

LA LEY DE THIRLWALL: PERÚ 1970-2010,
ALTERNATIVAS PARA SUPERAR LA RESTRICCIÓN
EXTERNA AL CRECIMIENTO

TESIS

PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE
INGENIERO ECONOMISTA EN LA ESCUELA PROFESIONAL
DE INGENIERIA ECONOMICA

ELABORADO POR:

JORGE ARMANDO RÍOS SÁNCHEZ

2011

Digitalizado por:

Consortio Digital del
Conocimiento MebLatam,
Hemisferio y Dalse

RESUMEN

La presente investigación se basa en la Ley de Thirlwall para demostrar la insostenibilidad del crecimiento económico del Perú en el periodo 1970-2010. A partir de ello se concluye que es la estructura productiva desequilibrada la que ocasiona déficits permanentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos y por tanto una restricción al crecimiento en el largo plazo. El análisis de cointegración sirve como fundamento a la opinión de que el sector externo ha sido un factor determinante de la tasa de expansión económica en el Perú.

El valor agregado de la investigación es que considera un periodo relativamente amplio y actual (1970-2010) para corroborar que se mantiene la restricción externa a pesar del espectacular crecimiento económico de la última década. Además, se proponen alternativas para superarla, la más importante de todas es el uso del excedente de reservas internacionales netas, esto es, una vez que se acumule un nivel considerado como óptimo en base a indicadores de adecuación de reservas, existe la posibilidad de un uso productivo de ellas. La idea es que la rentabilidad de los fondos utilizados incremente el nivel de reservas internacionales, a su vez que se llevan a cabo inversiones productivas en el Perú. Se destaca el papel de los fondos soberanos de inversión dentro del marco de una nueva estrategia de desarrollo para el país.

Palabras clave: restricción externa al crecimiento, déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, exportaciones, elasticidad demanda de importaciones, elasticidad demanda de exportaciones, nivel óptimo de reservas, estructura productiva desequilibrada, fondo soberano de inversión.

DEDICATORIA

El presente trabajo esta dedicado a mis padres Yolanda Sánchez Matril y Víctor Ríos Aranda por enseñarme a dar lo mejor de mí para lograr mis objetivos y por su apoyo incondicional en todos mis proyectos.

A mis hermanos, mis tíos y todos aquellos familiares que colaboraron conmigo de alguna manera. También, a todos mis profesores, en especial al Profesor Alfonso López-Chau por contribuir en mi formación académica y ser fuente de inspiración para esta investigación.

Jorge Armando

INDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|----|
| INTRODUCCION..... | 1 |
| JUSTIFICACION Y ANTECEDENTES | 4 |
| EL PROBLEMA DE INVESTIGACION | 10 |
| | |
| CAPITULO I..... | 14 |
| SOPORTE TEORICO DE LA INVESTIGACION..... | 14 |
| 1.1 COMO MEDIR LA CUENTA CORRIENTE | 14 |
| 1.1.1 El Modelo de restricción externa | 17 |
| 1.1.2 Causas recurrentes de los desequilibrios macroeconómicos..... | 23 |
| 1.1.3 El Saldo de la cuenta corriente como centro del problema | 24 |
| 1.1.4 Modelo de crecimiento con restricción de balanza de pagos | 30 |
| 1.2 ENDEUDAMIENTO PRODUCTIVO..... | 32 |
| 1.3 LA INVERSION EXTRANJERA | 37 |
| 1.3.1 Patrones de comportamiento de las Empresas Transnacionales (ETs)..... | 40 |
| 1.4 RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS..... | 41 |
| 1.4.1 Reservas y shocks de liquidez internacional | 44 |
| 1.4.2 Reservas Internacionales e Intervención en el Mercado Cambiario | 46 |
| 1.4.3 Reservas y “Efectos demostracion” | 48 |
| | |
| CAPITULO II..... | 49 |
| LA LEY DE THIRLWALL APLICADA AL PERU: 1970-2010..... | 49 |
| 2.1 ANALISIS EXPLORATORIO DE LA ECONOMIA PERUANA | 49 |
| 2.1.1 Evolución del PBI peruano | 50 |
| 2.1.2 Evolución de las exportaciones e importaciones..... | 53 |
| 2.1.3 Evolución del tipo de cambio nominal Y real | 55 |
| 2.1.4 Evolución de la economía de Estados Unidos..... | 56 |
| 2.2 EVIDENCIA EMPIRICA DE LA LEY DE THIRLWALL EN EL PERU | 59 |
| 2.2.1 Planteamiento Del Modelo | 60 |

| | |
|--|-----|
| 2.2.1.1 Prueba de Raíces Unitarias | 60 |
| 2.2.1.2 Prueba de Causalidad | 62 |
| 2.2.2 Modelo Var De La Regla Simple De Thirlwall | 64 |
| 2.2.2.1 Autocorrelación en los impulsos | 66 |
| 2.2.2.2 Normalidad en los impulsos | 66 |
| 2.2.2.3 Homocedasticidad en los impulsos | 67 |
| 2.2.3 Cointegración Entre Exportaciones Y PBI | 67 |
| 2.3 RESULTADOS EMPIRICOS UTILIZANDO EL MODELO VAR DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES | 70 |
| | |
| CAPITULO III | 71 |
| ENDEUDAMIENTO PRODUCTIVO | 71 |
| 3.1 CONDICIONES PARA QUE EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO ESTIMULE EL CRECIMIENTO..... | 75 |
| | |
| CAPITULO IV | 77 |
| LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA | 77 |
| 4.1 PROPUESTAS DE POLITICA..... | 77 |
| 4.2 EL PROCESO DE INNOVACION TECNOLOGICA | 82 |
| 4.3 DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA IED EN EL PERU | 85 |
| | |
| CAPITULO V | 89 |
| LAS RESERVAS INTERNACIONALES COMO OPORTUNIDAD PARA EL CRECIMIENTO | 90 |
| 5.1 IMPORTANCIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES PARA AFRONTAR CHOQUES EXTERNOS | 92 |
| 5.2 FACTORES CLAVE PARA LA EFECTIVIDAD DE LAS POLITICAS | 93 |
| 5.2.1 Acumulación de Reservas Internacionales | 93 |
| 5.2.2 Mejoras en la Política Fiscal | 95 |
| 5.3 EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS | 97 |
| 5.3.1 Ratios tradicionales de adecuación de reservas | 99 |
| 5.4 USO DE RESERVAS | 102 |

| | |
|-------------------|-----|
| CONCLUSIONES..... | 105 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 111 |
| ANEXOS..... | 114 |
| ANEXO 1..... | 114 |
| ANEXO 2..... | 115 |
| ANEXO 3..... | 116 |
| ANEXO 4..... | 117 |
| ANEXO 5..... | 118 |
| ANEXO 6..... | 119 |
| ANEXO 7..... | 120 |
| ANEXO 8..... | 120 |

INTRODUCCIÓN

El destacable crecimiento de la economía peruana en los últimos años ha sido catalogado por algunos como un “milagro económico”. Lo cierto es que el modelo primario-exportador y de servicios que caracteriza a la economía peruana y que es la fuente de su crecimiento no asegura un desarrollo estable y sostenido en el largo plazo. Las fluctuaciones de los precios de las materias primas que exportamos han constituido históricamente las causas de subidas y bajadas, a veces bruscas, de la producción y el empleo. Por el momento el Perú se favorece de precios altos de sus exportaciones y si no se toman precauciones, en la próxima crisis externa, lo ganado se puede perder rápidamente.

Las circunstancias actuales se muestran inciertas, ante esto se propone privilegiar la sostenibilidad de largo plazo de la cuenta corriente o, lo que es lo mismo, una visión orgánica de la balanza de pagos. Al hacerlo, concluiríamos que lo vital es producir y exportar con innovación tecnológica, que la inversión extranjera puede ser una gran aliada para esta opción, pero que puede también no serlo, que es vital establecer la forma y contenido con que queremos relacionarnos con el mundo, que la economía interna no está al margen del sector externo y que lo óptimo es desarrollar sectores productivos basados en industrias productoras de bienes y servicios competitivos.

La excepcional dinámica económica que registro el Perú en la última década nos lleva a preguntarnos cuan sostenible es, para ello en la presente investigación se analiza la relación entre la evolución de las exportaciones y el crecimiento económico, teniendo como punto de partida la idea de que la balanza de pagos constituye una restricción fundamental para la tasa de expansión económica de largo plazo del Perú. Uno de los supuestos principales de

esta perspectiva de análisis, en su versión más simplificada, es que la diferencia entre la tasa de crecimiento de un país y la del resto del mundo es proporcional a la razón de sus respectivas elasticidades ingreso de importaciones y exportaciones. En otras palabras es la estructura productiva la que define cuan sostenible es nuestro crecimiento en el tiempo.

Los objetivos planteados son:

- Demostrar a través de la Ley de Thirlwall que la economía peruana ve frenado su crecimiento por restricciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
- Proponer como opción para superar la restricción externa el uso del exceso de reservas internacionales del Perú en inversión productiva.
- Resaltar la importancia de la inversión extranjera para el desarrollo productivo del Perú en el marco de una estrategia de transferencia y absorción tecnológica.

A partir de la Ley de Thirlwall, el crecimiento en el largo plazo depende del crecimiento del resto del mundo y del cociente de elasticidades. Este cociente se representa como una restricción externa al crecimiento de la economía peruana. Las elasticidades ingreso de la demanda de exportaciones e importaciones dependen de la estructura productiva, lo que se refleja en la estructura tecnológica del comercio exterior.

Perú, como economía pequeña y abierta presenta una oportunidad para utilizar el excedente de las reservas internacionales en proyectos tecnológicos de largo plazo que propulsen un cambio en la base productiva, es decir, pasar de exportar bienes primarios, con baja elasticidad ingreso de demanda e importar productos manufacturados con alto contenido tecnológico, hacia la producción y exportación de bienes con elevado capital intelectual.

Las hipótesis específicas son las siguientes:

- Perú no ha logrado, a lo largo del periodo 1970 – 2010 y bajo ningún modelo de desarrollo superar la restricción externa al crecimiento, expresada en la Ley de Thirlwall, a pesar de la expansión económica de los últimos años.
- El Perú presenta un excedente de reservas internacionales, esto es, existe la alternativa de un uso productivo de estas, para superar la restricción externa vía la incorporación de conocimiento en nuestras exportaciones.
- La inversión extranjera puede ser una gran aliada en el desarrollo productivo competitivo del Perú, si esta es concebida como opción de transferencia de progreso técnico y conocimientos al país.

JUSTIFICACIÓN Y ANTECEDENTES

Demostrar que en la economía peruana se cumple la Ley de Thirlwall, es colocar desde el punto de vista de una estrategia macroeconómica alternativa, la sostenibilidad de la cuenta corriente como carta de navegación de largo plazo. Ello implica un análisis completo de la dinámica de la balanza comercial, de la inversión extranjera directa, de la tasa de interés, del tipo de cambio, del endeudamiento externo, de las reservas internacionales, entre otras variables; y diseñar una política con vistas a la inversión productiva. Esto habrá de expresarse en dos indicadores que permitan eventualmente monitorear la política macroeconómica e inducir la organización industrial. Nos referimos a las elasticidades de importación y exportación, que miden que tan sostenible o insostenible puede ser la cuenta corriente. Por tal motivo su modificación induce los cambios que deben ocurrir a nivel de la organización industrial a fin de que el componente de las elasticidades no constituya un indicador que torna insostenible la cuenta corriente. Para tal fin es fundamental una relación fructífera entre Estado y mercado.

La incorporación de conocimiento en nuestras exportaciones es un requisito central para participar competitivamente en el mercado internacional. En tal sentido la presente investigación busca demostrar que la sostenibilidad dinámica de la cuenta corriente debe ser el eje de una nueva estrategia de desarrollo para el Perú.

La primera aplicación de la Ley de Thirlwall al Perú fue realizada en el libro “Estrategia de Desarrollo Alternativo para la economía peruana” por López-Chau (2004)¹. De acuerdo a sus resultados para el periodo 1970-1988 la elasticidad demanda de exportaciones es 0.743

¹ Lopez-Chau, A. (2004) Estrategia de Desarrollo Alternativo para la Economía Peruana, IGI-UNI.

y la elasticidad demanda de importaciones 1.446. Para el periodo 1970-2000 la elasticidad de exportaciones 0.741 y 1.040 la elasticidad de importaciones. Por último, para el periodo 1994-2000 la elasticidad de exportaciones es 0.869 y 2.533 la elasticidad de importaciones.

En todos los casos se aprecia la restricción externa al crecimiento de la economía peruana:

$$\pi > \varepsilon$$

Y en el periodo 1994 -2000 la desigualdad se acentúa

$$2.533 > 0.869$$

De acuerdo a ello se acentuó la restricción de la Balanza de Pagos en las posibilidades del crecimiento económico de largo plazo. La liberalización de la economía incremento la elasticidad ingreso de las importaciones y mantuvo en valores por debajo de la unidad a la elasticidad ingreso de las exportaciones.

De los resultados podemos afirmar que para lograr un crecimiento acelerado y sostenido entonces se tiene que hacer crecer x y reducir π .

Y la manera de reducir π (por el mercado, por el Estado, o por la concertación de agentes privados y el Estado) es la industrialización competitiva.

Bajo la misma metodología, pero esta vez en el periodo 1994 -2006, López-Chau² obtiene que la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones es mayor que la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones ($2,28 > 0,35$).

² López-Chau, A. (2008) La mejor forma de estabilizar invertir, invertir e invertir más, Crecimiento y Desarrollo, Lima Perú, Pág. 22

Lo anterior significa que ante un aumento de los respectivos ingresos, es mayor el aumento porcentual de las importaciones. En otras palabras, la velocidad de respuesta de las importaciones es mayor que el de las exportaciones.

El autor resume:

“Es la estructura productiva la que explica la presencia de esta brecha, la misma que prueba la falta de sostenibilidad de la cuenta corriente en el Largo Plazo. En otras palabras, el resultado aporta evidencia de que el crecimiento de la economía está restringido por la Balanza de Pagos.”³

En los últimos años se ha incrementado el interés en su aplicación para economías emergentes. En el estudio de dicho modelo para economías latinoamericanas se pueden destacar los trabajos de Moreno-Brid (1998), (1999), y (2000), Loria y Fujii (1997), López y Cruz (2000), Porcile, Higashi y Bittencourt (2000), Bertola, Higashi y Porcile (2002), Fugarolas y Matesanz (20005), Márquez (2006), García y Quevedo (2005) y Pardo y Reig (2002).

Moreno-Brid (1999), analiza el caso de la economía mexicana durante el periodo 1950 a 1996 separándolo en dos subperiodos: de 1950 a 1981 y desde 1982 a 1996). De esta manera puede capturar posibles diferencias en la relación entre las tasas de crecimiento de las exportaciones y del PIB, debidas a movimientos en el régimen de tipo de cambio⁴. En el estudio se destaca que el supuesto de los términos de intercambio y el déficit de cuenta corriente no se ajustan perfectamente a la realidad mexicana durante el periodo de 1950-

³ López-Chau, A. (2008) Pág. 23

⁴ El primer subperíodo estuvo caracterizado por un régimen de tipo de cambio fijo entre el peso y el dólar norteamericano. El segundo por un régimen de flotación administrada (Moreno-Brid, 1999: 153)

1996. Sin embargo, se comprueba la existencia de una relación de cointegración de largo plazo significativa y positiva entre el PIB y las exportaciones, en donde la elasticidad ingreso de las importaciones es de 1.04 para 1950-1981 y de 2.47 para 1982-1996. Como se observó antes un incremento de la elasticidad ingresos de importaciones provoca una reducción en el crecimiento. De hecho, Moreno-Brid (1999) señala que tal incremento en la elasticidad restringió la balanza de pagos reduciendo el crecimiento económico de México.

Loria (2002) analiza la restricción al crecimiento para el caso de México, abarcando el periodo 1980-1999 con datos de panel para 59 sectores de bienes. Loria analiza la economía Mexicana en tres divisiones⁵ con el objetivo de detectar que sector es el que restringe el crecimiento económico. La hipótesis que maneja es que el sector manufacturero no ha generado desarrollo ni transferencia de recursos al resto de la economía. Los resultados que obtiene son que tanto el tipo de cambio real como el producto de Estado Unidos son factores que corrigen la balanza comercial mexicana. Finalmente concluye que sectores como el del automóvil han incrementado sus exportaciones, pero a la vez también sus importaciones, esto ha traído consigo que no se haya generado un efecto derrame (spillover effects).

En el trabajo de Álvarez y Matesanz (2005), se analiza la ley de Thirlwall para la Argentina en el periodo 1968-2003, el trabajo tiene como objetivos encontrar una respuesta al lento crecimiento económico y analizar las causas de la crisis argentina del 2002 con los resultados obtenidos. Dividen su estudio en tres periodos; un primer periodo de aproximadamente doce años en la década de los setenta en el que la economía crecía a un promedio de 3.2% anual y el país se encaminaba a abandonar el modelo Sustitutivo de

⁵ Los sectores son agricultura, minería y manufacturas.

Importaciones, un segundo periodo en la década de los ochenta descrito como una década perdida, en que el producto crecía a tasas muy pequeñas e inicia la crisis de la deuda, y finalmente el tercer periodo que va desde los noventa hasta el 2003, una etapa de liberalización de la actividad económica que inicia en la aplicación del Pla de Convertibilidad en el 91 y su abandono en el 2002.

El modelo utilizado por los autores es similar a las distintas versiones del modelo de Thirlwall, aunque contiene algunas peculiaridades propias considerando el crecimiento económico, las exportaciones y los términos de intercambio en un modelo log lineal de primeras diferencias.⁶ Con los resultados obtenidos se puede concluir que el modelo restringido por la balanza de pagos tiene validez para explicar el lento crecimiento de la Argentina, ya que la tasa registrada está muy cerca de la tasa real y la distancia máxima es solo 0.5 puntos porcentuales.

Ferreira y Canuto en el 2002 publicaron un estudio sobre la ley de Thirlwall para la economía de Brasil comprendido en el periodo 1949-1999 con un modelo keynesiano de economía abierta. Los autores incluyen el efecto neto de los intereses, los dividendos y beneficios de la inversión en la balanza de pagos, analizando la restricción impuesta sobre el crecimiento. A las principales conclusiones que llegan son que no se podría rechazar la hipótesis de la ley del crecimiento de Thirlwall para el caso de Brasil, que con la regla simple se esperaría que la tasa media de crecimiento por año sea del 5.23% y de 6.18% con

⁶ Un modelo econométrico en primeras diferencias permite que las series sean estacionarias y evita la regresión espúrea. Aunque hace que se pierda información.

la regla financiera, y considerando que la economía brasileña creció en promedio a un 5.41% la regla simple estima mejor el crecimiento de la economía.⁷

En el caso de Colombia, Márquez (2006) concluye que la ley de Thirlwall es más adecuada para explicar la relación entre comercio exterior y el crecimiento de la economía. Por otro lado, no encuentra evidencia de que los precios internacionales ejerzan efecto sobre el nivel de exportaciones, a pesar que existe una tendencia creciente en el tipo de cambio real. Sin embargo su inclusión en el modelo tiene un efecto casi nulo. Por su parte García y Quevedo (2005) analizan el periodo 1952-2000 verificando la ley de Thirlwall para la economía colombiana, siendo la tasa de crecimiento de 4.4% el centro de gravedad hacia el cual tendió el país en el largo plazo.⁸

⁷ Alvarado (2009)

⁸ Arevilca, B. y A. Risso (2007)

EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

El modelo implementado en la década de los noventa fue radicalmente diferente al de los setenta y ochenta, se trata del modelo neoliberal. Como resultado el deterioro de la cuenta corriente se mantuvo en el periodo 1990 a 1998 en promedio 6,05% del PBI, para moderarse después como consecuencia de la recesión 1999-2001. El enorme déficit de la cuenta corriente mostraba una gran dependencia del capital extranjero, lo que refleja el estilo y la debilidad del modelo.⁹

De acuerdo al BCRP, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos se muestra casi equilibrada (-0.1% del PBI) en promedio entre los años 2003-2010. En dicho periodo se muestran dos casos extremos, una variación positiva de 26,7% en los términos de intercambio en el año 2006 correlacionado con un superávit en la cuenta corriente de 3,1 por ciento del PBI. Al contrario, en el año 2008 como efecto de la crisis financiero internacional, los términos de intercambio registraron una contracción de 14,4% con un déficit en la cuenta corriente de -4,2 por ciento.

Según el Banco Central, se espera un déficit en la cuenta corriente para el año 2011 de 3,3 por ciento del PBI. Ello como consecuencia del crecimiento de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones, así como por el efecto de los precios de las importaciones, en tanto que el aumento del precio de exportaciones es absorbido por la renta de factores. Para el año 2012 se espera un déficit en la cuenta corriente de -3,5 por ciento.¹⁰

⁹ López-Chau, A. (2004). Pág. 135

¹⁰ Banco Central de Reserva del Perú. Reporte de Inflación de Marzo 2011

La dinámica interna incrementa las importaciones, mientras que el valor de nuestras exportaciones están influenciadas fuertemente a los vaivenes de los precios de las materias primas, ello ligado a las proyecciones de los términos de intercambio hace pensar en un déficit en cuenta corriente permanentemente negativo y creciente en los siguientes años. Aún más, la actual incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial referida a la sostenibilidad fiscal en algunas economías de la Eurozona, la débil recuperación de Estados Unidos de América y a la posibilidad de una desaceleración mayor en China contribuye con dicho escenario.

En un análisis sobre la estructura productiva peruana Schydrowsky (1996) citado por López-Chau (2004) hace hincapié en el sector industrial como demandante neto de divisas, pues a medida que se expande, hará crecer la demanda de bienes importados. Entonces, si se desarrolla más el sector demandante de divisas por encima de los que los proveen, se producirá en algún momento falta de divisas. Así se explica el origen del desequilibrio estructural en la balanza de pagos.

Podemos graficar lo dicho por Schydrowsky diciendo que la estructura nos lleva de $X=M$ hacia $X<M$. En tal situación surgen alternativas como reducir las importaciones (recesionar la economía), o hallar manera de financiar el desequilibrio. Aparece la posibilidad del endeudamiento externo o la inversión extranjera directa. En tal escenario no se toma en cuenta que la deuda, en la forma en que se contrae, contribuye a solucionar el problema, pero al poco tiempo, a causa del servicio que tiene que cubrirse, termina agravándola. De igual manera ocurre con la IED. Resuelve el problema al inicio, pero su servicio y composición pueden terminar agravando el problema o dejándonos en el mismo nivel del problema anterior. ¿Está la economía peruana restringida por la cuenta corriente de la

balanza de pagos? ¿Se está considerando a la cuenta corriente y su sostenibilidad como objetivos estratégicos porque sobre su base es posible solucionar dinámicamente otros desequilibrios?

A partir de la crisis financiera de México de 1994-1995 la acumulación sin precedente de reservas internacionales ha generado una interrogante acerca de su tamaño óptimo y su adecuada utilización, más claramente la contribución que esos recursos pueden tener en el crecimiento. Sobre el óptimo, los estudios han utilizado criterios arbitrarios fundados en la vulnerabilidad de la balanza de pagos a través del ratio de reservas internacionales a importaciones y por medio de la regla de Guidotti-Greenspan y el criterio denominado blindaje externo máximo sostenible.¹¹

Ningún estudio, sin embargo ha acertado a determinar con precisión un nivel óptimo de reservas y, en este contexto, la acumulación de reservas internacionales ha estado asociada a un costo de oportunidad. En términos prácticos dicho costo es la diferencia entre los que la reserva pudo haber ganado y lo que en realidad gana.¹²

Con respecto a la pregunta sobre la adecuada utilización de las reservas internacionales, el tema es que una economía en desarrollo está sacrificando crecimiento futuro al dejar de invertir los recursos en proyectos altamente rentables y/o generando progreso técnico que eleve la competitividad internacional del país, desarrolle sus sectores productivos con una base exportadora de alto valor agregado y eleve la calidad de vida de la población.

¹¹ Cruz, M. (2007) ¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano? *EconomíaUnam*, Vol. 3 núm. 8

¹² Cruz, M. (2007) Pág. 115

Al respecto, las reservas internacionales sirven como garantía de que la nación está en capacidad de honrar sus obligaciones. A mayor nivel de reservas, mayor es el acceso a los mercados y menor el costo; por el contrario, si las reservas caen por debajo de un nivel que los prestamistas internacionales consideran “adecuado”, los mercados se cierran, se incrementa la prima de riesgo, y las agencias calificadoras reducen su percepción sobre la probabilidad de cumplimiento de los pagos del país.

Además, la decisión de las autoridades económicas sobre el monto apropiado de reservas internacionales debe tener en cuenta los costos y beneficios de mantener un determinado nivel. De esta manera, la política del manejo de las reservas no solamente debe comparar el costo de oportunidad de las distintas alternativas en que puedan invertirse las reservas (como inversión productiva o pago de deuda) sino el costo para la economía de quedarse sin ese nivel adecuado de reservas. Por último, llevar las reservas a niveles que no permitan contar con una garantía para enfrentar choques externos tiene un gran costo económico y social, y puede conducir a situaciones difíciles que cuestionen la propia viabilidad económica y política del país.¹³

Entendiendo que el eje central de una estrategia alternativa de desarrollo es la sostenibilidad dinámica de la cuenta corriente ¿Es posible utilizar los eventuales excedentes de las reservas internacionales en el Perú para coadyuvar en ese fin?

¹³ Gerencia Técnica del Banco de la Republica de Colombia (2003) Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales.

CAPITULO I

SOPORTE TEORICO DE LA INVESTIGACION

1.1 COMO MEDIR LA CUENTA CORRIENTE¹⁴

Antes que nada, veamos que significan realmente el déficit y el superávit en cuenta corriente, y reflexionar sobre las numerosas maneras de medir el saldo. Primero, se lo puede expresar como la diferencia entre el valor de la exportación de bienes y servicios y el valor de la importación de bienes y servicios. Un déficit significa que el país está importando más bienes y servicios de los que exporta (aunque la cuenta corriente también consiste en ingreso neto –intereses y dividendos– y transferencias del exterior –ayuda extranjera y remesas–, estos no son más que una parte pequeña del total). Dicha definición debe tener clara la idea de que una de las principales razones para exportar es poder importar.

Segundo, el saldo en cuenta corriente puede expresarse como la diferencia entre el ahorro nacional (tanto público como privado) y la inversión. Así, el déficit en cuenta corriente puede reflejar una baja tasa de ahorro nacional en comparación con la inversión, o una tasa

¹⁴ Ghosh, A. y Uma Ramakrishman (2006). “Importa el déficit en cuenta corriente”. Revista Finanzas y Desarrollo FMI, dic 2006.

de inversión elevada, o una combinación de ambas. Para los países en desarrollo donde escasea el capital puede ser lógico tener déficit en cuenta corriente, ya que el ahorro interno no alcanza para aprovechar todas las oportunidades de inversión. Teóricamente, el déficit acelera la expansión del producto y el desarrollo de la economía.

Tercero, la cuenta corriente puede observarse desde la dimensión temporal del comercio. Aunque estamos acostumbrados al comercio intratemporal, también podemos pensar en el comercio intertemporal, esto es: importar bienes hoy (cayendo en un déficit en cuenta corriente) y exportarlos en el futuro (logrando entonces un superávit en cuenta corriente). De la misma manera en que un país puede importar un bien hoy y exportar otro mañana en una transacción intratemporal, nada le impide importar bienes actuales y exportar bienes futuros.

Vale hacernos la pregunta ¿tiene importancia la duración de un déficit en cuenta corriente? El déficit representa una acumulación de obligaciones de un país frente al resto del mundo, financiadas con entradas en la cuenta financiera que en un momento u otro habrá que pagar. Por sentido común, si un país desperdicia los fondos recibidos en préstamo del extranjero volcándose en gastos sin rentabilidad a largo plazo, su capacidad de reembolso –su solvencia básica–podría terminar peligrando: la solvencia exige que el país quiera y pueda generar (en un momento u otro) un superávit en cuenta corriente suficiente para saldar sus deudas. Por lo tanto, para decidir si conviene acumular un déficit en cuenta corriente (o sea, tomar más préstamo), hay que calcular el volumen de las obligaciones externas (o sea, la deuda externa) y determinar si los préstamos financiaran una inversión con una productividad marginal más elevada que la tasa de interés (o de rendimiento) que cobran los acreedores externos.

La crisis mexicana de 1994, la asiática de 1997, la argentina de 2001 y la crisis financiera internacional actual confirman lo dramático que puede ser acumular déficit en cuenta corriente sin el financiamiento adecuado. En los casos mencionados los inversionistas privados retiraron sus capitales en medio de crisis financieras. Entonces, más allá de su origen, no conviene mantener déficits profundos y persistentes a la ligera, ya que una retirada abrupta del financiamiento puede causar problemas.

Los estudios empíricos sugieren que un éxodo de inversión tal puede tener varias razones: un tipo de cambio real sobrevalorado, insuficientes reservas de divisas, una expansión excesivamente rápida del crédito interno, shocks desfavorables de los términos de intercambio, falta de crecimiento de los socios comerciales y alzas de las tasas de interés de los países industriales.

Para el marco teórico del crecimiento exógeno, los problemas del sector externo se solucionan sin necesidad de ajustes en el ingreso debido a que supone opera el mecanismo de ajuste de precios.

Thirlwall (2007)¹⁵ agrega al respecto, los países en desarrollo que producen y exportan bienes cuya demanda es poco elástica frente al ingreso y que importan bienes de demanda muy elástica frente al ingreso se ven alentados a recurrir a los déficits para crecer con velocidad. Sin embargo, a la larga se verán obligados a frenar el crecimiento porque el déficit se tornará insostenible.

¹⁵ Thirlwall, A.P (2007) "Los déficits pueden frenar el crecimiento". Revista Finanzas y Desarrollo FMI, marzo 2007, pág. 2

1.1.1 El Modelo de restricción externa¹⁶

La divergencia entre el desarrollo industrial y la capacidad de la economía para generar divisas que se presenta en la estructura productiva lleva el nombre de restricción externa, pues su dinámica genera problemas de crecimiento que surgen de la Balanza de Pagos.

Los modelos de restricción externa son en este sentido, diferentes de los problemas que genera la caída de la demanda. Pues los problemas que ocasiona tienen otro origen. Nacen de los desequilibrios externos, que se generan debido a la insuficiencia de divisas.

La experiencia latinoamericana muestra que una de las características de los modelos de restricción externa es la tendencia a caer periódicamente en crisis de la balanza de pagos.

Esta tendencia tiene su origen en una capacidad productiva que al desarrollarse, termina por adelantarse a la capacidad para generar divisas, lo que conduce a la limitación externa. Limitación que casi siempre se ha amortiguado recurriendo al endeudamiento externo. Lamentablemente, muy pronto las obligaciones que demanda el servicio de la deuda empeora la situación que se quiere remediar con la política de endeudamiento. Es evidente que a medida que las economías crecen, la necesidad de divisas será mayor, por lo que las economías se verán obligadas a contraer nueva deuda, generándose el conocido círculo vicioso, que terminara como ha terminado casi siempre en América Latina: en una crisis de Balanza de Pagos, que forzara a retroceder al nivel que plantea la disponibilidad de divisas existentes con todo ello, la recesión se convierte en una consecuencia obligada. Se reducen las importaciones, se reponen reservas y la economía puede volver a iniciar su crecimiento

¹⁶ Basado en López-Chau, A. (2004) Estrategia de desarrollo alternativo para la economía peruana, Instituto General de Investigaciones, UNI.

hasta el próximo “pare y siga”, en una larga cadena de expansión y recesión, que impide el crecimiento y el desarrollo de largo plazo.

Fueron Singer (1950), Myrdal (1957) y para América Latina, Prebisch (1950) quienes plantearon que los productos primarios al tender a presentar una elasticidad-ingreso menor que la unidad, en todo que la de los productos industriales tienden a ser mayor que uno, dieron origen a los modelos centro-periferia y a lo que se conoce como el pesimismo de las elasticidades del comercio exterior. Thirlwall (2002) sostendrá, a propósito, que la dirección de causalidad va de las elasticidades al crecimiento porque son las primeras, las que reflejan la estructura de producción y que este sería precisamente el supuesto básico de los modelos de centro-periferia.

Vale la pena mencionar que, desde una perspectiva de oferta opuesta a nuestro planteamiento, Krugman (1989) derivó 10 años después, la tasa la ley de Thirlwall pero con la causalidad que va de las tasas de crecimiento del ingreso a las elasticidades.¹⁷

Ante tales diagnóstico surgieron los modelos de crecimiento acumulativo dirigido por las exportaciones, con el objeto de romper el círculo vicioso y proponer un círculo virtuoso.

En palabras de Thirlwall (2002):

“Un rápido crecimiento de las exportaciones y del producto puede establecer un círculo virtuoso de crecimiento con un rápido aumento del producto, y un rápido crecimiento del producto, y un rápido crecimiento del producto que lleva a un acelerado aumento de las

¹⁷ Lopez-Chau, A. (2008)

exportaciones a través del impacto favorable del incremento del producto en la competitividad”¹⁸

Por tanto, la primera condición del modelo es que la tasa de crecimiento del producto, está determinada por la tasa de crecimiento de las exportaciones. De acuerdo a Lopez-Chau (2004) tenemos:

$$g_t = \gamma(x_t)$$

Donde g_t es la tasa de crecimiento del producto en el periodo t, x_t es la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Pero, ¿De qué depende el crecimiento de las exportaciones? Según el autor, siguiendo a Thirlwall (2002) se puede usar un multiplicador de elasticidad constante de la función de demanda de las exportaciones, que hace que las exportaciones sean una función de los precios relativos y del ingreso del resto del mundo. Tenemos entonces:

$$X_t = A \left(\frac{P_{dt}}{P_{ft}} \right)^\eta Z_t^\varepsilon \quad (1)$$

Tomando logaritmos:

$$\ln X_t = \ln A + \ln \left(\frac{P_{dt}}{P_{ft}} \right)^\eta + \ln Z_t^\varepsilon \quad (2)$$

¹⁸ Thirlwall, A. P. (2002). The nature of economic growth: an alternative Framework for understanding the performance of nations. Cheltenham: Edward Elgard.

$$\frac{\dot{X}_t}{X_t} = \eta \left(\frac{\dot{P}_{dt}}{P_{dt}} - \frac{\dot{P}_{ft}}{P_{ft}} \right) + \varepsilon \frac{\dot{Z}_t}{Z_t}$$

Tasa de crecimiento:

$$x_t = \eta(p_{dt} - p_{ft}) + \varepsilon z \quad (3)$$

Donde:

P_{dt} = Precios internos

P_{ft} = Precios externos, mediados en moneda común

z = Ingresos del resto del mundo (de los principales con los que se tienen relaciones comerciales)

$\eta(< 0)$ = Elasticidad precio de la demanda de exportaciones

$\varepsilon(> 0)$ = Elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones

Ahora se supone que los precios externos son exógenos y que los internos son endógenos y están en función de:

$$P_{dt} = \left(\frac{W_t}{R_t} \right) (T_t) \quad (4)$$

Donde:

W = tasa de salarios monetarios

R = producto medio del trabajo

T = 1 + un porcentaje de mark up sobre los costos laborales unitarios.

Tomando logaritmos:

$$\ln P_{dt} = \ln \left(\frac{W_t}{R_t} \right) + \ln T_t$$

$$\ln P_{dt} = \ln W_t - \ln R_t + \ln T_t$$

$$\frac{\dot{P}_{dt}}{P_{dt}} = \frac{\dot{W}_t}{W_t} - \frac{\dot{R}_t}{R_t} + \frac{\dot{T}_t}{T_t}$$

$$p_{dt} = w_t - r_t + t_t \quad (5)$$

De acuerdo con la Ley de Verdoorn:

$$r_t = r_{at} + \lambda(g_t) \quad (6)$$

Donde:

r_{at} = Crecimiento autónomo de la productividad

λ = Coeficiente Verdoorn

Reemplazando (6) en (5):

$$p_{dt} = w_t - r_{at} - \lambda(g_t) + t_t, \text{ y esta ecuación en} \quad (3)$$

$$x_t = \eta(w_t - r_{at} - \lambda(g_t) + t_t - p_{ft}) + \varepsilon(Z_t)$$

Reemplazando en (1): $g_t = \gamma(x_t)$

$$g_t = \gamma[\eta(w_t - r_{at} + \lambda g_t + \tau - p_{ft}) + \varepsilon(z_t)]$$

$$g_t = \gamma\eta(w_t - r_{at} + \tau - p_{ft}) - \gamma\eta\lambda(g_t) + \gamma\varepsilon(z_t)$$

$$g_t + \gamma\eta\lambda g_t = \gamma\eta(w_t - r_{at} + \tau - p_{ft}) + \gamma\varepsilon(z_t)$$

$$g_t = \frac{\gamma[\eta(w_t - r_{at} + \tau - p_{ft}) + \varepsilon(z_t)]}{1 + \gamma\eta\lambda} \quad (7)$$

Analizando la ecuación (7):

Si r_{at} aumenta, entonces $w_t - r_{at} < 0$

$$\rightarrow \eta(w_t - r_{at}) > 0$$

Si p_{ft} aumenta, entonces $t_t - p_{ft} < 0$

$$\rightarrow \eta(t_t - p_{ft}) > 0$$

La interpretación de la ecuación (7) es que en el equilibrio, el crecimiento del producto está en función directa de γ, λ, η y ε . Pero los parámetros estratégicos vendrían dados por λ y ε , que son los que pueden generar la causalidad virtuosa. ε a través de su efecto positivo sobre la demanda, y λ a través de su efecto sobre la productividad que se genera cuando el producto crece. Se explica así la diferencia entre el mundo desarrollado con altas elasticidades ingreso de la demanda y los países en desarrollo, con elasticidades ingreso menores, debido a su especialización en la producción de productos primarios y en industrias de menos valor agregado, debido a la menor incidencia tecnológica.

1.1.2 Causas recurrentes de los desequilibrios macroeconómicos

Cuando la economía es financieramente abierta, los desequilibrios macroeconómicos presentan importantes diferencias. La más vital tiene que ver con el rol del tipo de cambio, que deja de ser fijo y pasa a ser flexible. Se ingresó a lo que se ha dado a denominar como globalización financiera, lo que significa que las empresas y en general los particulares, pueden endeudarse con los bancos del exterior, remesar utilidades y capitales, operar con títulos financieros y hacer transacciones con divisas. (López Chau, 2004)

Al respecto, la historia de América Latina desde los años setenta está marcada no solo por grandes perturbaciones externa, tanto positivas como negativas, sino también por políticas macroeconómicas que tienden a reforzar en vez de atenuar los efectos de dichas conmociones en la actividad económica interna, esto es, políticas macroeconómicas procíclicas.¹⁹

Ocampo (2009) resume esto diciendo:

“El problema fundamental de este comportamiento es que durante las fases favorables del ciclo económico surgen una series de vulnerabilidades, básicamente déficit públicos o privados que generan altos niveles de endeudamiento y cuya contrapartida son los déficits en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, alimentadas también por una sobrevaluación de las monedas nacionales, dichas vulnerabilidades quedan de manifiesto cuando se terminan las condiciones externas excepcionales y hay que realizar severos ajustes macroeconómicos, sea de carácter fiscal (en que se combinan diversos grados de recorte del

¹⁹ Ocampo, José A. (2009)

gasto y aumento de los impuestos), políticas monetarias y crediticias restrictivas y fuertes ajustes al tipo de cambio”.

Ante este desenvolvimiento, algunos mencionan que la bonanza económica ocasiono un cambio relevante en la política económica, reflejado en la importancia otorgados a los equilibrios macroeconómicos. De acuerdo a esta visión, prueba de ello son las cuentas fiscales sanas y los superávits de la cuenta corriente que caracterizaron a la región durante el periodo de ajuste.

Lo anterior dista de la lectura que hace el Banco Interamericano de Desarrollo sobre la historia económica reciente de América Latina. Esta visión alternativa afirma que “la causa del buen desempeño reciente fue la intensidad de los factores externos que facilitaron el auge, puesto que, en general, la política económica siguió siendo procíclica. Los elementos más importantes y comunes de ruptura con el pasado fueron el menor endeudamiento externo del sector público y la acumulación de reservas internacionales”²⁰

1.1.3 El Saldo de la cuenta corriente como centro del problema

Para destacar la importancia del sector externo en el crecimiento de la economía López-Chau (2004) recurre a diversos economistas latinoamericanos, entre ellos: Lopez (1993, 2001), Moreno (1993), Huerta (1998), Calva (2002) y Fujii (2000, 2002, 2003). Por ejemplo Fujii (2000) sobre México dirá:

“Aunque en términos cualitativos la naturaleza de la restricción externa al crecimiento no se ha modificado, si ha cambiado en términos cuantitativos al reforzar la restricción. A

²⁰ Ocampo, José A. (2009)

medida que han ido transcurriendo los años, las tasas menores de crecimiento han ido acompañadas de un déficit creciente en el balance de pagos en cuenta corriente, lo que ha obligado a ir profundizando el ajuste con el fin de equilibrar las cuentas externas”

De igual manera Huerta (1998) resume el problema de México diciendo lo siguiente:

“Los problemas recurrentes de la crisis de la economía mexicana derivan, en gran medida, de la incapacidad para mantener la acumulación de capital en forma sostenida. Esto trae como consecuencia el tener que depender de la disponibilidad de entrada de capitales de exterior tanto por endeudamiento externo, como por entrada de inversión extranjera directa y de cartera. Sin embargo, la dinámica impulsada impide crear condiciones de pago, lo que da como resultado renegociaciones permanentes con los acreedores internacionales”.

Los economistas peruanos Dancourt (1999), Jiménez (2000), Roca (2000), Schydrowsky (1996), entre muchos otros se han pronunciado al respecto con mucha claridad. Schydrowsky, por ejemplo dirá:

“... Pero el sector industrial es un demandante neto de divisas. Es decir, a medida que crece, hará crecer la demanda de importaciones. Al desarrollar mas rápidamente el sector que demanda las divisas que aquellos que los proveen, tiene que producirse en algún momento la falta de divisas. Este es el origen fundamental del desequilibrio estructural en la balanza de pagos del país y es el resultado de un patrón de crecimiento desequilibrado en su estructura”

Los desequilibrios comerciales han sido un tema permanente en los debates de política económica en América Latina luego de la Segunda Guerra Mundial. Al decir de López-Chau fueron la CEPAL y la escuela estructuralista los mentores de este enfoque, en el cual

se reconoce que la disponibilidad de divisas representa una será restricción al crecimiento económico sostenido.

Para entender el mecanismo por el cual un país cae en déficit de cuenta corriente podemos considerar que la estructura productiva inicia en $X = M$ y termina en $X < M$. Este desequilibrio se corrige vía una recesión (con el consiguiente descenso de las importaciones) o buscando alternativas como endeudamiento externo o vía inversión extranjera directa. Más tarde, el servicio de la deuda y las utilidades de la IED pueden terminar agravando el problema²¹

Con respecto al tratamiento de la IED, Vera Vassallo (1996) sostendrá:

“Se observa en la región la ausencia de políticas selectivas tendientes a influir en la configuración de la estructura en lo que respecta a distribución espacial, composición sectorial, contenido tecnológico, orientación hacia afuera y otros propósitos de desarrollo productivo”

Del mismo modo un argumento que también está presente ahora es:

“No hay una formulación estratégica y política clara en el Perú que busque deliberadamente la absorción social de conocimientos productivos, con el consiguiente proceso de aprendizaje industrial y tecnológico, y la subsiguiente etapa de innovación competitiva”²²

Luego, adoptar la sostenibilidad dinámica de la cuenta corriente como objetivo estratégico me permite solucionar otros desequilibrios (López-Chau, 2004)

²¹ López-Chau, A. (2004)

²² Vera Vasallo, A. (1996) La inversión extranjera y el desarrollo competitivo en América Latina y el Caribe, Revista de la CEPAL

Así mismo la sostenibilidad está ligada a la solvencia, la cual se define como “capacidad para generar superávit en cuenta corriente futuro en cantidades suficientes para reembolsar la deuda existente”. En otras palabras:

“Un país es solvente si el valor actual de los superávits futuros en cuenta corriente es por lo menos igual a su deuda externa actual”

De todo ello se concluye que lo óptimo es producir y exportar con innovación tecnológica, que la IED puede ser una gran aliada para esta opción, pero que puede también no serlo, que es vital establecer la forma y también no serlo, que es vital establecer la forma y el contenido con que queremos relacionarnos con el mundo, que la economía externa no está al margen del sector externo.

Ahora expondremos la Ley de Thirlwall

Para Thirlwall, como vimos: 1) $g_t = \gamma(x_t)$ significa que la tasa de crecimiento del producto es determinante por el crecimiento de las exportaciones

$$X = M$$

De este equilibrio básico podemos deducir:

$$(2) P_{dt} X_t = P_{ft} M_t (TC)$$

(Asumimos que las exportaciones multiplicadas por sus precios son iguales a las importaciones modificadas por sus precios.)

Tomando logaritmos y derivando al mismo tiempo:

$$(3) P_{dt} + x_t = p_{ft} + m_t + (tc)$$

Teniendo en cuenta que

$$X_t = A(P(TC_t)P_{dt})^{\epsilon_{px}}(Y_{ft})^{\epsilon_{ny}}$$

Tomando logaritmo y derivadas

$$(5) x_t = (p_{ft} + t_t - p) - (\epsilon_{px}) + (\epsilon_{ny})y$$

$$(6) M = B \left(\frac{P_{ft}(TC)}{P_{dt}} \right) Y_{dt}^{\pi}$$

Tomando logaritmos y derivadas:

$$(7) m_t = (p_{ft} + tc_t - p_{dt}) \epsilon_{pm} + \pi y_{dt}$$

Resumiendo

$$p_{dt} + x = p_{ft} + m_t + tc_t$$

$$x = (p_{ft} + tc_t - p_{dt}) \epsilon_{px} + \epsilon_{ny}(y_{ft})$$

$$p_{dt} + x = p_{ft} + m_t + tc_t$$

Como suponemos que los precios relativos y / o términos de intercambio se mantienen

constantes, es decir que $p_{ft} + tc_t - p_{dt} = 0$.

$$y_{dt} = \frac{\epsilon_{ny}(y)}{\pi} = \frac{x}{\pi}$$

Que es la famosa Ley de Thirlwall

Dónde:

$y_{dt} = \text{PIB Nacional}$

$y_{ft} = \text{Ingreso del resto del mundo}$

$p_{dt} = \text{Precios Domesticos}$

$p_{ft} = \text{Precios Internacionales}$

$enx = \text{Elasticidad Ingreso de la demanda de exportaciones}$

$epx = \text{Elasticidad Precio de la demanda de exportaciones}$

$epm = \text{Elasticidad Precio de las importaciones}$

$\pi = \text{Elasticidad ingreso de importaciones}$

Se obtiene que la tasa de crecimiento (y) consistente con el equilibrio en la Balanza de Pagos es igual al cociente entre la elasticidad ingreso de la demanda por exportaciones y la elasticidad ingreso de la demanda por importaciones por la tasa de crecimiento del producto del resto del mundo

Según Thirlwall un país no puede crecer por encima de la tasa de crecimiento consistente con el equilibrio de Balanza de Pagos a menos que sea capaz de financiar de forma permanente con entradas de capital. Interesa destacar que un país que pretenda crecer a una mayor tasa deberá superar la restricción en su BP aumentando la elasticidad ingreso de la

demanda por exportaciones o bien disminuyendo la elasticidad ingreso de la demanda de sus importaciones.

En otras palabras, la tasa de crecimiento de la economía de un país viene determinada por su posición internacional de pagos. Luego, el sector externo y, en particular las exportaciones, como único componente de la demanda autónoma.

1.1.4 Modelo de crecimiento con restricción de balanza de pagos²³

Los teóricos del crecimiento endógeno enfatizaron acerca de la importancia de los rendimientos no decrecientes de la inversión. Sin embargo, a pesar de sus diferencias con los neoclásicos, coinciden con ellos en que la oferta de los factores de producción y la productividad son los determinantes de la actividad económica²⁴. No reconocen, la opción de que la demanda agregada o la limitación de divisas tengan influencia crucial para el crecimiento económico.

Ambos enfoques, la vieja teoría neoclásica y la nueva (crecimiento endógeno) no aceptan a la limitación de divisas como obstáculo al crecimiento.

En cambio, para el marco de crecimiento restringido por la demanda, se sostiene que existen limitaciones al crecimiento por restricciones en la Balanza de Pagos o, más específicamente, por problemas en la cuenta corriente. Estas proposiciones son negadas por los teóricos del crecimiento endógeno, quienes postulan que a cualquier desequilibrio en la

²³ López-Chau, A. (2004)

²⁴ Para más información Ver Thirlwall, A. P (2002)

Balanza de Pagos tendera finalmente a solucionarse mediante activación del mecanismo de los precios y no por el mecanismo de los ingresos.²⁵

La base intelectual de este marco se halla en Adam Smith, Allyn Young, Kaldor, Myrdal y Verdoorn. Con todo ello, sostiene López-Chau (2004), Thirlwall elaboro un modelo que establece que los déficit en cuenta corriente no pueden financiarse indefinidamente porque las divisas marcan el límite para la expansión de la demanda agregada y por tanto para el crecimiento del PIB. A este marco se le conoce como “modelo de crecimiento con restricción de la Balanza de Pagos” (RBP).

Según López-Chau fueron Harrod (1933, 1939) y Kalecki (1933, 1939 y 1954), al contrario de los modelos neoclásicos, al asumir que las restricciones externas forman el crecimiento, sentaron la idea de que las exportaciones pueden conducir al crecimiento. Luego Thirlwall (1979 y 2002) sobre la base de su referencia a Harrod construyó un modelo de gran sencillez y poder predictivo cuyo antecedente inmediato se encuentra en las teorías de Keynes y Kalecki, quienes al responder a la interrogante sobre las causas que explican el crecimiento, respondieron que “es la dinámica de la demanda la que determina el comportamiento de los factores que por el lado de la oferta explican el crecimiento del producto”

²⁵ López-Chau, A. (2008)

1.2 ENDEUDAMIENTO PRODUCTIVO

Superar la restricción externa en el país debe ser el eje de toda Estrategia alternativa de Desarrollo, a ello debe apuntar la política económica. La tesis de Endeudamiento Productivo planteada y explicada detalladamente por López-Chau (2004) va en esa dirección, esta cambia el paradigma del endeudamiento como medio para financiar actividades improductivas que no contribuyen al crecimiento, sino incuban problemas en el presupuesto público y la Balanza de Pagos. Ahora, si reconocemos que los problemas poseen un carácter estructural, ello significa que tal política de endeudamiento no hará sino postergar el ajuste, que terminara en una disminución de las reservas internacionales y en una crisis de endeudamiento.²⁶

Al respecto, seguiremos la propuesta hecha por Lopez-Chau (2004). Un argumento usual ante un episodio de déficit en la balanza comercial y en la cuenta corriente es implementar una política de promoción a las exportaciones, o una devaluación, privatización, el aumento de la Inversión Extranjera Directa, el endeudamiento, o la disminución de las reservas internacionales para defender el tipo de cambio y, en el extremo, por el ajuste radical: el fácil expediente de la recesión.

Sobre la promoción de las exportaciones, estas no necesariamente garantizan un saldo neto de divisas, debido al componente importado de la mayoría de sus insumos. Países como el Perú, con una incipiente base productiva generadora de bienes manufacturados son perjudicados con la expansión del ingreso, pues con el tiempo aumentan las importaciones por encima de las exportaciones, es decir, el déficit comercial se puede tornar insostenible,

²⁶ López-Chau, A. (2004), Estrategia de desarrollo alternativo para la economía peruana, Instituto General de Investigaciones, UNI.

lo que hará inminente a una crisis en la cuenta corriente. Al contrario, si un país desarrolla una estructura productiva competitiva y altamente exportadora de bienes y servicios no tradicionales se garantizarán resultados benéficos para toda la economía.

En relación al mecanismo de la devaluación, no es seguro que ella consiga aumentar las exportaciones y tampoco se asegura disminuir las importaciones. En economías como la peruana una devaluación puede generar un aumento de la inflación importada, pues nuestro aparato productivo requiere de los insumos extranjeros para producir los bienes que consumimos, los cuales subirían de precio por efecto del aumento en los costos de producción de las empresas. Para que su implementación sea positiva debe cumplirse, entre otras cosas, que la suma de sus respectivas elasticidades sea mayor que uno (condición de Marshall-Lerner).

La inversión extranjera directa, no la inversión golondrina, es beneficiosa en términos generales, pero puede ser perjudicial cuando se analiza la evolución de las utilidades remesadas a su casa matriz.

La recesión fácil ha sido el camino frecuentemente utilizado. Hoy, los gobiernos tratan de eludirla debido al inmenso costo social que genera y porque sin estabilidad política tampoco es viable el crecimiento.

Esto se expresa en el dilema de política económica: si deseamos incrementar el empleo, este solo, aparentemente, podría conseguirse a costa de déficit externos. Si por el contrario, se desea equilibrar el sector externo, este solo se podría equilibrar a costa de generar desempleo.

Dicho dilema, en el ciclo expansivo 2002-2007, fue relajado dados los favorables términos de intercambio, lo cual se expresó en records de exportaciones y un mayor flujo de capitales a la región, esto permitió acumular enormes superávits en la cuenta corriente y reducir el pago de la deuda externa, a su vez que se aumentaban las reservas internacionales. El año 2008 el déficit en la cuenta corriente llegó a superar el 4% del PBI, con un resultado record de importaciones. Al año siguiente, luego de la caída de 8 puntos en el PBI (0.9% de crecimiento) con relación al año 2008 el déficit se tornó equilibrado.

Aislado el efecto de los términos de intercambio parece imposible salir del dilema de política económica, a menos que seamos capaces de modificar los coeficientes de exportación y de importación, haciendo que el primero sea mayor que el segundo e influyendo en sus respectivas elasticidades.

Sobre la opción de endeudamiento productivo, ocurre que ella está inmersa en recuerdos negativos sobre el accionar de los gobiernos latinoamericanos. Sobre ello, vale decir que su uso se ha destinado para consumo improductivo, para cubrir déficit fiscal y para refinanciar la propia deuda. Es decir, para cubrir déficit transitorios de balanza de pagos.

Una política de endeudamiento para financiar actividades no productivas no contribuirá al crecimiento, al contrario, incubará problemas tanto en el presupuesto público, como sobre la balanza de pagos. Más aún, si asumimos que los problemas de la balanza de pagos revisten un carácter estructural, ello significa que tal política de endeudamiento no hará sino postergar el ajuste, que efectivamente terminara en una reducción de las reservas internacionales y en una crisis de endeudamiento.

Sobre los sustentos a la política de endeudamiento productivo, Lopez-Chau cita un diagnóstico del Fondo Monetario Internacional sobre que los problemas en el servicio de la deuda externa dependerían, entre otras cosas, de la rentabilidad de estos gastos.

Kalecki (1980), al decir de Lopez-Chau, reconoce la dificultades que tiene muchas veces el financiamiento vía capital externo, pues el interés pagado por el capital importado gravara la balanza de pagos en el futuro. Esto podría ser más agudo cuanto más elevado sea el tipo de interés. Para él, son las exportaciones de mercancías producto de la inversión de capital generada a través de financiamiento externo, las que permitirán cubrir el servicio de la deuda.

Lopez-Chau, al referirse a la perspectiva de Tanzi y Blejer (1996) sobre la posibilidad de endeudamiento productivo como alternativa de desarrollo dirá, que dentro de las fuentes de financiamiento del déficit fiscal son preferibles los préstamos con vencimiento a largo plazo. Más aún, si este tipo de préstamo se realiza con tasas de interés reales bajas, como para que muchos proyectos potenciales reciban aprobación cuando se efectúe el análisis costo-beneficio, y si estos préstamo se aprovechan para proyectos que tienen prioridad en términos de valor presente (o costo-beneficio), entonces quedara justificado plenamente que el país incurra en déficit y lo financie de este modo. A modo de conclusión, los autores dirán:

“Si el déficit está vinculado con los usos productivos de los recursos, tendrá como resultado beneficios substanciales para la economía”

“Este desde luego, es el mismo criterio utilizado por las empresas bien administradas cuando financian sus inversiones mediante la emisión de bonos”

Al respecto, es importante resaltar que al año 2011, el Ministerio de Economía y Finanzas esté desarrollando el Presupuesto por Resultados, y que según lo afirmado por el Ministro de Economía Luis Miguel Castilla ²⁷ se buscara que el 100% del presupuesto público se desarrolle bajo este esquema para el año 2016.

La deuda es, pues buena y sirve al crecimiento si es invertida productivamente, es decir, si no se quiere a futuro problemas en la balanza de pagos, se debe invertir en bienes comerciales o transables y no en los no comerciables.

Se añade a lo anterior el llamado círculo virtuosos de la deuda, propuesto por Devlin (1995), según resume Lopez-Chau (2004), este exige cumplir con cinco requisitos para que se cumpla positivamente el ciclo: deuda, ahorro externo, inversión y crecimiento.

El primer requisito afirma que los flujos deben dirigirse a inversión productiva y no hacia el consumo. El segundo se refiere a la eficiencia de la inversión. El tercero afirma que el país debe invertir en la producción de comerciables (o en infraestructura que tenga que ver con el comercio internacional) a fin de generar ingresos posteriores que permitan servir la deuda. El cuarto requisito requiere un esfuerzo sostenido para elevar el ahorro interno, para lo cual se necesita que la tasa marginal de ahorro sea mayor que la tasa media de ahorro nacional. Por último, el autor señala que el círculo virtuoso exige exportadores de capital dispuestos a suministrar divisas, se acuerdo con la productividad de los factores del país receptor.

²⁷ Presentación del Ministro de Economía ante el Congreso de la Republica en Agosto 2011.

1.3 LA INVERSION EXTRANJERA

La inversión extranjera directa (IED) normalmente significa ampliación o creación de capacidad productiva (formación bruta de capital). Aparte de ella existe la denominada inversión extranjera indirecta, es decir aquella que no necesariamente implica mayor capacidad productiva. Tal es el caso de la inversión extranjera de cartera o portafolio (IEP), o sea acciones, bonos y depósitos, y la inversión extranjera cuasi accionaria (IEC) que no es otra cosa que contratos interempresariales de transferencia de conocimientos productivos (tecnología, asistencia técnica, gerencia o administración, mercadeo, etc.). Además, la IED genera como retorno utilidades, la IEP intereses o dividendos y la IEC regalías, derechos, comisiones, etc.

Las posibilidades de éxito económico a través de la inversión extranjera dependen de dos variables, una se refiere a las modalidades y características de la transferencia internacional de tecnología. Otra es la capacidad social de absorción del progreso técnico de los países receptores de ella. Se pueden apreciar modalidades de transferencia más eficaces que otras, pero su incorporación al acervo de conocimientos de una economía determinada y de sus propias empresas depende de ciertas condiciones institucionales y de organización del propio país.²⁸

Ahora, un eje clave en el tratamiento a la inversión extranjera es la necesidad de articular una estrategia explícita de desarrollo, una concepción sistémica en el diseño de las acciones y políticas pertinentes y un objetivo crucial como es el de enriquecer el acervo de conocimientos tecnológicos de las economías receptoras.

²⁸ Vera Vasallo, A. (1996) Pág. 131

Un ejemplo de cómo la captación de inversión extranjera sin un modelo de desarrollo explícito es la Argentina antes de la crisis del 2001-2002, Lopez-Chau (1994) clarifica esto, en la década de los noventa, Argentina tenía un ingreso per cápita que casi duplicaba el de Brasil y México, lo que concurrió para la fuerte atracción de capitales que recibió el país: mientras que en la década del 80, la Argentina recibió 5860 millones de dólares por IED, entre 1990 y 1999, recibió 67624 millones de dólares. La importancia de la IED es indiscutible desde variados puntos de vista (balanza de pagos, innovación tecnológica, etc.). Pero existen algunos temas específicos que moderan el entusiasmo de los defensores de la IED. a) La Argentina verifico una tendencia ascendente en el nivel de remisión de utilidades; b) Las empresas transnacionales (ET) contribuyeron a generar fuertes saldos negativos en la cuenta corriente, debido a que la ET trabaja con déficit en el comercio de bienes como en el de servicios; c) En la Argentina, la IED no llego a tener un impacto positivo sobre el ritmo de la formación de capital; d) Se exportaron a los países desarrollados básicamente productos primarios y productos basados en los recursos naturales de débil grado de elaboración; e) las importaciones con mayor complejidad tecnológica en gran medida provinieron del país de las respectivas casas matrices de las ET; y f) las exportaciones de las ET fueron esencialmente de recursos naturales, reforzando con ello la primarización de la economía.²⁹

No se trata de promover la captación indiscriminada de activos financieros. Lo que se pretende es, sin desvirtuar el funcionamiento de los mercado, formular un marco regulatorio integral y compatible con el objetivo de maximizar la transferencia internacional de conocimiento productivos que es la más importante contribución externa al

²⁹ Lopez-Chau, A. (2004) Pág. 287, 288

desarrollo de las economías subdesarrolladas. Los países tienen un gran responsabilidad pues deben desarrollar la capacidad local de absorción tecnológica que permita no solo incorporar el progreso técnicos y difundirlo a todo el aparato productivo. Esto es, reforzar las capacidades de aprendizaje industrial y tecnológico como preludeo imprescindible para la fase posterior de innovación endógena e incremento dinámico de la competitividad internacional.³⁰

Complementando lo anterior, El debate acerca de los beneficios de la IED llevo a que El Grupo de Trabajo sobre Desarrollo y Medio Ambiente en las Américas derivara lecciones como principios para implementar políticas en este ámbito:³¹

- La IED no es un fin sino un medio para alcanzar un desarrollo sustentable. La simple atracción de la IED no es suficiente para generar crecimiento económico de una manera sustentable. Inclusive los países que recibieron la mayor parte de la inversión en la región (Brasil, México y Argentina), la IED per se no genero los derrames ni el crecimiento económico sustentable esperado. La IED tiene que ser, entonces, concebida como parte integral de una estrategia de desarrollo.
- Las políticas hacia la IED tienen que ser conducidas en paralelo con importantes políticas domésticas destinadas a aumentar las capacidades tecnológicas de las firmas nacionales.

³⁰ Vera Vasallo, A. (1996) Pág. 132

³¹ Inversión Extranjera Directa y Desarrollo Sustentable. Lecciones desde las Américas (2008), Pág. 10

1.3.1 Patrones de comportamiento de las Empresas Transnacionales (ETs)

El mismo informe señala que las inversiones de las empresas transnacionales en industrias modernas intensivas en tecnología también se concentran en países que ya tienen una presencia establecida en esos sectores. En tal sentido los intentos de los países en desarrollo de penetrar los mercados de industrias modernas con la ayuda de empresas transnacionales pueden verse frustrados. De acuerdo a un análisis cuantitativo que analiza la relación entre la IED y el crecimiento económico para una muestra de 107 países con una base de datos panel encuentra que en la mayoría de los casos la dirección de la causalidad es del crecimiento a la IED, especialmente en los más pobres.³²

Una región que ha logrado una relación fructífera con la inversión extranjera es el Sudeste Asiático, en especial la República de Corea y la provincia china de Taiwán, parece demostrar que la estrategia de asociación con las ETs o, lo que es lo mismo, la modalidad de IEC, ha tenido la ventaja de facilitar un proceso nacional de aprendizaje industrial y absorción tecnológica que hizo posible pasar de la fase de adaptación y asimilación a la fase de posterior innovación y competencia con sus propios progenitores, incorporándose de este modo a la nueva economía internacional y su dinámica competitiva.³³

Vera –Vassallo (1996) sostiene que la transferencia efectiva de tecnología a partir de las diversas actividades de las ETs no es un proceso que se produce automáticamente ni mucho menos una consecuencia de propósitos inherentes a las estrategias corporativas. Por el

³² Kumar, Nagesh (2008) Globalización, IED y Desarrollo. En *Inversión Extranjera Directa y Desarrollo Sustentable*, Lecciones desde las Américas, Pág. 59

³³ Actualmente empresas como Samsung, LG, Daewoo, Hyundai, Acer, HTC, etc. son grandes conglomerados que operan en todo el mundo.

contrario, debe ser un objetivo deliberado y explícito inscrito en las estrategias gubernamentales que contemple un esfuerzo de desarrollo tecnológico interno, en procura de efectos multiplicadores de causación circular³⁴ como la formulación de políticas activas encaminadas a maximizar la transferencia de tecnología a partir de diversas modalidades de inserción de las actividades de las ETs.

Existen, al decir de Vera Vassallo (1996) algunos factores estructurales que incidieron en la llegada de la inversión extranjera a la región. Entre estos factores cabe mencionar el tamaño del mercado interno y del mercado ampliado por acuerdos de integración, la disponibilidad de recursos naturales explotados, la proximidad geográfica a los centros más dinámicos de demanda externa, la capacidad productiva y tecnológica acumulada en periodos anteriores.

1.4 RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS³⁵

Las reservas internacionales netas constituyen la liquidez internacional con que cuenta un país para enfrentar choques macroeconómicos adversos. Son la diferencia entre los activos externos líquidos y los pasivos internacionales de corto plazo del BCRP. Las RIN se pueden dividir en tres conceptos:

- La posición de cambio del BCRP, que representa principalmente la contrapartida de los saldos de emisión primaria y de CDBCRP.

³⁴ El mejoramiento de los indicadores de desarrollo tecnológico doméstico, la calificación de la mano de obra, refuerza la capacidad de atraer IE con mayor contenido tecnológico, lo que a su vez repercute en la elevación de los niveles tecnológicos.

³⁵ Referencias: Soto, Claudio, Alberto Naudon, Eduardo López y Álvaro Aguirre (2004); Gerencia Técnica del Banco de la República de Colombia (2003); Illanes, Javier (2001), Jeanne, Oliver y IMF Working Paper (2006)

- Los depósitos en moneda extranjera de las entidades financieras en el Banco Central, constituidos principalmente por los requerimientos de encaje en esta moneda; y
- Los depósitos en moneda extranjera del sector público en el Banco Central.

La creciente globalización financiera ha generado una mayor movilidad de capitales que no siempre está asociada al cambio en la percepción de riesgo de una economía con buenos fundamentos económicos (disciplina fiscal y monetaria). En algunos casos este flujo de capitales se origina del “contagio” por sucesos adversos ocurridos en otras economías. En tales circunstancias siempre existe la posibilidad de una eventual salida abrupta de capitales y para hacer frente a los efectos que ésta tendría, se requiere disponer de activos líquidos en moneda extranjera.³⁶

De acuerdo a la literatura, existen tres razones que hacen que una economía demande reservas internacionales. En primer lugar, las reservas permiten reducir la incidencia y enfrentar problemas de iliquidez internacional. En segundo lugar, las reservas son necesarias en caso de que la autoridad monetaria decida hacer intervenciones en el mercado cambiario –bajo condiciones normales de acceso al financiamiento externo– manteniendo al mismo tiempo una política monetaria autónoma. Por último, las reservas constituyen un indicador que las agencias internacionales de clasificación de riesgo consideran al momento de evaluar la deuda soberana de un país.³⁷

³⁶ BCRP. Reporte de Inflación de Setiembre de 2008. Pág. 59

³⁷ Soto, Claudio, Alberto Naudon, Eduardo López y Álvaro Aguirre (2004), “Acerca del nivel adecuado de las reservas Internacionales.

A partir de ello, podemos plantearnos dos preguntas clave ¿Cuál es el nivel óptimo de reservas internacionales? ¿Es posible que los “eventuales excedentes” de reservas internacionales se puedan destinar a inversión productiva que ayuden a superar la restricción al crecimiento de la economía peruana?

Al respecto, la Gerencia Técnica del Banco República de Colombia (2003) plantea lo siguiente:

“Las reservas internacionales sirven como garantía de que la Nación está en capacidad de honrar sus obligaciones. A mayor nivel de reservas, mayor es el acceso a los mercados y menor el costo; por el contrario, si las reservas caen por debajo de un nivel que los prestamistas internacionales consideran “adecuado”, los mercados se cierran, se incrementa la prima de riesgo, y las agencias calificadoras disminuyen su percepción sobre la probabilidad de cumplimiento de los pagos del país.

La decisión de las autoridades económicas sobre el monto apropiado de reservas internacionales debe tener en cuenta los costos y beneficios de mantener un determinado nivel. Así, la política del manejo de las reservas no solamente debe comparar el costo de oportunidad de las distintas alternativas en que puedan invertirse las reservas (como el consumo, la inversión o el pago de la deuda) sino el costo para la economía de quedarse sin ese nivel adecuado de reservas. Llevar las reservas a niveles que no permitan contar con una garantía para enfrentar choques externos tiene un gran costo económico y social y puede conducir a situaciones difíciles que cuestionen la propia viabilidad económica y política del país”.

En lo anterior se deja abierta la posibilidad del uso de las reservas para la inversión productiva.

El nivel de reservas internacionales que un país debe mantener ha sido tema de amplia discusión durante los últimos años, principalmente después de las crisis de los países asiáticos a fines de los años 90, y en la crisis económica financiera reciente retomo importancia. Las reservas internacionales permiten enfrentar situaciones de pérdida de acceso expedito a los mercados internacionales y ayudan a reducir la probabilidad de shocks de liquidez. Además, constituyen una herramienta que permiten a la autoridad efectuar intervenciones esporádicas en el mercado cambiario con el fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, mantener reservas es costoso. Por lo mismo, resulta relevante establecer cuál es el nivel óptimo de reservas que un país debiese mantener.

A continuación se analizan desde un punto de vista teórico los motivos por los cuales un país demanda reservas y se discuten los modelos de reservas óptimas y los indicadores de adecuación de reservas.

1.4.1 Reservas y shocks de liquidez internacional

A medida que los países se han ido integrando con los mercados internacionales de capitales, ha aumentado también su exposición a reversiones en los flujos financieros causadas por *shocks* de liquidez sobre la cuenta de capital. Las crisis de los años 90 así lo demuestran, al igual que la crisis económica reciente, donde el nivel de reservas

internacionales para los países emergentes sirvió para amortiguar el impacto negativo de la crisis más severa después de la Gran Depresión.

Un país sufre un *shock* de liquidez cuando no es capaz de conseguir —a un precio razonable— el financiamiento de corto plazo que necesita, ya sea para pagar sus obligaciones o para continuar con el normal funcionamiento de sus negocios. En otras palabras, si el país fuese capaz de conseguir financiamiento de corto plazo, entonces sería también capaz de cumplir con el resto de sus compromisos. Distinta es la situación si el país presentara un problema de solvencia, en cuyo caso no solo requeriría financiamiento de corto plazo, sino que además sería necesario realizar ajustes en alguna variable fundamental. El problema es que, dependiendo de la vulnerabilidad de los balances de las empresas, del gobierno o del sistema financiero, episodios puntuales de iliquidez pueden dar paso a situaciones graves de insolvencia y en última instancia pueden desencadenar una crisis.

A pesar de que los *shocks* de liquidez han estado principalmente asociados con ataques especulativos contra la moneda, estos también se pueden desencadenar en regímenes con tipo de cambio flexible. En efecto, un *shock* de liquidez se puede producir por pánico financiero, como consecuencia de contagio financiero internacional, o por sobrereacción de los inversionistas extranjeros a algún desequilibrio transitorio en las variables fundamentales de la economía (Rubini, 2002)

Desde un punto de vista teórico, un *shock* de liquidez se puede entender como un problema de coordinación de expectativas entre los agentes (modelos de crisis de tercera generación). Por ejemplo, si un grupo importante de inversionistas extranjeros piensan que su deuda no

será servida porque no existe la liquidez necesaria en el país, esto podría inducirlos a salir abruptamente del país.

Esto, a su vez, podría desencadenar una liquidación prematura de activos que provoque una crisis y termine validando las expectativas iniciales de estos inversionistas

En situaciones como estas, las reservas juegan un rol importante al constituir un mecanismo que coordina las expectativas de los agentes privados. En efecto, si el volumen de reservas es el adecuado no existirán dudas con respecto a la capacidad de pago del país o una posible depreciación significativa de la moneda y, por tanto, no existirá una reversión abrupta en los flujos financieros externos.³⁸

Dado el papel que juegan las expectativas de los agentes privados en la generación de este tipo de shock, es muy difícil establecer un monto óptimo de reservas para cubrirse por el motivo de liquidez. Sin embargo, es posible señalar algunos elementos que deben ser considerados al momento de evaluar el nivel adecuado de las reservas de un país.

1.4.2 Reservas Internacionales e Intervención en el Mercado Cambiario

Aun bajo un régimen de tipo de cambio flexible --y en circunstancias particulares-- un banco central puede desear intervenir ocasionalmente en el mercado cambiario. A diferencia de las intervenciones que pueda efectuar la autoridad para defender la moneda ante *shocks* de liquidez, este tipo de intervenciones se efectúan bajo condiciones normales

³⁸ En teoría, para que las reservas eviten este tipo de shocks el monto de las mismas debe ser tal que, dependiendo de cómo se utilicen, salir del país no sea (ex post) una acción óptima por parte de los inversionistas externos

de acceso a los mercados de financiamiento y tiene por objeto limitar lo que puede ser considerado como volatilidad excesiva del tipo de cambio.

Además, este tipo de intervenciones es buscan afectar el valor de tipo de cambio sin alterar la política monetaria.

Una forma de realizar estas intervenciones consiste en inyectar divisas al mercado y, al mismo tiempo, retirar el exceso de liquidez en moneda nacional a través de la colocación de bonos (intervención esterilizada). La cantidad de reservas que la autoridad comprometa en una intervención de este tipo dependerá de los objetivos del banco central en respecto del valor del tipo de cambio o su volatilidad, y del canal mediante el cual se transmita la intervención.

La literatura ha identificado dos mecanismos principales de transmisión de las intervenciones esterilizadas: el canal de portafolio y el canal de señales. En el primer caso, la magnitud del efecto de la intervención sobre el tipo de cambio depende crucialmente del tamaño de la intervención.

Mediante este canal, una intervención con reservas modifica la oferta relativa de activos en moneda nacional y moneda extranjera, y provoca un ajuste en el portafolio de los inversionistas. Esto altera el premio relativo exigido a cada tipo de activo, lo cual, provoca una variación del tipo de cambio.

En el canal de señales, el efecto sobre el tipo de cambio depende de si el sector privado interpreta la intervención como un anuncio respecto de la evolución futura de la política monetaria o de futuras intervenciones. En este caso el tamaño de la intervención no necesariamente resulta relevante.

1.4.3 Reservas y “efecto demostración”

El tercer motivo para demandar reservas es simplemente porque las agencias internacionales clasificadoras de riesgo las toman en consideración a la hora de evaluar la deuda de un país, independientemente de si estas cumplen o no un rol determinado.

Dado que el juicio de estas agencias puede jugar un importante en las decisiones de los inversionistas externos, es importante mantener reservas por el “efecto demostración” que estas puedan tener. De hecho, Hawkins y Turner (2000) señalan que, dada la dificultad conceptual y práctica de establecer un nivel óptimo de reservas, “puede ser simplemente necesario mantener las reservas al nivel que el mercado (y las agencias clasificadoras) perciba como adecuado”.

CAPITULO II

LA LEY DE THIRLWALL APLICADA AL PERU: 1970-2010

2.1 ANALISIS EXPLORATORIO DE LA ECONOMIA PERUANA

El modelo de sustitución de importaciones aplicado por el Perú desde fines de la década del sesenta se implementó tarde en comparación a sus pares de la región, dentro de las características que resalta la CEPAL sobre dicho proceso podemos mencionar: un crecimiento basado en la expansión de la producción manufacturera para el mercado interno. Sobre la articulación del sector productivo la CEPAL dirá que la estructura se modifica de acuerdo con el dinamismo industrial orientado al mercado interno, en el caso del Perú no se logró desarrollar una base industrial competitiva exportadora. Los recursos naturales se expanden hacia la exportación con escasa vinculación industrial. El rol del Estado se aboco a la industrialización para el mercado interno además de una reglamentación pública amplia, no selectiva y con notoria desproporción entre la gama de objetivos y la capacidad institucional de evaluación. También, un desarrollo de la base empresarial al amparo de la protección y del fomento del sector público.³⁹

³⁹ CEPAL. La Transformación productiva 20 años después. Viejos problemas, nuevas oportunidades, Santiago de Chile, mayo, Pág. 85

La implementación del Consenso de Washington en la década de los noventa, con un fundamentalismo neoliberal empujó a una serie de reformas y cambios económicos, sin tomar mucho en cuenta las estructuras prevalecientes inicialmente y, sobre todo sin evaluar adecuadamente las repercusiones sociales e institucionales directas e indirectas que causarían dichos cambios. Actualmente el Perú ha logrado estabilidad y crecimiento económico, con una tasa promedio en la última década de 5.7% y una inflación en el rango meta establecido por el BCR. Ello sin embargo no ha resuelto los problemas de desigualdad, pobreza y exclusión, lo que ha generado una tensión entre estabilidad-crecimiento económico y la gobernabilidad del país. Las principales razones de estos resultados están en el mismo modelo primario-exportador que no ha logrado integrar a una parte importante del aparato productivo en la economía de mercado y a la debilidad del Estado, que debido a la reducción de su tamaño y funciones no logra cumplir la función de redistribuidora de recursos y oportunidades.

2.1.1 Evolución del PBI peruano

La economía peruana ha enfrentado grandes contrastes a lo largo del periodo 1970-2010. Se identifican tres ciclos económicos completos en la economía peruana a lo largo del periodo 1979-2005. El Primero de ellos, que se inicia en primer trimestre de 1980 y termina el primer trimestre de 1986, es el de menor duración, 6 años. El segundo, se inicia el primer semestre de 1986 y finaliza el segundo trimestre de 1994 siendo el más volátil. Finalmente, el tercer ciclo, corresponde al periodo comprendido entre el segundo trimestre de 1994 y el tercer trimestre de 2003, es el de mayor duración, aproximadamente 9 años, y es el menos volátil. Es posible apreciar un ciclo adicional iniciado desde el último trimestre de 2003 hasta el año 2010.

Para el periodo más reciente se observa una caída importante en la volatilidad de todas las variables macroeconómicas. En particular la volatilidad del producto ha caído de 6 a 2 por ciento promedio trimestral. Asimismo, de los componentes del gasto agregado, el consumo privado es el que registra la mayor reducción en su volatilidad relativa. Estos cambios se explicarían por la mayor estabilidad en las políticas económicas y la mayor estabilidad en las políticas económicas y la mayor profundización de la intermediación financiera, que estaría facilitando un mayor suavizamiento intertemporal del consumo.⁴⁰

La historia del Perú desde los años setenta está marcada no solo por grandes perturbaciones externas tanto positivas como negativas, sino también por políticas macroeconómicas que tienden a reforzar en vez de atenuar los efectos de dichas conmociones en la actividad económica interna, esto es, políticas macroeconómicas procíclicas. El problema fundamental de este comportamiento, como los resume Ocampo (2009)⁴¹, es que durante las fases favorables del ciclo económico surgen una serie de vulnerabilidades, básicamente déficits públicos o privados que generan altos niveles de endeudamiento y cuya contrapartida son los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, alimentados también por una sobrevaluación de las monedas nacionales. Dichas vulnerabilidades quedan de manifiesto cuando se terminan las condiciones externas excepcionales y hay que realizar severos ajustes macroeconómicos, sea de carácter fiscal (en que combinan diversos grados de recorte del gasto y aumento de los impuestos), políticas monetarias y crediticias restrictivas y fuertes ajustes del tipo de cambio.

Frente a este patrón del pasado, se ha señalado que la bonanza económica reciente provocó un cambio importante de la política económica, lo que se refleja en la mayor prioridad

⁴⁰ Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2006), Hechos estilizados de la economía peruana, Pág. 4

⁴¹ Ocampo, José A. (2009), Revista de la CEPAL, N° 97, Pág. 25,26

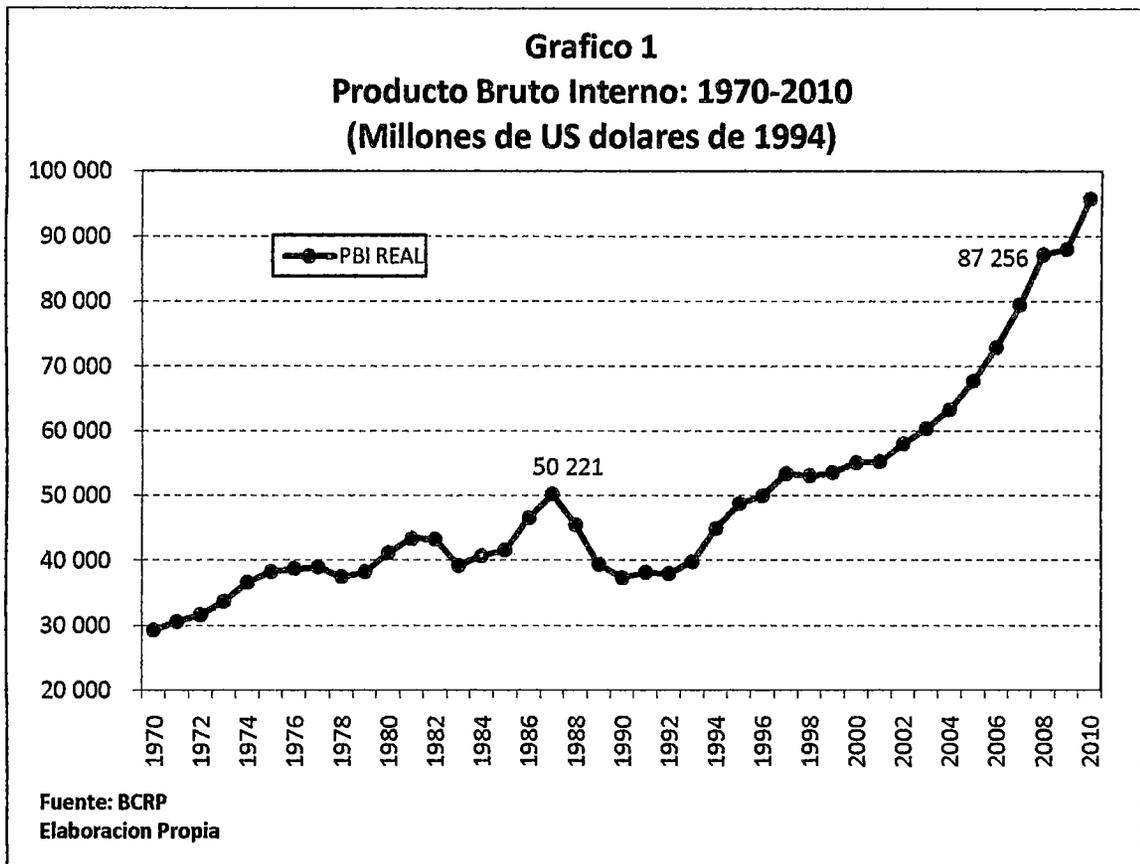
atribuida a los equilibrios macroeconómicos. Según los defensores de esta visión, prueba de ello son las cuentas públicas más sanas y los superávits de la cuenta corriente que caracterizaron a la región durante el periodo de auge.

Otra visión es la que presentan Ocampo (2007 y 2009) y el BID (2008), según ellos la causa del buen desempeño reciente fue la intensidad de los factores externos que facilitaron el auge, puesto que, en general la política económica siguió siendo procíclica. Los elementos más importantes y comunes de ruptura con el pasado fueron el menor endeudamiento externo del sector público y la acumulación de reservas internacionales.

Según Ocampo (2008) la balanza en cuenta corriente ajustada según términos de intercambio del año 2003 en porcentaje del PBI sería de -7,7 % y -11,1% para los años 2007 y 2008 respectivamente. Esto debe llevarnos a pensar si realmente el país está desarrollando una base productiva competitiva, y no solo depender de los favorables precios de nuestras materias primas para mantener el crecimiento.

Las estadísticas en el periodo 2003-2010 son impresionantes, la economía se expandió 6,5%, en línea con la dinámica económica mundial, la mejora de la relación de intercambio y los buenos fundamentos macroeconómicos. Quedan pendientes enormes esfuerzos por mejorar los índices de competitividad internacional.⁴²

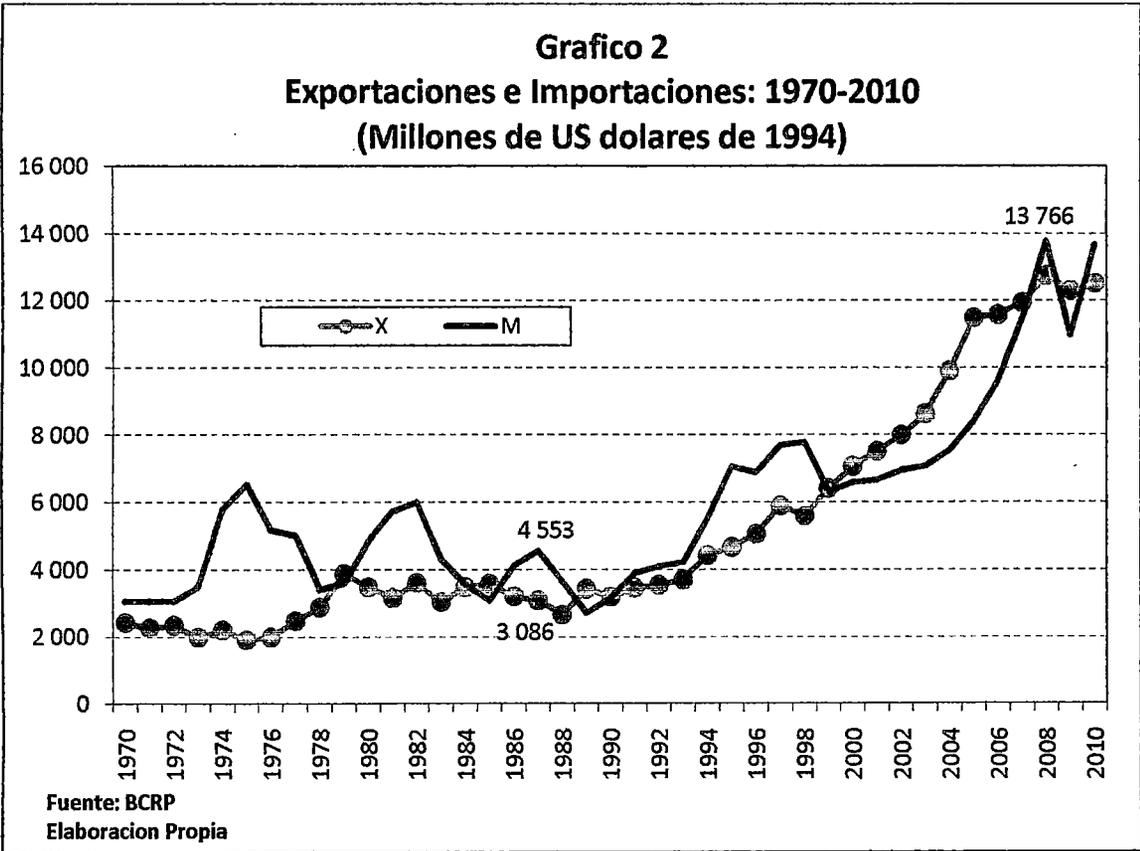
⁴² De acuerdo al último Reporte de Competitividad del World Economic Forum Perú se ubica en el puesto 73 de 139 países.

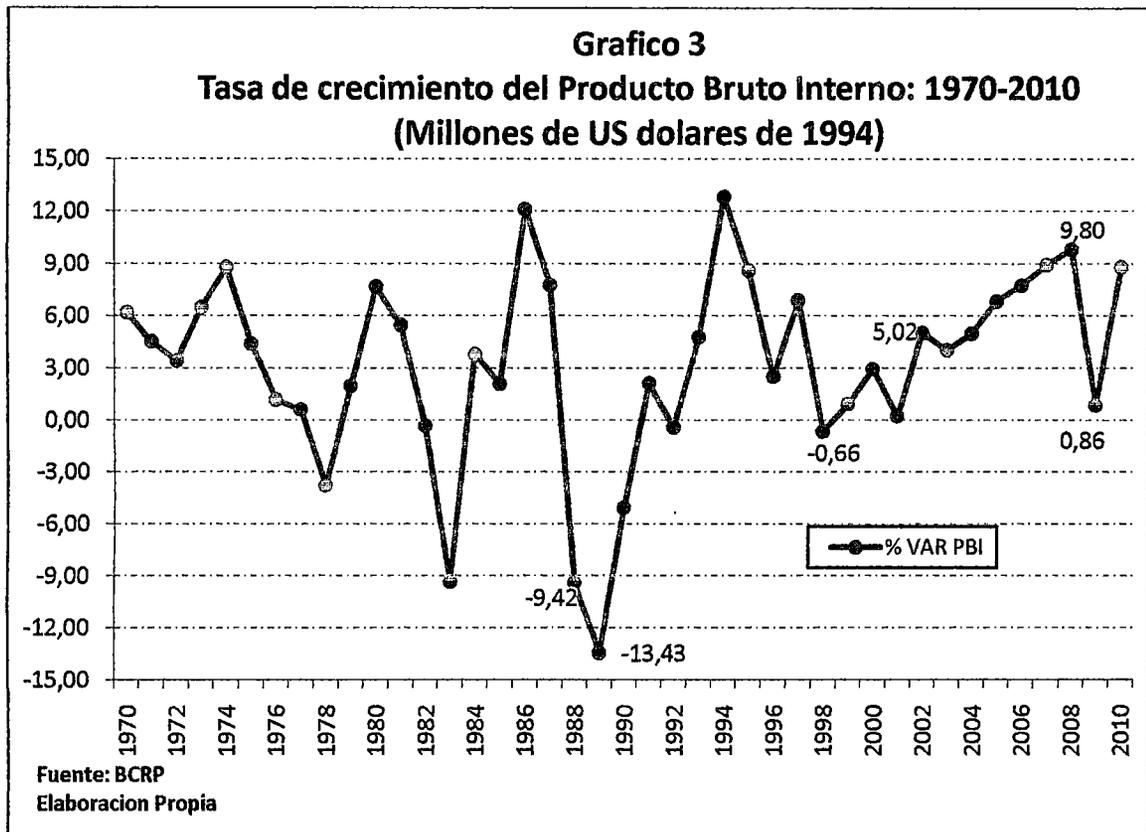


2.1.2 Evolución de las exportaciones e importaciones

La dinámica de las importaciones desde los años 70's hasta la actualidad ha tenido un comportamiento vinculado al ciclo económico, el crecimiento demanda insumos y bienes de capital importados, es así que las importaciones se incrementan en periodos de expansión económica y se reducen en los periodos de recesión. En la primera mitad de la década de los noventa, el aumento del consumo y la inversión privada favoreció el dinamismo de las importaciones, tal comportamiento se redujo notoriamente durante el periodo de recesión de fines de los noventa e inicios de los 2000. Las exportaciones también crecieron pero a menor ritmo.

Más recientemente, en el periodo 2003-2007 la balanza comercial en términos reales de 1994 fue positiva. Para el año 2008 las importaciones excedieron a las exportaciones para luego descender al año siguiente conjuntamente con una reducción de la inversión privada de 15,1 % en términos reales. La recuperación de la economía impacto tuvo un comportamiento disímil en el comercio exterior, las importaciones crecieron en 25%, al contrario de las exportaciones que casi no variaron.

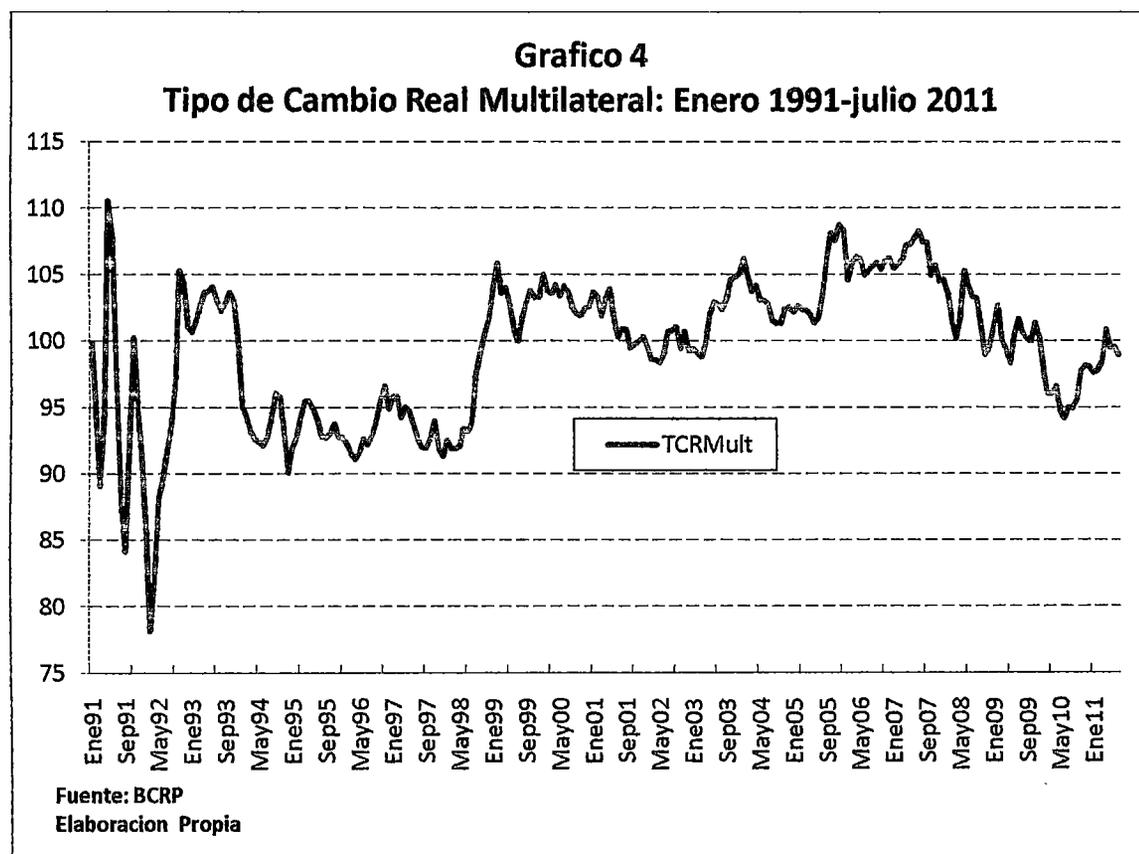




2.1.3 Evolución del tipo de cambio nominal Y real

El tipo de cambio real (TCR) indica el número de bienes domésticos que se pueden intercambiar por bienes extranjeros (expresados en una moneda común). En otras palabras el TCR es un precio relativo. De acuerdo al BCRO el TCR multilateral es el costo de una canasta de consumo de los socios comerciales expresada en nuevos soles en términos del costo de una canasta de bienes similares en el Perú. Bajo esta definición, incrementos en el TCR se interpretan como un indicio de que la economía doméstica transa productos más baratos que sus socios comerciales e implica una depreciación real del Nuevo Sol. En tal sentido es importante tener en consideración la dinámica del TCR.

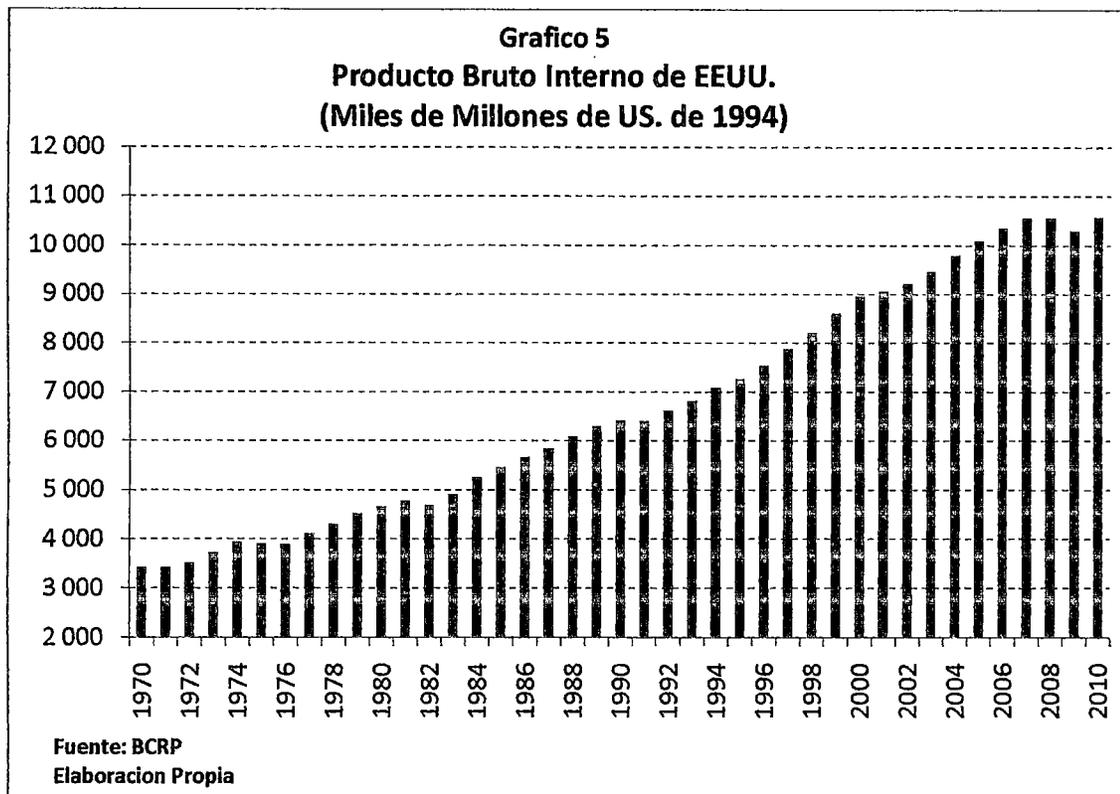
El TCR multilateral ha estado alrededor de +/- 5 por ciento con relación a su nivel promedio de los últimos 18 años. Existen dos episodios relevantes en su evolución. En primer lugar, el periodo posterior a la crisis rusa (1998.II-2001.I), donde el TCR se deprecia 10,8 por ciento en términos acumulados. En segundo lugar, el periodo ulterior a la crisis subprime (2007.IV-2011.I), en el que el TCR se aprecia 9,6 por ciento.⁴³



2.1.4 Evolución de la economía de Estados Unidos

El PBI de Estados Unidos de América es considerado como la variable proxy del Producto Bruto Interno de nuestros principales socios comerciales, ya que buena parte de nuestras exportaciones tienen como destino ese mercado.

⁴³ Banco Central de Reserva del Perú, Reporte de Inflación, Junio 2011



La tasa de crecimiento del PBIE entre 1971 y 1973 fue en promedio 4.85%, en los años siguiente (1974 y 1975) se ubicó en el rango negativo, ello producto del embargo petrolero de 1973. Luego de la recuperación, la economía se expande 4.56% en el periodo 1976-1979. Un año más tarde los países de la OPEP restringieron de nuevo la oferta de petróleo con el fin de subir el precio. Entre 1978 y 1981 este se duplicó con creces. Una vez más, el resultado fue una estanflación. La inflación que había disminuido algo después de la primera subida de la OPEP, sobrepasó de nuevo el 10%. La respuesta de la Fed no se hizo esperar, como resultado de todo ello se produjo una recesión. 44

⁴⁴ Mankiw, G. (2004), Principios de Economía, 3ra Edición, McGraw-Hill/Interamericana, Pág. 465.

Luego de la recuperación económica estadounidense el PBI se expandió 4% entre 1983 y 1990, influyo de manera determinante la reducción de los precios del petróleo lo que redujo los costos de producción y estimulo la inversión y la producción.

Luego de una breve recesión en 1991 como consecuencia de la guerra del golfo, la producción se expandió a una tasa promedio de 3.82% (1992-2000) con una inflación relativamente baja, muchos factores, entre ellos el descenso de los precios de las materias primas y los avances en las tecnologías de la información y comunicación, favorecieron tal desempeño.

Superada la caída de la producción en el año 2001 (-0.03%), el PBI creció a una tasa de 2.59% entre 2001 y 2007. Para el año 2008 se da inicio a la crisis financiera internacional cuyos efectos se sientes hasta ahora. Como lo ha señalado el gran historiador económico Charles Kindleberger, la frecuencia de las crisis financieras es un hecho recurrente en la historia del capitalismo.

El Producto Bruto Interno no creció en el año 2008 para luego descender en el año 2009 en 2.63%, como resultado de la caída de la inversión privada, el descenso en la confianza empresarial y las expectativas negativas de los consumidores sobre el futuro económico del país. La tasa de desempleo llego a dos dígitos a finales del 2010, los precios de las materias primas que venía con una tendencia creciente desde el 2004 descendieron a niveles mínimos para el primer trimestre del 2009. Frente a estos resultados negativos, los sólidos fundamentos económicos de las economías emergentes permitieron una relativa recuperación de la economía mundial (4.7%) y de los Estados Unidos de América (2.83%) para el año 2010.

2.2 EVIDENCIA EMPIRICA DE LA LEY DE THIRLWALL EN EL PERU

A continuación se desarrolla un modelo econométrico para verificar la validez de la Ley de Thirlwall para la economía peruana en el periodo 1970-2010. Mediante técnicas para el tratamiento de las series de tiempo,⁴⁵ se busca aplicar la teoría econométrica y estadística a las variables macroeconómicas utilizadas en el modelo.

La metodología que se sigue es a partir de los datos de las series de tiempo para la economía peruana en el periodo de estudio, obtener la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones y posteriormente utilizar ese valor para obtener el PBI restringido por la cuenta corriente de la Balanza de Pagos en la ecuación de Thirlwall.

En palabras de Lopez-Chau(2008) y siguiendo a Moreno-Brid (1999), se aplicara el procedimiento log-lineal a fin de establecer la relación de largo plazo de las variables de estudio, mediante la siguiente ecuación: $\ln y = B_1 \ln x + e$, que al ser derivada y teniendo en

cuenta que $\hat{y} = \frac{d(\ln y)}{dt}$ es la tasa de crecimiento del PBI y que la tasa de crecimiento de las

exportaciones viene dada por la relación $\hat{x} = \frac{d(\ln x)}{dt}$; se encuentra que el coeficiente B_1 es

el inverso de la elasticidad ingreso de importaciones: $B_1 = \frac{1}{\pi}$. Este procedimiento le

permite a Moreno-Brid calcular directamente la elasticidad ingreso de importaciones a partir de (y) y (x). De esta manera, si las elasticidades ingreso de la demanda de

⁴⁵ Mediante técnicas de cointegración en un modelo VAR

importaciones resulta mayor que uno (1), ello probaría la tendencia hacia la falta de sostenibilidad de la cuenta corriente.

2.2.1 Planteamiento Del Modelo

2.2.1.1 Prueba de Raíces Unitarias

El punto de inicio es el proceso (estocástico) de raíz unitaria:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad -1 \leq \rho \leq 1$$

Si estadísticamente $\rho = 1$ existe lo que se conoce como problema de la raíz unitaria o el de no estacionariedad o el de caminata aleatoria. Además $\delta = (\rho - 1)$

Las hipótesis planteadas son:

$$H_0 : \delta = 0 \quad \text{La serie es no estacionaria}$$

$$H_1 : \delta < 0 \quad \text{La serie es estacionaria}$$

La regla de decisión sugerida es si el t de la prueba de raíz unitaria encontrado es menor o igual al t crítico de MacKinnon de la prueba ADF se rechaza la hipótesis de que la serie es no estacionaria, y si el t de la prueba encontrado es mayor al t crítico de MacKinnon de la prueba ADF se acepta la hipótesis que la serie es no estacionaria, de la siguiente manera:

Si $|t| \leq |\text{valor crítico ADF}|$ Se rechaza H_0 , la serie es estacionaria

Si $|t| > |\text{valor crítico ADF}|$ Se acepta H_0 , la serie es no estacionaria

De manera sintetizada y para verificar las posibles posibilidades de la presencia de la raíz unitaria en las series, presentamos seguidamente la generalización de los resultados que se obtuvieron anteriormente de forma conjunta. La prueba incluye el test de las raíces unitarias a niveles y en primera diferencia. En ambos casos se incluyen los resultados del modelo con intercepto, con tendencia e intercepto y sin tendencia ni intercepto.

Cuadro1 : Prueba de Raices unitarias a niveles

| ADF TEST A NIVELES | | | | |
|--|---------|---------|---------|----------|
| VARIABLE | ln(PBI) | ln(X) | ln(M) | ln(PBIE) |
| Modelo con intercepto | | | | |
| Estadístico t | 0.69 | 0.271 | -0.8862 | -1.3622 |
| Probabilidad | 0.9905 | 0.9738 | 0.7824 | 0.5903 |
| Modelo con tendencia e intercepto | | | | |
| Estadístico t | -1.6512 | -2.2237 | -2.6314 | -2.6784 |
| Probabilidad | 0.7535 | 0.4641 | 0.2694 | 0.2506 |
| Modelo sin tendencia e intercepto | | | | |
| Estadístico t | 1.7974 | 2.2792 | 1.1951 | 4.4991 |
| Probabilidad | 0.9808 | 0.9936 | 0.9379 | 1 |

Fuente: FMI, BCRP
Elaboracion Propia

Cuadro 2 : Prueba de Raices Unitarias en 1ra diferencia

| ADF TEST EN 1RAS DIFERENCIAS | | | | |
|--|---------|---------|---------|----------|
| VARIABLE | ln(PBI) | ln(X) | ln(M) | ln(PBIE) |
| Modelo con intercepto | | | | |
| Estadístico t | -3.7259 | -7.1555 | -5.1946 | -5.3739 |
| Probabilidad | 0.0074 | 0 | 0.0001 | 0.0001 |
| Modelo con tendencia e intercepto | | | | |
| Estadístico t | -3.8166 | -7.231 | -5.1855 | -5.5752 |
| Probabilidad | 0.0261 | 0 | 0.008 | 0.0003 |
| Modelo sin tendencia e intercepto | | | | |
| Estadístico t | -3.1765 | -6.2446 | -4.8286 | -2.2889 |
| Probabilidad | 0.0022 | 0 | 0 | 0.0231 |

Fuente: FMI, BCRP
Elaboracion Propia

Los resultados indican que la serie del PBI peruano es no estacionaria en niveles con intercepto, con intercepto y tendencia, y sin intercepto ni tendencia. Esto se obtuvo en los tres casos, al 1%, 5% y 10% respectivamente. Mientras que en primera diferencia, tanto con intercepto, con intercepto y tendencia y sin intercepto ni tendencia la serie es estacionaria, lo que confirma la hipótesis de que una serie de tiempo al diferenciarla se puede volver estacionaria, tanto al 1%, 5% y al 10% respectivamente.

Podemos resumir diciendo que los niveles logarítmicos del PBI Real, las importaciones reales, las exportaciones reales son procesos $I(1)$ y sus primeras diferencias son procesos $I(0)$. Además se halló que el nivel logarítmico del Producto Bruto Interno de los Estados Unidos en términos reales es un proceso $I(1)$, y su primera diferencia, un proceso $I(0)$.

2.2.1.2 Prueba de Causalidad

Antes de iniciar con la prueba de cointegración analizaremos la causalidad entre las variables, ya sea unidireccional o bidireccional.

Bajo la hipótesis nula descrita antes, se tiene que: los resultados presentados en la matriz anterior expresan que el PBIE no causa al PBI, que las exportaciones sí causan al PBI, esto es, se puede decir que si existe causalidad direccional de X a PBI, pero no de PBI a X. Entre importaciones y PBI no se puede rechazar la hipótesis nula de que existe causalidad reversible entre las dos variables. El PBI de Estados Unidos no causa a las exportaciones peruanas. Entre exportaciones e importaciones, se puede rechazar la hipótesis nula de que no existe causalidad Granger en reversa, y se puede concluir que la variable exportaciones sí causa a la variable importaciones y viceversa.

Cuadro 3 : Granger Causality Tests

Sample: 1970 2010

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Prob. |
|-------------------------------------|-----|-------------|--------|
| LNPBI does not Granger Cause LNM | 39 | 3.22415 | 0.0522 |
| LNM does not Granger Cause LNPBI | | 0.89219 | 0.4191 |
| LNX does not Granger Cause LNM | 39 | 5.53101 | 0.0083 |
| LNM does not Granger Cause LNX | | 5.1873 | 0.0108 |
| LNPBIE does not Granger Cause LNPBI | 39 | 1.45464 | 0.2477 |
| LNX does not Granger Cause LNPBI | 39 | 9.05066 | 0.0007 |
| LNPBI does not Granger Cause LNX | | 1.87305 | 0.1692 |
| LNPBIE does not Granger Cause LNX | 39 | 1.97742 | 0.1540 |

Fuente: Elaboracion propia con datos del BCRP y FMI

Un rápido crecimiento de las exportaciones y del producto puede establecer un círculo virtuoso de crecimiento con un rápido aumento de exportaciones que conduce a un rápido aumento del producto, y un rápido crecimiento del producto que lleva a un acelerado aumento de las exportaciones a través del impacto favorable del incremento del producto en la competitividad.

De acuerdo a Thirlwall (2003) el acelerado crecimiento de las exportaciones lleva a un rápido incremento del producto; el acelerado crecimiento de las exportaciones depende de la competitividad y de incremento del ingreso mundial; la competitividad depende de la relación entre el crecimiento de los salarios y el crecimiento de la productividad, y el rápido crecimiento de la productividad depende del veloz incremento del producto. El círculo está completo.

Continúa, en la mayoría de los países en desarrollo al menos, la restricción principal sobre el crecimiento de la demanda es la cuenta corriente de la balanza de pagos y la escasez de

divisas. El crecimiento de las exportaciones relaja estas restricciones y es la única variable que permite que todos los otros componentes de la demanda crezcan más rápido sin que surjan dificultades en la balanza de pagos. Ésta es la más simple de todas las explicaciones de la relación entre las exportaciones y el crecimiento del producto, y conduce a la elaboración de modelos de crecimiento restringido por la balanza de pagos.⁴⁶

Una vez que se ha determinado econométricamente la dirección de causalidad Granger entre las variables del modelo, se sigue con la metodología planteada inicialmente para analizar la relación de largo plazo entre las variables.

2.2.2 Modelo Var De La Regla Simple De Thirlwall

En el siguiente sistema de ecuaciones se esboza el esquema general utilizado en el VAR del modelo. Por ejemplo, entre exportaciones y PBI se tiene el sistema de ecuaciones:

$$PBI_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j PBI_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j x_{t-j} + u_t$$

$$x_t = \alpha_1 + \sum_{j=1}^k \varphi_j PBI_{t-j} + \sum_{j=1}^k \theta_j x_{t-j} + v_t$$

Los residuos en un modelo VAR se conocen como impulsos. El número óptimo de rezagos es determinado con el criterio de información de Akaike y de Schwarz⁴⁷. La evidencia empírica sugiere que para series de tiempo anuales entre 2 y 4 retardos es el óptimo. Los

⁴⁶ Thirlwall, A. P. (2003), *La naturaleza del Crecimiento Económico*, Fondo de Cultura Económica, México, Pág. 93.

⁴⁷ La longitud del retardo no puede ser ni muy corto ni muy largo. Si el retardo es muy corto probablemente no se capture completamente la dinámica del sistema que está siendo modelado. Por otra parte, si es demasiado largo, se corre el riesgo de perder grados de libertad y tener que estimar un número muy grande de parámetros.

resultados parciales son los que se muestran seguidamente, los mismos que se generaron con el Software Eviews 7.

Cuadro 4 : VECTOR AUTOREGRESIVO ESTIMATES

Standard errors in () & t-statistics in []

| | LNPBI | LNx |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|
| LNPBI(-1) | 1.140526 -0.14478 [7.87774] | -0.597838 -0.37555 [-1.59192] |
| LNPBI(-2) | -0.460938 -0.13155 [-3.50382] | 0.660392 -0.34124 [1.93527] |
| LNx(-1) | 0.032608 -0.06195 [0.52637] | 0.833835 -0.16069 [5.18899] |
| LNx(-2) | 0.132863 -0.06939 [1.91475] | 0.167627 -0.17999 [0.93131] |
| C | 2.081387 -0.58011 [3.58794] | -0.6157 -1.50476 [-0.40917] |
| R-squared | 0.978235 | 0.966091 |
| Adj. R-squared | 0.975674 | 0.962102 |
| Sum sq. resids | 0.065286 | 0.439276 |
| S.E. equation | 0.04382 | 0.113666 |
| F-statistic | 382.0351 | 242.173 |
| Log likelihood | 69.31601 | 32.1421 |
| Akaike AIC | -3.298257 | -1.391903 |
| Schwarz SC | -3.08498 | -1.178625 |
| Mean dependent | 10.78621 | 8.42627 |
| S.D. dependent | 0.280956 | 0.583877 |
| Determinant resid covariance (dof adj.) | | 2.41E-05 |
| Determinant resid covariance | | 1.83E-05 |
| Log likelihood | | 102.0348 |
| Akaike information criterion | | -4.719734 |
| Schwarz criterion | | -4.29318 |

Fuente: Elaboracion propia

Los criterios de información de Akaike y de Schwarz muestran que el óptimo de retardos para este modelo es 2, ya que con este número de retardos se tiene el mínimo valor. (Anexo 2)

Antes de seguir con la cointegración, los residuos o impulsos, en el lenguaje VAR del modelo, deben cumplir con los supuestos de cualquier modelo de regresión lineal clásico, esto es, los impulsos no deben estar autocorrelacionados, deben estar normalmente distribuidos, y deben ser homoscedásticos. Seguidamente probaremos estos supuestos.

2.2.2.1 Autocorrelación en los impulsos

En el Anexo 3 podemos ver que no se rechaza la hipótesis nula de que en los impulsos del VAR, hay ausencia de autocorrelación, es decir, se puede aceptar la hipótesis de que no hay autocorrelación.

2.2.2.2 Normalidad en los impulsos

En referencia a la normalidad en los impulsos, lo que se requiere es que estos sigan una distribución normal estándar, por lo que se procede a probar con la prueba de Urzúa. En el Anexo 5 se muestran los resultados de la prueba de normalidad en los impulsos, donde vemos que los impulsos siguen una distribución aproximadamente normal. Formalmente, la probabilidad del estadístico es alta, por lo que no se rechaza H_0 , la hipótesis de que los residuos están normalmente distribuidos y se puede rechazar H_1 , la hipótesis de que los residuos no están normalmente distribuidos.

2.2.2.3 Homocedasticidad en los impulsos

Con base a la prueba de General White Heteroskedasticity se puede concluir de que no se puede rechazar la hipótesis nula, de que los impulsos del modelo son homoscedásticos. Se concluye por tal que los impulsos son homoscedásticos, ya que la probabilidad conjunta es mayor al nivel de significancia seleccionado. En el Anexo 6 se muestran los resultados con términos cruzados.

Luego de confirmar que el modelo VAR, de la regla simple de Thirlwall no presenta autocorrelación en los impulsos, que estos siguen una distribución normal y que la varianza es homoscedástica, estas características nos permiten proceder a verificar si las variables exportaciones y PBI están cointegradas.

2.2.3 Cointegración Entre Exportaciones Y PBI

El método de Johansen considera las siguientes pruebas para determinar el número de vectores de cointegración, r : La prueba de la Traza (Trace test) y la prueba del Máximo Valor Propio (Maximum Eigenvalue test).

Se plantea la hipótesis nula (H_0) como:

$H_0: r = 0$ No existen vectores de cointegración

$H_1: r = 1$ Existe un vector de cointegración

La regla de decisión es: rechace la H_0 cuando el valor del estadístico la Traza o el máximo Valor Propio sea mayor que el valor crítico seleccionado, normalmente el de 5%.

Los valores obtenidos mediante la cointegración de Johansen, para determinar la existencia de una relación de equilibrio en el largo plazo entre las exportaciones y el producto bruto interno de Perú, muestra que existe un vector de cointegración.⁴⁸

Cuadro 5 : Cointegración entre exportaciones y PBI

Una relación de cointegración encontrada

| Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses) | | |
|---|-------------------------|-------------------------|
| LNPBI | LN X | C |
| 1 | -0.524913 (-0.04337) | -6.443392 (-0.35917) |

Fuente: Elaboración propia

Con lo cual:

$$\ln \text{PBI} = 6.4433 + 0.5249 * \ln X$$

Ahora, calculando la elasticidad ingreso de demanda de importaciones como el inverso de 0.5249 se obtiene 1,905. La tasa de crecimiento promedio de las exportaciones en el periodo analizado es de 4,2%, esto hace que el PBI restringido por la cuenta corriente sea $4.2/1.9050 = 2.2$. Sin embargo el PBI efectivo se expandió a una tasa promedio de 3%, superior al estimado. En tal sentido podemos concluir diciendo que la económica peruana ha estado creciendo a tasas superiores a las compatibles con el equilibrio de balanza de pagos. Es decir, los flujos de capitales han relajado la restricción, el país ha financiado su déficit con entrada de capitales.

La década de los noventa trajo consigo apertura y desregulación de la economía, lo cual no solo incrementó la tasa de crecimiento de las exportaciones, sino que además elevó la

⁴⁸ De acuerdo con la prueba de la traza se rechaza la hipótesis nula de no cointegración a favor de una relación de cointegración al nivel del 5%. ($28.67 > 20.26$). La prueba del Máximo Eigenvalue indica la existencia de una sola ecuación de cointegración al 5% ($19.91 > 15.89$).

elasticidad demanda de importaciones. El excepcional crecimiento de la economía peruana en la última década, más aun, su “resistencia” a los efectos de la crisis financiera internacional, hacen creer que su desenvolvimiento futuro está asegurado. Cuando la evidencia muestra un crecimiento dependiente de los flujos de capital externos, una base productiva exportadora de alto valor agregado incipiente, que no incorpora conocimiento en los bienes y servicios que transamos con el mundo. En otras palabras no se ha producido aun la transformación productiva con equidad de la economía peruana.

Cuadro 6 : PERU: Test de Johansen. Ecuacion de cointegracion estimada

| Periodo | Elasticidad | | | |
|-----------|-------------|-------|-------|------|
| | π | Y est | Y obs | x |
| 1970-2010 | 1.91 | 2.20 | 3.00 | 4.20 |
| 1970-1988 | 1.44* | 0.38 | 1.22 | 0.54 |
| 1991-2010 | 2.23 | 3.18 | 4.81 | 7.10 |

Fuente: Elaboración propia

* Se obtuvo de Lopez-Chau (2004)

Cabe recordar que los resultados se han obtenido asilando los efectos favorables de los términos de intercambio. Es evidente que si estos se incorporan, la conclusión a la que se ha llegado se vería ocultada o relajada debido a la bonanza excepcional de los precios de nuestras materias primas. Pero, igualmente, la restricción de la balanza de pagos podría verse afectada más gravemente cuando la bonanza de los precios internacionales se revierta como ocurrió en la crisis financiera internacional de 2008 y como posiblemente ocurra a fines de 2011 con la crisis europea.

2.3 RESULTADOS EMPIRICOS UTILIZANDO EL MODELO VAR DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES

Una vez obtenida la tasa de crecimiento de acuerdo a la ley de Thirlwall, vamos a determinar las elasticidades del comercio exterior. Para ello consideraremos los cálculos realizados por Lopez-Chau (2008) en el que la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones es 0.35 y la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones es 2.28 para el periodo 1994-2006. Lo anterior significa que ante un aumento de los respectivos ingresos, es mayor el aumento porcentual de las importaciones. Es decir, que la velocidad de respuesta de las importaciones es mayor que el de las exportaciones.

Estos resultados prueban la existencia de una cointegración positiva entre las tasas de crecimiento del PBI y las exportaciones, lo que confirma el modelo de restricción de la balanza de pagos. Además, es posible afirmar que el crecimiento de la economía está asociado al incremento de largo plazo de la elasticidad ingreso de las importaciones.

En consecuencia, es la estructura productiva la que explica la presencia de esta brecha, la misma que prueba la falta de sostenibilidad de la cuenta corriente en el largo plazo. En otras palabras, el resultado aporta evidencia de que el crecimiento de la economía está restringido por la balanza de pagos.⁴⁹

⁴⁹ Lopez-Chau, A. (2008) Pág. 27.

CAPITULO III

ENDEUDAMIENTO PRODUCTIVO

En una investigación realizada por Agosín (1999) para analizar las causas del crecimiento de las exportaciones no tradicionales de Chile se destacan algunas políticas públicas que permitieron un cambio profundo en la estructura productiva de nuestro vecino del sur, al mismo tiempo que se superó la restricción externa al crecimiento.

Sobre lo anterior, expresa Agosín⁵⁰, en 1985 las autoridades chilenas instituyeron un programa de conversión de deuda en capital cuyos objetivos eran disminuir la carga de la deuda externa y al mismo tiempo fomentar la inversión extranjera directa. Este programa implicó un fuerte subsidio a la IED, los proyectos tenían que ser aprobados caso por caso, con prioridad para las nuevas exportaciones, siempre con una visión de desarrollo nacional. De esta manera, las autoridades hicieron de la necesidad una virtud e impulsaron una política industrial con otro matiz. En el periodo en que estuvo en operación (1985-1991), cerca de 60% de las inversiones efectuadas en virtud de este programa tuvieron por destino las manufacturas y la agricultura, en gran parte en los sectores forestal, de papel y celulosa.

⁵⁰ Agosín, M. (1999) Comercio y crecimiento en Chile, Revista de la CEPAL, N° 68, Pág. 93,94

Alrededor de toda la IED durante este periodo fue realizada con conversión de deuda en capital.

Adicionalmente a lo anterior, se desarrollaron políticas horizontales como el desarrollo de abundante información sobre mercados exteriores cuya rentabilidad social es superior a la privada, se crearon 32 oficinas comerciales en el exterior, una división de promoción comercial del Ministerio de Relaciones Exteriores (ProChile) con la responsabilidad de realizar estudios de mercados sobre las diferentes oportunidades de mercado para los productos de exportación. A su vez, a partir de los noventa se intensificaron las actividades de promoción comercial subvencionadas por el fisco y bajo apoyo de las empresas privadas.

El desarrollo tecnológico, como otra política horizontal, se manejó desde Fundación Chile, una institución con fines de lucro pero con un amplio subsidio del gobierno, además de ser propiedad por partes iguales del Estado de Chile y de una compañía privada. Como prueba de su efectividad se han desarrollado nuevas tecnologías apropiadas para los nuevos productos de exportación y ha puesto en marcha nuevas empresas que se han vendido al sector privado. Un caso resaltante es la industria exportadora del salmón.

Como lo sostiene Rodrik (2001)⁵¹ en Asia oriental, se ha examinado y documentado detenidamente la importancia de los gobiernos para que los países logran exportar, cuando estos se encontraban en las primeras etapas de crecimiento.

Según Amsden (1989)⁵², en su análisis sobre las cuentas externas de Corea, el gobierno ha gastado mucho más de lo que ha recaudado, y el déficit ha sido financiado a través de

⁵¹ Rodrik, D. (2004) El Desarrollo económico en los albores del Siglo XXI, CEPAL, Pág. 118

préstamos. En diecisiete de los veinte años transcurrido entre 1963 y 1982, la inversión del sector público excedió el ahorro del mismo sector. En ocho de los once años del periodo 1972-1982, la relación entre el déficit del gobierno y el PBN excedió la del sector privado. El alto endeudamiento público es enorme, entre 1967 y 1979 los préstamos al sector público fueron alrededor de una tercera parte de todos los créditos externos. Luego, durante la contracción económica de 1980-1983, su participación subió a más de la mitad del total. La mayor parte del déficit gubernamental es generado por empresas públicas, estas inversiones han sido importantes en proyectos de infraestructura –electricidad, gas, ferrocarriles, autopistas, riego y sistemas de transporte masivo subterráneo-.

Hablar de un presupuesto balanceado puede indicar que el gobierno gasta relativamente poco en servicios sociales. Sin embargo, no debe pensarse por ello, que el gobierno coreano, al gastar insistentemente más de lo recaudado, lo haya hecho en servicios sociales. Ha gastado en inversiones de largo plazo, no en consumo de corto plazo.

Sobre la financiación de la deuda, Corea ha utilizado el crédito externo con dos propósitos: para financiar sus inversiones de largo plazo, y para subsanar las crisis de balanza de pagos con el fin de mantener su tendencia de crecimiento a largo plazo. En el curso de los dos planes quinquenales, la relación deuda/PBN creció velozmente. Esta relación creció de 3% en 1962 a 14% en 1967 y a 30% en 1971. El gobierno estableció mecanismos para que el costo real del endeudamiento externo para la inversión privada sea negativo, de esta manera

⁵² Amsden, A. (1989) *Asia's next giant: South Korea and Late Industrialization*, Nueva York, Oxford University Press. Pág. 124, 125

la inversión como porcentaje del PBN creció del 15% en 1965 al 30% en 1969, luego se mantuvo en el mismo promedio hasta la década de los ochenta.⁵³

Al igual que en América Latina durante el decenio de 1970, el gobierno no fijó límite alguno al endeudamiento externo, ello condujo a un rápido incremento del servicio de la deuda, no obstante las exportaciones. De acuerdo a las estadísticas, la relación de servicio de la deuda (como porcentaje de la exportación de mercancías) creció del 14% en 1969 al 28% en 1970. El endeudamiento externo entre 1966 y 1971 se utilizó para financiar exportaciones, importaciones de bienes de capital en el sector de manufactura livianas, el inicio de la sustitución de importaciones en la industria pesada, y las inversiones en infraestructura.

A manera de conclusión, el gobierno coreano ha utilizado el endeudamiento externo para salir de dificultades en la balanza de pagos y, más importante aun, como medio para la inversión productiva en varios sectores clave para el futuro económico del país. Y lo ha podido hacer porque el intenso endeudamiento externo se ha balanceado con los altos incrementos en la productividad.

La productividad dentro de la industrialización tardía no tiene relación alguna con los cambios tecnológicos de alto nivel. Por el contrario, depende de la rapidez con que se logre tomar prestada la tecnología extranjera (que depende de la tasa de inversión), de la utilización de la tecnología extranjera en la escala apropiada (que depende de la rapidez del

⁵³ Amsden, A. (1989) Pág. 128

crecimiento del mercado), y de la eficiencia en la utilización de la tecnología extranjera (que depende de la experiencia relacionada con producción acumulativa).⁵⁴

En resumen, la tasa de crecimiento de la producción puede hipotéticamente depender de una mayor productividad y, cerrando el circuito, la mayor productividad también depende de la tasa de crecimiento de la producción.

La condición para que el endeudamiento sea productivo es que este se realice hasta el punto en que la productividad marginal del capital sea igual o mayor que el costo del endeudamiento. O para decirlo en el lenguaje de los proyectos de inversión: hasta que el VAN sea igual a cero.

Según Lopez-Chau, si asumimos que el ingreso nacional es el producto interno menos los pagos de intereses de la deuda externa, entonces se puede sostener que para que la tasa de crecimiento del ingreso nacional aumente, la producción marginal del capital tiene que ser superior al tipo del interés de los créditos que vengan del exterior.

3.1 CONDICIONES PARA QUE EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO ESTIMULE EL CRECIMIENTO⁵⁵

Lopez-Chau se basa en Thirlwall (2001) para derivar la ecuación que expresa las condiciones para que el ahorro externo aumente el crecimiento del ingreso y se aumente el crecimiento del producto.

⁵⁴ Amsden, A. (1989) Pág. 150

⁵⁵ Lopez-Chau, A. (2004) Pág. 233, 237

$$\frac{\Delta y}{y} = s\sigma + \left(\frac{\Delta D}{y}\right)(\sigma - r)$$

La tasa de crecimiento de ingreso será mayor a medida que la productividad de los préstamos externos exceda el costo de los empréstitos.

Donde $\frac{\Delta y}{y}$ es la tasa de crecimiento del ingreso, s es la propensión al ahorro sobre el producto, σ es la productividad del capital, r es la tasa de interés de la deuda y $\frac{\Delta D}{y}$ es la propensión de la deuda sobre el ingreso.

Sobre el significado de la ecuación anterior, prestarse mejorara la tasa de crecimiento del ingreso por sobre $s\sigma$ siempre que la productividad de la inversión exceda la tasa de interés.

Esta es la misma condición bajo la cual será lucrativo para una empresa pedir dinero prestado: que la tasa de rendimiento de la inversión exceda la tasa de interés.

En otras palabras, la condición viene dada por $\sigma > r$, que no es otra cosa que afirmar que la productividad de la inversión (σ) sea mayor que la tasa de interés (r).

CAPITULO IV

LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA

4.1 PROPUESTAS DE POLITICA

Una estrategia de desarrollo utilizando la inversión extranjera tiene que reconocer cuales son las modalidades de transferencia tecnológica asociadas a las actividades de las ET, en ese sentido se pueden identificar las siguientes:

- Tecnología vinculada al capital (equity related technology) a través de diversos niveles de participación de la IED en filiales cuya composición patrimonial puede ir desde la propiedad extranjera total hasta empresas conjuntas (joint venture) con diversas proporciones de capital nacional y extranjero.
- Tecnología vinculada a diversas modalidades de contratación interempresarial (technology contractual arrangements) como licencias, franquicias, contratos de gerencia, consultorías o asistencia técnica, contratos llave en mano, subcontratación

internacional, servicios de control de calidad y estándares, entre otros.⁵⁶ Estas modalidades de inversión no suponen aporte de capital.

- Tecnología incorporada (embodied technology) en bienes de capital y bienes intermedios.

En el primer caso, hay un uso cautivo de la tecnología, la ET no pierde la propiedad ni el control de ese activo cuyo retorno está incluido o se da conjuntamente a las remesas de utilidades. No necesariamente se produce una transferencia a terceras partes o difusión al resto del aparato productivo, salvo a través de la formación de personal calificado y los posibles efectos indirectos (spillovers) sobre los eslabonamientos hacia adelante y hacia atrás. En el segundo caso hay una transferencia propiamente dicha a la empresa compradora y un pago explícito en la forma de regalías, derechos, comisiones, etc. La difusión al resto del aparato productivo es más factible. En el tercer caso, se trata de una operación comercial de bienes tangibles que tienen un precio en el mercado que constituye una retribución por los contenidos materiales y tecnológicos incorporados en dichos bienes.

La otra variable determinante de un desarrollo competitivo es la capacidad social de absorción del progreso técnico del país receptor de la inversión extranjera. La experiencia de otras economías del globo muestra la importancia del desarrollo de sistemas nacionales de innovación, cuya finalidad es reforzar la capacidad individual y nacional de negociación, asimilación, aprendizaje e innovación tecnológica.⁵⁷

Siguiendo a Vera Vassallo (1996) el Sistema nacional de innovación (SNI) puede definirse como la red de agentes económicos y el conjunto de políticas e instituciones que influyen

⁵⁶ Asociado a la inversión extranjera indirecta denominada cuasi accionaria (IEC)

⁵⁷ Vera Vasallo, A. (1996) Pág. 145

en la introducción y difusión del progreso técnico en la economía. Comprende las políticas de tratamiento de la IED, las políticas de transferencia de tecnología y otras modalidades de inversión extranjera que no supone aporte de capital (IEC), y las políticas de derechos de propiedad intelectual y de importación de bienes de capital. En general, el conjunto de normas y regulaciones que ordenan y catalizan el proceso de absorción y difusión del progreso técnico es parte esencial de los SNI.

China ofrece una explicación de por qué las políticas tienen un rol fundamental. La inversión directa que llega a este país lo hace con carácter estratégico, a las empresas transnacionales que se instalan en China se les exige asociarse con empresas nacionales. Es reconocido que el éxito de las inversiones extranjeras directas en China se debe en parte a la colaboración entre empresas nacionales, en su mayor parte de propiedad estatal, y empresas extranjeras. Las industrias no están dominadas por las empresas extranjeras sino en manos de empresas mixtas. Esto ha permitido desarrollar las condiciones para la transferencia tecnológica y la absorción social de tales conocimientos.⁵⁸

⁵⁸ Rodrik, D. (2005) Pág. 19

**Cuadro 7 : China: Principales empresas de artículos electrónicos de consumo,
por tipo de propiedad**

| Segmento de mercado | Extranjeras | Asociaciones | Sin IED |
|-----------------------------------|--------------------|---|---|
| Telefonos móviles | - Motorola | - Motorola/Eastcom - Nokia/Capitel, Southern - Siemens/MII subsidiaries - Samsung/Kejian - SAGEM/bird | TLC |
| Computadoras personales | - HP - Dell | - IBM/Great Wall - Toshiba/Toshiba Computer (Shanghai) - Epson/Start - Taiwan GVC/TCL | - Lenovo - Founder - Tongfang |
| Audio y televisión | | - Sony/SVA - Philips/Suzhou CTV - Toshiba/Dalian Daxian - Great Wall Electronics/TCL | - Changhong - Konka - Hisense - Skyworth - Haier - Panda - Xoceco |
| Electrodomesticos de línea blanca | - Siemens | - Samsung/Suzhou Xiangxuehai - Electrolux/Changsha Zhongyi - LG/Chunlan - Mitsubishi/Haier - Sanyo/Kelon, Rongshida - Sigma/Meiling - Hong Leong (SG)/Xinfei - Toshiba Carrier/Midea | - Changling - Gree |

Fuente: Rodrik (2005)

Rodrik (2005) hace hincapié en dos ideas fundamentales, las cuales compartimos: i) lo que un país produce es determinante, lo que quiere decir que la estructura productiva debe ser uno de los objetivos de las políticas, y ii) las políticas pueden influir en la estructura productiva por muchas vías, lo que significa que pueden contribuir a configurar el patrón de especialización.

Es un hecho ampliamente reconocido que el crecimiento de la economía japonesa, hasta constituirse en la segunda economía del mundo entrañó un proceso de prospectiva tecnológica encaminado a determinar colectivamente el camino que debía seguirse, así como intensas actividades de aprendizaje, capacitación e innovación. De igual manera, el avance de los tigres asiáticos desde la retaguardia también supuso una labor de educación y aprendizaje en gran escala.

En el Perú es una ilusión creer que puedan lograrse avances significativos sin esfuerzos equivalentes. No hay fórmula mágica sin dominio tecnológico, entendido en el sentido elemental de incorporar en personas el necesario “Know How” social, técnico y económico.

En esta época cobra vital importancia el desarrollo de la capacidad para aprovechar la información y el conocimiento en aras de la innovación. El fortalecimiento de la capacidad de aprendizaje individual y social para generar riqueza constituye un modo fundamental de aumentar el potencial de desarrollo.

Este nuevo paradigma tecnológico, en palabras de Pérez (2001)⁵⁹ exige una reformulación completa de los sistemas de educación y capacitación como de las políticas de ciencia y tecnología.

En la reforma educativa es preciso actualizar y mejorar la calidad de los programas técnicos y, lo que quizás más importante, transforma radicalmente los métodos, los objetivos y los instrumentos de la enseñanza para hacerlos relevantes para el futuro y compatibles con las nuevas formas de organización. Esa reforma debe inducir a los estudiante a hacerse responsables de sus propios procesos de formación; debe poner el acento en el proceso de “aprender a aprender” y de “aprender a cambiar”; debe formular la labor creadora en equipo, aprendiendo a articular problemas y a evaluar soluciones alternativas; y debe crear las condiciones necesarias para dotar a los estudiantes, no tanto de capacidad de respuesta cuanto de “capacidad de pregunta” y de habilidad para procesar información.

4.2 EL PROCESO DE INNOVACION TECNOLOGICA⁶⁰

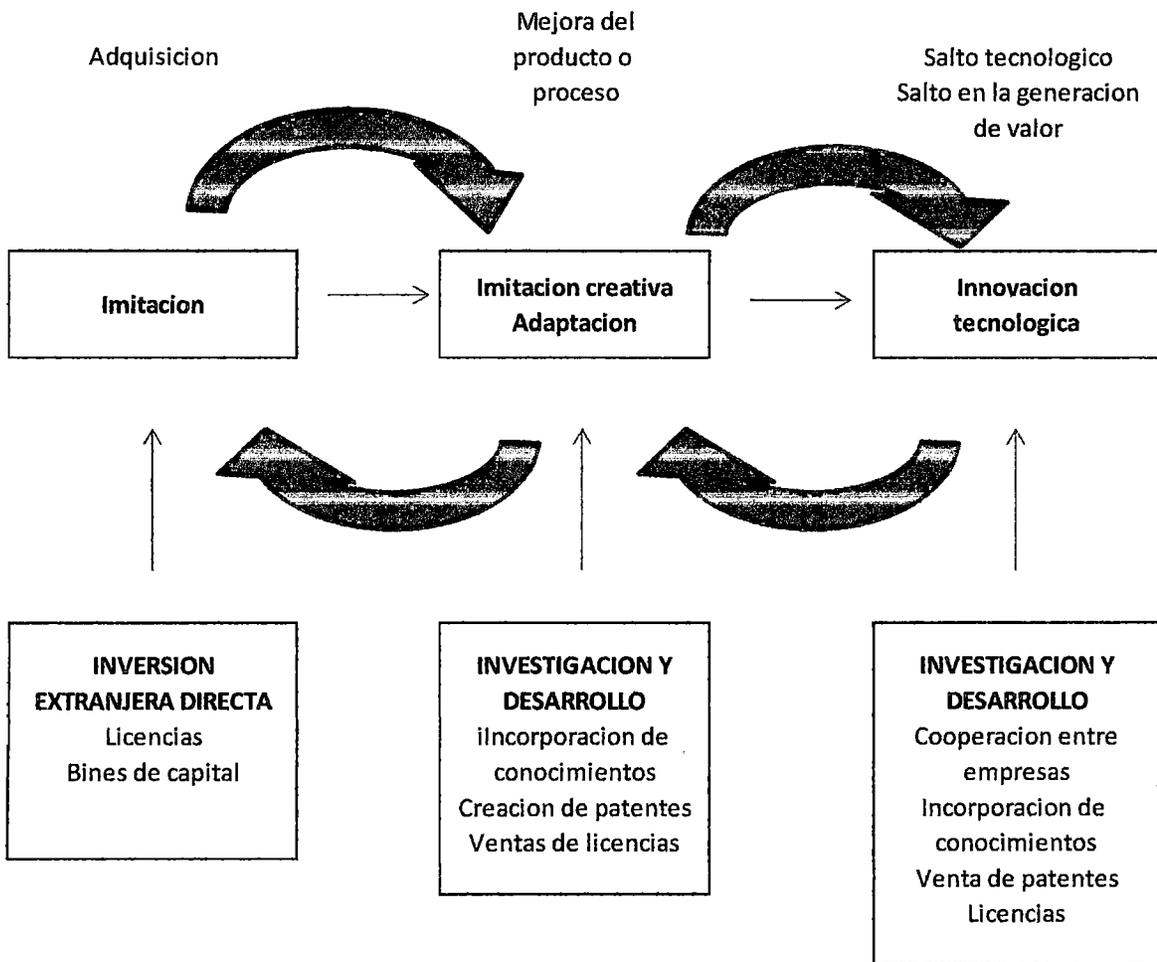
Se pueden identificar distintas fase en el proceso de desarrollo de capacidades de innovación tecnológica.

Al inicio, una empresa puede adquirir tecnología, maquinaria o equipos del exterior para desarrollar un nuevo producto en el país o penetrar en un nuevo mercado. No obstante, las empresas estas empresas suelen estar en desventaja en el mercado global en comparación con aquellas capaces de desarrollar la tecnología por sí mismas.

⁵⁹ Pérez, C. (2001) Pág. 132

⁶⁰ CEPAL (2007), Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2006. Tendencias 2007, Santiago de Chile. Pág. 207

Grafico 1
EL PROCESO DE INNOVACION TECNOLOGICA



Fuente: Comision Economica para America Latina y el Caribe (CEPAL)

La etapa de imitación se supera con el paso del tiempo, cuando las empresas incorporan conocimientos para mejorar y diferenciar los productos o servicios y comienza la fase de imitación creativa. Esta actividad está ligada a la investigación y el desarrollo. Esta etapa prevalece en la actualidad en diversos sectores de Irlanda y Singapur, en varias ramas de la agroindustria, la manufactura y los servicios de Australia y en actividades relacionadas con la agroindustria en Nueva Zelanda.

La etapa final de la evolución consiste en la innovación propiamente dicha. Para alcanzar esa etapa se debe considerar la investigación y el desarrollo como un proceso central no solo de la empresa sino también del país. Ello requiere una amplia colaboración entre empresas, centros de investigación y desarrollo, centros universitarios de excelencia y financiamiento de la ciencia.

El Perú parece no darse cuenta pues a la fecha se observa la ausencia de políticas selectivas tendiente a influir en la configuración de la estructura productiva en lo que respecta a distribución espacial, composición sectorial, contenido tecnológico, orientación hacia afuera y otros propósitos de desarrollo productivo.

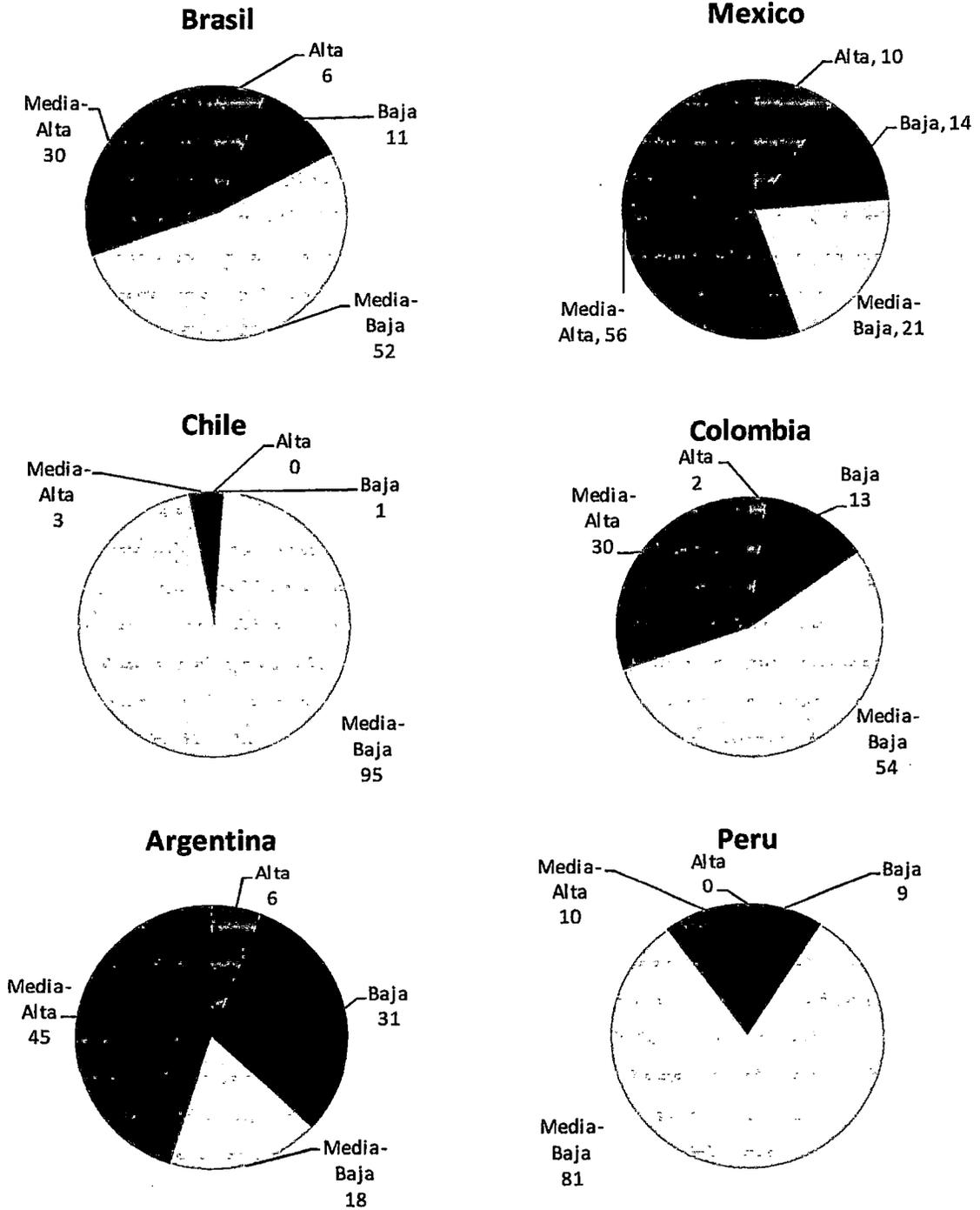
El Perú debería canalizar ingentes recurso hacia la construcción de capacidades para adoptar y adaptar las importantes innovaciones en curso y seguir con atención el desarrollo de las que se avizoran para los próximos años en el ámbito de las tecnologías de propósito general. El avance de las TIC ha sido espectacular en los últimos años y ahora debería venir una etapa de mayor acceso a estas tecnologías y de su mejor utilización productiva. La biotecnología, nanotecnología, nuevos materiales y las fuentes no convencionales de energía se avizoran como el nuevo paradigma tecnológico, es así, que para obtener el máximo beneficio de tales cambios, debemos elaborar una nueva estrategia de desarrollo.

4.3 DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA IED EN EL PERU

De acuerdo a la CEPAL, las corrientes de IED en el Perú crecieron un 31% en 2010 y totalizaron un monto record de 7328 millones de dólares. El crecimiento de la IED se explica fundamentalmente por los altos niveles de reinversión de utilidades por las empresas transnacionales. Las cifras disponibles sobre la distribución sectorial, muestran que la IED se dirige especialmente a servicios y recursos naturales. Más aun, la escasa inversión en manufacturas está dirigida a actividades estrechamente ligadas a los recursos naturales, como la agroindustria o las refinerías de petróleo. La minería, en tanto, tiene una amplia presencia de grupos extranjeros, entre los que destacan Grupo México, BHP Billiton (Australia), Freeport McMoran Cooper & Golds (EE.UU.), Xstrata (Suiza), Newmont (EE.UU.) y Barrick (Canadá).⁶¹

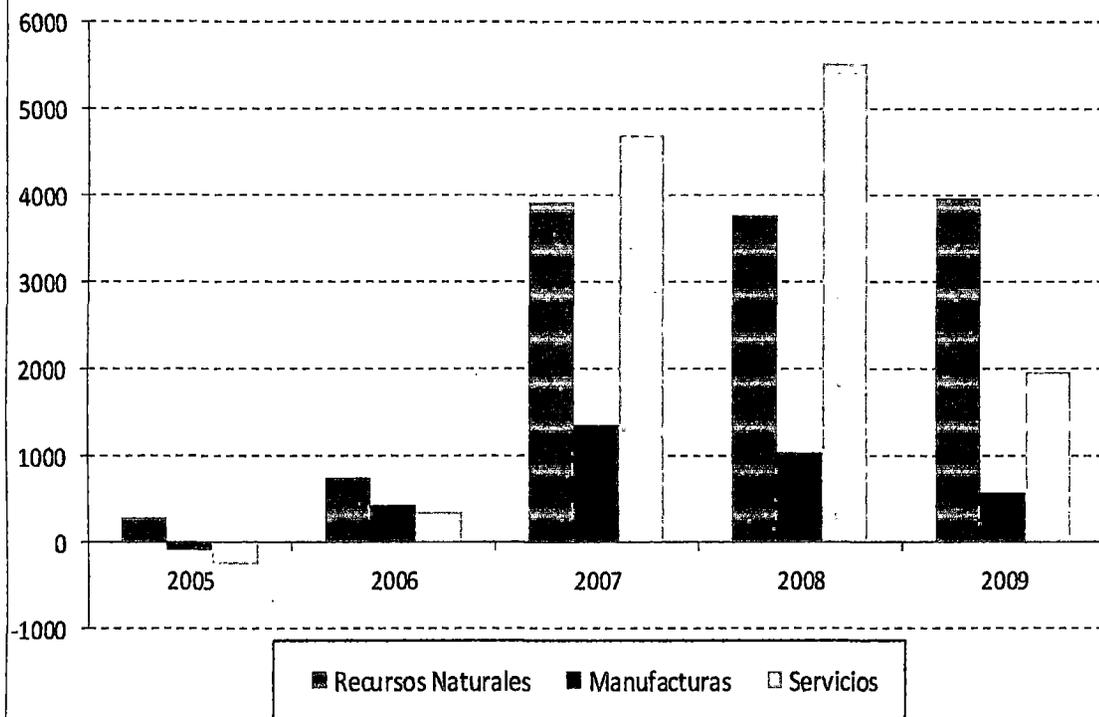
⁶¹ CEPAL (2010), La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, Pág. 52

Grafico 2
DISTRIBUCION DE LOS MONTOS DE NUEVOS PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA, SEGÚN
INTENSIDAD TECNOLÓGICA, 2010
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**Grafico 3 :
PERU: Ingresos Netos de IED 2005-2009
(En millones de dolares)**



Fuente: CEPAL

Los datos a partir de 2007 corresponden a la desagregación sectorial de capitales externos de largo plazo, considerando IED, desembolsos de préstamos de largo plazo y bonos (CBRP)

Analizando los proyectos de inversión extranjera en industrias no tradicionales exportadoras como los servicios tenemos el caso de Chile. En 2000, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) empezó aplicar medidas para desarrollar la industria de los servicios globales. Al inicio, CORFO estableció programas para atraer la IED en TIC basándose de Costa Rica e Irlanda. Para ello se establecieron incentivos financieros, se implementaron programas de promoción internacional y se crearon otras iniciativas para responder a los requerimientos de las empresas internacionales en los ámbitos de los recursos humanos, la infraestructura y la regulación asociada a la exportación de servicios.

En 2007, el Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad preparó una estrategia de largo plazo para la industria y se estableció una coalición público-privada, con la meta de convertir a Chile en una plataforma de servicios globales líder a nivel mundial y crear un nuevo sector exportador con 1000 millones de dólares de exportación de servicios.⁶²

La experiencia en la industria del software de Chile muestra que una estrategia de desarrollo exitosa considera como elementos clave la inversión extranjera y la relación estratégica entre agentes públicos y privados. En ella, las políticas públicas son relevantes, en principio para determinar qué sector productivo guiara la dinámica económica en los años futuros y, a su vez, dotarlo de competitividad exportadora.

De acuerdo a cifras del Banco Central de Reserva del Perú las inversiones para el próximo quinquenio ascienden a 73 000 millones de dólares, de ese total 42 400 millones serán invertidos en minería entre exploración, ampliación y desarrollo de proyectos.⁶³

Lo cual indica que la estructura productiva exportadora permanecerá sin grandes cambios en los próximos años, la entrada de divisas continuara siendo liderada por la minería.

⁶² CEPAL (2010), La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, Santiago de Chile. Pág. 273

⁶³ Diario Gestión, 26 de agosto 2011

CAPITULO V

LAS RESERVAS INTERNACIONALES COMO OPORTUNIDAD PARA EL CRECIMIENTO

Una estrategia de crecimiento que utilice las reservas internacionales requiere conocer cuáles son los riesgos que esto implica, el más importante se refiere a la posibilidad de atravesar un episodio de recesión económica. En tal sentido la literatura económica resalta como las principales causas de las crisis económicas⁶⁴ los siguientes acontecimientos:

Déficit insostenible en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Una economía puede mantener déficit en la cuenta corriente si el resto del mundo lo financia o tiene altos niveles de reservas internacionales. Si no cuenta con reservas suficientes y el resto de mundo deja de financiarlo, la cuenta corriente tendrá que ajustarse hasta el nivel coherente con la financiación externa. Ese ajuste es doloroso, con una tasa de cambio que se devalúa aceleradamente y un gasto agregado que se contrae de manera abrupta (como Ecuador, 1998-1999; Tailandia, 1997-1998⁶⁵). Sin embargo, cuando el país tiene niveles altos de

⁶⁴ Gerencia Técnica del Banco de la Republica de Colombia (2003) Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales. Pág. 3,4.

⁶⁵ En esos países los bancos centrales agotaron sus reservas y la tasa de cambio se devaluó de manera brusca e incontrolada. Las caídas en el producto fueron de gran magnitud.

reservas puede financiar temporalmente el déficit en la cuenta corriente y realizar el ajuste del gasto a su ingreso de manera gradual (reduciendo el déficit fiscal). Este ajuste es menos doloroso que el producido de manera rápida y desordenada.

Niveles de deuda externa de corto plazo superiores al saldo de reservas internacionales. En este caso es altamente probable que se presente un ataque especulativo contra la moneda (como México, 1994; Corea del Sur, 1997-1998). Con bajos niveles de reservas, el país puede quedarse temporalmente ilíquido aunque sea solvente. Al contrario, con altos niveles de reservas es difícil que esto se presente, ya que estas puedan ser utilizadas para defender la moneda local y restaurar la confianza.

Pérdida de confianza en la solvencia del sistema financiero. Cuando esto ocurre la gente traslada masivamente su dinero de los bancos en el país a un sitio seguro en el exterior (o en efectivo, a dólares u otra moneda fuerte si el inversionista es poco sofisticado). La economía enfrenta entonces una “crisis gemela”, tanto por la “corrida bancaria” como por el ataque a la moneda local. Mientras mayor sea el nivel de reservas, más alta será la probabilidad de que el gobierno tenga tiempo para reestructurar y recapitalizar ordenadamente los bancos, evitando o reduciendo los costos de las crisis. Cuando la gente así lo entiende, menos depositantes pensarán en retirar sus depósitos del sistema financiero local.

“Contagio”. Los países pueden recibir ataques a su moneda, aunque no tengan ninguna de las vulnerabilidades descritas antes, por contagio, debido a estrategias de inversionistas internacionales que no distinguen entre las condiciones económicas de un país y otro que pertenece a la misma región o patrón de comercio. En este caso, la presión sobre la moneda

local proveniente del exterior es “irracional”, y puede manejarse o evitarse si se tiene un alto nivel de reservas internacionales.

Déficit fiscales altos que lleven a que el nivel y la tasa de crecimiento de la deuda pública sean insostenibles. Cuando el mercado así lo considere se presentan fenómenos similares a los descritos antes como “corrida bancaria”, con ataques a la moneda local y devaluaciones abruptas que terminan en pérdida de riqueza, inflación y recesiones profundas (caso de Argentina 2002). Con niveles altos de reservas internacionales se puede morigerar estos efectos. La crisis financiera iniciada en el año 2008 genero problemas de endeudamiento público en varios Estados de Europa, tal es así, que países como Grecia, Irlanda, Portugal han tenido que ser rescatados financieramente por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional por carecer de credibilidad en los mercados financieros, ello debido a que su déficit fiscal se tornó insostenible y su deuda publica alcanzo niveles cercanos su PBI.

Sobre lo expresado anteriormente se desprenden algunas lecciones de política económica. Los países deben: Mantener altos niveles de reservas internacionales. No permitir tasas de cambio reales “desalineadas” ni altos niveles de déficit en la cuenta corriente. Fortalecer al máximo la regulación y la supervisión del sistema bancario. Cuidarse del endeudamiento externo de corto plazo, y de la exposición al riesgo cambiario en general. Ser más cauteloso de lo normal si el país pertenece a una zona económica o geográfica vulnerable. No permitir niveles altos y crecimiento acelerado de la deuda pública.

5.1 IMPORTANCIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES PARA AFRONTAR CHOQUES EXTERNOS

Según Barco y Castillo (2009)⁶⁶ en las últimas décadas, los flujos de capital externos a economías emergentes, particularmente, la inversión extranjera directa, han representado una importante fuente de financiamiento para su crecimiento. Sin embargo, su reversión repentina también ha sido el origen de la mayoría de sus crisis financieras.⁶⁷ En tal sentido los flujos de capital tienen un rol dual en el crecimiento económico y en la estabilidad macroeconómica de economías emergentes.

Los autores realizan un análisis comparativo sobre las experiencias del Perú frente a la reversión repentina de los flujos de capital generados por la crisis rusa, a fines de la década de 1990, y la originada por la crisis financiera internacional, a partir de 2008, con especial énfasis en la combinación de políticas que eligieron las autoridades peruanas en ambas experiencias y en los factores que contribuyeron o limitaron la efectividad de las mismas.

Como resultado se observa que el factor determinante de la efectividad de las políticas implementadas por las autoridades peruanas en ambos momentos fue la existencia de un amplio saldo de activos internacionales. Niveles elevados de reservas permitieron aminorar el impacto de la salida de capitales sobre el sistema financiero y el gasto agregado.

⁶⁶ Barco, A., y P. Castillo (2009) Crisis Financieras y Manejo de Reservas en el Perú, Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos N° 17, junio 2009.

⁶⁷ Un amplio número de crisis financieras se han vinculado con la reversión repentina de los flujos de capital, por ejemplo México (1994), Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2000).

5.2 FACTORES CLAVE PARA LA EFECTIVIDAD DE LAS POLITICAS

Los éxitos que se lograron vía las políticas implementadas en respuesta a la fuga de capitales son: la reversión rápida de la escasez de liquidez, particularmente en moneda extranjera del sistema bancario genera por la fuga de flujos de capital; retrasar la reversión de la cuenta corriente, contener la depreciación del tipo de cambio real y amortiguar el impacto de la retirada de flujos de capitales en la actividad económica.

Los factores clave para el éxito de las políticas dependieron de una gran cantidad de reservas internacionales, una solidez de la posición fiscal e importantes inversiones en el sector transable antes de la fuga de capitales, lo que fue muy importante para la rapidez de la recuperación después de la crisis rusa. Las reservas internacionales permitieron restablecer velozmente la liquidez en moneda extranjera de los bancos.

5.2.1 Acumulación de Reservas Internacionales⁶⁸

Desde los inicios de los noventas, las autoridades monetarias reconocieron la importancia de la acumulación de reservas internacionales como instrumento útil para prevenir los efectos nocivos de una salida de capitales.

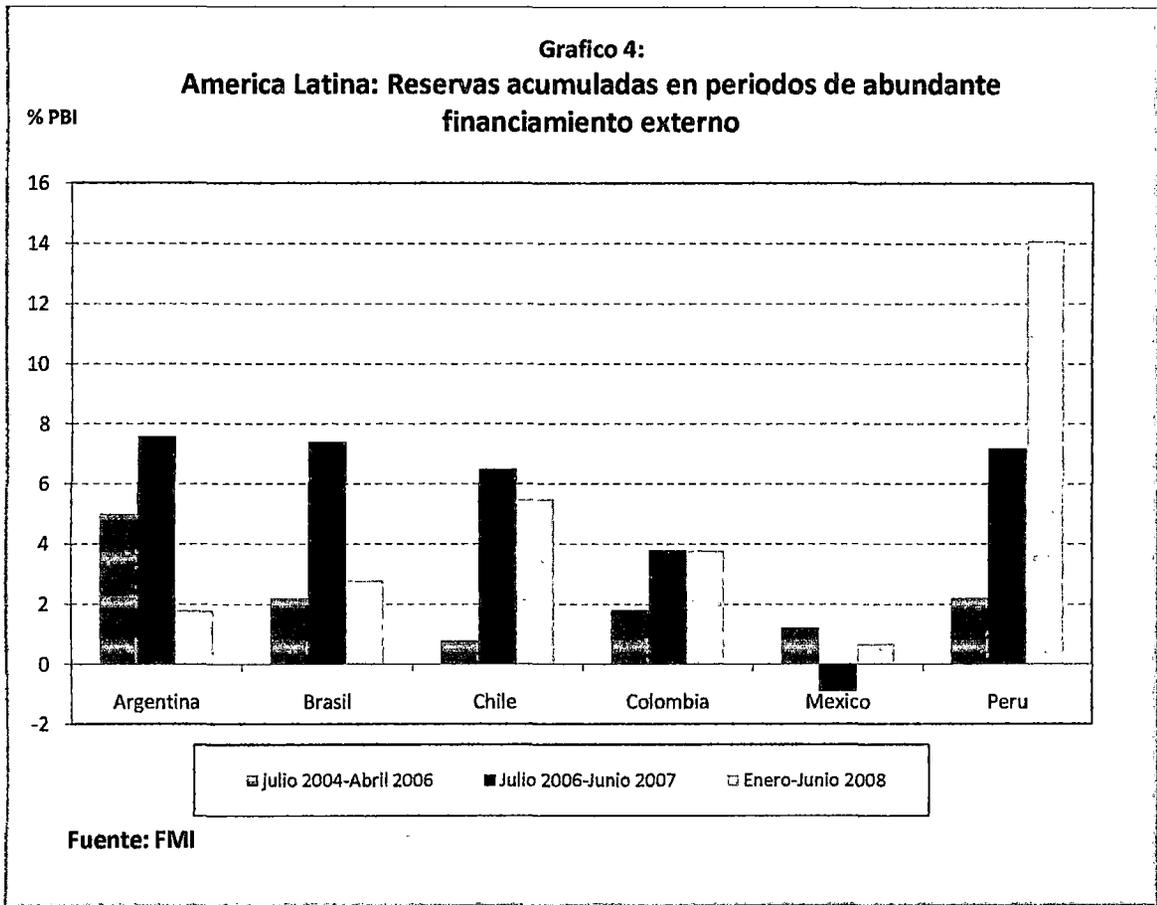
La estrategia del Banco Central en economías como el Perú, altamente dolarizada, le permite actuar como prestamista de última instancia, más aun en periodos de salidas de capital o crisis financiera. Como ejemplo está el alto encaje marginal, que en 1997 permitió

⁶⁸ Barco, A., P. Castillo (2009) Pág. 106

al sistema bancario acumular UU\$ 3,7 mil millones en depósitos de encaje en el Banco Central.

Otro de los factores que contribuyó a la acumulación de reservas del Banco Central fue la reducción de la inflación de más de 7000% en 1990 al 6,5% en 1997, esto elevó la demanda por nuevos soles, lo cual fue permitido al Banco Central absorber la menor demanda por moneda extranjera mediante compras en el mercado cambiario. La tercera forma en que el Banco Central acumuló reservas internacionales fue a través de depósitos del sector público, principalmente provenientes de la privatización de empresas públicas.

En la presente década, la acumulación de reservas internacionales está ligada a la actitud preventiva del Banco Central, expresada en una política de compras de divisas durante épocas de expansión e ingreso de capitales y ventas durante episodios de salidas, además de los altos encajes de los depósitos y adeudados en moneda extranjera. Esta estrategia ha tenido éxito como amortiguador ante un escenario internacional incierto.



5.2.2 Mejoras en la Política Fiscal⁶⁹

Las reformas fiscales de la década de 1990 tuvieron éxito al reducir el gran déficit fiscal que caracterizó la política fiscal del país durante la década de 1980. De acuerdo a las estadísticas, el déficit del sector público no financiero se redujo drásticamente de 8.9 por ciento en 1990 a un superávit de 0,1 por ciento en 1997. Como factores que contribuyeron a este logro fueron el aumento de los ingresos del sector público no financiero (del 11,7 % en 1990 al 16% en 1997), y la reducción en el gasto del gobierno, medido como gastos corrientes más pago de intereses. Un factor que redujo los gastos públicos fue la reducción en la tasa de interés de los pagos sobre la deuda externa.

⁶⁹ Barco, A., P. Castillo (2009) Pág. 108

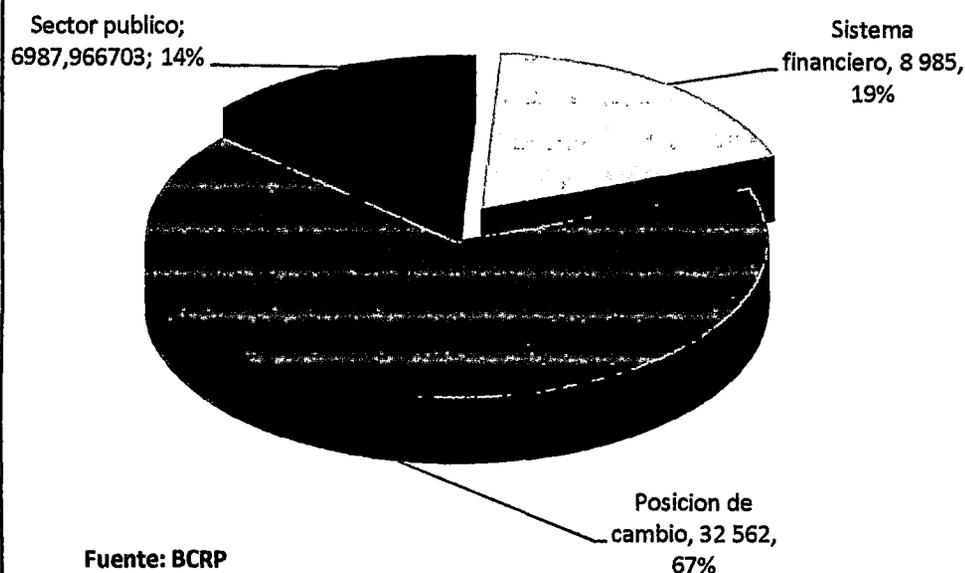
La mejora de la posición fiscal del Perú tuvo efectos de largo alcance para la estabilidad macroeconómica. En primer lugar contribuyó a la acumulación de reservas internacionales del Banco Central y la liquidez del gobierno en el sistema financiero, sobre todo en los años previos a la crisis rusa. Más tarde, se utilizaron estos fondos para aplicar una política contracíclica en respuesta a la fuga de capitales. Durante los años 2008, 2009 y 2010 el impulso fiscal⁷⁰ fue de 1,6 %, 1,1% y 0,4% respectivamente.

En segundo lugar, antes de la fuga de capitales el ahorro fiscal contribuyó a evitar una mayor apreciación del tipo de cambio real en respuesta al fuerte ingreso de capitales. Luego, durante la fuga de capitales en la crisis rusa o en la crisis financiera internacional, la mejora en la posición financiera del sector público facilitó la implementación de una política fiscal contra-cíclica, la cual apoyó a evitar la mayor depreciación del tipo de cambio real.

Por último, contribuyó a hacer sostenible la deuda pública, reduciendo así el riesgo de impago de deuda pública. Así, la política fiscal contribuyó a reducir la posibilidad de transferir su riesgo de insolvencia al sector privado, en particular al sector bancario.

⁷⁰ El impulso fiscal muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna.

**Grafico 5:
COMPOSICION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
31 de Agosto 2011: US\$ 48 535 millones**



5.3 EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES ÓPTIMAS

Hasta aquí hemos incidido en los beneficios de la acumulación de reservas internacionales, ahora veamos cuales son los costos de oportunidad recocidos por la literatura internacional, los más destacados se pueden resumir en:⁷¹

- Un gobierno puede pagar su deuda externa de corto plazo, lo que excede las ganancias de mantener reservas. Pagar esa deuda tiene el mismo efecto reductor de la vulnerabilidad que mantener reservas, con un costo menor.

⁷¹ Debate sobre las reservas: Niveles Óptimos y usos estratégicos (2010) Dinero y Bancos. Ministerio de Economía y Finanzas Publicas, Nota Técnica N° 32. Argentina. Pág. 5.

- Se pueden aplicar a proyectos de inversión domésticos vinculados a mejorar la capacidad de absorción del conocimiento tecnológico, a desarrollar una capacidad productiva y exportadora en base a la transformación de los recursos naturales.

Sobre los debates acerca del nivel óptimo de reservas, se han desarrollado diferentes enfoques analíticos y también técnicas econométricas. Dentro del primer grupo se establece un nivel adecuado de reservas basado en indicadores. Los principales son:⁷²

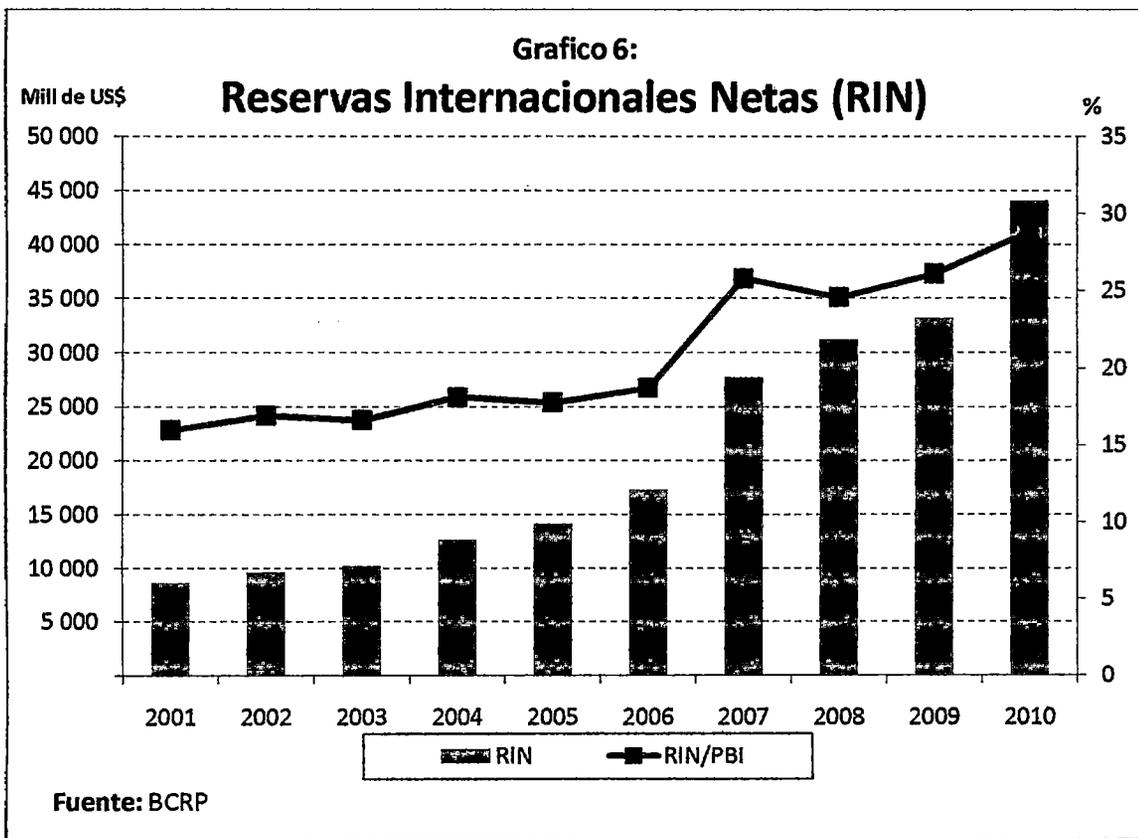
- Cobertura de tres meses de importaciones
- Una proporción del 20% de la oferta monetaria (Regla de Rodrik-Velasco)
- El 100% de la deuda externa total de corto plazo (regla de Greenspan-Guidotti).
- El 100% de la base monetaria o el 100% de los pasivos monetarios.

En un primer momento se consideraba que si un país poseía reservas por encima de tres o cuatro meses de importaciones se encontraba en una posición holgada. Sobre lo anterior, dado un entorno internacional con flujos de capitales altamente volátiles, se propuso cotejar la capacidad líquida de pago de la deuda externa que amortiza en corto plazo (generalmente un año). Tal indicador da una idea de la posible fuga frente a una crisis, pero en países emergentes es necesario considerar que el público, ante un entorno negativo, reacciona adquiriendo divisas con moneda doméstica, de forma que una porción de la oferta monetaria en soles es convertida a moneda extranjera.

⁷² Debate sobre las reservas: Niveles Óptimos y usos estratégicos (2010) Dinero y Bancos. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Nota Técnica N° 32. Argentina.

5.3.1 Ratios tradicionales de adecuación de reservas

Las reservas internacionales netas (RIN) crecieron muy significativamente entre 2007 y 2010. Según el BCRP, al 31 de agosto 2011 las RIN ascienden a 48 515 millones de dólares. Así mismo, el ratio RIN sobre PBI en el año 2010 fue uno de los más altos de la región, 28.9%, mientras en países vecinos como Brasil, Colombia, Chile y México este ratio se ubica en 13.8%, 9.9%, 12.8% y 10.9% respectivamente. (Ver Gráfico 6)



Los indicadores tradicionales de adecuación de reservas señalan que Perú se encontraría por encima del nivel óptimo. De acuerdo a ello al año 2010 las reservas excedentes se ubicarían por encima de los 30 000 millones de dólares.

El ratio RIN/Deuda externa de Corto plazo se encontraba en el año 2009 en 5.5.⁷³ Según el reporte de Inflación de Junio 2011 las RIN son equivalentes a 4.6 veces las obligaciones externa pública y privada de corto plazo.

Cuadro 8: Reservas del Banco Central del Peru, Reservas Optimas Según Metodos Intenacionales

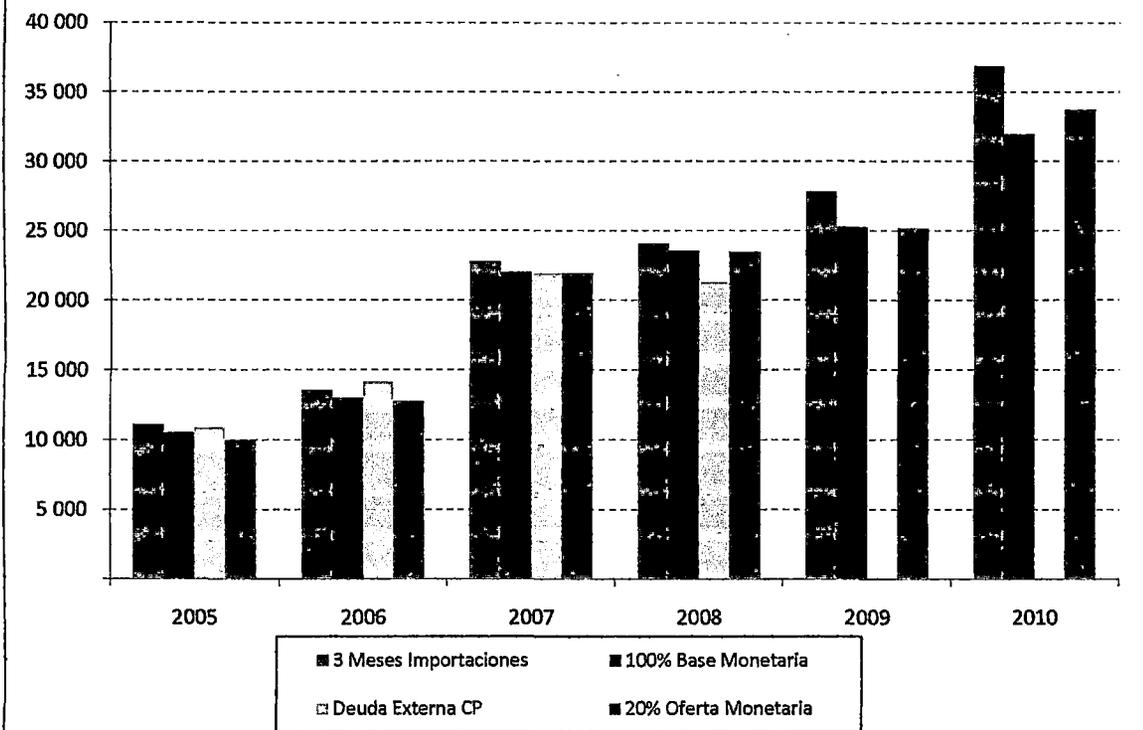
| Indicadores | Año | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| US\$ Millones | Reservas BCRP | 14 097 | 17 275 | 27 689 | 31 196 | 33 135 | 44 105 |
| 3 meses | Optimas | 3 020 | 3 711 | 4 898 | 7 112 | 5 253 | 7 204 |
| Importaciones | Excedentes | 11 077 | 13 564 | 22 791 | 24 084 | 27 882 | 36 901 |
| 100% Base | Optimas | 3 556 | 4 234 | 5 682 | 7 625 | 7 818 | 12 106 |
| Monetaria | Excedentes | 10 541 | 13 041 | 22 007 | 23 571 | 25 317 | 31 999 |
| Deuda Externa * | Optimas | 3 208 | 3 070 | 5 778 | 9 890 | | |
| Total Corto Plazo | Excedentes | 10 889 | 14 205 | 21 911 | 21 306 | | |
| 20% Oferta | Optimas | 4 101 | 4 493 | 5 769 | 7 715 | 7 918 | 10 374 |
| Monetaria | Excedentes | 9 996 | 12 782 | 21 920 | 23 480 | 25 217 | 33 732 |

Fuente: BCRP

* Los niveles de deuda externa de corto plazo corresponden a Alarco, German (2009)

⁷³ BCRP, Reporte de Inflación, Diciembre 2009

**Grafico 7:
Evolucion de Reservas Internacionales excedentes**



Fuente: BCRP

Los resultados anteriores nos llevan a plantear la posibilidad de utilizar el excedente de reservas internacionales en inversión productiva, es decir, utilizarla en proyectos que eleven la capacidad exportadora de bienes de alto valor agregado.

5.4 USO DE RESERVAS

Cruz (2008) plantea que el exceso de reservas podría contribuir importantemente en el crecimiento, particularmente si se utiliza en proyectos productivos como infraestructura doméstica o en sectores de alta rentabilidad. Así mismo indica que, si se utilizara exclusivamente el exceso de reservas, los objetivos primarios de la estrategia de acumulación de las mismas – liquidez y precaución- no se alterarían. Termina diciendo que es posible acumular reservas internacionales tanto para estabilidad financiera como para impulsar el crecimiento a través de proyectos rentables.

Dicha inversión debe realizarse bajo un esquema de desarrollo productivo y tecnológico que incorpore inteligencia en las exportaciones para estimular el crecimiento y generar el círculo virtuoso del que hablaba Thirlwall.⁷⁴

Otras estrategias incluyen la utilización de las reservas internacionales para la cancelación de los compromisos de deuda externa pública y la conformación de Fondos Soberanos (China es el caso más reciente)⁷⁵ con objetivos específicos variados, entre ellos los destinados a infraestructura y fines productivos.

Sobre la experiencia de pago de la deuda externa con Reservas Internacionales de algunos países tenemos los casos de Argentina, Brasil, Uruguay y México. Esto no ha generado

⁷⁴ Según Vera Vasallo en Notas de Clase de 2009, Nuestro proceso de inserción internacional se caracteriza por importar manufacturas con alto valor agregado intelectual o sofisticación tecnológica y exportar materias primas o manufacturas de bajo contenido intelectual.

⁷⁵ Para una lectura sobre el Fondo Soberano de China, Ver Martim (2008) China's Sovereign Wealth Fund, Foreign Affairs, Defense and Trade Department, CRS report for Congress, USA.

volatilidad en los mercados financieros, ni incrementos del riesgo país y/o turbulencias cambiarias incontrolables.⁷⁶

Otra experiencia relevante consiste en la conformación de Fondos Soberanos, organizados desde los estados nacionales con el fin de administrar una cartera de activos nacionales e internacionales.

Cuadro 9: Algunos de los Mas Importantes Fondos Soberanos

| Pais | Fondo | Tamaño en US\$ MM | Año de creacion |
|-----------------|---|-------------------|-----------------|
| Emiratos Arabes | Abu Dhabi Investment Authority (ADI) | 500-875 | 1976 |
| Singapur | Governement of Singapore Investment Corp | 100-300 | 1981 |
| Noruega | Governemt Pension Fund Global (GPF) | 308 | 1990 |
| China | China Investment Corporation Ltd (CIC) | 200 | 2007 |
| Kuwait | Future Generations Fund | 174 | 1976 |
| Rusia | Stabilization Fund for the Russian Federation | 122 | 2004 |
| Singapur | Temasek Holdings | 108 | 1974 |

Fuente: Truman (2007)

Los fondos soberanos de inversión (FSI) no son otra cosa que fondos estatales de inversión que se realizan a más largo plazo y con una mayor rentabilidad. Se supone que los recursos de los FSI provienen de las ganancias extraordinarias petroleras, mineras o del gas, aunque algunos países usan las reservas de los bancos centrales.⁷⁷

Por otro lado, usualmente los fondos son adoptados por países que tienen superávit externos con el objetivo de evitar la sobrevaluación de sus monedas con la consecuente

⁷⁶ Debate sobre las reservas: Niveles Óptimos y usos estratégicos (2010) Dinero y Bancos. Ministerio de Economía y Finanzas Publicas, Nota Técnica N° 32. Argentina. Pág. 11.

⁷⁷ Lopez-Chau, Alfonso (2010) Los fondos soberanos de inversión, Diario el Comercio, 6 de octubre. Lima Perú.

pérdida de competitividad. Los altos precios experimentados por los commodities en los últimos años incentivo la conformación de este tipo de entidades con el objeto de amortiguar el impacto en la economía de una eventual variabilidad de estos precios en los mercados internacionales.

La mayoría de estos fondos soberanos se nutren, directa o indirectamente, de las divisas originadas por el comercio exterior. Un caso para el análisis es la creación reciente del fondo soberano chino China Investment Corporation en el 2007, cuyo capital proviene directamente de una porción de las reservas internacionales.

En el año 2009 el Fondo Monetario publicó un manual sobre la implementación y organización operativa de este tipo de fondos. En el citado documento se hace hincapié en que el gobierno central debería consensuar con la autoridad monetaria del país cual es el nivel óptimo de reservas, para poder de esa forma movilizar los recursos excedentes para la constitución de Fondos Soberanos.

CONCLUSIONES

1. La ley de Thirlwall menciona que en el largo plazo, la tasa de crecimiento efectiva debe ser aproximadamente igual a la tasa consistente con el equilibrio de balanza de pagos. En el Perú, la tasa de crecimiento efectiva no es igual a la tasa de crecimiento consistente –sin flujos de capitales- con el equilibrio en el largo plazo. De esta manera, el país se encuentra en la actualidad acumulando déficits en su cuenta corriente.
2. El modelo de crecimiento de la economía peruana sigue basado en una secuencia de tipo “Stop and go”, en la cual a las etapas de mayor crecimiento les ha seguido la necesidad de ajustar su desequilibrio externo. Es interesante señalar como dicho esquema, a pesar de sustanciales diferencias, ha seguido vigente tanto en el periodo de sustitución de importaciones como en el posterior de liberalización, apertura y desregulación de la economía. En este esquema el ajuste se ha producido a través de devaluaciones, las cuales han arrastrado a la demanda interna y al producto a una recesión. De los resultados presentados, se deduce que, en una primera aproximación, el ajuste de la balanza comercial se produce por contracción de la demanda interna siendo la modificación del tipo de cambio la variable inductora de la contracción en el nivel de actividad y, con él, en las importaciones.
3. La economía peruana ha superado en los diversos periodos analizados su crecimiento teórico a través de las entradas de capital, esta fue la variable que

viabilizo estos desajustes equilibrando los déficit de cuenta corriente y permitiendo a la economía eludir el desajuste generado. La economía peruana ha funcionado de tal forma que los periodos de crecimiento rápido provocaban la necesidad de endeudamiento por el desequilibrio externo que generaban, ese desequilibrio era financiado por entradas de capital (ya fueran deuda o privatizaciones, como durante la década de los noventa), las cuales llegaban, entre otras causas, por el propio crecimiento de la economía. En este esquema, el endeudamiento debía crecer constantemente porque el crecimiento se convertía en una necesidad para atraer capital y poder financiar el desequilibrio externo, pero a su vez, el crecimiento aumentaba las necesidades de entradas de capital. Así, el funcionamiento económico presentaba un círculo perverso que en algún momento provocaba el ajuste real. De acuerdo al Reporte de Inflación de Junio de 2011 del BCRP, el financiamiento externo privado bruto de largo plazo en % del PBI sería de 6,8%, 6,2% y 6,0% para los años 2011, 2012 y 2013. Tal escenario conservador sería otro si las condiciones internacionales se tornan adversas para la economía nacional.

4. Del análisis econométrico realizado a la economía peruana, bajo la perspectiva planteada por Thirlwall, se puede sugerir que se busquen los mecanismos para elevar la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones y reducir la elasticidad de importaciones, como por ejemplo mediante el desarrollo de políticas sectoriales descentralizadas hacia nuevos sectores exportadores de valor agregado y generadores de empleo calificado. De políticas selectivas hacia la incorporación de progreso técnico en los bienes y servicios que comerciamos con el mundo. Así, a

mayor ingreso mundial, mayores exportaciones manufactureras del país, como también, a medida que se incrementa el PBI no se disparen las importaciones.

5. La elasticidad demanda de importaciones presenta un aumento en los últimos 20 años (2,23) en relación con el obtenido en el periodo 1970-1988 (1,44). Es posible afirmar que las reformas estructurales de los 90's generaron estabilidad macroeconómica, a la vez que elevaron nuestra dependencia de las importaciones para crecer. Esto no ha cambiado en el periodo reciente de crecimiento sostenido de la economía.

6. La experiencia peruana sobre el endeudamiento productivo es reducida, pero existen casos exitosos en otras partes del mundo. La idea es que la deuda en si no es mala, si un país accede a créditos externos y los utiliza para proyectos cuya rentabilidad supera el costo de oportunidad entonces los beneficios para el país serán positivos. Ahora, el Perú presenta actualmente una excelente reputación en los mercados internacionales dados sus sólidos fundamentos macroeconómicos. Ello puede significar una oportunidad para acceder a financiamiento externo o interno en condiciones muy favorables, e invertir en desarrollar nuestro capital intelectual para potenciar los sectores exportadores de alto valor agregado, a la par de incrementar los índices de competitividad internacional. Todo en un marco de credibilidad y transparencia en el destino de los fondos.

7. La orientación de la IED en el Perú tiene una tradición minera, el país carece de políticas selectivas tendiente a influir en la configuración de la estructura productiva

en lo que respecta a distribución espacial, composición sectorial, contenido tecnológico, orientación hacia afuera y otros propósitos de desarrollo productivo. No es de extrañar que las tan comentadas externalidades no encuentren un espacio para generar actividades productivas de alto valor agregado, en un sistema productivo sin la capacidad social de absorción del progreso técnico del país receptor de la inversión extranjera. En ese sentido urge desarrollar nuestro sistema nacional de innovación, una institución cuya finalidad es reforzar la capacidad individual y nacional de negociación, asimilación, aprendizaje e innovación tecnológica.

8. El Perú debería canalizar ingentes recursos hacia la construcción de capacidades para adoptar y adaptar las importantes innovaciones en curso y seguir con atención el desarrollo de las que se avizoran para los próximos años en el ámbito de las tecnologías de propósito general. El avance de las TIC ha sido espectacular en los últimos años y ahora debería venir una etapa de mayor acceso a estas tecnologías y de su mejor utilización productiva. La biotecnología, nanotecnología, nuevos materiales y las fuentes no convencionales de energía se avizoran como el nuevo paradigma tecnológico, es así, que para obtener el máximo beneficio de tales cambios, debemos elaborar una nueva estrategia de desarrollo.

9. La modalidad de Inversión Extranjera que genera mayor beneficio al país receptor es la Inversión Extranjera Cuasiaccionaria, a través de ella las empresas nacionales se asocian con las empresas transnacionales (ETs), esto tiene la ventaja de facilitar un proceso de aprendizaje industrial y absorción tecnológica hacia fases de

adaptación, imitación y posterior innovación tecnológica. Políticas públicas activas, en un marco de asociación estratégica con las ETs, deben generar el marco institucional para atraer inversión extranjera hacia sectores productivos con ventajas competitivas capaces de liderar nuestras exportaciones de alto valor agregado. El caso de la industria petroquímica puede significar un gran salto a la industrialización secundaria, siempre y cuando sea dentro de una Estrategia de Desarrollo Nacional.

10. La utilización del excedente de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en el Perú puede significar una gran fuente de financiamiento hacia inversión productiva, es decir manufacturera exportadora de alto valor agregado. Tal es así, que de acuerdo a los principales indicadores que miden el nivel adecuado de reservas, el Perú se halla muy por encima de ellos, inclusive en comparación a nuestros pares de la región y otros países con el mismo grado de inversión. Además, el objetivo de acumulación de reservas no se vera afectado mientras la rentabilidad de las inversiones eleve el nivel de reservas inicial.

11. Dado un escenario superavitario en términos del nivel adecuado de reservas, el Perú tiene la oportunidad de usar parte de esos fondos para una transformación productiva con equidad social que eleve nuestros estándares de competitividad internacional, permitiendo superar la restricción externa al crecimiento y mejorando la calidad de vida de la población. De esa manera se superarían las debilidades mencionadas por las agencias calificadoras como son la alta concentración de nuestras exportaciones en materias primas y la elevada desigualdad en nuestro

territorio. En la medida que los excedentes de las reservas sean destinados a inversión productiva descentralizada se producirá un círculo virtuoso que incrementaría la productividad, el producto potencial y las exportaciones intensivas en conocimiento.

BIBLIOGRAFIA

- Agosín, M. (1999) Comercio y crecimiento en Chile, Revista de la CEPAL, N° 68
- Alarco, German (2009) Niveles necesarios, costos y políticas para las reservas internacionales en América Latina, Economía Mexicana, Nueva Época, vol XX, N° 1
- Amsden, A. (1989) Asia's next giant: South Korea and Late Industrialization, Nueva York, Oxford University Press.
- Banco Central de Reserva del Perú. Series Económicas y Reportes de Inflación. En: www.bcrp.gob.pe
- Barco, A., y P. Castillo (2009) Crisis Financieras y Manejo de Reservas en el Perú, Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos N° 17, junio 2009
- Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2006), Hechos estilizados de la economía peruana, BCRP
- CEPAL. La Transformación productiva 20 años después. Viejos problemas, nuevas oportunidades, Santiago de Chile, mayo
- CEPAL (2007), Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2006. Tendencias 2007, Santiago de Chile.
- CEPAL (2010), La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, Santiago de Chile
- Cruz, Moritz (2006), ¿Pueden las reservas Internacionales contribuir al crecimiento mexicano?, Economía UNAM, Vol. 3, Núm. 8, México.

- Debate sobre las reservas: Niveles Óptimos y usos estratégicos (2010) Dinero y Bancos. Ministerio de Economía y Finanzas Publicas, Nota Técnica N° 32. Argentina
- Fondo Monetario Internacional. Base de Datos & Estadísticas. En: www.imf.org
- Fugarolas, G. Y D. Matesanz (2005): “Restricción de balanza de pagos y vulnerabilidad externa en la argentina de los noventa. Un análisis de caso”. Múnich Personal RePEc Archive.MPRA Paper, N°. 210.
- García, Mario y Quevedo, Andrés (2005), “Crecimiento económico y balanza de pagos: evidencia empírica para Colombia”, Cuadernos de Economía, XXIV (43): 83-104.
- Gerencia Técnica del Banco de la Republica de Colombia (2003). Análisis del nivel adecuado de reservas internacionales.
- Ghosh, A. y Uma Ramakrishman (2006). “Importa el déficit en cuenta corriente”. Revista Finanzas y Desarrollo FMI, dic 2006
- Inversión Extranjera Directa y Desarrollo Sustentable. Lecciones desde las Américas (2008)
- Lahura, Erick y Donita Rodríguez (2007), Nivel Óptimo de Reservas Internacionales en el Perú, Banco Central de Reserva del Perú.
- López-Chau Nava, Alfonso (2004), “Estrategia de desarrollo alternativo para la economía peruana”, Instituto General de Investigaciones, UNI.
- López-Chau, Alfonso (2008), La mejor forma de estabilizar Invertir-Invertir e Invertir Más, Crecimiento y Desarrollo N°1, Lima.

- López-Chau, Alfonso (2010) Los Fondos soberanos de inversión, Diario El Comercio, 6 de octubre. Lima Perú.
- Mankiw, G. (2004), Principios de Economía, 3ra Edición, McGraw-Hill/Interamericana
- Moreno-Brid, J. y E. Pérez, “Liberalización Comercial y Crecimiento Económico en Centroamérica”, *Revista de la CEPAL*, núm. 81, CEPAL-ONU, Santiago, 2004.
- Ocampo, José Antonio (2009) Impactos de la Crisis Financiera Internacional sobre AL, *Revista de la CEPAL*.
- Soto, Claudio, Alberto Naudon, Eduardo López y Álvaro Aguirre (2004), “Acerca del nivel adecuado de las reservas Internacionales.
- Reig, N. Y J. Pardo (2002): “Crecimiento, Demanda y Exportaciones en la Economía Uruguaya. 1960-2000”. Documentos de trabajo, N° 12, Facultad de Economía. Universidad de la República, diciembre. Uruguay.
- Rodrik, Dani (2004) El Desarrollo económico en los albores del Siglo XXI, CEPAL
- Thirlwall, A. P. (2002). The nature of economic growth: an alternative Framework for understanding the performance of nations. Cheltenham: Edward Elgard.
- Vera Vassallo, Alejandro (1996) La inversión extranjera y el desarrollo competitivo en América Latina y el Caribe, *Revista de la CEPAL*

ANEXOS

ANEXO 1

Tabla 1: Indicadores Economicos *

| AÑOS | X | M | PBI | PBIE | TCN | TCR |
|------|----------|----------|----------|----------|------|--------|
| 1970 | 2419.97 | 3066.78 | 29285.63 | 3421.94 | | |
| 1971 | 2264.17 | 3068.02 | 30608.03 | 3421.94 | | |
| 1972 | 2344.70 | 3065.43 | 31657.00 | 3535.14 | | |
| 1973 | 1983.79 | 3488.99 | 33707.73 | 3728.82 | | |
| 1974 | 2201.40 | 5795.26 | 36669.52 | 3944.36 | | |
| 1975 | 1902.25 | 6532.24 | 38283.99 | 3919.08 | | |
| 1976 | 1988.82 | 5169.39 | 38730.43 | 3901.65 | | |
| 1977 | 2467.28 | 5019.71 | 38969.50 | 4112.15 | | |
| 1978 | 2890.42 | 3410.17 | 37496.64 | 4304.21 | | |
| 1979 | 3875.23 | 3599.48 | 38236.72 | 4535.26 | | |
| 1980 | 3475.30 | 4874.71 | 41168.07 | 4663.77 | | |
| 1981 | 3162.73 | 5744.48 | 43417.49 | 4782.06 | | |
| 1982 | 3603.74 | 6010.86 | 43275.29 | 4689.28 | | |
| 1983 | 3039.05 | 4317.94 | 39234.77 | 4901.06 | | |
| 1984 | 3483.18 | 3571.73 | 40725.07 | 5253.25 | | |
| 1985 | 3573.32 | 3082.92 | 41576.18 | 5470.61 | | |
| 1986 | 3205.99 | 4117.99 | 46611.36 | 5660.15 | | |
| 1987 | 3086.04 | 4553.17 | 50220.81 | 5841.24 | | |
| 1988 | 2664.54 | 3646.07 | 45489.90 | 6081.40 | | |
| 1989 | 3431.39 | 2719.71 | 39380.88 | 6298.63 | | |
| 1990 | 3196.85 | 3168.76 | 37376.47 | 6416.89 | | |
| 1991 | 3465.01 | 3899.57 | 38163.56 | 6401.83 | 0.78 | 95.99 |
| 1992 | 3541.58 | 4098.99 | 37999.93 | 6619.09 | 1.25 | 92.29 |
| 1993 | 3704.65 | 4232.55 | 39810.63 | 6807.88 | 1.99 | 102.61 |
| 1994 | 4424.12 | 5499.21 | 44915.00 | 7085.15 | 2.20 | 93.48 |
| 1995 | 4661.75 | 7062.34 | 48781.69 | 7263.40 | 2.26 | 93.67 |
| 1996 | 5055.15 | 6885.81 | 50010.12 | 7535.08 | 2.45 | 93.15 |
| 1997 | 5889.18 | 7687.58 | 53442.85 | 7870.87 | 2.66 | 93.70 |
| 1998 | 5591.35 | 7782.29 | 53091.22 | 8213.69 | 2.93 | 94.89 |
| 1999 | 6404.26 | 6325.07 | 53576.54 | 8610.12 | 3.38 | 103.01 |
| 2000 | 7071.37 | 6585.75 | 55157.37 | 8966.40 | 3.49 | 103.27 |
| 2001 | 7509.17 | 6661.44 | 55275.90 | 9063.18 | 3.51 | 101.57 |
| 2002 | 7990.00 | 6954.02 | 58048.38 | 9227.63 | 3.52 | 99.69 |
| 2003 | 8626.04 | 7078.20 | 60391.62 | 9457.37 | 3.48 | 102.06 |
| 2004 | 9905.51 | 7544.61 | 63397.15 | 9795.30 | 3.41 | 103.08 |
| 2005 | 11495.72 | 8404.53 | 67725.07 | 10094.52 | 3.30 | 104.06 |
| 2006 | 11588.38 | 9609.99 | 72967.32 | 10364.42 | 3.27 | 105.89 |
| 2007 | 11945.02 | 11468.35 | 79465.53 | 10566.19 | 3.13 | 106.48 |
| 2008 | 12741.91 | 13765.72 | 87255.83 | 10566.17 | 2.93 | 102.27 |
| 2009 | 12310.26 | 10978.13 | 88007.71 | 10287.98 | 3.01 | 100.48 |
| 2010 | 12503.64 | 13674.08 | 95747.77 | 10579.49 | 2.83 | 96.22 |

Fuente: FMI y BCRP

* Donde: X, M, PBI, PBIE, TCN y TCR representan las exportaciones e importaciones de bienes reales (mill), el Producto bruto interno peruano real (mill), el Producto Bruto de los Estados Unidos de real (mils de mill), el Tipo de Cambio nominal y el Tipo de Cambio real, respectivamente. Base1994

ANEXO 2

Matriz 1: Criterios para determinar el Retardo Optimo del VAR

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LNPBI LNX

Exogenous variables: C

Date: 08/30/11 Time: 05:08

Sample: 1970 2010

Included observations: 35

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 2.877418 | NA | 0.003261 | -0.050138 | 0.038739 | -0.019458 |
| 1 | 84.0679 | 148.4626 | 3.96E-05 | -4.461023 | -4.194392 | -4.368982 |
| 2 | 92.07776 | 13.73119 | 3.16e-05* | -4.690158* | -4.245773* | -4.536756* |
| 3 | 93.77355 | 2.713264 | 3.63E-05 | -4.558489 | -3.936349 | -4.343726 |
| 4 | 95.64583 | 2.781668 | 4.15E-05 | -4.436904 | -3.637011 | -4.160781 |
| 5 | 103.102 | 10.22556* | 3.48E-05 | -4.634398 | -3.656751 | -4.296914 |
| 6 | 104.1865 | 1.363361 | 4.24E-05 | -4.467798 | -3.312396 | -4.068953 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

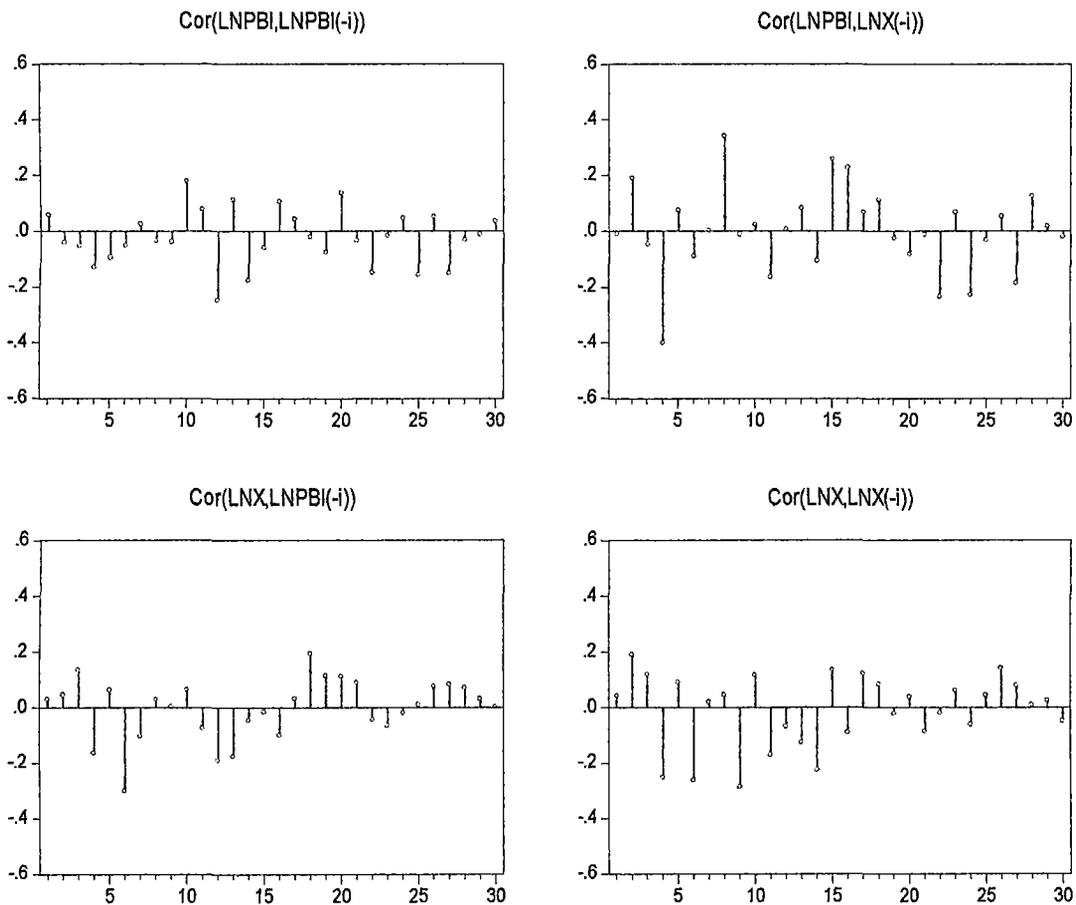
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Fuente: Elaboracion propia

ANEXO 3

Grafico 1: Autocorrelacion en los impulsos

Autocorrelations with 2 Std.Err. Bounds



Fuente: Elaboracion propia

ANEXO 4

Matriz 2: Autocorrelacion en los residuos

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h
Date: 08/30/11 Time: 01:34
Sample: 1970 2010
Included observations: 39

| Lags | LM-Stat | Prob |
|------|----------|--------|
| 1 | 1.235142 | 0.8723 |
| 2 | 3.542182 | 0.4715 |
| 3 | 1.399236 | 0.8443 |
| 4 | 8.515023 | 0.0744 |
| 5 | 1.25972 | 0.8682 |
| 6 | 5.74733 | 0.2188 |

Probs from chi-square with 4 df.

Fuente: Elaboracion propia

ANEXO 5

Matriz 3: Normalidad en los residuos

VAR Residual Normality Tests

Orthogonalization: Residual Covariance (Urzua)

Null Hypothesis: residuals are multivariate normal

Date: 08/30/11 Time: 01:35

Sample: 1970 2010

Included observations: 39

| Component | Skewness | Chi-sq | df | Prob. |
|-----------|-----------|----------|----|--------|
| 1 | 0.010776 | 0.000879 | 1 | 0.9764 |
| 2 | -0.121889 | 0.112431 | 1 | 0.7374 |
| Joint | | 0.11331 | 2 | 0.9449 |

| Component | Kurtosis | Chi-sq | df | Prob. |
|-----------|----------|----------|----|--------|
| 1 | 2.705082 | 0.049806 | 1 | 0.8234 |
| 2 | 2.429705 | 0.418938 | 1 | 0.5175 |
| Joint | | 0.468745 | 2 | 0.7911 |

| Component | Jarque-Bera | df | Prob. |
|-----------|-------------|----|--------|
| 1 | 0.050685 | 2 | 0.975 |
| 2 | 0.53137 | 2 | 0.7667 |
| Joint | 9.117986 | 9 | 0.4265 |

Fuente: Elaboracion propia

ANEXO 6

Matriz 4: Heteroscedasticidad residual

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)

Date: 08/30/11 Time: 01:55

Sample: 1970 2010

Included observations: 39

Joint test:

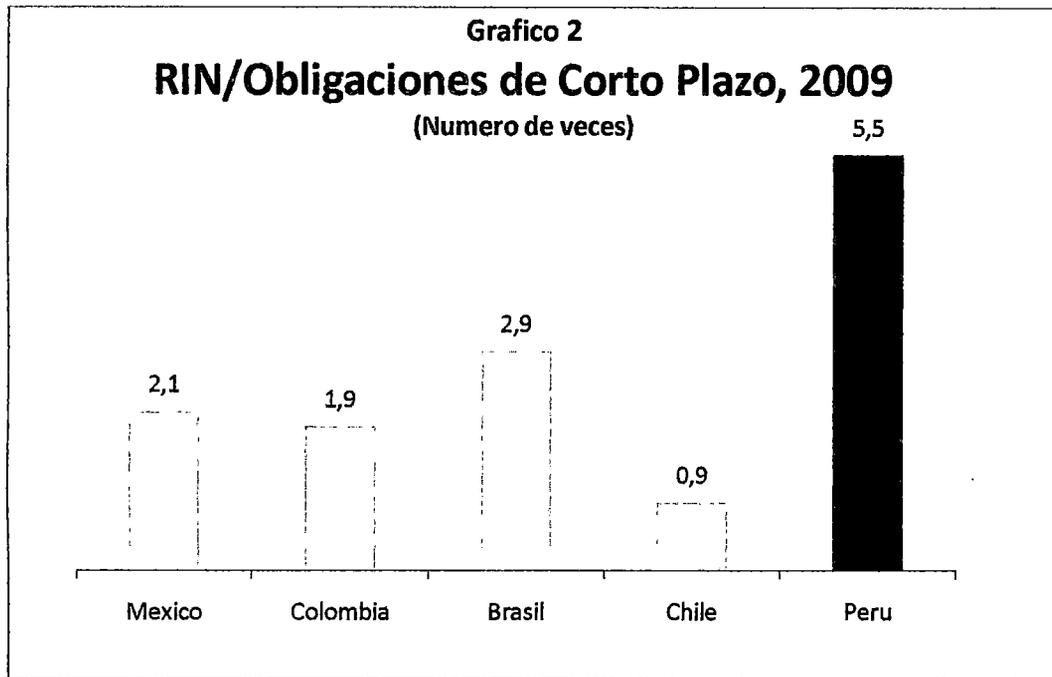
| Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----|--------|
| 39.46766 | 24 | 0.0244 |

Individual components:

| Dependent | R-squared | F(8,30) | Prob. | Chi-sq(8) | Prob. |
|-----------|-----------|----------|--------|-----------|--------|
| res1*res1 | 0.338516 | 1.919067 | 0.0939 | 13.20211 | 0.1051 |
| res2*res2 | 0.402466 | 2.525798 | 0.0313 | 15.69619 | 0.0469 |
| res2*res1 | 0.182581 | 0.837609 | 0.5773 | 7.12065 | 0.5237 |

Fuente: Elaboracion propia

ANEXO 7



ANEXO 8

