



“LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS 2008-09”

Conferencia en el Banco Central de
Reserva del Perú

Lima, 25 de agosto de 2009

Ricardo V. Lago

Ricardo V. Lago

<http://www.linkedin.com/in/ricardolago>

BLOGS :

- ❖ http://www.rgemonitor.com/latam-monitor/bio/rlago3/ricardo_lago
(en el Website de Nouriel Roubini)
- ❖ <http://fdchronicles.blogspot.com/>
- ❖ <http://rlago-articlesonline.blogspot.com/>
- ❖ <http://www.digitaljournal.com/user/311625>
- ❖ http://www.agoravox.com/auteur.php?id_auteur=5980
- ❖ <http://www.semanaeconomica.com/users/45383-ricardo-v-lago/blogs>
- ❖ http://www.correoperu.com.pe/correo/columnistas.php?txtEdi_id=4&txtReda_c_id=RVL

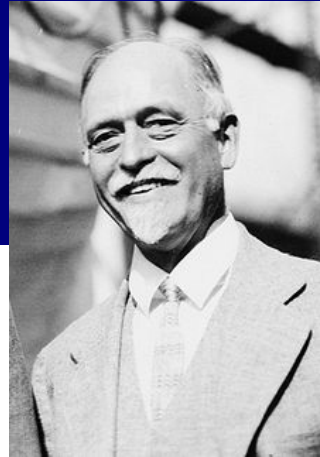
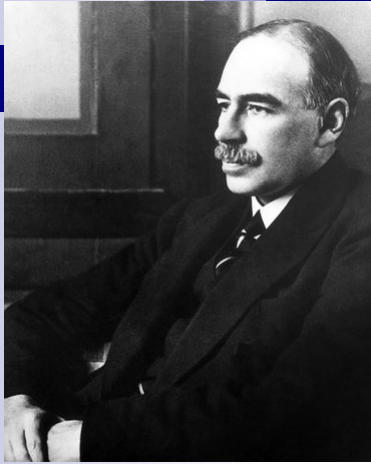
MERTON Y SCHOLES



MERTON Y SCHOLES

- 1997. RECIBIERON EL PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA POR LA FÓRMULA DE CÁLCULO DEL PRECIO DE LAS OPCIONES.
- 1998. QUEBRARON EL FONDO DE INVERSIÓN: **LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT**, PONIENDO EN PELIGRO LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO DE LOS EE.UU.

KEYNES Y FISHER



KEYNES Y FISHER

- DOS DE LOS MEJORES ECONOMISTAS DE LA HISTORIA. LOS PROFETAS CUYAS RECETAS SE APLICAN EN LA CRISIS ACTUAL.
- KEYNES QUEBRÓ UN FONDO DE INVERSIÓN EN LOS AÑOS 30.
- FISHER PERDIÓ TODA SU FORTUNA EN LA BOLSA EN LOS AÑOS 30.

PRESENTO MIS OPINIONES CON HUMILDAD

- SI ESTOS SABIOS SE EQUIVOCAN.
- ¡CÓMO NO VAMOS A EQUIVOCARNOS
LOS MORTALES!
- LA ECONOMÍA ES MÁS ARTE QUE
CIENCIA.

(1) TESIS CENTRALES DE MI PONENCIA : LA SITUACIÓN ACTUAL

- EL PERÚ NO HA ENTRADO EN RECESIÓN
 - EL CRECIMIENTO DEL PBI DEL PRIMER SEMESTRE
2009 /2008 HA SIDO DE 0,3%.
- TAMPOCO CORRE EL RIESGO DE CAER EN LA
DEFLACIÓN.
 - INFLACIÓN ÚLTIMOS DOCE MESES 2,6%.
- SE VIENE UNA FUERTE RECUPERACIÓN DEL PBI
EN EL SEGUNDO SEMESTRE
 - CRECIMIENTO DEL PBI SEGUNDO SEMESTRE:
 - MÍNIMO: 2,5% ; PROBABLE: 3,5% ; POSIBLE: 4,5%
- PERÚ SALE DE LA CRISIS CON LAS FINANZAS
PÚBLICAS Y CUENTAS MONETARIAS INTACTAS

(2) TESIS CENTRALES DE MI PONENCIA : LA EXPLICACIÓN

- EL BCRP FUE CAPAZ DE EVITAR UNA CRISIS CAMBIARIA Y UNA CONTRACCIÓN CREDITICIA.
- Y POR TANTO EVITÓ UNA CRISIS EMPRESARIAL, BANCARIA Y LA RECESIÓN.
- DOS FACTORES EXPLICAN POR QUÉ PUDO:

METODOLOGÍA



CAPTAIN RENAULT

- MAJOR STRASSER HAS BEEN SHOT
"ROUND UP THE USUAL SUSPECTS"

- HAN MATADO AL MAYOR STRASSER,
"TRÁIGANME A LOS SOSPECHOSOS DE
COSTUMBRE"

=====

- Y CUÁLES SON LAS VARIABLES
"SOSPECHOSAS" EN MATERIA CAMBIARIA
/MONETARIA

PRIMER FACTOR: SÓLIDA SITUACIÓN FINANCIERA

1. RESERVAS INTERNACIONALES

- ❖ MAYORES QUE TODOS LOS DEPÓSITOS DE LA BANCA
- ❖ MAYORES QUE LA DEUDA PÚBLICA TOTAL

2. SECTOR PÚBLICO ACREEDOR INTERNACIONAL NETO

- ❖ LAS RESERVAS DE DIVISAS DUPLICABAN EL MONTO TOTAL DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

3. SISTEMA BANCARIO BIEN CAPITALIZADO, LÍQUIDO Y BIEN SUPERVISADO

- ❖ TAMAÑO: 1/3 DEL PBI VERSUS 3 VECES EL PBI EN UK

4. SISTEMA BANCARIO (Y PAÍS) SUB-HIPOTECADO

- ❖ 120 000 HIPOTECAS, POR UN TOTAL DE US\$ 3 700 MILLONES (10% DE LA CARTERA)

5. CREDIBILIDAD DEL EQUIPO ECONÓMICO: VELARDE - CARRANZA - VALDIVIESO

LAS RESERVAS DE DIVISAS ERAN ELEVADÍSIMAS PERO...

- PERO EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES
- NADIE CREE NADA
- NADIE CREE A NADIE
- MUCHO MENOS DESPUÉS DE MADOFF

BERNIE MADOFF



LOS DOCE ÁNGULOS DEL “HATUNRUMIYOC”

LAS CLAVES QUE EXPLICAN EL RESURGIR DE LA ECONOMÍA PERUANA

CLAVES COYUNTURALES:

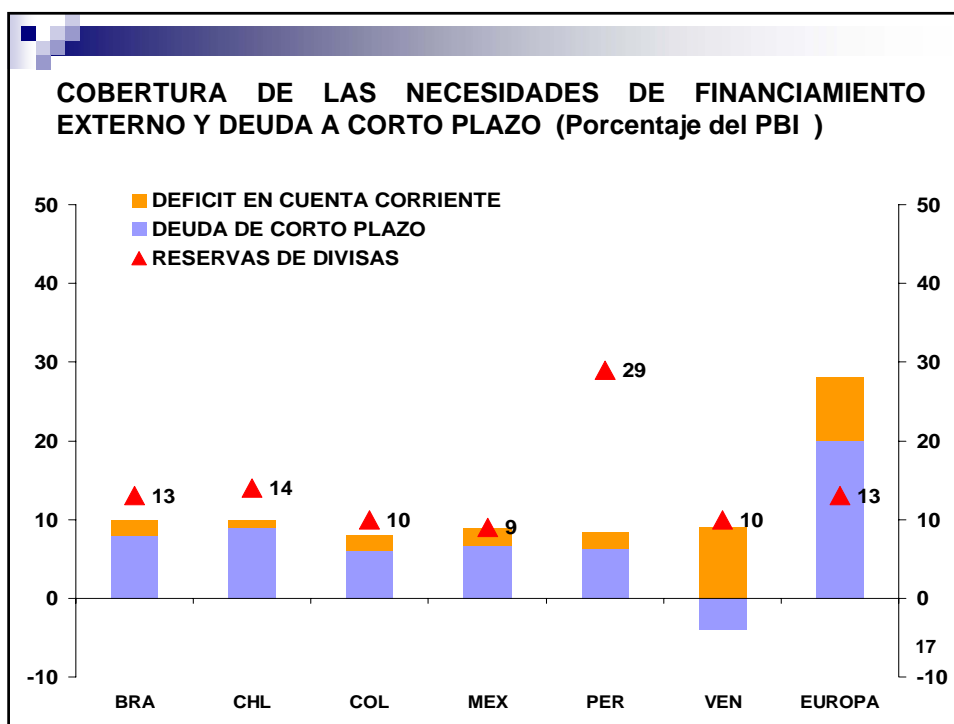
1. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCR
2. SISTEMA FINANCIERO SÓLIDO Y SOLVENTE
3. SECTOR PÚBLICO ACREEDOR NETO INTERNACIONAL
4. SISTEMA BANCARIO (Y PAÍS) SUB-HIPOTECADO
5. CREDIBILIDAD DEL EQUIPO ECONÓMICO: JULIO VELARDE BCR , LUIS CARRANZA MEF
6. MARGEN PARA POLÍTICAS ANTI CÍCLICAS
7. CARTERA DE INVERSIÓN EXTRANJERA
8. DIVERSIFICACIÓN DE EXPORTACIÓN DE METALES

CLAVES ESTRUCTURALES:

1. HISTORIAL DE REFORMAS : 1990 - 2009
2. AVANCES EN LA LUCHA CONTRA LA POBREZA
3. APOYO DE LA POBLACIÓN AL MODELO ECONÓMICO
4. BAJO RIESGO DE RETORNO AL POPULISMO

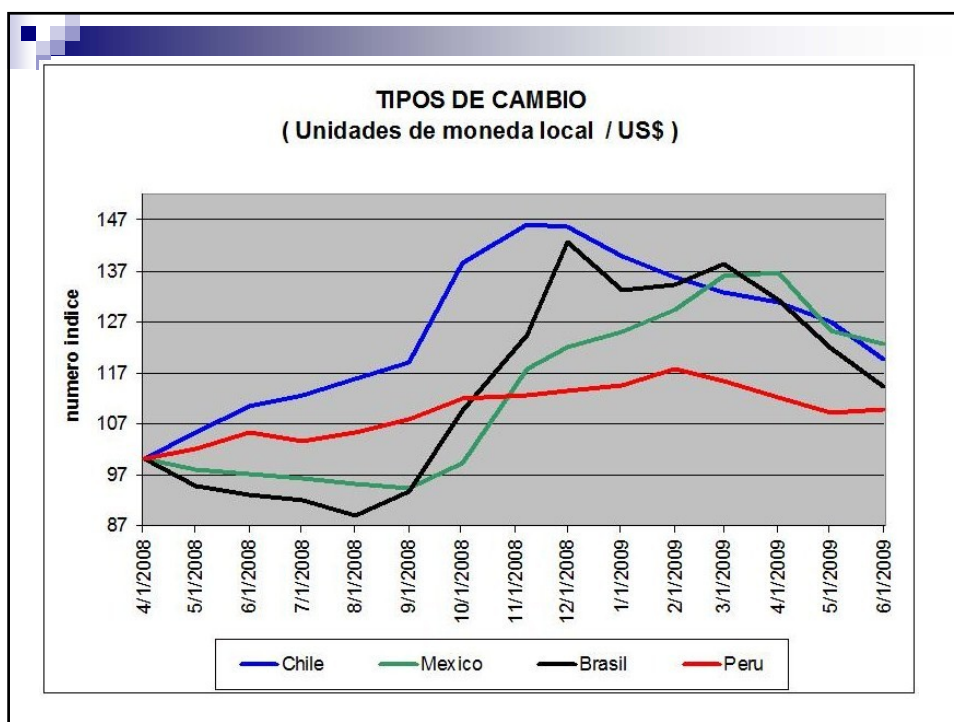
LA PIEDRA DE LOS DOCE ÁNGULOS : HATUNRUMIYOC (Cuzco)





SEGUNDO FACTOR: MANTENIMIENTO DE LA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y DEL CRECIMIENTO EN EL CRÉDITO

- LA MÁXIMA DEVALUACIÓN DEL SOL EN 2008 FUE DE 17%
 - ❖ EL PELIGRO EN PERÚ ES UNA ECONOMÍA MÁS DOLARIZADA.
 - ❖ EN BRASIL, CHILE Y MÉXICO LOS DEPOSITOS EN DÓLARES ESTÁN SUJETOS A LIMITACIONES Y PROHIBICIONES.
 - ❖ SIN EMBARGO, LAS CRISIS CAMBIARIAS SIEMPRE CAUSAN PROLEMAS.
- MIENTRAS QUE LAS DEL PESO CHILENO (47%), EL REAL (42%) Y EL PESO MEXICANO (37%) FUERON MUCHO MAYORES.
- LA PÉRDIDA DEL CONTROL SOBRE EL TIPO DE CAMBIO PROVOCÓ EN ESTOS UN EFECTO: “CASTILLO DE NAIPES” Y LES PRECIPITÓ A LA RECESIÓN.
- LA IRONÍA ES QUE AHORA LOS TIPOS DE CAMBIO DE ESTOS ESTÁN REGRESANDO HACIA LOS NIVELES INICIALES.



(3) TESIS CENTRALES DE MI PONENCIA: ESTÍMULO MONETARIO

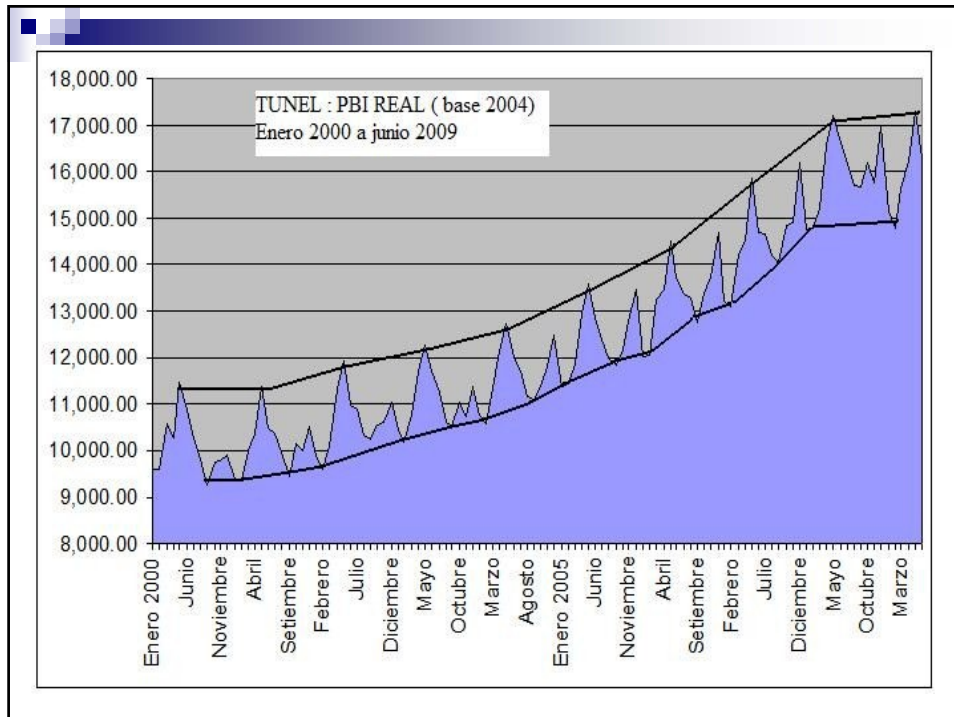
- NO ES CIERTO QUE NO HUBO ESTÍMULO MONETARIO HASTA MARZO 2009.
- ENTRE SET 08 Y ABRIL 09, EL BCRP SIGUIÓ UNA POLÍTICA DE **INYECCIÓN MONETARIA**
 - INYECTÓ EL EQUIVALENTE A US\$ 10 MIL MILLONES.
 - EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN TÉRMINOS REALES (Y MEDIDO EN DÓLARES) CRECIÓ MÁS QUE EN BRASIL, CHILE Y MÉXICO .
 - NO BAJÓ LAS TASAS DE INTERÉS PORQUE PODÍA HABER PROVOCADO UNA CRISIS CAMBIARIA
- A PARTIR DE MARZO 09, EL MERCADO DIO LAS SENALES DE QUE PODÍA BAJAR LAS **TASAS DE INTERÉS** YA SIN RIESGO
 - EL DÓLAR EMPEZÓ A BAJAR.
 - LAS RESERVAS DE DIVISAS RETOMARON LA TENDENCIA AL ALZA.
 - LOS DEPÓSITOS SE EMPEZARON A DES-DOLARIZAR.



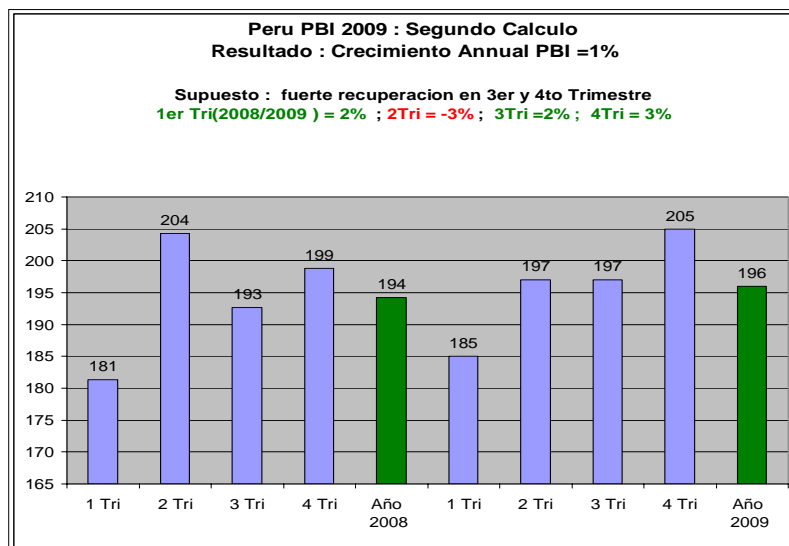
SECCIÓN I

EL PBI EN EL SEGUNDO SEMESTRE 2009, 2010 - 2011

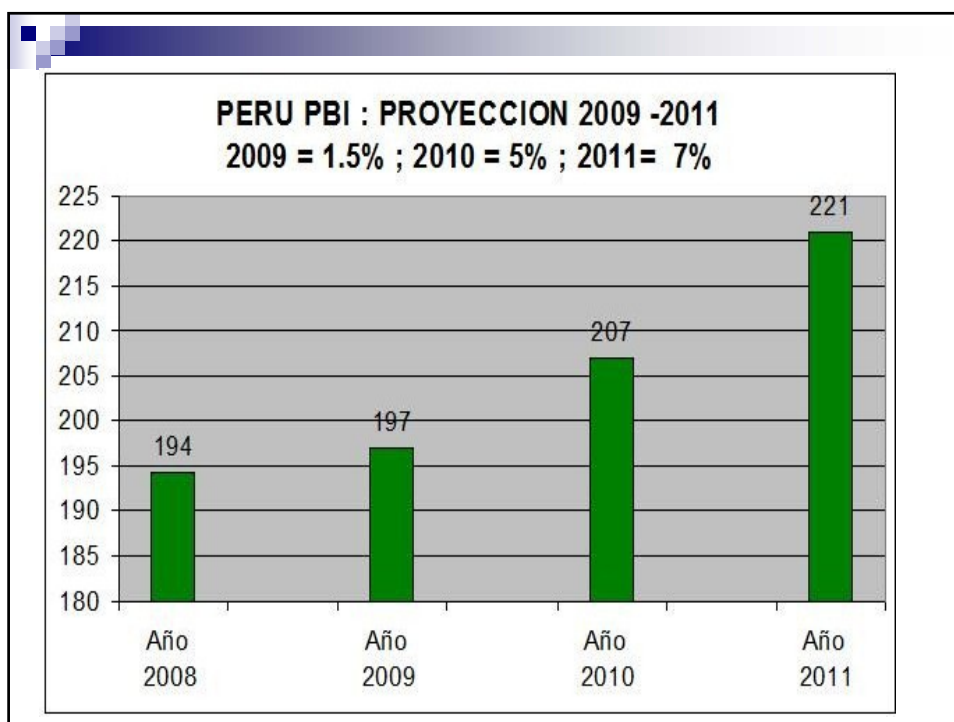
Ricardo V. Lago



MI PROYECCIÓN DE ABRIL



- CON EL DATO DE JUN 09 , LA CAÍDA DEL II TRIMESTRE ES -1,2% (EN LUGAR DE -3% EN MI PROYECCIÓN)
- DEJO LOS TRIMESTRES III y IV AL MISMO NIVEL
- SUBO EL CRECIMIENTO DEL 2009 DE 1% a 1,5 %



FACTORES QUE EXPLICAN LA RECUPERACIÓN

- RECUPERACIÓN INTERNACIONAL.
- EL AGOTAMIENTO DEL CICLO DE LOS INVENTARIOS. DEMANDA AGREGADA SE TRADUCIRÁ EN CRECIMIENTO EN EL PBI.
- EL PRECIO DEL COBRE A US\$ 2,9/LIBRA Y ORO US\$ 949/ONZA. LAS EXPORTACIONES.
- LOS ESTÍMULOS MONETARIO Y FISCAL.
- LA RECUPERACIÓN DE LA BOLSA DE LIMA.
 - FUE LA SEGUNDA DEL MUNDO EN TOCAR MÍNIMO.
 - SE HA REVALUADO 135% vs CHINA 90%.



SECCIÓN II ESTÍMULOS FISCAL Y MONETARIO

Ricardo V. Lago

AL EVITAR LA CRISIS CAMBIARIA Y BANCARIA
NO HA SIDO NECESARIO EL RESCATE DE
BANCOS



ESTÍMULO FISCAL



ESTÍMULO FISCAL

- EN LOS SIETE PRIMEROS MESES :
 - LOS INGRESOS PÚBLICOS HAN CAÍDO EN 18% REAL: 2,3 % DEL PBI.
 - EL GASTO PÚBLICO HA CRECIDO AL 15% REAL: 2% DEL PBI.
 - ESTÍMULO FISCAL TOTAL: 4,3% DEL PBI.

ESTÍMULO MONETARIO



DOS TIPOS DE ESTÍMULO MONETARIO

- 1. REDUCCIONES EN LA TASA DE INTERÉS DEL BCRP
- 2. INYECCIÓN MONETARIA

- =====
- NORMALMENTE LOS BANCOS CENTRALES RECURREN A LA INYECCIÓN MONETARIA UNA VEZ QUE HAN “AGOTADO” LA POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS. CHILE ESTARÍA INICIANDO AHORA LA “INYECCIÓN MONETARIA”.
 - EL BCRP SE EMBARCÓ PRIMERO EN LA **INYECCIÓN MONETARIA** Y LUEGO PASÓ A REDUCIR LAS **TASAS DE INTERÉS**.

REFUGIO EN LOS BONOS DEL TESORO DE LOS EE.UU.: SETIEMBRE-MARZO 2008

- $R = R^* + D + PR$
 - R= TASA DE INTERÉS SOLES
 - R^* = TASA DE INTERÉS EN BONOS DEL TESORO DE EE.UU.
 - D = EXPECTATIVA DE DEVALUACIÓN DEL SOL (%)
 - PR = PRIMA DE RIESGO DEL SOL (PREFERENCIA POR EL DÓLAR)

- HUIDA / FUGA HACIA LOS BONOS DEL TESORO DE LOS EE.UU.
 - AUMENTO DRÁSTICO DE “D” y “PR”
 - REDUCCIÓN DE “ R^* ”
 - NO ES ACONSEJABLE BAJAR LA TASA DE INTERÉS “R” EN SOLES: ¿CUÁL ES EL PROBLEMA?

INYECCIÓN MONETARIA

- ENTRE SET 08 Y ABRIL 09, EL BCR INYECTA US\$ 10 MIL MILLONES
- CIFRA EQUIVALENTE AL:
 - DOBLE DEL CIRCULANTE
 - 100% DE LA M1
- ENTRE JUN 08 y JUN 09: EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN PERÚ CRECE 19%, MIENTRAS QUE EN CHILE (6%) , EN COLOMBIA (1%) , EN MÉXICO (1%) Y EN BRASIL (19%).
 - SIN EMBARGO EL CRECIMIENTO REAL DEL CRÉDITO EN PERÚ ES MAYOR QUE EN BRASIL POR LA MENOR INFLACIÓN DEL PERÚ
- LA PREGUNTA CLAVE: ¿Y CUÁL ERA EL MOMENTO APROPIADO PARA INICIAR EL DESCENSO DE TASAS DE INTERÉS?

REGLA DEL SEMÁFORO



NO ES ACONSEJABLE INICIAR LA REDUCCIÓN DE TASAS DE INTERÉS

- SI LA PRESIÓN DEL MERCADO ES HACIA LA DEPRECIACIÓN DEL SOL
- SI LA DOLARIZACIÓN VA EN AUMENTO
- SI EL BCRP SIGUE PERDIENDO RESERVAS. PRECIO DE LOS METALES Y COMMODITIES SIGUE BAJANDO
- SI LAS EXPORTACIONES SIGUEN CAYENDO

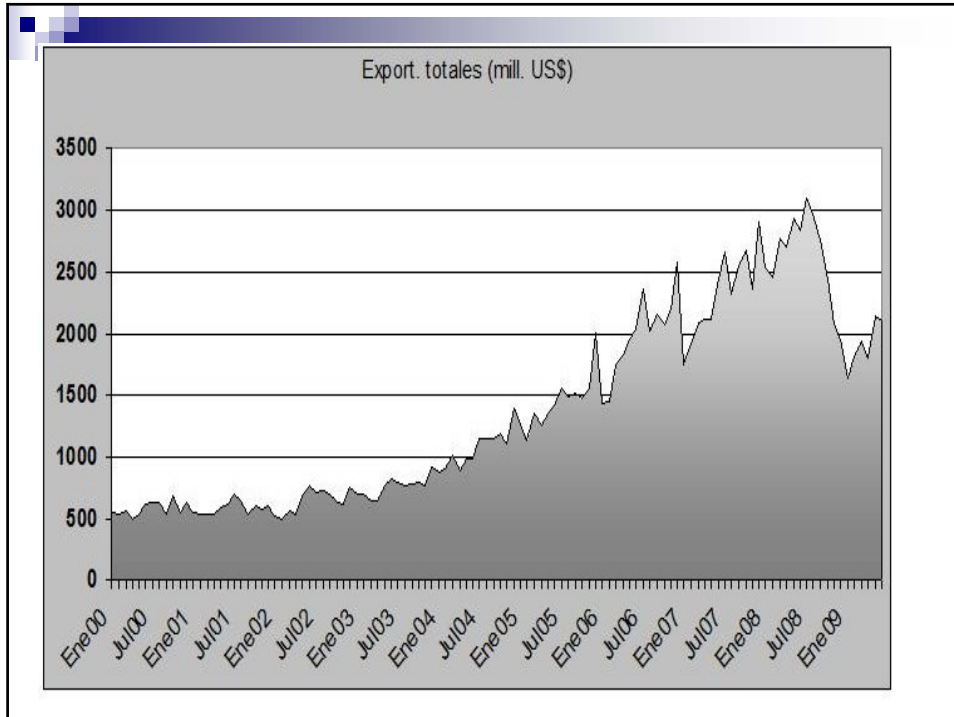
CUÁNDO SE PRENDE LA LUZ AMARILLA: EN ENERO 2009



EN ENERO 2009

GRAFICA 3
PRECIO INTERNACIONAL DEL COBRE

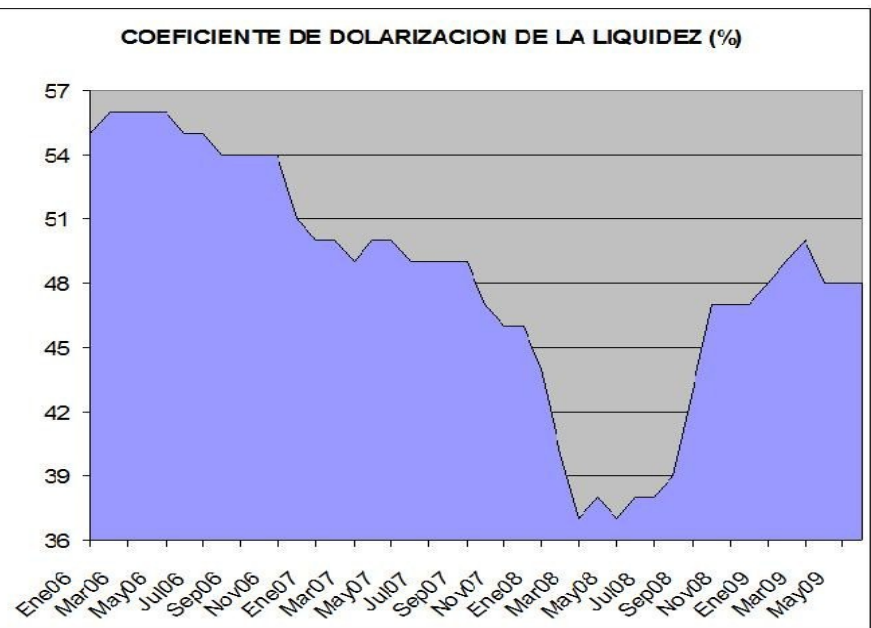
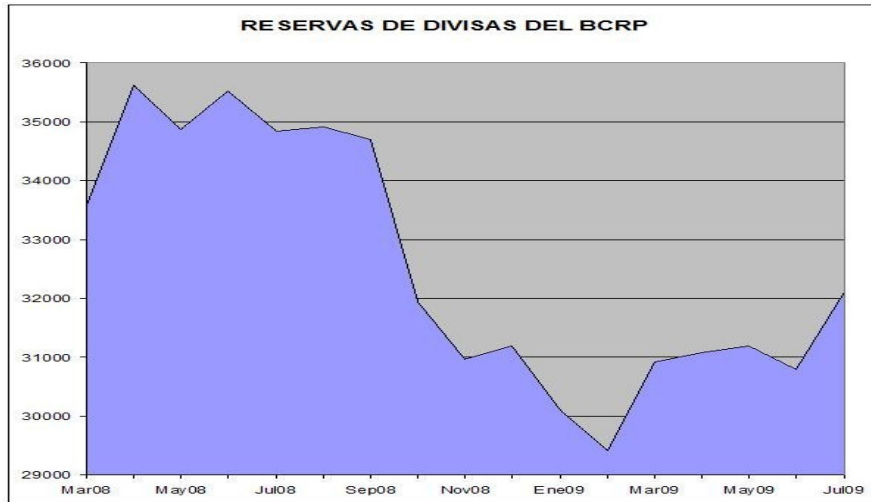


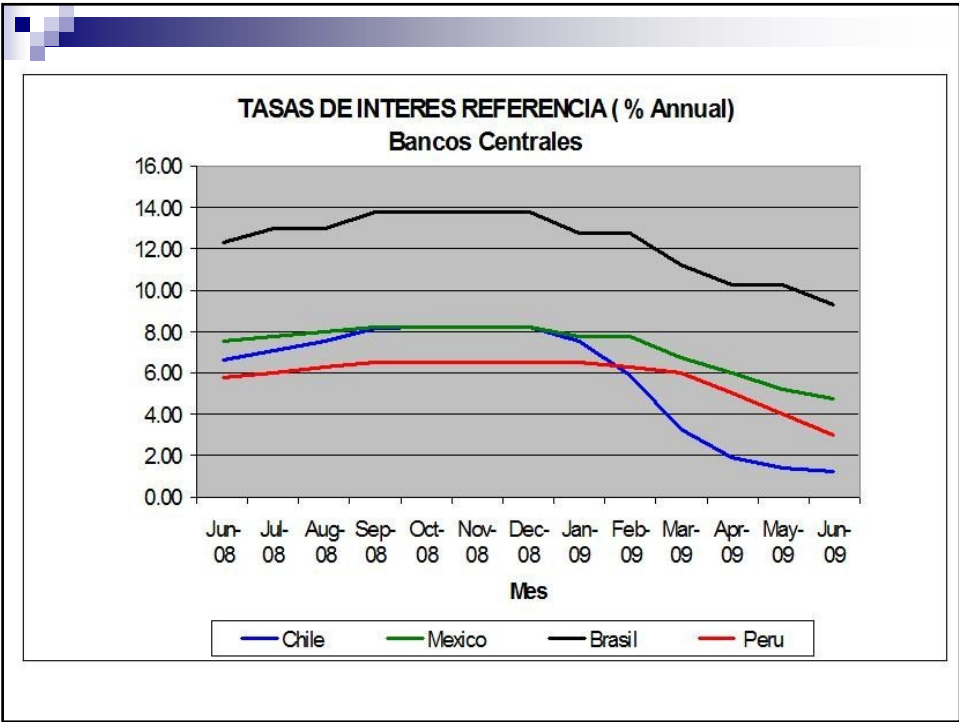


CUÁNDO SE PRENDE LA LUZ VERDE



EN FEBRERO - MARZO DEL 2009






SECCIÓN III
LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE
LA CRISIS INTERNACIONAL: BRASIL,
CHILE, MÉXICO Y PERÚ

Ricardo V. Lago

PERÍODO DE ANÁLISIS Y COMPARACIÓN

➤ PERÍODO DE MÁXIMA VULNERABILIDAD

- ❖ DEL 7 DE SEPTIEMBRE DE 2008 (RESCATE DE FANNIE MAE Y FREDDY MAC)
- ❖ AL 6 DE MARZO DE 2009 (PUNTO MÁS BAJO DE LAS BOLSAS DE EE.UU., EUROPA Y JAPÓN)

➤ MÉTRICA PARA FACILITAR LA COMPARACIÓN:

- ❖ LOS TIPOS DE CAMBIO DE LOS 4 PAÍSES LOS SITUÓ EN UN NÚMERO ÍNDICE DE 100 EL 7 DE SEPTIEMBRE

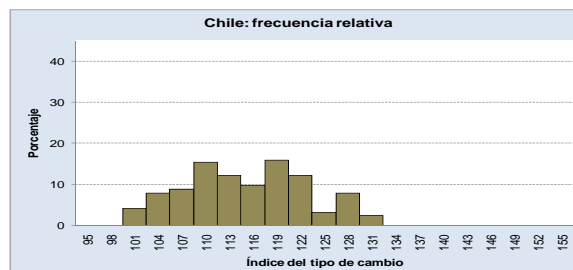
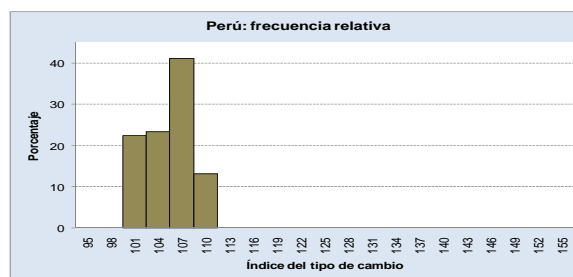
VARIABILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LOS CUATRO PAISES

- ESTUDIO LA DISTRIBUCIÓN DE FRECUENCIAS
 - ❖ PRIMERO DEL **NIVEL DEL TIPO DE CAMBIO**
 - ❖ SEGUNDO DEL **CAMBIO EN EL TIPO DE CAMBIO**
- YA QUE HE SITUADO LOS CUATRO EN 100, AL 7 DE SEPTIEMBRE 2008
- PUEDO COMPARAR LAS DISTRIBUCIONES DE FRECUENCIAS DE CADA UNO DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LOS 4 PAÍSES

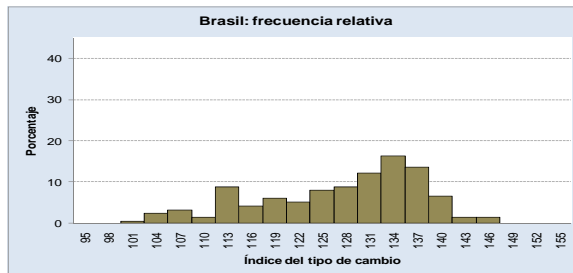
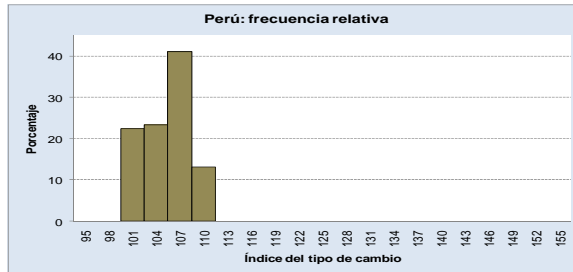
PRIMERO: ANÁLISIS DE LOS TIPOS DE CAMBIO

VARIABILIDAD DE LOS NIVELES DIARIOS DE LOS TIPOS DE CAMBIO

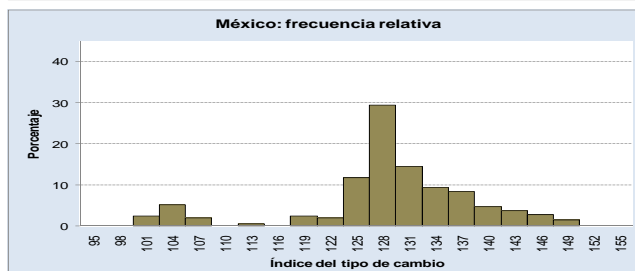
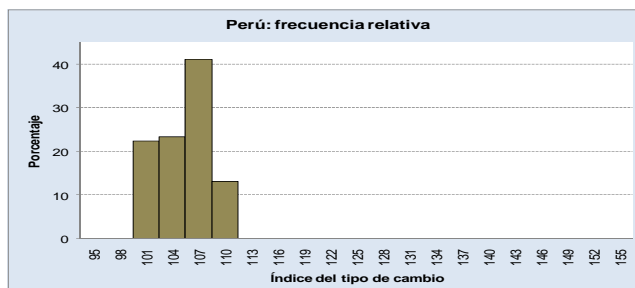
PERÚ *VERSUS* CHILE



PERÚ *VERSUS* BRASIL



PERÚ *VERSUS* MÉXICO



INDICADORES DE LAS DISTRIBUCIONES DEL NIVEL DE LOS TIPOS DE CAMBIO

Estadísticos del índice del tipo de cambio*: 7 de setiembre de 2008 al 6 de marzo de 2009**.

	Brasil	Chile	Mexico	Perú
Promedio del índice del TC	128,63	117,26	125,99	104,79
Desviación estándar	10,73	7,52	11,99	2,78
Coefficiente de asimetría	-1,24	-0,75	-0,75	-0,20
Curtosis	3,60	3,00	2,94	2,62

SEGUNDO: ANÁLISIS DE LOS CAMBIOS EN LOS TIPOS DE CAMBIO

VARIABILIDAD DE LOS CAMBIOS DIARIOS EN LOS TIPOS DE CAMBIO

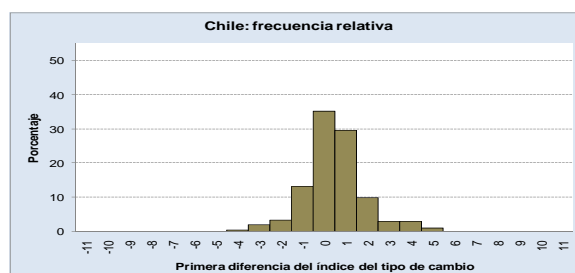
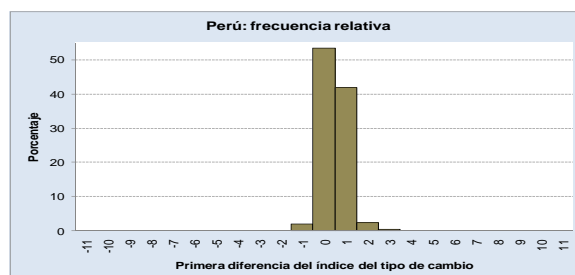
(PARECE JUEGO DE PALABRAS LO DE CAMBIO EN LOS TIPOS DE CAMBIO.....COMO DIJO UN GRAN ECONOMISTA MEXICANO)

CANTINFLAS FRENTE A LA DEVALUACIÓN DEL 500% DEL PESO MEXICANO EN 1982, ÚLTIMO AÑO DE GOBIERNO DEL PRESIDENTE LÓPEZ PORTILLO:

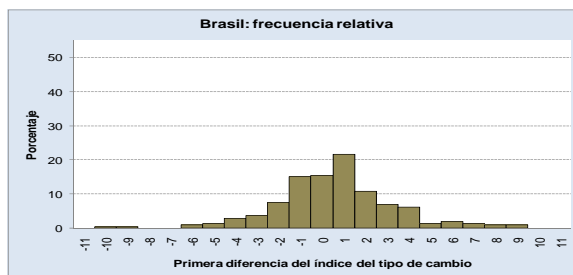
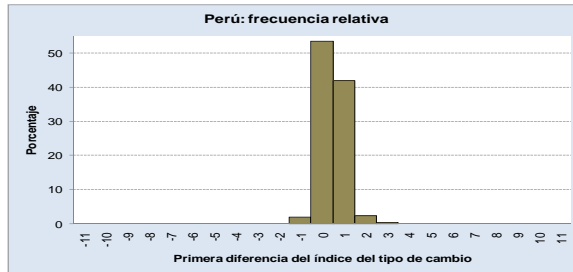
“¿QUÉ LE PASA AL PESO QUE NO PESA?; DIGO NO AL TIPO DE CAMBIO, LO QUE SE PRECISA ES UN URGENTE CAMBIO DE TIPO”



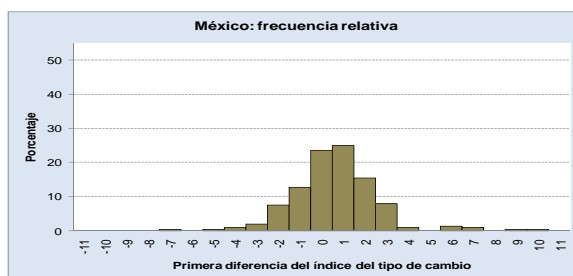
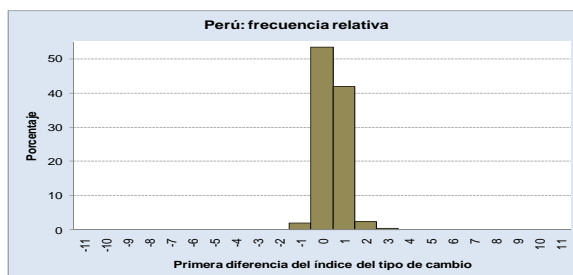
PERÚ VERSUS CHILE



PERÚ VERSUS BRASIL



PERÚ VERSUS MÉXICO



INDICADORES DE LAS DISTRIBUCIONES DEL CAMBIO DIARIO EN LOS TIPOS DE CAMBIO

Estadísticos de la primera diferencia del índice del tipo de cambio*: 7 de setiembre de 2008 al 6 de marzo de 2009**.

	Brasil	Chile	Mexico	Perú
Promedio de la primera diferencia del índice del TC	0,28	0,12	0,35	0,07
Desviación estándar	3,35	1,57	2,26	0,45
Coefficiente de asimetría	-0,12	0,28	0,68	0,71
Curtosis	3,83	3,70	6,78	10,81

DISTRIBUCION DE FRECUENCIA DEL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS

PERIODO SET. 7, 08 (FANNIE Y FREDDY) AL DÍA EN QUE SE LLEGA EN CADA PAÍS AL NIVEL MÁS DEVALUADO DEL TIPO DE CAMBIO

- PERÚ : SET. 7Th, 08 A MAR. 5Th, 09
- CHILE : SET. 7Th, 08 A NOV. 21st, 08
- BRASIL: SET 7Th, 08 A DIC. 8Th, 08
- MÉXICO: SET. 7Th, 08 A MAR. 5Th, 09

¿POR QUÉ ESE PERÍODO PARA CADA PAÍS?

■ $R = R^* + D + PR$

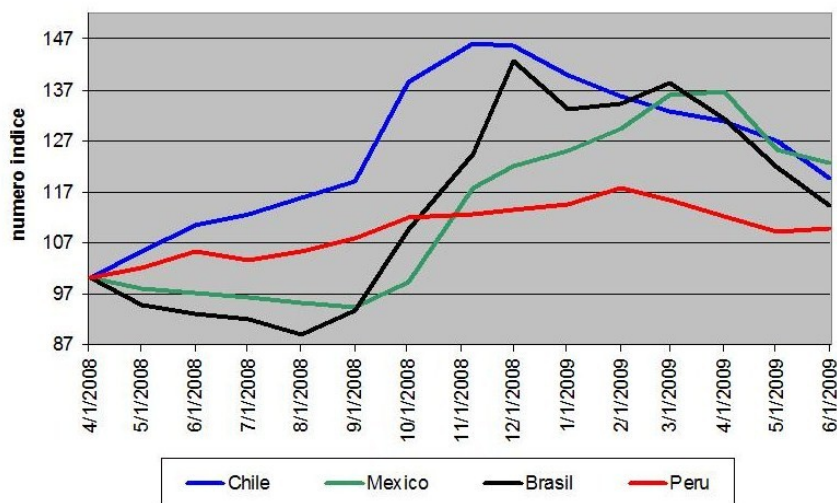
- R= TASA DE INTERÉS SOLES
- R*=TASA DE INTERÉS EN BONOS DEL TESORO DE EE.UU.
- D = EXPECTATIVA DE DEVALUACIÓN DEL SOL (%)
- PR = PRIMA DE RIESGO DEL SOL (PREFERENCIA POR EL DÓLAR)

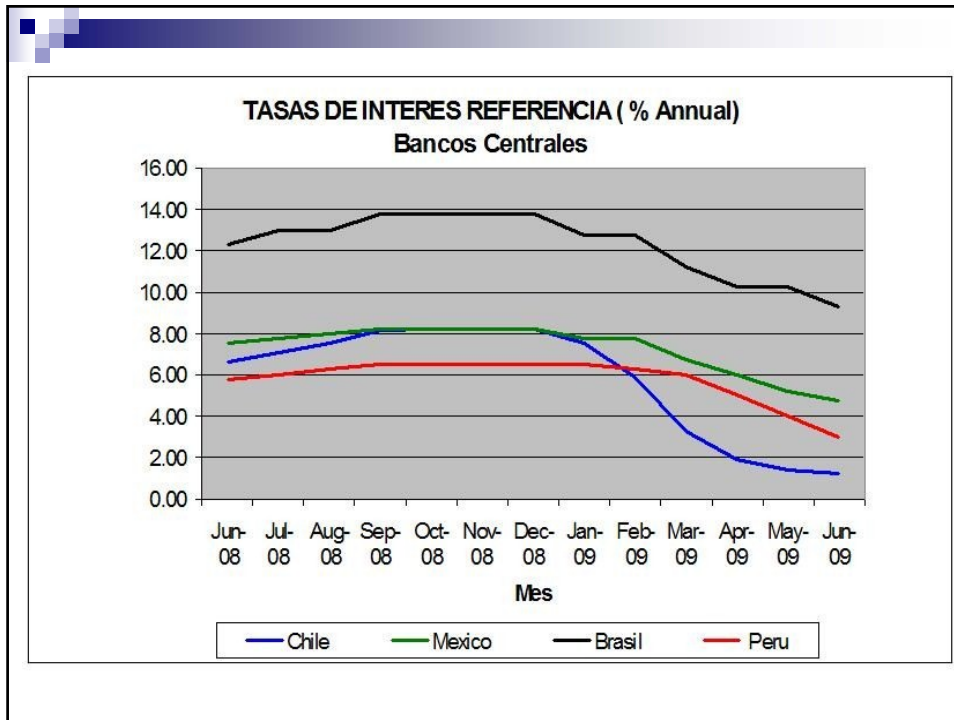
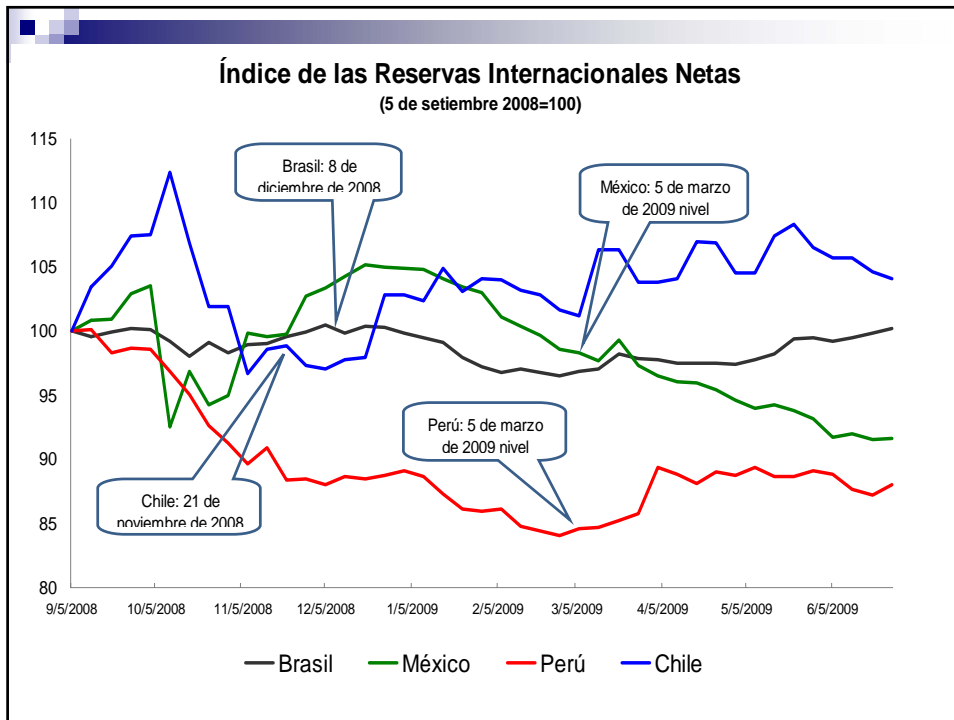
■ POR QUE PARA ENTONCES LA DEVALUACION "D":

- EL PESO CHILENO SE HABÍA DEVALUADO 47%
- EL REAL BRASILEIRO 42 %
- EL PESO MEXICANO 37%
- EL SOL PERUANO 17%

■ AL HABERSE VALIDADO LA DEVALUACIÓN, CADA PAÍS TENÍA "COBERTURA PARA BAJAR LAS TASAS DE INTERÉS"

TIPOS DE CAMBIO
(Unidades de moneda local / US\$)

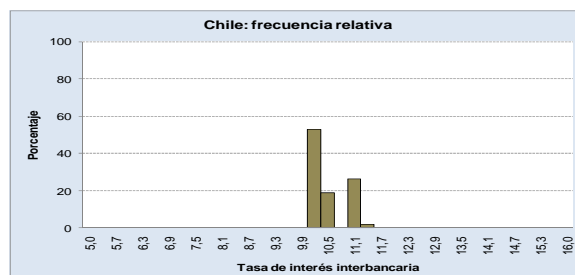
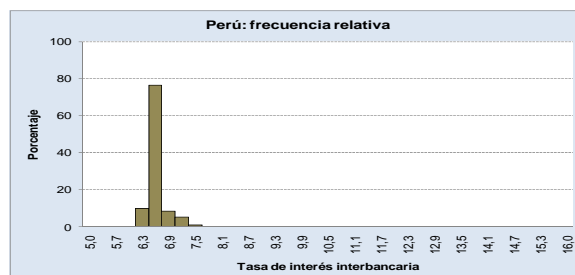




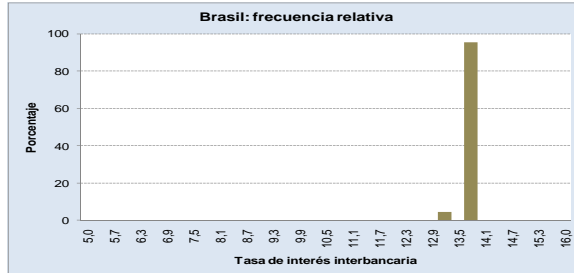
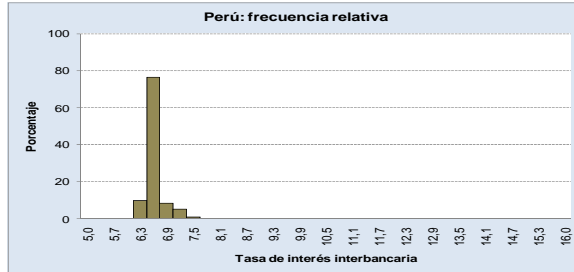
TERCERO: ANÁLISIS DE LAS TASAS DE INTERÉS

VARIABILIDAD DE LAS TASAS DE INTERÉS

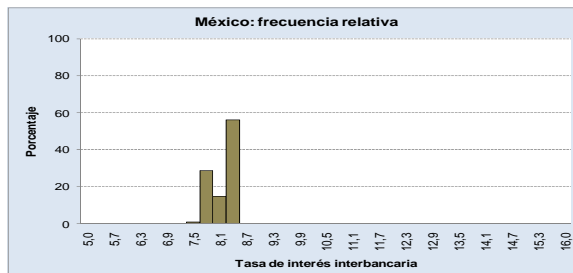
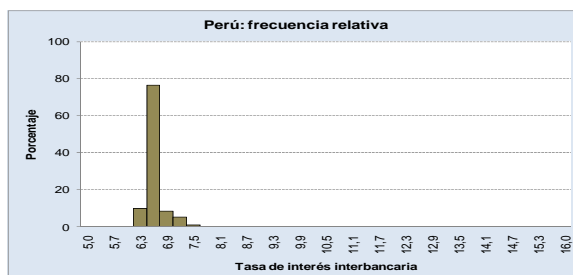
PERÚ *VERSUS* CHILE



PERÚ VERSUS BRASIL



PERÚ VERSUS MÉXICO



INDICADORES DE LA DISTRIBUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS

Estadísticos del tasa de interés interbancaria

	Brasil ^{1/}	Chile ^{2/}	Mexico ^{3/}	Perú ^{4/}
Tasa interbancaria promedio	13,62	10,38	8,04	6,53
Desviación estándar	0,16	0,37	0,27	0,18
Coefficiente de asimetría	-4,32	-0,35	-0,69	1,80
Curtosis	19,82	8,22	2,07	8,38

1/ del 7 de setiembre al 8 de diciembre de 2008.

2/ del 7 de setiembre al 21 de noviembre de 2008.

3/ del 7 de setiembre al 5 de marzo de 2009.

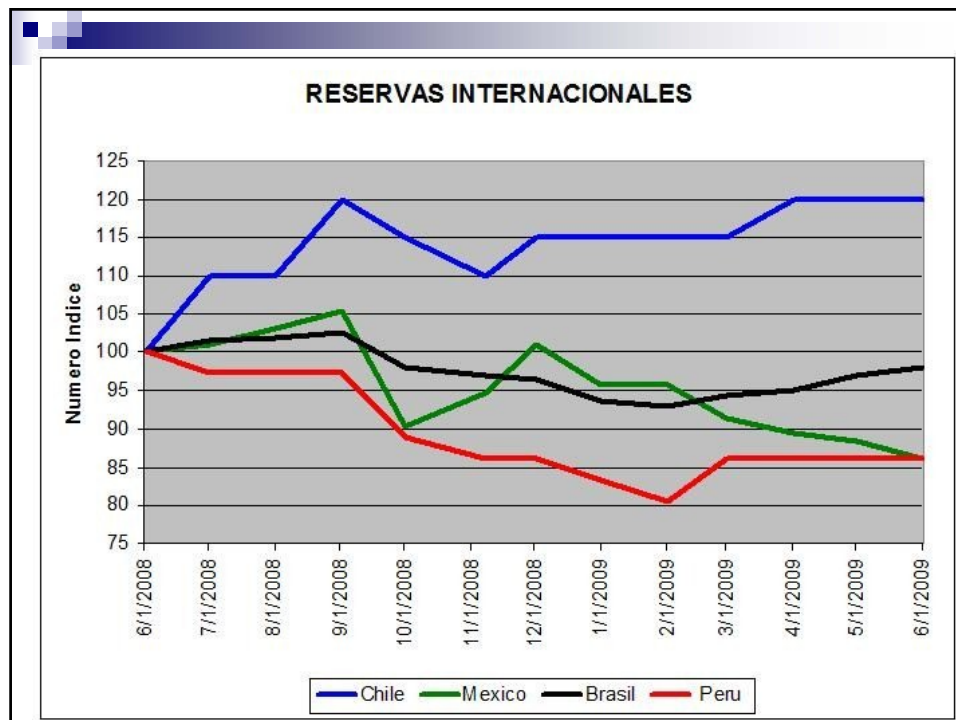
4/ del 7 de setiembre al 5 de marzo de 2009.

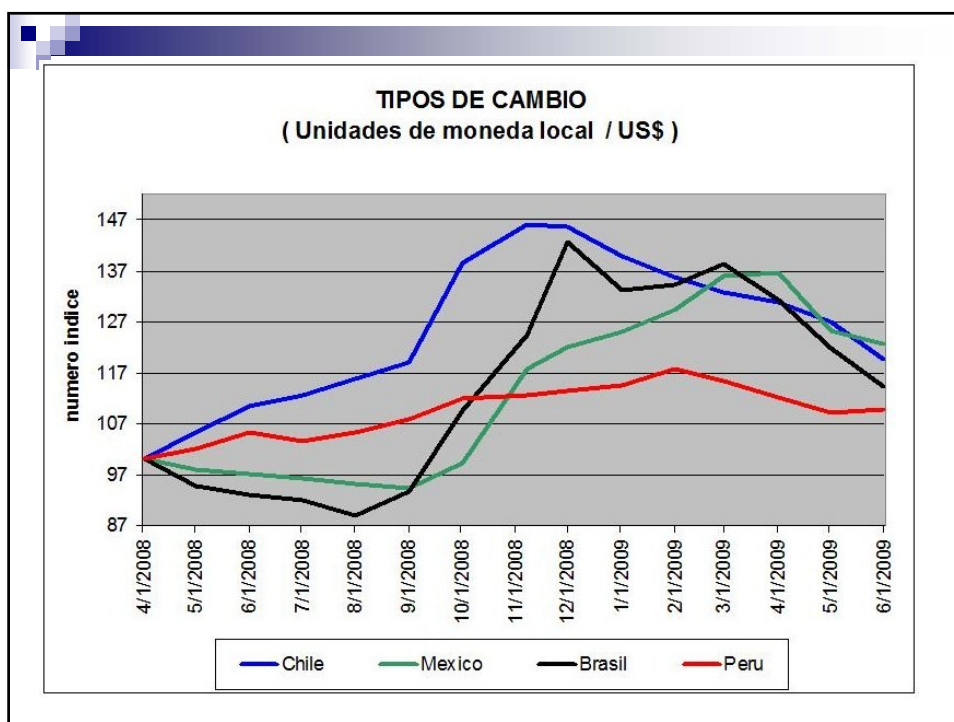


SECCIÓN IV CONCLUSIÓN

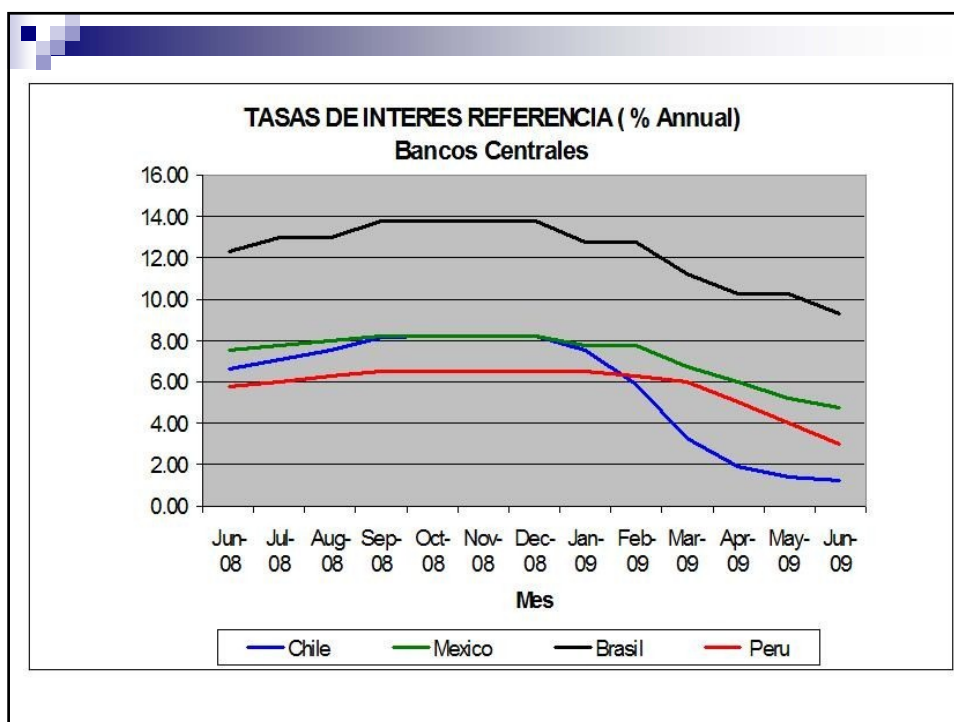
Ricardo V. Lago

- CON UNA PÉRDIDA RAZONABLE DE RESERVAS, QUE AHORA SE ESTÁN RECUPERANDO
- EL BCRP A DIFERENCIA DE SUS HOMÓLOGOS SOBRELLEVÓ LA CRISIS MEDIANTE :
 - ABUNDANTE INYECCIÓN MONETARIA Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
 - SIN PONER EN PELIGRO LA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y FINANCIERA
 - ELUDIENDO ASI LA RECESIÓN
- FUE UNA INVERSIÓN MUY RENTABLE DE LAS RESERVAS DE DIVISAS





- UNA VEZ PASADO EL TEMPORAL PUDO REDUCIR DRÁSTICAMENTE LAS TASA DE INTERÉS DEL 6,5% AL 1,25 % EN SEIS MESES.



REFLEXIÓN

- LOS ANALISTAS “DE FUERA” SOMOS EN GENERAL POSITIVOS EN LA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PERUANA DURANTE LA CRISIS
- LOS ANALISTAS “DE CASA” SON NEGATIVOS
- ¿NO DEBERÍAN DE ESTAR ORGULLOSOS POR EL LOGRO COLECTIVO DEL PERÚ?

AHORA VEAMOS LO QUE DICE NUESTRO AMIGO EL SABIO BEN FRANKLIN, EL HOMBRE DEL BILLETE DE US\$ 100



LE FUI A VISITAR Y ¿SABEN QUE ME DIJO?



DILES A NUESTROS AMIGOS
PERUANOS ¡MI FRASE MÁS
FAMOSA!

*"We must, indeed, all hang together or,
most assuredly, we shall all hang separately"*

Es decir :

*"Mantengámonos juntos o con seguridad nos
colgarán por separado"*

GRACIAS POR SU TIEMPO

FIN



**“LA POLÍTICA MONETARIA
DURANTE LA CRISIS 2008-09”**

**Conferencia en el Banco Central de
Reserva del Perú**

Lima, 25 de agosto de 2009

Ricardo V. Lago