



## El mix de política en un entorno de incertidumbre

En su influyente trabajo "Uncertainty and Effectiveness of Policy", William Brainard, de la Universidad de Yale, discutió acerca de las implicancias que tiene la incertidumbre al momento de tomar decisiones de política económica. Uno de los resultados de este trabajo es muy intuitivo: si Ud. no tiene claro cuál es el impacto de la política fiscal y monetaria (digamos para estabilizar el producto), ni la eficiencia para la implementación de las mismas, use ambos instrumentos simultáneamente (¡use todo lo que tiene!).

A pesar de lo intuitivo de este resultado, inicialmente el peso de las iniciativas para contrarrestar los efectos de la actual crisis financiera, que se venía desplegando en un contexto de alta incertidumbre, recayó, casi exclusivamente, sobre los bancos centrales. Por ejemplo, durante el 2006 y el primer semestre del 2007, vimos los solitarios esfuerzos de la Reserva Federal para mantener el control de la inflación, la estabilidad del sistema financiero y evitar que la economía entre en recesión. Sólo después que se hizo evidente que las acciones de la Fed no bastaban, se dejó a un lado la inercia de la política fiscal (no necesariamente por culpa del Tesoro sino, tal vez, por la falta de acuerdo en el Congreso norteamericano) y se empezaron a anunciar e implementar paquetes de estímulo mediante una expansión del gasto público y reducciones de impuestos.

Lamentablemente, el entorno de incertidumbre continúa, debido a que es muy difícil anticipar la magnitud y duración de la crisis financiera y por las dudas acerca del impacto que tendrán medidas de política sui géneris y poco ortodoxas que se han venido aplicando y que posiblemente seguirán implementándose en los siguientes meses.

Así, por el lado monetario, el Banco Central de los Estados Unidos (en algunos casos con apoyo del Tesoro) ha adoptado medidas extraordinarias para inyectar liquidez a los mercados, como las compras directas de papel comercial a las entidades del sector corporativo y de valores vinculados con hipotecas. Asimismo flexibilizó las garantías requeridas para otorgar redescuentos a las entidades financieras (préstamos de última instancia). Para los siguientes meses, con una tasa de interés de política prácticamente nula, a la Reserva Federal le quedan pocas opciones, como la de intervenir directamente en el tramo largo de la curva de rendimientos mediante la compra, por ejemplo, de bonos del Tesoro a 10 años. Si bien algunos críticos han mencionado que las medidas ya implementadas no han sido efectivas para restaurar la confianza, disminuir significativamente los spreads y evitar que la crisis se profundice, habría que preguntarse cuáles serían las condiciones económicas y financieras actuales sino no se hubieran aplicado estas facilidades de liquidez.

Por el lado de la política fiscal, existe un gran polémica respecto del impacto que tendrá un mayor gasto público, ya que no se tiene los detalles de lo que efectivamente hará la nueva administración y por el debate acerca del valor del multiplicador del gasto fiscal. Asimismo, se tienen dudas acerca del estímulo económico que podrían generar las eventuales reducciones de impuestos en un entorno de alta incertidumbre y de deterioro de las finanzas públicas, ya que los excedentes podrían usarse para reducir deudas o para ahorrar.

En Perú, se viene respondiendo al entorno internacional menos favorable desde el lado monetario y fiscal simultáneamente. Por un lado, el Banco Central ha implementado medidas para garantizar niveles adecuados de liquidez, en soles y dólares, para el sistema financiero. Asimismo, ha flexibilizado la posición de la política monetaria mediante reducciones en los requerimientos de encaje y, probablemente, recorte la tasa de referencia en los próximos meses. Por el lado fiscal, el anuncio de un plan contingente por S/. 10 000 millones apuntalará el crecimiento en caso que el gasto del sector privado se debilite sensiblemente y ha anunciado los préstamos a los que el país tendría acceso en caso de ser necesario. Teniendo en cuenta la incertidumbre que se seguirá enfrentando y el impacto limitado que generaron las respuestas aisladas de política monetaria con las que se actuó inicialmente en Norteamérica, la implementación de acciones conjuntas y coordinadas entre el BCR y el MEF es un factor de fortaleza para enfrentar los impactos de la actual crisis financiera internacional.

Hugo Perea  
Economista Jefe - Perú  
Servicio de Estudios BBVA