

Choque Externo, Información y Animal Spirits (Peru 2008-09)

Norberto E. García
CIES - Lima
negarcia@speedy.com.pe
julio de 2010

1. Introducción.

El análisis del ajuste contractivo de los países de América Latina al choque externo generado por la reciente crisis del 2007-09 ha destacado entre los principales canales de incidencia a: i) la caída de los precios de las exportaciones de *commodities*; ii) la reducción de las exportaciones no tradicionales; iii) el incremento de la salida de capitales de corto y largo plazo; iv) la caída en la inversión privada; v) el recorte de las líneas de crédito externo; v) la contracción del crédito interno.^{1/}

En la experiencia de Perú, como se sabe, el choque externo originado en la crisis del 2007-09 provoca una abrupta desaceleración del crecimiento, desde el 9.9 por ciento alcanzado en el 2008 a menos de 1.5 por ciento en el 2009 ^{2/}. Dancourt (2009a) y (2009b) señala, correctamente, los factores contractivos generados por el choque externo: i) la fuerte caída de exportaciones que se siente a partir de Octubre del 2008; ii) la salida de capitales de corto y largo plazo, que en el caso de la segunda implicó un detenimiento de proyectos asociados a la inversión extranjera directa; iii) el abrupto recorte de las líneas de crédito del exterior en us. dólares para los bancos peruanos, lo que condujo a una rápida contracción del crédito interno en us. dólares a partir de fines del 2008 – cabe recordar que los créditos en us dólares son de importante gravitación en una economía semi-dolarizada como la peruana. La presión recesiva de la salida de divisas fue neutralizada por las ventas masivas de divisas – un tercio de la posición de cambios de esa institución - efectuadas por el Banco Central de la Reserva de Perú (BCRP) en el 2do semestre del 2008, gracias a las reservas acumuladas en 2002-08.

El propósito de este trabajo es complementar el análisis previo y plantear una hipótesis: en el inicio del proceso contractivo tuvo un rol protagónico un cambio abrupto y significativo de las decisiones de inversión privada – animal spirits. Este cambio es impulsado por la información proveniente del Norte que difunde internamente la incertidumbre y afecta rápidamente las decisiones del sector privado.

^{1/} / La Bibliografía al final de este trabajo, cita algunos de los principales aportes al análisis del impacto de la crisis en Perú y en otros países de América Latina.

^{2/} / Existe una discusión metodológica en Perú en base a la cual se puede concluir que en realidad el PIB se contrajo levemente en el 2009. Pero en este trabajo nos ceñimos a las cifras oficiales.



El trabajo comprende las siguientes secciones: en la sección 2 se presenta y analiza la información oficial de Cuentas Nacionales Trimestrales, del INEI-Perú. En la sección 3 se incluye información proveniente de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas del BCRP, y los Índices Mensuales de Confianza Empresarial, de Órdenes de Compra y de Ventas, que permiten validar la hipótesis de que el cambio de expectativas empresariales por difusión de la incertidumbre comienza a mediados del 2008. La sección 4 plantea las principales conclusiones.

2. La información.

El Cuadro 1 sintetiza la información de las Cuentas Nacionales Trimestrales del INEI.

**Cuadro 1. Peru. Demanda Agregada por Trimestres
2008-09 (Precios constantes 1994).**

	F.B.Capital	Exportacio.	Cons.Priv	Cons.Gob.	PIB
2008					
T1	11.726	9.096	32.102	3.542	45.956
T2	15.938	8.681	32.494	3.644	48.923
T3	14.061	10.489	32.345	3.781	48.175
T4	14.161	9.971	32.012	4.541	48.312
2009					
T1	10.316	8.497	33.408	4.081	46.837
T2	11.981	8.247	33.026	4.141	48.336
T3	10.814	9.868	32.662	4.322	47.878
T4	12.636	10.115	32.918	5.515	49.943

Fuente: INEI, Cuentas Nacionales Trimestrales.

Como se desprende de dicho cuadro, mientras el impacto de la reducción de exportaciones se percibe a partir del cuarto trimestre del 2008, la contracción de la inversión bruta interna se inicia antes, desde el tercer trimestre del 2008. Nótese que el impacto de la caída de la inversión bruta interna es tan significativo, por su dimensión, como el de las exportaciones e incide ya en el PIB del tercer trimestre del 2008 y trimestres sucesivos. (Conviene señalar que la información del Cuadro 1 a precios corrientes conduce a las mismas conclusiones antes expuestas).

Las Cuentas Nacionales Trimestrales del INEI-Perú no distinguen los principales componentes de la Inversión Bruta Interna. Dado que en Julio- Agosto del 2008, el nuevo Ministro de Economía, Dr. Luis Valdivieso, había instruido un recorte del Gasto e



Inversión pública por considerar que un recalentamiento de la economía aceleraría la inflación, es importante precisar si la reducción del 3er Trimestre del 2008 se origina en un descenso de la inversión pública provocado por dicho recorte o si proviene de un cambio en las decisiones de inversión privada ^{3/}.

La inversión pública en Perú representaba en el 2008 una cifra pequeña de la inversión total. La información del BCRP y del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), señala que en el 2008 la inversión pública era sólo un 16 por ciento de la Inversión Bruta Interna y un 4.2 por ciento del PIB, mientras que la privada representaba un 84 por ciento de la Inversión Bruta Interna y un 22.7 por ciento del PIB.^{4/} Luego un recorte del orden del 10 o 20 por ciento en la inversión pública habría implicado un descenso de 1.6 a 3.2 por ciento en la Inversión Bruta Total. Pero la información de Cuentas Nacionales registra una caída de 12 por ciento en la Inversión Bruta Total a partir del 3er trimestre del 2008, lo que sugiere que es el descenso de la inversión privada la que explica la mayor proporción de esa caída. Esa caída de la inversión bruta continuó en los dos trimestres siguientes a ritmo aún más intenso.

Un dato más definitivo aún es que los recortes de la inversión pública comenzaron a sentirse en forma efectiva recién en el cuarto trimestre del 2008, *después* que se iniciara la antes citada caída en la inversión del 3er Trimestre - y cesaron un par de meses más tarde, después de la renuncia del Ministro Valdivieso, al ponerse en marcha un programa fiscal expansivo anti-crisis para incrementar la inversión pública.

Por consiguiente, es esperable que el grueso de la reducción de 12 por ciento de la inversión bruta total observada en el 3er Trimestre del 2008, corresponda a una caída de la inversión *privada*. Una parte de dicho ajuste, se debe a una abrupta reducción de inventarios – lo que implica que muchas empresas estaban ya frenando su producción en el 3er trimestre del 2008. Esto se confirma al observar el Índice de Inventarios obtenido de la Encuesta Mensual del BCRP al sector privado para construir indicadores de expectativas económico-financieras. Dicho Índice registra una fuerte caída en Julio del 2008 respecto a Junio del mismo año y no se recupera en los meses siguientes. Similarmente, las cuentas nacionales anuales registran una caída de inventarios en 2008 que continúa en el 2009.

3. La evolución de la confianza y de las expectativas.

Una abrupta caída de la inversión privada anterior a la de las exportaciones, a la del crédito en us. dólares y a la del PIB, puede explicarse por un cambio súbito en decisiones de inversión, provocado por nueva información que difunde incertidumbre y afecta expectativas empresariales^{5/}. En un período histórico

^{3/} Al parecer, en lo relativo al escenario externo el Ministro Valdivieso descansaba en la información del IMF del World Economic Outlook de Abril del 2008 y su UPDATE de Julio del 2008, que sostenía que en el 2008 sólo tendría lugar una desaceleración global desde el 5.0 por ciento del 2007 hasta un 4.1 por ciento, que continuaría en el primer semestre del 2009, y se vería una recuperación por encima del 4.0 por ciento en el 2do semestre del 2009.

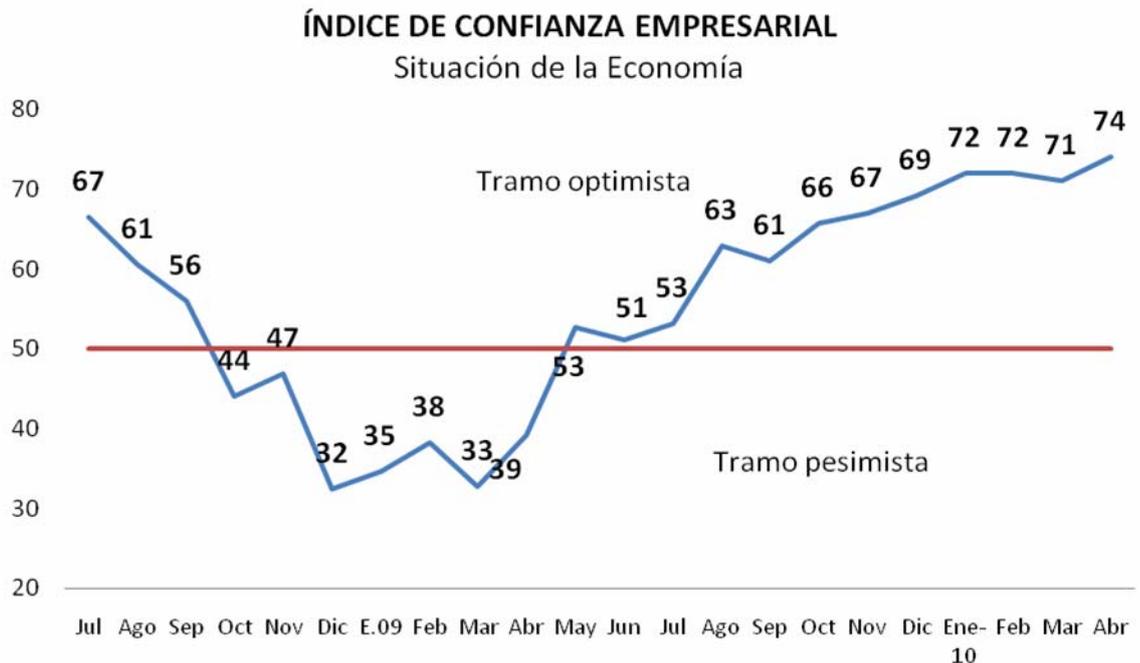
^{4/} Véase MEF, Marco Macroeconómico Multianual 2009-11 y 2010-12.

^{5/} En otras experiencias el impacto de la contracción de la inversión privada es también significativo. Frenkel y Damill (2009) encuentran que la contracción de la inversión explica todo el descenso relativo del PIB de Argentina durante la crisis reciente. Cardim de Carvalho y Pires de Souza (2009) señalan que el cambio de expectativas incide notablemente en la contracción de la inversión en Brasil.

caracterizado por una gran facilidad de acceso a información externa en prácticamente tiempo real, cabe esperar que la información diaria de la evolución de la crisis en el Norte afecte rápidamente las decisiones empresariales en el Sur. No sólo a través de la cancelación anticipada de órdenes de compra, si no a través de la difusión de la incertidumbre y del temor a una crisis en cierre.

¿Puede constatarse empíricamente el efecto sobre expectativas empresariales? La respuesta es sí, puede constatarse empíricamente a través del comportamiento del Índice de Confianza Empresarial elaborado por el BCRP y de sus componentes para el análisis de expectativas empresariales. El BCRP elabora y publica *mensualmente* un Índice de Confianza Empresarial, basado en una Encuesta de expectativas económicas que incluye un conjunto de preguntas a empresas privadas – financieras y no financieras – y a analistas, sobre la situación esperada para la economía nacional, el sector y la empresa, para el próximo mes, para los próximos tres meses y para el próximo año ⁶/. Agrupando y ponderando las respuestas, el BCRP construye un Índice de Confianza Empresarial que se presenta en el gráfico de la Figura 1.

Figura 1. Perú. Índice de Confianza Empresarial sobre la Economía Nacional.



El gráfico de la Figura 1 señala que a partir de Junio del 2008, en que el índice alcanzaba un valor 71, se verifica un abrupto descenso que se inicia en Julio del 2008 y continúa hasta Marzo del 2009. Dicho de otra manera, el conjunto de indicadores que integran el Índice de Confianza, elaborados en base a las respuestas de las empresas a la Encuesta de Expectativas del BCRP, apuntan

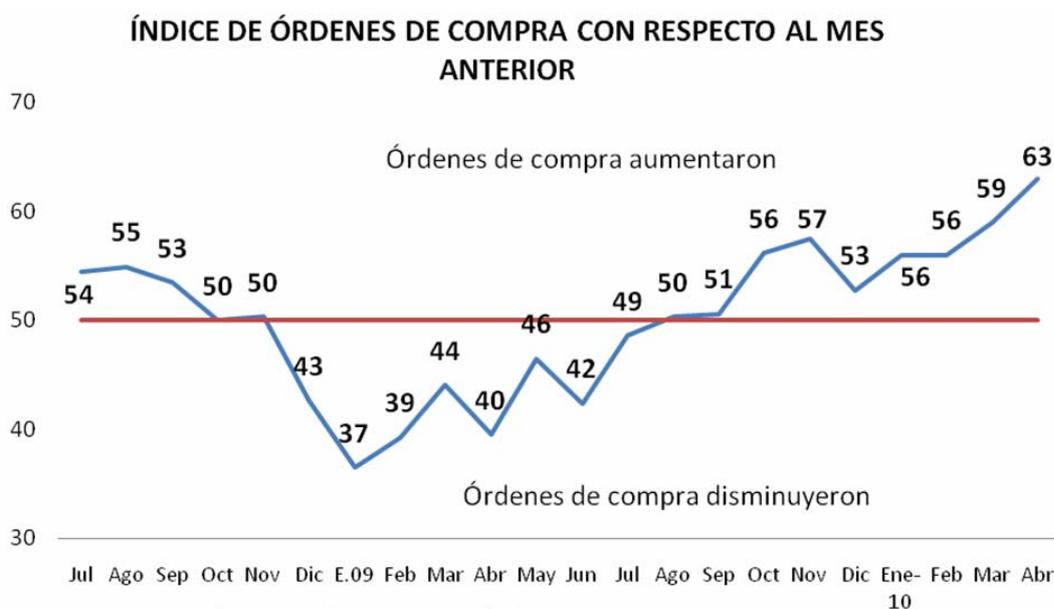
⁶ / La encuesta cubre el universo del sector financiero, aproximadamente 500 empresas del sector no financiero que representan alrededor de un tercio del PIB, y varias decenas de analistas privados.

hacia un deterioro creciente de las expectativas económicas de los empresarios a partir de Julio del 2008, que se torna nítidamente pesimista hacia Septiembre del mismo año. Se registra así un brusco cambio en las expectativas del sector privado, muchos meses antes que se comience a verificar la contracción efectiva de exportaciones y del crédito externo en us. dólares.

Los resultados del índice de Confianza Empresarial son ratificados por dos de los indicadores construidos a partir de la Encuesta de Expectativas del BCRP: el Índice de Órdenes de Compras, y el Índice de Ventas.

Como se desprende de la Figura 2, el Índice de Órdenes de Compras, registra un rápido descenso a partir de mediados del 2008, reflejando la brusca desaceleración de las órdenes de compra. En rigor, el Índice se reduce desde 58 en Mayo del 2008, a 55 en Junio y 54 en Julio, y continúa su rápido descenso hasta Enero del 2009. El índice de Ventas sigue un comportamiento muy similar.

Figura 2. Perú. Índice de Compras 2008-09



En síntesis, los Índices de Confianza, de Órdenes de Compra y de Ventas, elaborados por el BCRP a partir de la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas, sugieren que el sector privado comenzó a cambiar su conducta, adaptándose al nuevo escenario de incertidumbre y temor por los eventos que se desarrollaban en el Norte, desde mediados del 2008 en adelante, varios meses antes de que las principales presiones contractivas económicas y financieras se dejaran sentir internamente. Por consiguiente, no debería ser sorprendente que como parte de ese cambio de conducta, haya tenido lugar un deterioro en las decisiones de inversión privada a partir del 3er Trimestre del 2008. Por lo demás, con sólo observar diariamente CNN, BBC o cualquier canal nacional de TV con información diaria de lo que sucedía en EEUU, Europa y Japón, se tenía una



información que apuntaba crecientemente a algo más que una simple desaceleración global del crecimiento.

4. Conclusiones.

La evidencia disponible señala que desde mediados del 2008 tuvo lugar un cambio importante en las expectativas empresariales, motivado por la difusión de la incertidumbre y el temor de lo que estaba sucediendo en las economías del Norte.

La hipótesis de este trabajo es que ese cambio de conducta afectó las decisiones de inversión y contribuye a explicar porqué se verifica una contracción de la inversión privada, que se manifiesta en una caída de 12 por ciento en la inversión bruta total en el 3er Trimestre del 2008, seguida de sucesivas y serias caídas en 4to trimestre del 2008 y 1er Trimestre del 2009. La contracción en la inversión privada *antecede*, en varios meses, al impacto de la caída de las exportaciones, a la contracción del crédito interno en us dólares, y a la salida de capitales.

El descenso de la inversión bruta interna entre 2008 y 2009 es de aproximadamente 21 por ciento – y alrededor de un tercio de la misma se explica por descenso de inventarios. La contracción es naturalmente más pronunciada cuando se la mide en los trimestres en que tiene lugar. La caída en la inversión bruta en el período (3er.Trimestre del 2008 – 1er Trimestre del 2009) es de aproximadamente 35 por ciento. El impacto contractivo de dicha caída es *mayor* al originado en la reducción de las exportaciones en el mismo período - como se desprende del Cuadro 1.

No toda la caída de la inversión privada registrada entre Julio del 2008 y Marzo del 2009 se explica por el cambio en decisiones de inversión inducido por la modificación inicial de expectativas – ya que una vez instalado internamente el efecto contractivo del choque externo se genera una abrupta desaceleración del crecimiento económico que provoca una reducción de la inversión privada. Pero tiene un rol importante en el inicio del proceso contractivo.

Por consiguiente, en un período histórico caracterizado por un gran acceso a la información de eventos en el exterior, es importante prestar atención no sólo al impacto contractivo de los fenómenos económicos y financieros, si no además a la incidencia de la *información* accesible diariamente, sobre las expectativas empresariales.

Si la información difunde una incertidumbre creciente y el temor a una recesión, cabe esperar un cambio brusco de expectativas que afectará negativamente las decisiones de inversión. Esto fue lo que al parecer sucedió en Perú en el 2008 y que puede ser útil incluir en los análisis del ajuste a la crisis del 2007-09. Un corolario de esta historia es que el BCRP y el MEF deberían confiar más en sus propios indicadores y fuentes de información que en los pronósticos de organismos multilaterales, ya que en la práctica han demostrado ser más acertados.

Bibliografía

Agosín, M. (2009). El impacto de la crisis internacional en Chile. Lecturas No.44, ITF, Buenos Aires.



Banco Central de la Reserva de Perú, (2010) Encuesta de Expectativas Macroeconómicas e Índice de Confianza; www.estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas

Cabrera Galvis, M. (2009). Colombia frente a la crisis internacional. Lecturas No. 42, ITF, Buenos Aires.

Cardim de Carvalho, F. y F.E. Pires de Souza (2009). A crise internacional e o Brazil. Lecturas No. 41, ITF, Buenos Aires.

Damill, M. y R. Frenkel (2009). La Argentina y la Crisis Internacional. Lecturas No. 43 ITF, Buenos Aires.

Dancourt, O. (2009a.) Choque externo y política monetaria. Revista de Economía XXI, No.64, Fondo Editorial, PUCP, Lima.

Dancourt, O. (2009b.) La economía peruana y la crisis mundial. Lecturas No.40, ITF, Buenos Aires.

Dancourt, O. y W. Mendoza (2009). Peru 2008-09: del Auge a la Recesión. Choque externo y respuestas de política. En O. Dancourt y F. Jimenez Eds., Crisis Internacional: impactos y respuestas de política en Perú, Fondo Editorial, Lima.

Esquivel, G. El impacto de la crisis económica en México. (2009).Lecturas No. 47, ITF, Buenos Aires.

Frenkel, R. y Damill, M. (2009) Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía Argentina. Documento Técnico, ITF, B.Aires. También en CEDES, Documento No. 65, Buenos Aires.

Instituto Nacional de Estadísticas e Informática (INEI) (2010).Cuentas Nacionales Trimestrales. www.inei.gob

Ministerio de Economía y Finanzas (2009) Marco Macroeconómico Multianual 2009-11 Lima.

Ministerio de Economía y Finanzas (2010) Marco Macroeconómico Multianual 2010-12 Lima.