión pública en más del 10% en este año y los siguientes”, en medio de resultados económicos fiscales crecientemente negativos resultaba siendo, además, excesivo. Siguiendo el razonamiento presente en el trabajo “La Economía de PPK...”, la recuperación de la economía mundial debería encargarse de buena parte de la recuperación de la economía peruana, pues el impacto de los factores externos es bien grande, mientras que el de los factores internos es bastante más pequeño. Pero, si a esto añadimos la propuesta de cambiar la política monetaria subiendo la meta de inflación, para permitir una política monetaria expansiva que pueda “reducir drásticamente” la tasa de interés habría que decir que la propuesta,

---

<sup>39</sup> Mendoza, Waldo No culpen a El Niño. Diario el Comercio 11 abril 2017. Esta propuesta de subir la meta de inflación para poder hacer política monetaria expansiva, parece un eco de las propuestas de Blanchard, Dell Arisia, Mauro (2010) de subir la meta de inflación a 4% en los países desarrollados.

<sup>40</sup> Cuba, Elmer La economía peruana ha subido algo, pero es un espejismo. Diario Gestión 4 de ayo 2016.

<sup>41</sup> Mendoza (2017) La Economía de PPK, p.14. Documentos de Trabajo, CISEPA, Departamento de Economía, PUCP.

seguramente, también era, desproporcionada, pues su impacto ha sido estimado en apenas un 0.86% de la magnitud de la medida adoptada.

En EEUU, el Reino Unido y la Unión Europea, tal como se señaló en líneas anteriores, desde antes de mayo 2017, se estudiaba la posibilidad de aumentar la tasa de inflación objetivo para generar mayor espacio para la política monetaria: la Federal Funds Rate en EEUU, y la Official Bank Rate en Inglaterra, que son las tasas de interés equivalentes a nuestra Tasa de Interés de Referencia. Ellas estaban en 0.4% y 0.25% respectivamente, es decir, muy cerca de cero. Mientras que, como también ya lo mencionamos, la Tasa de Interés de Referencia del BCRP, estaba en 4%.<sup>42</sup>

¿Cómo evolucionaba la inflación en Perú durante este mismo período?

A diferencia del Reino Unido y EEUU donde la evolución de la inflación tenía pendiente negativa, en Perú, tal como se aprecia en el Gráfico 10, ella tenía y tiene pendiente positiva. En Perú la tasa de inflación, desde 2011, está por encima de 3% (en promedio simple 3.4% aproximadamente) lo que, por el tiempo en que se halla en ese nivel y para fines prácticos de este análisis, hasta podría decirse que equivale a una especie de tasa de inflación meta u objetivo, con un rango entre 4.5% y 2.5%. Podría decirse que esto significa que, prácticamente, en Perú tenemos una meta de inflación distinta a la oficialmente declarada (o que se está siendo tolerante con ella). Entonces, es bueno preguntarse, ¿hay alguna razón para desear tener metas de inflación todavía más altas?

---

<sup>42</sup> Este tema de aumentar la meta de inflación, ha sido discutido, en particular, en EEUU e Inglaterra. Sin embargo, en el momento de dicha discusión durante los años 2014, 2016, en EEUU la Federal Funds Rate (equivalente a la tasa de interés de referencia en nuestro país) estaba en 0.4%, en Inglaterra la Official Bank Rate estaba en 0.25, mientras en Perú estaba en alrededor de 4.0%. Ver Bernanke: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/09/13/modifying-the-feds-policy-framework-does-a-higher-inflation-target-beat-negative-interest-rates/>. Para Inglaterra, ver <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate> En el texto mencionado, Bernanke considera que la tasa de interés negativa es una alternativa entre otras: "I am puzzled by the apparently strong preference for a higher inflation target over negative rates, at least based on what we know now. Yes, negative interest rates raise a variety of practical problems, as well as political and communications issues, but so does a higher inflation target. In this post, I argue that it's premature for policymakers to emphasize the option of raising the inflation target over the use of negative rates." Este problema también es tratado por el Head of the BIS Monetary and Economic Department, Borio, Claudio (2017) Through the Looking Glass. Su recomendación es tener "mayor tolerancia ante las desviaciones de la inflación de su meta y poner más peso sobre la estabilidad financiera."

Además, por otro lado, desde enero 2011, la Tasa de Interés de Referencia (TIR) en Perú está por encima de 3%, pero todo el año 2016 hasta abril 2017, estuvo en 4.25% habiendo descendido hasta 3.25% recién en noviembre 2017.

Entendiendo que el BCRP hace la política monetaria siguiendo la Regla de Taylor, podemos decir que ella se ejecuta, básicamente, según:

$$19) \quad TIR = 2 + \pi + (0.5)(\pi - \pi^*) + (0.5)(Y - Y^*)$$

*TIR*: Tasa de Interés de Referencia;  $\pi$ : Tasa de inflación actual;  $Y$ : PBI Real actual

$\pi^*$ : Meta de Inflación;  $Y^*$ : PBI Potencial

2: tasa de interés real de largo plazo

Si no se cambia la forma básica de hacer política monetaria en el país, debemos entender que la propuesta de elevar la Meta de Inflación<sup>43</sup> implicaría una elevación de la tasa de interés (pues la Regla exige que se busque  $\pi = \pi^*$ ), para luego bajarla, lo que no parece hacer mucho sentido. En Mayo 2017, según el BCRP, la TIR se hallaba en 4%<sup>44</sup>.

¿Debería entonces, entenderse que tener un margen de 4% para reducir la TIR no es suficiente en Perú, y debería subirse la meta de inflación por encima de 4.0%, para tener espacio para hacer política monetaria expansiva, y poder bajar la TIR en más de 4%?

Podemos añadir, ¿cuál será la efectividad de dicha acción si los factores internos explican sólo 32.89% de la varianza del PBI Real y la “tasa de interés doméstica” explica un pequeñísimo 0.86% de dicha varianza?<sup>45</sup>

---

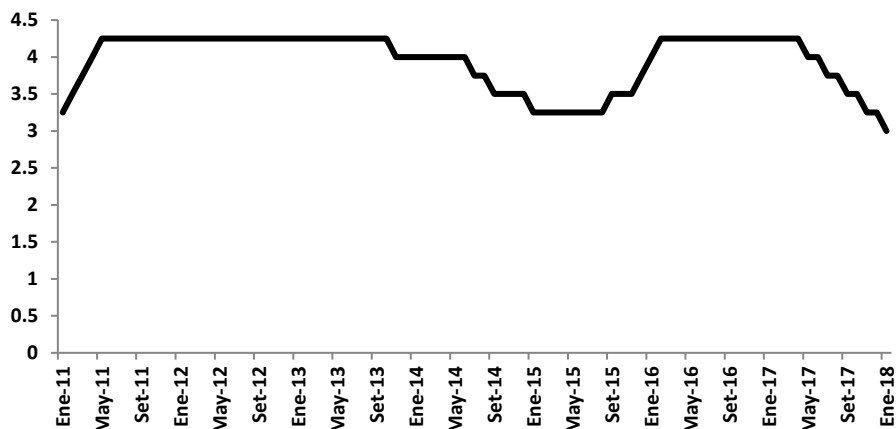
<sup>43</sup> En Perú la inflación efectiva está, desde hace años, por encima de la Meta.

<sup>44</sup> En la actualidad la TIR está en 3%.

<sup>45</sup> <http://files.pucp.edu.pe/departamento/economia/DDD440.pdf>

**Gráfico 16**

Tasa de Interés de Referencia (TIR)  
de la política monetaria



**Fuente: BCRP**

¿Necesita Perú un espacio de tasa de interés mayor? ¿Para qué?

Es muy probable que, en las economías de EEUU y Reino Unido, y otras, por la característica por ser grandemente autocentradas, los choques domésticos, negativos o positivos (en forma de política o exógenos), sean mucho más importantes que los choques externos mientras que, aparentemente, en Perú ocurre todo lo contrario. Si esto es cierto, ante un choque externo o ante una necesidad doméstica, ¿podría la economía peruana resolver el problema bajando la tasa de interés doméstica? ¿Es insuficiente un espacio de 4% de la TIR? ¿Cuál es el espacio necesario?

Con respecto a la propuesta de gasto fiscal, el Resultado Económico del Gobierno General 2016 (Déficit Fiscal, pues en 2016 fue negativo) estaba ya en  $-2.3\%$ , y en 2017 en  $-2.9\%$ . Si consideramos el incremento de la inversión pública en 10% en el presente y en los “siguientes años”, junto con el estancamiento (o caída) de los ingresos fiscales, llevaría al Déficit Fiscal del Gobierno General por encima del 3% del PBI, y el del Gobierno Central, seguramente, por encima de 4% en momentos, además, en los que hay una caída sistemática y fuerte de la presión fiscal o tributaria. ¿Será cierto que “un crecimiento de la inversión

pública de dos dígitos en este año y los siguientes sería la mejor contribución de la política fiscal a la economía.”<sup>46</sup>

Si los análisis de Blanchard (2017), Cerra y Saxena (2017) son acertados, la recuperación de los niveles de ingreso previos a una crisis toma más tiempo del que se creía previamente.

## 8. CONCLUSION

En este trabajo se discutió la conveniencia de hacer política de estabilización (“reactivación”) en cada oportunidad que la economía sufre un choque externo, y la necesidad de distinguir entre una política de estabilización y una política de crecimiento. Esto último es importante, pues la inversión, en particular la inversión pública, no debe ser pensada como el mecanismo de corto plazo más recurrido para estabilizar la economía.

El modelo que presentamos muestra, dentro de un indispensable marco intertemporal, que un choque permanente equivale a una caída del ingreso permanente de la economía, es decir, una caída del producto potencial. Por esto, cuando ocurren choques de esta naturaleza, lo económicamente razonable es reducir la absorción o el consumo de la economía, y tiene poco sentido hacer o discutir “políticas de reactivación” que busquen llevar a la economía a su posición inicial, lo que no excluye políticas de atenuación de los efectos (“aterrizaje suave”). Las políticas de reactivación son necesarias cuando el choque es temporal, lo que significa que la economía regresará, en el corto plazo, a sus niveles de ingreso previos. En este último caso, la política de reactivación permite la mantención del consumo o absorción inicial, pues el gasto en ella podrá ser cubierto cuando la economía regrese a su nivel permanente.

En este contexto es importante distinguir lo que es una política de reactivación de lo que es una política de crecimiento. Las primeras, presuponen la ocurrencia de una caída temporal del nivel de ingreso por debajo de su potencial, lo que hace necesario la adopción de medidas que permitan sostener el nivel de actividad hasta que la economía recupere su nivel y la caída temporal sea revertida. Lo que caracteriza a estas políticas es su carácter temporal, tanto por la corta duración del choque que las hace necesarias como por la corta duración de su implementación. Pero, si la caída del nivel de ingreso es permanente, lo que corresponde es

---

<sup>46</sup> La política fiscal es distinta a la política de crecimiento, aunque esta última pueda tener también efectos de corto plazo de incremento de la demanda. Pero, la política de crecimiento no debe ser una herramienta de las políticas de “reactivación”.

suavizar la caída con políticas de diverso tipo, que no buscan mantener el mismo nivel de ingreso, sino de estabilización para lograr lo que se conoce como “aterrizaje suave”.

Cuando la inversión (pública o privada) es considerada, principalmente como medida contracíclica, podría consistir, en el extremo, en el muy mencionado sistema de contratar trabajadores para que abran huecos, los tapen y los vuelvan a abrir, y así sucesivamente, independientemente de si se la llama “inversión pública”.

Las políticas de crecimiento deben estar en aplicación permanentemente, durante todo el tiempo, pues debe ser un objetivo de toda política económica el crecimiento de la capacidad productiva de la economía y la mejora del bienestar de la población.

Perú necesita políticas de crecimiento, lo cual sólo es posible cuando existe alguna planificación anticipada de la inversión pública. Es conocido que la inversión, en el corto plazo es demanda, pero en el largo plazo es nueva capacidad productiva, lo que puede hacer que, en su primer aspecto, algunos analistas confundan la política de crecimiento con la política de reactivación.

Del mismo modo que puede decirse que las políticas de reactivación, al sostener el nivel de actividad, apoyan el crecimiento de la economía, también puede entenderse que las políticas de crecimiento apoyan el sostenimiento del nivel de empleo. Sin embargo, son cosas diferentes. Las políticas de crecimiento, por ser permanentes, requieren que la inversión sea prevista y anticipada, y no puede ser el gasto que se hace para compensar alguna caída de la demanda agregada.

## Bibliografía / References

- [1] Bagliano y Bertola (2007) *Models for Dynamic Macroeconomics*. Oxford University Press.
- [2] Benassy, Jean Pascal (2011) *Macroeconomic Theory*. Oxford University Press.
- [3] Blanchard, Olivier y Danny Quah (1989) The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances. *The American Economic Review*, Vol. 79, N<sup>o</sup>4.
- [4] Blanchard, Olivier y Stanley Fischer (1990) *Lectures on Macroeconomics*. MIT Press.
- [5] Blanchard, Cerruti, Summers (2015) Inflation and Activity – two explorations and their monetary policy implications. ECB Forum on Central Banking, May 2015.  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbforumcentralbanking2015en.pdf>
- [6] Blanchard, Olivier (2017) Should we Get Rid of the Natural Rate Hypothesis? NBER Working Paper 24057.
- [7] Blanchard, Dell' Ariccia, Mauro (2010) Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 42, No. 6 (September 2010).
- [8] Blanchard, Summers (2017) Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future. PIIE  
<https://piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>
- [9] Campbell, John y N.Gregory Mankiw (1987) Permanent and transitory components in Macroeconomic Fluctuations. NBER WP# 2169.
- [10] Carroll, Christopher (1994) How Does Future Income Affect Current Consumption? *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 109, Issue 1, 1.
- [11] Cerra, Valerie y Sweta C. Saxena (2017) Booms, Crises, and Recoveries: A New Paradigm of the Business Cycle and its Policy Implications. IMF WP/17/250
- [12] Cerra, Valerie y Sweta C. Saxena (2005) Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. IMF WP/05/147
- [13] Chang-Jin Kim and Charles R. Nelson (1999) Friedman's Plucking Model of Business Fluctuations: Tests and Estimates of Permanent and Transitory Components. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 3, Part 1.
- [14] Friedman, Milton (1957) *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.
- [15] Hall, Robert y Thomas Sargent (2017) Short-Run and Long-Run Effects of Milton Friedman's Presidential Address. NBER Working Paper No. 24148, December 2017.

- [16] Hordhal y otros (2016) Low long-term interest rates as a global phenomenon. BIS WP 574.
- [17] Mendoza, Waldo (2017b) La Economía de PPK. Promesas y Resultados. CISEPA Documento de Trabajo # 440. Pontificia Universidad Católica del Perú-Departamento de economía.
- [18] Mendoza, Waldo (2014) La época de oro ya fue. Diario El Comercio 16/10/2014
- [19] Mendoza, Waldo (2017a) No culpen a El Niño. Diario El Comercio, 11 abril, 2017.
- [20] Mendoza, Waldo (2018 a) Carta Abierta al Presidente Vizcarra. Diario Gestión, jueves, 5 de abril.
- [21] Mendoza, Waldo (2018b) Waldo Mendoza: el MEF no puede seguir con una política expansiva. Diario Gestión 9 Mayo 2018.
- [22] Obstfeld, Maurice y Kenneth Rogoff (1996) Foundations of International Macroeconomics. MIT Press.
- [23] Roubini, Nouriel (2017) The Mystery of the Missing Inflation. Project Syndicate, September 13, 2017
- [24] Sargent, Thomas (2012) Recursive Macroeconomic Theory. MIT Press
- [25] Schmitt-Grohé, Stephanie y Martín Uribe (2015) How Important Are Terms of Trade Shocks? NBER Working Paper No. 21253, June 2015.
- [26] Schmitt-Grohé, Stephanie y Martín Uribe (2017) Open Economy Macroeconomics. Princeton University Press.
- [27] Vegh, Carlos (2013) Open Economy Macroeconomics in Developing Countries. MIT Press.
- [28] Wickens, Michael (2011) Macroeconomic Theory, 2<sup>nd</sup> Edition, Princeton University Press.
- [29] World Bank - Latin America Threads a Narrow Path to Growth-The slowdown and its macroeconomic challenges. April 2015. The World Bank IBRD Group.

## ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE LOS PROFESORES DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

### ▪ Libros

José D. Gallardo Ku

2019 *Notas de teoría para para la incertidumbre*. Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Úrsula Aldana, Jhonatan Clausen, Angelo Cozzubo, Carolina Trivelli, Carlos Urrutia y Johanna Yancari

2018 *Desigualdad y pobreza en un contexto de crecimiento económico*. Lima, Instituto de Estudios Peruanos.

Séverine Deneulin, Jhonatan Clausen y Arely Valencia (Eds.)

2018 *Introducción al enfoque de las capacidades: Aportes para el Desarrollo Humano en América Latina*. Flacso Argentina y Editorial Manantial. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Mario Dammil, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel (Eds.)

2018 *Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina*. Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

María Teresa Oré e Ismael Muñoz (Eds.)

2018 *Aguas en disputa. Ica y Huancavelica, entre el entrapamiento y el diálogo*. Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Patricia Benavente, José Escaffi, José Távara y Alonso Segura

2017 *Las alianzas público-privadas (APP) en el Perú: Beneficios y riesgos*. Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Waldo Mendoza

2017 *Macroeconomía Intermedia para América Latina. Tercera edición actualizada y Aumentada*. Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

César Guadalupe, Juan León, José S. Rodríguez y Silvana Vargas

2017 *Estado de la educación en el Perú, Análisis y perspectivas de la educación*. Lima. GRADE. Fortalecimiento de la Gestión Educativa en el Perú, FORGE.

Adolfo Figueroa

2017 *Economics of the Anthropocene Age*. Cham, Suiza, Palgrave Macmillan.

Adolfo Figueroa y Richard Web

2017 *Distribución del ingreso en el Perú*. Lima, Instituto de Estudios Peruanos.

Alfredo Dammert y Raúl García

2017 *Economía de la energía*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

▪ *Documentos de Trabajo*

- No. 475 “El sector gastronómico en el Perú: encadenamientos y su potencial en crecimiento económico”. Mario D. Tello. Febrero, 2019.
- No. 474 “El sistema de Madrid y la reducción de los costos de transacción. Una evaluación econométrica”. José A. Tavera y Angelo Cozzubo. Febrero, 2019.
- No. 473 “El sistema de Madrid y la reducción de los costos de transacción. Una evaluación econométrica”. José A. Tavera y Angelo Cozzubo. Febrero, 2019.
- No. 472 “Oferta de trabajo del hogar remunerado en el Perú rural: 2015-2017”. Cecilia Garavito. Enero, 2019.
- No. 471 “Impact of In-Kind Social Transfer Programs on the Labor Supply: a Gender Perspective”. Luis García y Erika Collantes. Diciembre, 2018.
- No. 470 “Milking the Milkers: a Study on Buyer Power in the Dairy Market of Peru”. Tilsa Oré Mónago y José A. Tavera. Diciembre, 2018.
- No. 469 “Gobernanza y regulación del sistema universitario peruano: luces y sombras de una nueva reforma”. José I. Távara. Diciembre, 2018.
- No. 468 “Monetary and Fiscal History of Peru, 1960-2017: Radical Policy Experiments, Inflation and Stabilization”. Cesar Martinelli y Marco Vega. Diciembre, 2018.
- No. 467 “The Role of Loan Supply Shocks in Pacific Alliance Countries: A TVP-VAR-SV Approach”. Carlos Guevara y Gabriel Rodríguez. Noviembre, 2018.
- No. 466 “La apropiación de internet en adultos mayores: desafíos planteados por las economías informales en dos ciudades de América Latina”. Roxana Barrantes y Daniela Ugarte. Octubre, 2018.
- No. 465 “¿Semillas mejoradas como escape de la pobreza? Evidencia cualitativa y cuantitativa para la sierra sur del Perú”. Víctor Gamarra Echenique y Carmen Taipe Espinoza. Octubre, 2018.
- No. 464 “Preferential Liberalization and Self-Enforcing Multilateral Cooperation: Evidence from Latin America’s Use of Tariffs, Antidumping and Safeguards”. Patricia Tovar. Agosto, 2018.
- No. 463 “The determinants of private investment in a mining export economy. Peru: 1997-2017”. Waldo Mendoza Bellido y Erika Collantes Goicochea. Julio, 2018.
- No. 462 “El espacio importa para el desarrollo humano: el caso peruano”. Efraín Gonzales de Olarte y Juan Manuel del Pozo. Junio, 2018.

- No. 461 “El ecosistema digital y la economía regional peruana: heterogeneidad, dinámica y recomendaciones de política (2007- 2015)”. Roxana Barrantes y Paulo Matos. Mayo, 2018.
- No. 460 “Private Investment in a Mining Export Economy: A Model for Peru”. Waldo Mendoza Bellido y Erika Collantes Goicochea. Abril, 2018.
- No. 459 “La economía peruana en vísperas del bicentenario de la independencia”. Carlos Contreras Carranza. Abril, 2018.

▪ *Materiales de Enseñanza*

- No. 3 “Economía Pública”. Roxana Barrantes, Silvana Manrique y Carla Glave. Marzo, 2018.
- No. 2 “Macroeconomía: Enfoques y modelos. Ejercicios resueltos”. Felix Jiménez. Marzo, 2016.
- No. 1 “Introducción a la teoría del Equilibrio General”. Alejandro Lugon. Octubre, 2015.