

## **Presidencia del Congreso de la República**

### **Conferencia Magistral** **RECESIÓN MUNDIAL POR HOJAS DE BALANCES PRIVADOS** **Y RESPUESTA PERUANA**

Richard Koo, Economista Jefe del Nomura Research de Japón  
Comentarios de Richard Webb y Félix Jiménez

**(Evento desarrollado en el XXIII Seminario Anual CIES – noviembre 2013)**

### **ÍNDICE**

#### **Presentaciones**

Víctor Isla/Presidente del Congreso de la República

Javier Portocarrero/Director Ejecutivo del Consorcio de Investigación Económica y Social

#### **Introducción**

Juan Carlos Eguren

Segundo Vicepresidente del Congreso de la República

#### **RECESIÓN MUNDIAL POR HOJAS DE BALANCES PRIVADOS Y RESPUESTA PERUANA**

1. Recesión económica global por hojas de balance privados.  
Richard Koo/Jefe de Instituto de Investigaciones Nomura del Japón
2. Comentario de Félix Jiménez/Profesor principal de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú
3. Comentario de Richard Webb/Director del Instituto Perú
4. Comentario de Juan Carlos Eguren/Segundo Vicepresidente del Congreso de la República
5. Respuesta de Richard Koo

## **PRESENTACIONES**

**Víctor Isla**

*Presidente del Congreso de la República*

La Representación Nacional publica la conferencia que el profesor Richard Koo dio en el hemciclo Raúl Porras Barrenechea el 20 de noviembre del 2012. Richard Koo es uno de los más innovadores e influyentes economistas dedicado al estudio de la intensa transformación económica mundial. Su mirada penetrante y libre sobre el momento por el que atraviesa el mundo le permite afirmar que, particularmente en el campo europeo-norteamericano y, con efectos menores de desaceleración en el espacio oriental-sudamericano, se verifica una crisis a la que ha llamado de “recesión de balances”.

La aldea global en su neurálgica provincia occidental atravesaría hoy por una parálisis que, en su riguroso análisis, surge cuando el sector privado hace un alto y se concentra en ponderar el valor de lo que tiene respecto de lo que debe. Ocurre el hecho de que, mirando al interior de la casa, constata un desbalance que sobreviene en medio del estallido de burbujas financieras y severas crisis del sistema bancario en la región en la que precisamente nació la modernidad capitalista mundial. Así, las familias, las empresas e incluso los propios bancos verifican que tienen las mismas deudas en momentos en que el precio de sus activos (sobre todo en el rubro de vivienda familiar) son menores que el de sus deudas. El audaz diagnóstico de Richard Koo propone que, ante esta situación de parálisis recesiva, el mandato de los gobiernos debe ser ir contra la corriente y convertirse en fuentes de movilización económica de la inversión, de estímulo a las familias y a las empresas y, sobre todo, de control de los bancos en busca de procurar la salud del sistema financiero privado. Richard Koo sugiere inyectar, con escrupuloso y firme cuidado, una mayor masa monetaria al sector real de la economía desde un regenerado sistema financiero local y regional con claros y positivos efectos globales.

¿Nuevo líder de la sociedad económica pos liberal?, ¿Terco optimista de la fuerza, simultánea y concurrente, de la iniciativa privada y de una sana expansión fiscal y del gasto de los gobiernos y del uso de mecanismos de regulación no recesivos? El autor de una de las más sólidas alternativas al neoliberalismo con su consigna de que las familias y las empresas reduzcan sus deudas y de que el gobierno gaste, y garantice una sana y transparente circulación del capital,

nos acompaña esta tarde y le damos una cordial y afectuosa bienvenida en la casa de la leyes peruanas.

El profesor y gestor económico Richard Koo nació en una familia Taiwanesa-norteamericana y elaboró su desafiante propuesta desde su atalaya académica al frente del Instituto Nomura de Estudios Económicos de Tokio, y también desde la asesoría a los últimos Presidentes de los Consejos de Ministros del Japón, el hermoso país del *sakura*. Richard Koo forjó su teoría tras una atenta lectura de los mecanismos de la recesión japonesa de 1997, que interpretó como de una severa parálisis derivada de balances privados y agravada por medidas de ajuste; y asimismo tras la observación del diseño y efecto de las medidas que ordenaron la desobediencia responsable y creativa japonesa al recetario económico entonces en boga. Analizó cómo fueron logrando eficacia económica y social las nuevas políticas de intervención y regulación bancaria y de estímulo fiscal que hoy redinamizan la economía y devolvieron serenidad y cauto optimismo a la ciudadanía japonesa.

Richard Koo nos expondrá sobre su aprendizaje convertido en flamante teoría económica que para algunos críticos representa un jaque oriental al neoliberalismo con claras resonancias en el programa de los Estados Unidos de Barack Obama y en no pocos gobiernos de Sudamérica, entre los que se encuentra nuestro país.

¿Cómo reacciona el Perú ante la desaceleración económica del Asia y de Estados Unidos de Norteamérica y ante la recesión de Europa? ¿Qué claves del comportamiento interno operan virtuosamente para soportar el embate externo al punto de provocar una tenue desaceleración del crecimiento en nuestro país? ¿Qué límites materiales, espaciales y de desarrollo de capacidades humanas e institucionales tenemos que superar los peruanos para evitar el declive, en el largo plazo, del fuerte impulso de la emergencia económica provocada por las culturas empresariales chola y mestiza costeñas, andinas y amazónicas? Félix Jiménez, destacado profesor de economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú y ex jefe del Plan de Gobierno del Partido Nacionalista, y el profesor Richard Webb, expresidente del Banco Central de Reserva del Perú y Presidente del Instituto Perú, nos hablarán al respecto.

Expreso mi agradecimiento en la persona de Javier Portocarrero, director ejecutivo del Consorcio de Investigación Económica y Social por haber hecho posible que el profesor Richard Koo nos acompañe esta tarde gracias al productivo convenio de cooperación académica entre nuestras instituciones.

Celebro este momento privilegiado de reflexión de la Comunidad congresal conjuntamente con todos y cada uno de ustedes y del país en general sobre las novedosas y sustantivas propuestas de Richard Koo y de los provechosos comentarios de Félix Jiménez y Richard Webb.

**Javier Portocarrero Maisch**

***Director Ejecutivo del Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES)***

[www.cies.org.pe](http://www.cies.org.pe)

Señor Juan Carlos Eguren, Segundo Vicepresidente del Congreso, señores miembros de la Mesa Directiva, señores congresistas, señoras y señores:

Quiero agradecer al Congreso, al señor Koo, a nuestros colegas Félix Jiménez y Richard Webb por haber tenido la oportunidad de esta conferencia que en poco más de una hora nos ha paseado por los vericuetos de la economía mundial y ha expandido nuestra comprensión de los mecanismos a través de los cuales operan fuerzas que afectan el nivel de producción y creo que ha sido interesante poder comprender estos mecanismos y cómo están operando en el extranjero y felizmente como no operan en el Perú y ese contraste creo que es un contraste que a nosotros nos debe ahorita llenar de alegría y orgullo.

En realidad esta conferencia que hemos coorganizado el Congreso y el CIES es parte de un convenio que firmamos, que renovamos, mejor dicho el Congreso con el Consorcio, el CIES, el Consorcio de Investigación Económica y Social en noviembre del año pasado prácticamente exactamente hace un año, y este convenio lo que permite es intercambio de información, permite actividades de capacitación y permite también un apoyo a la labor de las comisiones.

Y como ustedes saben, el Consorcio, el CIES, es una institución académica que reúne 48 universidades y Centros de Investigación en Lima y 11 regiones, y nos complace muchísimo que este Convenio haya podido ser renovado, ya de hecho ha sido renovado varias veces y esto denota la estabilidad de las instituciones, eso es muy importante que las cosas permanezcan en el tiempo que hay una solidez institucional porque ahora el Perú como gran parte de América Latina está viviendo una bonanza de los precios del cobre y petróleo, etcétera; pero estas bonanzas pasan y lo que quedan son las instituciones y si las instituciones son sólidas las políticas pueden ser sólidas y podemos sobrevivir el paso de las bonanzas y tener políticas apropiadas que nos permitan evitar estos riesgos, evitar caer en estas recesiones y tener un perfil más estable en el tiempo.

Entonces, creo yo que la cooperación entre el Congreso de la República con sus funciones de representación, legislación y fiscalización y la Academia Peruana con sus funciones de creación de conocimiento, de generación de evidencia, son pues actividades en las cuales hay, como dice en inglés *win win situation*, ambas partes ganan de esta cooperación y esta charla creo que ha sido un buen paso en esa dirección.

Yo realmente celebro, agradezco esta oportunidad de cooperación y declaro clausurada esta conferencia sobre el estancamiento mundial y sus efectos en el Perú.

## INTRODUCCIÓN

**Juan Carlos Eguren**

*Segundo Vicepresidente del Congreso de la República*

Doctor Richard Koo, doctor Jiménez, doctor Portocarrero, señores parlamentarios, amigos e invitados todos. Para el Congreso de la República es una enorme satisfacción poder contar el día de hoy con uno de los economistas más prestigiosos del mundo en un época donde los peruanos nos preciamos con justa razón del crecimiento que hemos logrado los últimos años con índices sumamente importantes en el ámbito macroeconómico, donde podemos gozar de tasas de crecimiento este año sobre 6% la proyección del 2013 de forma similar años anteriores alrededor del 8, con crecimientos de nuestras reservas internacionales de manera muy importantes superando los 50 mil millones con superávit fiscal este año alrededor del 2% y en fin con tasas de reducción de la pobreza muy importantes en los últimos años de más de 50 y menos de 30, pero todo ello nos obliga a hacer un alto y el día de hoy ver un poco el futuro y verlo en el marco del escenario internacional.

Sin lugar a dudas hemos tenido como precedente a esta crisis, la crisis financiera de Estados Unidos fundamentalmente el 2008 que impactó significativamente en nuestro país, de tener un crecimiento de 9,8 bajamos a 0,9; es decir, caímos 9 puntos de PBI en un año.

Felizmente fue una caída con un rebote muy rápido y nuevamente agarramos tasas de crecimiento significativas. Sin embargo, el escenario de hoy es diferente, tenemos a Estados Unidos la primera economía del mundo con tasas de crecimiento prácticamente vegetativas de 1.5 aproximadamente, tenemos ya una recesión declarada en la zona Euro, tenemos una de las más grandes economías, claro está, China, con una desaceleración importante, significativa.

Los últimos días o semanas se habla fuertemente de una crisis fiscal, un desequilibrio fiscal en Estados Unidos y todo ello va a repercutir en Latinoamérica y va a repercutir en el país.

Es importante que todos los actores no solo economistas sino políticos y actores sociales, empresariales, podamos tener una visión y podamos ir viendo lo que se va a presentar los meses siguientes y poder tomar las previsiones del caso para que estos impactos que vamos a tener puedan ser canalizados, puedan ser administrados de la mejor forma y poder continuar con el importante crecimiento que venimos teniendo como país.

Sin más, lo importante, creo yo, es escuchar al brillante economista que hoy nos acompaña, a los distinguidos panelistas y no sin antes agradecer al CIES por la colaboración y el apoyo en coordinación con el Congreso.

A nombre del Congreso, a nombre del Presidente del Congreso, doctor Víctor Isla, damos inicio a este importante evento.

## **RECESIÓN MUNDIAL POR HOJAS DE BALANCES PRIVADOS Y RESPUESTA PERUANA**

### **1. Recesión económica global por hojas de balance privados.**

**Richard Koo**

*Jefe de Instituto de Investigaciones Nomura del Japón*

Buenas tardes y muchas gracias por asistir a esta conferencia, estoy muy honrado de que muchos de ustedes hayan apartado un tiempo de sus horarios para escuchar a un economista hablar acerca de la economía mundial.

Quisiera felicitar al Perú por haber registrado tan excelente desempeño económico cuando el resto del mundo está cayéndose en pedazos.

Ustedes tienen las más altas tasas de crecimiento de América Latina y las menores tasas de inflación, la pregunta es ¿cómo lo han logrado? Para mí esto realmente un viaje de aprendizaje para aprender cómo hacen las cosas tan bien en el Perú.

Yo no soy experto en el Perú, pero les puedo decir un poco acerca de lo que está sucediendo fuera del Perú. Cuando uno va a Madrid, a Washington, a Londres, a Berlín, uno escucha mucho el debate a veces la gente está diciendo que a la economía le va mal por estas y estas razones, otros apuntan a otras razones y cuando uno escucha a todos, estos economistas cada uno tiene una recomendación diferente, algunas de las cuales están a kilómetros de otras y cualquier líder político de cualquiera de estos países Estados Unidos, Alemania, España, uno se confunde porque el economista tal dice hay que hacer esto, el otro economista dice otra cosa y se contradicen entre sí, así que debe haber más estímulo monetario, menos estímulo monetario, más estímulo fiscal, menos reformas estructurales más rápidas, más lentas, reformas bancarias más o menos intensas que deben ser con las agencias calificadoras de riesgo.

Todos estos debates han planeado estas economías durante cuatro años, la catástrofe del Banco Lehman Brothers, fue hace cuatro años, y después de cuatro años con la tasa de interés



prácticamente a nivel de cero un estímulo monetario masivo por parte de los bancos centrales y las economías de estos países siguen siendo muy frágiles.

El Japón pasó por toda esta crisis y estos debates hace quince años, todos los argumentos y todas estas confrontaciones, todos esos debates, toda esta animadversión y animosidad se ha registrado en el Japón hace quince años y después de todo este debate descubrimos, por lo menos yo descubrí que Japón estaba sufriendo una enfermedad diferente, no era una recesión común y corriente, era una enfermedad económica especial.

Lo que sucedió fue que el sector privado después del estallido de la burbuja que en Japón fue enorme en 1998, 1999, después del estallido de la burbuja el sector privado, los empresas, las familias, dejaron de maximizar sus utilidades y más bien se concentraron en minimizar su deuda, pagan sus deudas tan pronto como fuera posible y la economía que nos enseñan en las universidades, por lo menos la que a mí me enseñaron en la universidad, la teoría económica se basa en la idea de que el sector privado tiene que maximizar sus utilidades, pero nunca nos enseñaron qué cosa teníamos que hacer cuando el sector privado se dedica más bien a pagar sus deudas y cuando estalla una de esas burbujas que en muchos de estos casos fueron financiadas con deudas, con créditos.

Cuando estalla esta deuda la gente se da cuenta que tiene muchas deudas pero el valor de sus activos están por acá, sus obligaciones financieras están por acá arriba y entonces también quiebra porque tienen una cantidad de deuda exagerada y cuando uno está endeudado uno tiene que reducir, pagar sus deudas hasta equilibrar de nuevo su balance, así que todo el país se dedica a pagar sus deudas.

Lo que está muy bien a nivel micro, si yo tengo una empresa y tengo muchas deudas y los banqueros me dicen: mejor arreglas tus cuentas porque no tienes alternativa, así que empiezas a pagar tus deudas para equilibrar tu balance para que tus activos y tus obligaciones tengan el mismo nivel, y eso está bien a nivel micro, pero cuando todo el país se dedica a hacer lo mismo entramos en un problema enorme de lo que yo llamo una recesión por efectos de la hoja de balance.

Desafortunadamente hasta este momento no ha habido un nombre para este tipo de recesión en el que todo el mundo paga sus deudas y nadie toma préstamos, así que a mí se me ocurrió este nombre de recesión por efecto del balance general para explicar este tipo de recesión.

La burbuja inmobiliaria estalló en Europa, en los Estados Unidos, y todo el mundo se ha ido dirigiendo en la misma dirección, los americanos, los europeos, los británicos, se han dado cuenta que tenemos el mismo problema que tuvimos en el Japón hace quince años, y si uno escucha lo que pasó en el Japón deberían poder resolver sus problemas más rápidamente.

Ahora bien, pero los americanos son muy orgullosos, los europeos también son muy orgullosos, qué cosa vamos a aprender nosotros del Japón, el Japón se equivocó completamente y nosotros hemos hecho todo muy bien y no tenemos nada que aprender de ellos, pero hay muchas cosas que no se informaron bien, en estos últimos 20 años el Japón no ha podido culpar a occidente por no haber entendido o no haberse enterado bien de lo que sucedió realmente.

No les puedo contar toda la historia, así que quisiera simplemente comenzar a ver qué pasa con las transparencias. Con este gráfico, no sé si todos pueden llegar a ver bien la transparencia en la pantalla, esta tabla muestra lo que sucedió con los precios de los bienes inmuebles en los Estados Unidos.

Aquí vemos lo que sucedió también con los precios de los bienes inmuebles en el Japón y las curvas son muy parecidas la una de la otra. La forma de las dos curvas en el Japón hace quince años y en los Estados Unidos recientemente son exactamente iguales.

Cuando les muestro esto a los economistas norteamericanos la gente se queda callada y no sabía que nos había pasado algo tan parecido a lo del Japón, no sabía que nos parecíamos tanto.

Aquí tenemos esta gran burbuja y todas estas burbujas estallan más o menos al mismo tiempo, Irlanda, España, estas cosas que le están pasando a Europa ahora le sucedieron a Japón hace quince años y todos los bancos centrales han disminuido las tasas de interés muy rápidamente, incluso en el Perú, entiendo que el Banco Central ha disminuido las tasas de interés y aunque al Perú le va bastante bien al resto del mundo no le va muy bien.

Los Estados Unidos tienen tasas de interés actualmente o durante los últimos cuatro años casi de cero por ciento. Si uno tiene cero por ciento de tasa de interés cuatro años, debería tener inflación, debería tener pleno empleo y debería tener una gran burbuja y la economía debería ir a todo vapor, pero realmente no van las cosas bien, más bien van bastante mal con una tasa de interés de 0,75.

En Europa que es la menor en toda la historia también las economías europeas les va mal, en el Reino Unido también están casi cerca de cero por ciento y en la recesión en el Reino Unido es de 2 dígitos.

Voy a saltar algunas de las transparencias para no cansarlos con tantos datos económicos, pero nos preguntamos entonces por qué le va tan mal a todas estas economías.

Si vemos el ejemplo del Japón que se está reproduciendo en la actualidad en todo el mundo, aquí vemos la cantidad de los fondos que las empresas japonesas tomaron prestadas de los bancos, hubo esta enorme burbuja en los años 80 cuando las empresas estaban tomando muchos préstamos y la tasa de interés se llegó hasta 8%, en el 99 la burbuja estalló y la economía empezó a contraerse y la demanda de fondos de las empresas empezó a disminuir y el Banco Central se

dio cuenta que la economía estaba debilitándose e hizo bajar las tasas de interés de 8% a casi cero en el 95.

Y miren lo que sucede después, inmediatamente después. La demanda empresarial de créditos pasó a terreno negativo. Es decir, todo el sector empresarial japonés se dedicó a pagar sus deudas en lugar de tomar préstamos para financiar inversiones. Pero estas cosas nunca nos las enseñan en las universidades ni en las escuelas de negocios.

No se supone que las empresas paguen sus deudas cuando las tasas de interés es cero, sino más bien deberían ser tomando créditos muy baratos. Pero durante diez años, las empresas japonesas se dedicaron a pagar sus deudas. ¿Estos casos habían locos los empresarios japoneses? No, sino que todos los activos se habían adquirido con préstamos.

Durante las épocas de la burbuja, cayeron los bienes inmuebles comerciales, el valor de esos inmuebles cayó en 87% en todo el país. No solo en el distrito financiero de Tokio, sino en todo el país. El precio de los inmuebles cayó 87%. Entonces, sus balances pasaron a negativo.

Para poder pagar esta deuda, que habían adquirido esas empresas, tuvieron que utilizar su flujo de ingresos, lo cual es correcto. Pero cuando todo el mundo lo hace al mismo tiempo, ¿qué cosa sucede con la economía nacional? En una economía nacional, cuando uno ahorra plata o paga su deuda tiene que ver otra persona que está tomando préstamos y está gastando la plata.

En un mundo común y corriente hay un sector financiero, como la empresa para la que yo trabajo, el Citibank, el Banco Nomura, etcétera, toman el dinero de los ahorristas y se lo a alguien que pueda invertirlo. De esa manera se mueve la economía.

Si hay muchas personas que toman préstamos, entonces las tasas de interés aumentan, y al revés, para asegurarse que el mercado se equilibra y que todo el dinero se gasta.

Quisiera darles un ejemplo numérico.

Imagínense que yo tengo un ingreso de mil dólares. Gasto 900 y ahorro 100. 900 va para ingresos de otra persona. Eso no es problema. Se gasta. Los 100 dólares de mis ahorros pasan por el banco, que se los da alguien, se los presta a alguien para gastarlos. Entonces, yo gasto 900, él gasta 100, y en conjunto tenemos mil dólares que es el monto inicial de los mil dólares.

Eso es lo que hace que la economía siga funcionando. Cuando hay muchos prestatarios, suben la tasa de interés. Y al contrario, si no es suficiente, baja la tasa de interés.

Pero, ¿qué cosa pasa en esta situación? Cuando la tasa de interés es cero, nadie está tomando préstamos y todo el mundo se dedica a pagar sus deudas. En esa situación, si tengo mil dólares de ingresos y gasto 900 y ahorro 100, esos 100 dólares no tiene nadie que los tome como crédito. Porque a pesar de la tasa de interés cero, nadie quiere crédito. Entonces, esos 100 dólares

estacionados, atracados en los bancos, porque nadie los quiere tomar. Entonces, la economía se encoge, se contrae de 1000 a 900, porque solo se ha gastado 900.

Ahora, otra persona recibe sus 900 dólares como ingreso y ahorra 10%, gasta 810 y ahorra 90. Esos 90 se quedan de nuevo estancados en el banco. Y si ese proceso se repite durante 10 años y no se hace nada, entonces la economía se encoge y se encoge. De 1810 a 730, etcétera, con las tasas de interés iguales a cero, lo cual es contradictorio.

Parecería increíble. ¿Ha sucedido algo así alguna vez en la historia del mundo? Sí. La Gran Depresión de los Estados Unidos de 1929 a 1933, fue exactamente así. La gente había tomado muchos préstamos para invertir en bienes raíces, en acciones. Y cuando colapsó la Bolsa de Valores de Nueva York, la economía se fue contrayendo en este proceso. En cuatro años, los Estados Unidos perdió el 46% de su PBI. Esa fue la gravedad de la situación. Cuando todo el mundo se dedica a pagar sus deudas y nadie toma créditos.

Ahora, ¿cómo es que Japón pudo superar este período? Aquí tenemos el PBI japonés, en las líneas superiores, y la línea roja muestra lo que pasó con los precios de los activos: los bienes inmuebles. Cuando todo el mundo está gastando, la gente viene contenta y el PBI aumenta rápidamente. Eso es lo que sucede en las épocas de las burbujas. No es inusual.

Pero lo interesante es lo que sucede después. Estalla la burbuja, cae el precio de los bienes inmuebles 87% en todo el país. Imagínense. ¿Qué sucedería que los precios de las casas en Lima caigan en 87%, en el Cusco caiga, o el precio de Machu Picchu caiga 87%? Bueno, esa es una broma.

Lo que sucedió es que el PBI japonés nunca cayó por ese pico de la burbuja. Esta línea horizontal es el pico de la burbuja. Siempre el PBI se mantuvo por encima. ¿Y cómo lo lograron mantener su PBI por encima del pico de la burbuja cuando todo el mundo está pagando las deudas? La razón es sencilla. Lo que pasa es que el gobierno japonés tomó esos 100 dólares prestados y los prestó.

Así que 1900 más los 100 dólares que tomó el gobierno japonés, nos mantuvimos en los mil dólares. Y no hay razón de que el PBI caiga. Al año siguiente, igual, las empresas seguían pagando sus deudas, los hogares seguían ahorrando plata. Año tras año, el gobierno japonés gastaba plata. De tal manera que se evitaba que cayera el PBI, hasta que las empresas pudiesen recuperar su equilibrio, reparasen su balance. De tal manera que no tuvieran ninguna deuda contra sus intereses iguales a 0%. Y esto les demoró como 10 años. Imagínense, todo el tiempo que les demoró.

Ahora, la cuestión es cuánto de esta lección pueden aprovechar Europa, Estados Unidos y el Reino Unido. Porque todos están pasando por el mismo proceso. Hay un colapso de los precios

de los activos. Las obligaciones se mantienen. Y todo el mundo tiene que dedicarse a pagar sus deudas.

Este es el panorama para los Estados Unidos. Lamento que se vea un poco enredado. No es tan complicado como parece, en realidad.

Aquí tenemos esta línea horizontal a nivel de cero. Lo que está encima de cero es porque la gente está ahorrando. Y debajo de cero, es porque la gente está gastando, tomando préstamos.

Tenemos el sector privado, las familias, el gobierno y el sector externo: las exportaciones e importaciones. Las cuatro en conjunto tienen que darnos igual a cero.

Y esta gráfica nos muestra quiénes en la economía americana estaban ahorrando y quiénes estaban gastando. Ven ustedes aquí que las familias y las empresas están muy por debajo del cero. Lo que significa que los americanos están tomando muchos préstamos y gastando mucha plata. Pero lo que viene es el estallido de la burbuja.

Y aquí es donde están ahora, tanto el sector de empresas como el sector familia están por encima de cero, con tasas de intereses iguales a cero. Eso significa que hoy día los Estados Unidos están ahorrando muchísimo dinero a tasas de intereses cero. Igual que los japoneses hace 15 años.

¿Cuánto están ahorrando? Están ahorrando 8,5% de su PBI a tasas de intereses cercanas a cero. Nunca en la historia de los Estados Unidos el sector privado ha ahorrado tanto con tasas de intereses tan bajas. Así que me parece que los Estados Unidos están en una recesión de balance.

Y esa es la situación en el Reino Unido, que es igualito, el mismo patrón. El sector privado está por encima de cero. Las empresas están también por encima de cero, con tasas de intereses que son las más bajas en toda la historia del Reino Unido. Así que el Reino Unido también está en una recesión de balance.

¿Qué cosa se puede aprender del Japón? Que el gobierno no puede suspender su estímulo fiscal. Porque si corta el gobierno su estímulo monetario, fiscal, se les cae el edificio. Esa experiencia la pasaron en el 97, en el Japón.

En el 97, el Fondo Monetario, esta gente que no sabe nada de nada, en realidad, le dijo al Japón, que estaban construyendo carreteras, que estaban construyendo puentes, que no iban a ninguna parte, que la economía no iba a ninguna parte, que tenía un montón de población y que tenían que cortar el déficit. El gobierno japonés dijo: "Okay, vamos a recortar el gasto".

El gobierno japonés recortó el gasto, disminuyó el déficit, aumentó los impuestos. ¿Y qué cosa es lo que le pasó al déficit? Se suponía que tenía que disminuir el 3% del PBI, pero aumentó 3% más. Aumentó el déficit, porque colapsó la economía. Y cuando la economía colapsa, hay una

crisis bancaria. Y el déficit aumentó en lugar de disminuir. El Japón se demoró 10 años en recuperarse de este error de política económica.

Y cuando uno mira lo que está pasando ahora en el mundo, Europa, Estados Unidos, Reino Unido, todas esas economías están enfrentando el mismo problema que los japoneses hace 15 años. El sector privado está ahorrando con tasas de intereses cero. Así que tendrían que mantener el estímulo del gobierno para evitar que colapse la economía. Mientras el sector privado pagas sus deudas.

Por lo menos en los Estados Unidos y en el Reino Unidos, los políticos ahora se están dando cuenta de este riesgo. Y les aseguro que conozco al Presidente de la Reserva Federal, (ininteligible). Él ha leído mi libro, hemos conversado, se ha dado cuenta del riesgo, y ahora le está diciendo al Congreso de los Estados Unidos que no es momento de cortar el déficit, porque si lo hace se va a derrumbar la economía. Eso es precisamente el abismo fiscal del que se está hablando en estos días, porque el sector privado no está tomando créditos. Y tienen el mismo problema en el Reino Unido.

Bueno, en el Reino Unido el gobierno del señor Cameron trató de cortar, lo dijo, la economía colapsó. Entraron en una recesión exactamente como se les había advertido que iba a suceder. Y ahora están tratando de salir del problema que están enfrentando. Pero, por lo menos, el Reino Unido y Estados Unido... El rendimiento de los bonos del gobierno ha caído significativamente.

Esto es lo que sucedió con los bonos de los Estados Unidos, los bonos del gobierno de los Estados Unidos y del Reino Unido. Y también los de Suecia. Que son las tres líneas de arriba, las tres curvas de arriba. Antes estaban a un nivel muy alto, con alto rendimiento, ahora se están acercando al rendimiento de los bonos japoneses, que es la línea amarilla de abajo. Están cayendo esas tasas a los niveles japoneses, porque en este tipo de recesión los fondos que ahorra el sector privado, porque el sector privado no está tomando préstamos, tiene que ir al mercado de bonos del gobierno.

En un país, los inversionistas generalmente son los fondos de pensiones, las empresas de seguros, son los grandes inversionistas. Y estos inversionistas tienen que seguir ciertas reglas del gobierno. Estoy seguro que el gobierno peruano también tiene esas regulaciones de la Superintendencia.

Es decir, que los inversionistas no pueden tomar demasiados riesgos de capital. No puede poner todos los huevos en la misma canasta. No puedes poner todos los fondos de pensiones en acciones solamente, sino que tienes que tener una canasta. No puedes con bonos que incluyan obligaciones externas.

Un gerente de un fondo de pensiones o de una aseguradora en el Perú, en Estados Unidos, en el Reino Unido tiene que seguir estas tres reglas.

Si nadie quiere usar tu plata, ¿qué cosa haces con tu plata?, ¿dónde la vas a invertir? El único sitio donde puedes invertir son los bonos de tu gobierno, porque es el único agente de la economía que quiere tomar esos fondos, que quiere tomar esos préstamos.

En ese tipo de recesiones de balances todos los fondos se dirigen al mercado de bonos del gobierno, y los rendimientos empiezan a disminuir a estos niveles ridículamente bajos. El mercado de bonos quiere que el gobierno gaste más para poder sacar a la economía de su recesión de balance.

Ahí tenemos la pregunta de los 64 mil millones de euros. Los rendimientos de los bonos en Europa, en Irlanda, en Portugal, en España ¿por qué no están bajando, sino que están subiendo cuando hay una gran cantidad de fondos? Esa es la pregunta de los 64 mil millones de euros.

Si los rendimientos de los bonos irlandeses, españoles estuvieran al nivel de Estados Unidos, a todo el mundo le iría muy bien; pero más bien en Europa los rendimientos de los bonos están subiendo, no están bajando; y eso le preocupa mucho a la gente. Esos son los rendimientos de los bonos europeos. La línea superior es la de Grecia, pero Grecia no entra en este cuento.

El gobierno griego ha hecho cosas horribles durante años y años que le han mentido a los inversionistas, han cocinado sus cifras y ahora están pagando el precio. Así es que Grecia, los griegos no tienen alternativas; sí van a tener que cortar su déficit de todas maneras. Pero España, Irlanda, Portugal, esos países están en una recesión de balance, como les he dicho:

Este es el conjunto de la Eurozona, aquí verán que las empresas están por encima del cero, las familias están muy por encima del cero, a pesar que tienen las menores tasas de interés de la historia de Europa, así que Europa también está en una situación a la japonesa, de recesión de balance, y para cada país. Ese es el caso de España, por ejemplo, que recientemente ha estado en todas las primeras planas.

Ven aquí las empresas y las familias en la época de la burbuja que estaban muy por debajo de cero. En esa época las familias y las empresas estaban tomando muchos préstamos, estaban invirtiendo, comprando casas, comprando departamentos, comprando fábricas pero luego estalló la burbuja, y ahora dónde están en este gráfico: aquí tenemos a las empresas y a las familias que están en la zona positiva, en territorio positivo. Si las sumas a las familias y a las empresas es el sector privado, resulta que el sector privado está ahorrando en España 7,5 de su PBI. A pesar que las tasas de interés son mínimas, cero; siguen ahorrando. Entonces esta es una muestra de que están en una recesión de balance.

Veamos Irlanda, misma historia; ambas curvas están por encima del cero a pesar de las bajísimas tasas de interés, y en Irlanda, el sector privado irlandés está ahorrando el 10% de su PBI con tasas de interés cercanas a cero; hasta en Portugal mismo patrón. Son las menores tasas de interés de la historia del Portugal, el sector privado está ahorrando 5% de su PBI.

Entonces todos estos países están siguiendo el camino japonés, la ruta japonesa; desafortunadamente.

Pero si este es el caso deberían de estar cayendo las tasas de interés en lugar de estar subiendo. Pero como vimos las tasas de intereses en estos países están muy altas y por eso es que hay una crisis. ¿Y por qué es que hay tasas de interés tan altas en estas economías? Aquí hay también una razón bastante sencilla para el que le explica: y es que si tú eres un gerente de fondos español que no puede asumir y ver muchos riesgos en moneda extranjera ni en acciones y el sector privado no quiere tu plata, no está tomando tus préstamos, ¿tienes que comprar bonos españoles? La respuesta es "no, puedes comprar bonos holandeses, finlandeses, alemanes porque todo eso es en la misma moneda, usan el euro"; entonces ¿qué cosa es lo que está pasando?

Este es el caso español. Todos estos fondos que se están ahorrando en España, el 7% del PBI, no van al mercado español sino es al mercado alemán, y entonces cuando hay esta fuga de capitales de España, porque como dicen "hoy España tiene enorme déficit, el país está muy mal", la gente se asusta y dice "de repente tengo que sacar mi plata de España". Si eres una sola persona, no hay problema. Pero cuando todo el país lo hace, entonces ahí hay un problema enorme porque este 7% de ahorros no va al mercado de bonos españoles sino al mercado de bonos alemán y entonces aumentan los rendimientos de los bonos españoles. Y entonces todo el mundo dice: "Tenemos que reducir el déficit", tratan de cortar el déficit y cuando el sector privado no toma préstamos, esto es precisamente el error que comete el Japón en el 97: se debilita la economía porque estás sacándole esos 100 dólares que debían haber entrado a la economía, entonces empiezan "los 900, 810, 730" esa contra acción y cuando colapsan esas economías los gerentes de los fondos se asustan más todavía y dicen "la economía está colapsando y ya no podemos invertir manos aquí, más dinero aquí", entonces sacan su plata, aumentan los rendimientos de los intereses de los bonos y empeora el problema.

Así que para arreglar el problema europeo tenemos que arreglar esto: cómo podemos mantener estos fondos que se escapan a Alemania, eso es un fenómeno único de la Eurozona, no sucede en ningún otro país.

En el Perú si tratas de invertir en otra moneda hay un riesgo de cambio de moneda, en el Japón también, en Estados Unidos también pero no en la zona del euro donde puedes invertir en cualquier país.



Así que esto he sugerido de la región. Así es que lo que deberían hacer es crear algún tipo de incentivo para que los gobiernos europeos, para que los bancos europeos, las empresas de seguros, los fondos de pensiones inviertan en los mercados o bonos de sus propios países y así no habría crisis porque la gente tendría más confianza, no pensaría que hay graves problemas como en Estados Unidos: el gobierno sigue manteniendo este estímulo monetario fiscal y tarde o temprano la economía sale de sus problemas, pero le he sugerido esto a unos cuantos gobiernos europeos que de todas maneras son muy europeos y que alguien venga del Asia para decirle qué cosa es lo que tiene que hacer no te escuchan, no te hacen caso.

Pero sí he visto algunos cambios en el último año e incluso los alemanes están orgullosos, están empezando a escuchar. No están haciendo nada todavía, pero por lo menos están escuchando, es que me invitó cuatro veces este año a Alemania por organizaciones de investigación y otros, y después de aquí me voy a Berlín, precisamente, para explicar una vez más a los alemanes que están tomando el camino equivocado. Pero hasta que lo entiendan los alemanes no hay nada que los españoles o los portugueses o los irlandeses puedan hacer.

Así es que me estoy concentrando en que los alemanes entiendan que la austeridad es el camino equivocado en este tipo de recesión.

Si fuese una recesión ordinaria del sector privado, relativamente saludable: hay problemas cíclicos, hay problemas de déficit, yo estaría de acuerdo en que hay que cortar el déficit, pero una vez que cada cierto número de décadas, bueno, generalmente el sector privado es muy disciplinado, pero cada 50 o 60 años algo le sucede en la cabeza, se vuelven locos, empiezan a gastar un montón, se crea esta burbuja y la burbuja estalla y entras en este tipo de recesión. Y cuando entras en este tipo de recesión, el gobierno tiene que dedicarse a gastar para evitar que colapse la economía, que colapse el PBI y evitar que todo el mundo se dedique a pagar deudas y tiene que seguir gastando hasta que todo el mundo pueda restaurar el equilibrio de sus balances.

Esta es la lección que podemos sacar del Japón, un tipo muy especial de recesión causado por la reducción de deuda del sector privado cuando entonces para resolver este problema el gobierno tiene que gastar. Desafortunadamente este tipo de recesión todavía no está en los libros de economía.

Me gustaría que el señor Koo para decirnos que se vea que generalmente la reacción cuando hablo de eso, pero cuando entienden el problema, que es muy difícil sacar a las economías del tipo de crisis que están atravesando, a menos que en esta situación.

Estoy consciente de que hay una preocupación en el Perú acerca de que se pueda estar creando una burbuja en el sector inmobiliario o en el mercado de valores; pero si estas burbujas, estas

compras se han financiado con efectivo y no con deuda, el problema no es tan grave; incluso si estalla la burbuja, se recupera la salud de la economía en un par de años.

Pero si se ha financiado esa burbuja con muchísima deuda, les sugiero que tengan mucho cuidado con los prestatarios para que no se endeuden demasiado. Cuidado con los bancos para que no den demasiados créditos, porque si entran en este tipo de recesión salir de ahí, reparar, recuperar el equilibrio de los balances es un proceso largo y difícil.

Yo no sé si me quede cerca al Perú para decirles que están camino a una burbuja o no. Pero si ustedes piensan que están camino a una burbuja, tengan cuidado que los bancos no presten demasiado, que los consumidores no se endeuden demasiado.

Los sistemas generalmente tienen suficiente margen como para que si hay el problema los precios se caen todavía el sistema pueda absorberlo; esta es la lección que hemos aprendido del Japón, esta es la lección que ahora Estados Unidos y Europa están aprendiendo, espero que si ven que sucede algo parecido en el Perú tomen las medidas más prudentes posibles para seguir creciendo y tengan mucho cuidado con estas burbujas porque digan que crezcan demasiado y estallan podrían verse en un problema similar.

## 2. Comentario de Félix Jiménez

### *Profesor principal de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú*

Buenas tardes, señor Juan Carlos Eguren, Vicepresidente del Congreso de la República, muchas gracias y por intermedio de usted, mil gracias también a Víctor Isla, Presidente del Congreso de la República, por haberme invitado a participar en este evento.

Realmente es un honor comentar la excelente exposición del profesor Richard Koo de la que ya podemos extraer algunas conclusiones; por ejemplo, que la SBS y el Banco Central deben adoptar medidas oportunas para evitar el sobre endeudamiento del sector privado y la generación de burbujas de precios de activos asociados al crédito.

Pero también uno puede concluir de la exposición del profesor Koo que nos espera un largo estancamiento de la economía mundial por la proclividad de los gobiernos respectivos a la consolidación fiscal.

Haré dos comentarios a la exposición del profesor Koo y luego otros dos comentarios sobre los efectos de la recesión global en la economía peruana sobre las respuestas de política y los efectos de estas respuestas de política.

Mi primer comentario es sobre el papel de la política monetaria. El profesor Koo dice que la política monetaria de llevar la tasa de interés a cero y de inyectar liquidez al sistema bancario no funciona cuando hay una recesión de balance; es decir, cuando el sector privado que estuvo sobre endeudado cuando revienta la burbuja empieza a minimizar su deuda ahorrando y pagando esa deuda y los bancos no prestan.

Pregunto al profesor Koo, ¿por qué a pesar de esta política practicada por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo continúa la paralización del crédito bancario? No será que los bancos comerciales siguen dominados por el pesimismo después de la quiebra del Lehman Brothers, porque los efectos de la política monetaria están contra restados por la austeridad fiscal y los conflictos sociales que ella genera.

Si la respuesta es positiva podemos decir que los bancos comerciales continúan adversos al riesgo y por eso utilizan las inyecciones de liquidez del Banco Central como un medio para reducir el riesgo de sus activos y como los bancos mantienen efectivo sin prestarlo, no pueden bajar sus tasas de interés para préstamos a familias y empresas.

Si esto es así, doctor Koo, no puede negarse que la política monetaria actual ha impedido un pánico bancario de envergadura y lo que ha faltado o lo que falta, es acompañar esta política con un incremento sostenido del gasto de los gobiernos.

Creo que por lo tanto que la política monetaria de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, eso me parece que es el marco adecuado para incrementar el gasto fiscal y salir de la recesión.

Mi segundo comentario tiene que ver con la institucionalidad que dio lugar al sobre endeudamiento del sector privado, hay ciertamente un marco institucional que estimuló el sobre endeudamiento del sector privado.

El marco institucional y regulatorio que se constituyó después de la depresión de los años 30 se basó en el convencimiento de que los mercados no pueden ser auto regulados y se basó en la idea de que el gobierno tiene que ponerle un piso a la caída de los ingresos del producto y del empleo y que el Banco Central como prestamista de última instancia, tiene que aliviar las presiones en el mercado financiero, este marco institucional y regulatorio, es el que ha sido degradado y desmantelado por el neo liberalismo desde fines de los años 70; por lo tanto, pregunto, ¿se puede decir que la actual crisis económica representa el fracaso del modelo neoliberal que promueve la autorregulación de los mercados?

Paso a mis dos últimos comentarios, ¿cómo afecta la recesión global a la economía peruana? La recesión global a la economía peruana se trasmite a través de dos canales, el canal comercial caen los precios de las materias primas que vendemos de los mercados externos, y disminuyen las cantidades de productos no tradicionales que exportamos.

El financiero salen abruptamente capitales del país, la caída de las exportaciones y la salida abrupta de capitales tienen dos efectos, recesan a la economía y presionan al alza del tipo de cambio.

Esto ocurrió con la crisis rusa de 1998, pero aprendimos de esta crisis. En el periodo 2001-2003 se reformaron los esquemas institucionales de política monetaria y fiscal que hoy se exhiben como fortalezas.

Los equipos del BCR y del MEF en el que participamos, introdujeron una política monetaria basada en metas de inflación con sus respectivas reglas sobre la tasa de interés y una política cambiaria con una regla de intervenciones esterilizadas para morigerar las fluctuaciones del tipo de cambio y que ha permitido acumular reservas internacionales de manera notable.

Pero también se introdujeron algunas normas anticíclicas en el manejo de la política fiscal, y se creó el mercado de deuda pública interna en moneda local.

La crisis nos enseñó que no había que repetir el pecado original de seguir endeudándonos en moneda extranjera y en los mercados internacionales, es el mismo pecado en el que han incurrido los países de la periferie europea, no se endeudaron en su propio mercado como dice el profesor Koo.

Ahora el BCR tiene reservas para morigerar los efectos de salida de capitales, pero también para bajar su tasa de interés sin peligro de exacerbar esta salida.

El MEF también tiene recursos ahora, por eso sea que nos espere un estancamiento prolongado de la economía internacional o una profundización de la crisis, no ocurrirán las quiebras bancarias ni saltos abruptos del tipo de cambio, como los que se registraron con la crisis rusa de 1998.

Pero estas respuestas de política harán énfasis en la demanda interna, por lo tanto, tenemos que analizar sus efectos tomando en cuenta la estructura productiva que se ha construido en nuestro país en las tres últimas décadas del neoliberalismo.

Mi último comentario, ¿qué puede generar un impulso al crecimiento mediante el aumento sostenido de la demanda interna, como respuesta a los efectos de la crisis internacional o al largo estancamiento de la economía mundial?

Para responder esta pregunta debo mencionar lo siguiente: El actual estilo de crecimiento es impulsado por los altos precios de los minerales y por los sectores no transables de comercio, servicios y construcción. Estos tres sectores explican el 70% del PBI y emplean el 59% de los trabajadores.

Si le adicionamos la agricultura que fundamentalmente sigue siendo tradicional, los cuatro sectores explican el 79% del Producto Bruto Interno y emplean el 88% de los trabajadores.

De otro lado sabemos que el 74% de la PEA ocupadas se encuentran en empresas de uno a 10 trabajadores, con un ingreso promedio mensual de 797 soles, estos trabajadores de baja calificación y de bajos ingresos se encuentran en su mayoría en los cuatro sectores que he mencionado.

En resumen, el crecimiento está basado fundamentalmente en exportaciones primarias y en la producción de no transables de baja productividad a esto hay que adicionarle la enorme dependencia que ahora tiene la economía respecto de las importaciones.

En los años 74-75 cuando se hablaba del apogeo de una industria adicta a importaciones, los bienes de consumo duradero, los insumos y los bienes de capital importados, representaban el 55% de la producción manufacturera, hoy esos bienes importados representan el 124% de la producción manufacturera. Importamos mucho más del total de bienes manufacturados que producimos.

Las importaciones de bienes de consumo no duradero también han aumentado como porcentaje de la producción agrícola y pesquera.

En los años 74-75 representaban el 7% y hoy representan cerca del 30% de la producción agrícola y pesquera. Es claro que hay una notable penetración de las importaciones en el mercado interno junto al predominio de exportaciones tradicionales que representan cerca del 78% del total exportado.

Por último, hay que mencionar que las intervenciones esterilizadas del Banco Central en el mercado cambiario, no han impedido la apreciación de la moneda, como sí lo hicieron en los años 2001-2006. De julio 2006 a setiembre de 2012 el tipo de cambio real bilateral se redujo en 16% y el multilateral en 34%, el tipo de cambio real bilateral actual tiene un valor parecido al que tuvo en enero de 1998 y el tipo de cambio real multilateral actual es 11% menor que el registrado en enero de 1998.

Yo me imagino que esta apreciación notable de la moneda, está exacerbando la desaceleración de las exportaciones no tradicionales provocada por el actual estancamiento de la economía mundial.

En conclusión, estas respuestas al estancamiento o a la profundización de la crisis internacional de política fiscal y monetaria que harían énfasis en la demanda interna, pondrían en riesgo o correrían el riesgo más bien dicho de derivar en una crisis de balanza de pagos.

### **3. Comentario de Richard Webb**

#### **Director del Instituto Perú**

Señores congresistas, señor Vicepresidente, damas y caballeros: Es un verdadero privilegio el poder participar en esta conversación con ustedes y con el señor Richard Koo, un comentarista y analista extraordinario que nos ha dado una exposición, una aclaración, una explicación creo que excepcionalmente clara.

Es una explicación que nos ha hecho de la situación financiera productiva que vive el mundo ahora, que no apela a teorías o no descansa en teorías particulares ni menos en ideologías, sino en un análisis básicamente contable en sentido común, expuesto con una enorme claridad, verdadero modelo de análisis y de exposición. Para mí se va a volver una estándar, un modelo al que yo aspiraré alcanzar.

Hay algunas preguntas que podrían ser una continuación de la explicación que él ha hecho que tienen que ver de un lado la implementación del remedio que él recomienda que es el aumento del gasto fiscal.

Otras preguntas que tendrían que ver con el cómo ha surgido este problema que según su explicación es un problema de un nivel extraordinario de mal diagnóstico así lo entiende él, así he

entendido su explicación, y nos ha dicho señalando nombres de personas, ha señalado, le ha puesto el dedo a personas y a gobiernos específicos, entidades específicas, que han venido equivocándose en el análisis del diagnóstico del problema de crisis financiera y productiva que vive los países más desarrollados del mundo.

Entonces, esto sería ya para conversar, quizás, en una futura conversación estas preguntas de cómo puede surgir tanta equivocación.

Pero, voy a explicar de nuevo porque no llegó a escuchar el señor Koo.

Que uno podría, decía quien no podría más allá, para ir más allá de la exposición, la explicación que él ha hecho del problema, uno podría preguntarse dos cosas: uno es, cómo poner en práctica esa política que es el remedio que descansa esencialmente en el gasto fiscal, pero acompañado también de muchísima paciencia, porque él ha puesto énfasis en plazo largo de convalecencia que es parte del proceso de una crisis de este tipo y que nos ha ilustrado cómo en el caso de Japón si bien estaban implementando el remedio correcto y lo hicieron por un largo tiempo y estaban saliendo de su problema, había pasado tanto tiempo que como perdieron la fe en el remedio intentaron cambiar el remedio y el resultado fue una recurrencia, una segunda caída y ahora han alargado el problema.

Entonces, hay un problema aquí algo psicológico diría, en términos de aplicar el remedio, pero no es solo eso sino en parte el problema, la dificultad para aplicar el remedio creo que tiene que ver con que el mundo no puede decir que no ha vivido este problema antes, pero sí rara vez y no ha tenido mucha experiencia y entonces, ha tenido otros tipos de crisis financiera y productiva y recesión, para el cual hay otros remedios, pero esta crisis es diferente, ese es la esencia de su argumento, esta crisis es diferente y requiere un remedio diferente.

Pero da el caso que el remedio de este tipo de crisis, es justamente, o sea, el déficit fiscal ese es el remedio, da el caso que el déficit fiscal muchas veces ha sido la causa de crisis de otro tipo. Entonces, las sociedades y las mentalidades se han acostumbrado a tratar de minimizar ese otro tipo de problema y parte de eso ha llevado que institucionalicen mecanismos para evitar, por ejemplo, déficit fiscales, así como tenemos reglas en el Perú con relación al tamaño de déficit fiscal, Europa también tiene reglas y estamos viendo ahora que Estados Unidos tiene regla y que está ahorita llegando a una situación donde va a explotar la regla, o se olvidan de la regla o agravan el problema.

Entonces, hay esta otra dimensión al tema de este análisis de ir más allá de la explicación concisa, clara, tan bien sustentada estadísticamente que nos ha hecho, ya sería para conversaciones futura de entender. Primero, como se causa un problema de este tipo y cómo

lograr la salida cuando hay tanta ya institucionalidad creada que hace difícil poner en práctica el remedio del déficit.

Pensando qué significa esto para Perú una cosa que yo deduzco, a mí me hace darme más cuenta de la vulnerabilidad empezó qué tenemos, y que todos, o sea, la vulnerabilidad en general de los sistemas económicos del mundo, aquí parece que estamos lejos de eso, estamos en una situación tan sólida, tenemos que quizás el dinamismo de la economía peruana se vuelva un poco menos, pero no estamos imaginándonos caer en el nivel de crisis que está describiendo el señor Koo y que existen en otros países.

Pero yo deduzco de su análisis que esa posibilidad si existe, hay un mayor nivel de peligro de lo que nos damos cuenta.

Y lo otro es que por lo mismo que él ha descrito, nos hace ver qué increíblemente costoso, cuánto daño resulta de este mal manejo que él está describiendo.

Las grandes naciones del mundo, Europa, Japón, Estados Unidos, están pasando ya y van a seguir pasando Japón ya 20 años y posiblemente Europa va a entrar ahora en un periodo de por lo menos 10 años quizás 20 para salir de esta crisis, el daño es extraordinario, eso no es parte de cómo al menos los economistas normalmente piensan este tipo de manejo o desmanejo.

La mayoría de la atención de la teoría económica está dirigida al tema de la eficiencia, de cómo sacarle el jugo a los pocos recursos que tenemos, cómo no mal gastar, cómo hacer más eficiente el aparato productivo de un país en vez de crecer a 4% crecer a 5%.

Pero aquí vemos que un país que está creciendo más o menos y de repente cae en una crisis ya no entra en una situación en vez de crecer a 5 sino a 4, y acá crece cero o quizás negativo durante 10 años. Entonces, eso no es casi es muchísimo más grave al que crecer a 4 en vez de 5, que podría ser el resultado, por ejemplo, de políticas más cautelosas, podrían haber políticas para evitar caer en una crisis deberíamos no excedernos.

Entonces, esos son algunas reflexiones que quería compartir con relación a la exposición del señor Koo.



#### **4. Comentario de Juan Carlos Eguren**

##### *Segundo Vicepresidente del Congreso de la República*

Profesor Koo, usted plantea una crisis de balance, de una manera la lógica es ante las burbujas se produce una caída muy dramática o dramática de precios y las familias y las empresas se descapitalizan ante ello se hipersensibiliza y tienen una aversión a tomar crédito y por el contrario una ansia de pagar deudas. Entonces, no se toma crédito, no se paga deudas, se reduce consumo.

Ante ello, el Estado lo que plantea, profesor, el Estado tiene que suplir de alguna manera ese desbalance y gastar.

La primera pregunta es cuando usted se refiere a que el Estado debe pisar el acelerador del gasto para compensar la retracción privada, nos referimos a gasto de inversión, nos referimos a gasto corriente, desarrollar activos productivos de bien público o seguir manteniendo o incrementar, por ejemplo, subsidios. Los subsidios al transporte, subsidios a la agricultura, subsidios a la salud, etcétera.

Porque creo que hay una importante diferencia en lo que es gasto corriente y gasto de capital.

La segunda pregunta es en el escenario y en el entendido que debe seguir gastando independientemente si es inversión o gasto corriente cuál es el límite, porque estamos hablando de economías que tienen o de Estados que tienen gravísimos problemas ya de endeudamiento a resultas del déficit fiscal, hay déficit fiscal, gasto más de lo que percibo y ese es también una de las razones de la crisis de los Estados, ya no de los privados, sino de los Estados, hay algún límite o no hay límite y tienen que seguir endeudándose eternamente hasta qué momento ¿no?

#### **5. Respuesta de Richard Koo**

Muchas gracias por los comentarios que me parecen muy útiles.

En primer lugar, si me permite, quisiera comentar sobre sus comentarios acerca de la política monetaria y lo que puede hacer o debería hacerse con política monetaria, incluso en mayor grado de lo que se ha estado haciendo hasta el momento, me parece que esas son sus preocupaciones; cuando estalla la burbuja hay dos grupos de víctimas: los prestatarios y los acreedores.

Cuando los acreedores, los bancos, tienen problemas con sus capitales, cuando los bancos tienen problemas de morosidad y de falta de pago, generalmente llamamos a esto "una crisis financiera", y en una crisis financiera es un problema de los acreedores; los gobiernos centrales

pueden hacer bastantes cosas, pueden inyectarles liquidez a los bancos, inyectarles capitales; y en un par de años, un año o dos, si se hacen bien las cosas, los bancos, los acreedores, empiezan a prestar de nuevo, a dar créditos.

El Japón, los Estados Unidos, ya han pasado por ese tipo de experiencias, en dos o tres años esos problemas se resuelven si es que el gobierno toma las acciones correctas y rápidamente y en montos suficientes; pero si el problema es más bien con los prestatarios, con el público, ahí el Banco Central puede hacer poco, el gobierno puede hacer poco, excepto mantener el PBI a flote para que el sector privado pueda pagar sus deudas, así que desde el punto de vista de los acreedores se puede hacer mucho en términos de política monetaria, y se debe hacer, para evitar la bancarrota del sistema financiero.

Pero por el lado de los prestatarios que es lo que yo llamo la recesión del balance, no me parece que el Banco Central pueda hacer mucho porque la oferta monetaria se multiplica negativamente en el margen. Me disculparán por el tecnicismo, pero no hay mucho que pueda hacer el Banco Central o en este sentido, el gobierno.

Cuando se tiene una institucionalidad que colapsa, definitivamente hay un efecto que la mayor parte de las crisis de este tipo, son precedidas por algún tipo de innovación financiera que los reguladores no pueden manejar bien, a tiempo. Y lo que sucede es que los sistemas financieros son muy hábiles para engañar, utilizar estos mecanismos que el regulador todavía no puede manejar y cuando el regulador ya puede manejarlo es muy tarde.

Usted habló, por ejemplo, de la naturaleza autorregulatoria del mercado. En esta crisis hemos perdido un elemento clave de la autorregulación, y es las agencias de calificación de crédito.

Se supone que ellos son los policías del control de calidad del sector privado, para asegurarnos que las transacciones financieras se hagan de manera decente, que no diga que los productos financieros son decentes, correctos.

Pero en esta última crisis, las agencias de calificación de crédito le estaban dando calificación Triple A, a activos que eran basura.

Sin estos calificativos no hay manera que agentes del sistema financiero hubieran vendido tantos bonos basura al público. El regulador tiene que entender rápidamente qué cosa es lo que está pasando y ponerle coto a estas acciones.

En lo que se refiere al Perú, yo no soy experto en la economía peruana y no quisiera comentar nada porque podría cometer un error.

Hubo una pregunta acerca de si el estímulo fiscal podría crear otro tipo de problemas adicionales, si se trata de una recesión común y corriente, yo estaría en contra de utilizar el estímulo fiscal para luchar contra esta recesión, porque los balances del sector privado estarían

más o menos sólidos y saludables y la política monetaria debería ser la herramienta clave para manejar estas recesiones.

Pero cada 60 o 70 años, lo que sucede es que cuando entramos en estas recesiones de balance, la política monetaria es prácticamente inútil y hay que usar más bien política fiscal y la cantidad de montos que tiene que prestarse el gobierno para estabilizar la economía que es exactamente la misma entidad que los ahorros que no se pueden colocar del sector privado. Así que si el gobierno no los usa, esos recursos se quedan ahí estancados sin usar.

Para contestar la pregunta del congresista. Si esta es una recesión de balance, las tasas de intereses son muy bajas, me parece que sería interesante que se gaste estos fondos en proyectos de largo plazo, porque eso te permite construir aeropuertos, carreteras, con tasas de interés muy bajas con un financiamiento de muy largo plazo.

Si se trata de una recesión cíclica, no de hoja de balance. En primer lugar, no les recomiendo utilizar el estímulo fiscal. Me parece que el Perú tampoco está en una recesión de balance, así que esta pregunta es muy académica en realidad, teórica completamente, porque no tiene que usar estímulo fiscal ahora. Pero si el Perú cayese en este tipo de recesión y cayesen las tasas de interés, el Perú tiene su propia manera, no es como el euro, sería la idea construir, invertir en esos proyectos de largo plazo porque tienes fondos, a muy baja tasa de interés que resulta barato construir e invertir en bienes de capital.

Tengo más preguntas por aquí. Voy a ver cuáles son.

El límite, el tiempo durante el cual se puede seguir subsidiando, financiando, si el país está en una recesión de balance y cuándo se recuperan la salud del sector privado, todo intento de reducir el déficit va a fallar porque lo que va a suceder es que si el sector privado sigue ahorrando y el gobierno saca esos cien dólares que mencioné, la economía va a entrar 900, 810, 730; así que uno termina con más problemas que con menos problemas.

El déficit fiscal puede aumentar como en el caso del Japón, y esto se demora años en reequilibrarse, así que mi respuesta a esta pregunta sería si hay un límite del gasto que está pensando en los límites. Será mejor que arregles el problema primero, porque la autoridad fiscal para que tenga éxito los fondos que el gobierno no está utilizando, el sector privado debería estar utilizándolo. Si se cumple esta condición, entonces el PBI no va a caer, si el gobierno no gasta los cien dólares, lo va a gastar el sector privado y la economía va a tener sus mil dólares iguales.

Entonces, ahí sí funcionaría la autoridad fiscal. Los casos en que ha tenido éxito la autoridad fiscal, me parece que en el Perú, pero también en los Estados Unidos después de 1992, siempre sucede que cuando el gobierno deja de tomar prestado, entra el sector privado y se lo empieza a

gastar. Así que no colapsa el PBI y tienes mayores ingresos de impuestos, mayor capacidad de gasto del gobierno y se puede salir de todo problema fiscal.

Pero si el sector privado no está tomando créditos a pesar que la tasa de interés es cero por ciento, la situación empeora y empeora, evidentemente.

Si esta es una recesión de balance, mi recomendación es que hagan todo lo posible desde el lado del estímulo fiscal para solucionar el problema del sector privado y cuando el sector privado ya esté sano de nuevo, va a empezar a usar los créditos para empezar a hacer crecer la economía de nuevo.

**Segunda Parte**

**PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA PERUANA**

**[ Por transcribir la grabación del Seminario del CIES]**

