

## INFORME SOBRE LA COYUNTURA ECONOMICA PERUANA, 1992-III

Departamento de Economía  
Pontificia Universidad Católica del Perú<sup>1</sup>

### Síntesis

En el tercer trimestre de 1992 se mantuvo el proceso recesivo y la inflación continuó en una trayectoria descendente. La peculiaridad de este período, desde el punto de vista macroeconómico, residió en:

- a) la continuación de la recesión y el inicio de un cambio en la política fiscal, que en setiembre produjo un déficit primario, que no se había registrado desde diciembre de 1991.
- b) la elevación de la tasa de cambio real -tras un período en el que más bien había estado descendiendo- y el consecuente encarecimiento del costo promedio del crédito.
- c) la reducción de la inflación mensual pese a la elevación simultánea de la tasa de cambio real y de los precios públicos reales.

En política fiscal, el cambio más notorio registrado en dicho trimestre fue la disminución del superávit primario a menos de la mitad del alcanzado en el primer semestre del año.

Podemos afirmar que el aumento de la tasa de cambio se explica con bastante precisión por la elevación de los excesos de encaje bancario y el aumento de la emisión primaria que se efectuó en el trimestre. Dicho sea de paso, estas medidas son el resultado de la flexibilización que se acordó con el Fondo Monetario Internacional (ver el gráfico 5).

La razón de la tendencia decreciente de la inflación durante el período, se encuentra en la diferencia de comportamientos que registraron los precios flexibles y los precios determinados por costos. Si separamos del Índice de Precios al Consumidor (IPC), tanto los precios flexibles como los de combustibles y transporte, la inflación resultante tiene una evolución más cercana a la que resultaría exclusivamente de considerar los precios por costos.

Ocurre que los precios flexibles están más influidos por la demanda y ésta, como se sabe, disminuyó por la recesión. De manera, que la recesión ha provocado una desaceleración de la tasa de variación de dichos precios. Similar efecto provocó el rezago apreciable de los valores de los combustibles y del transporte, de gran importancia en la formación de precios. Es interesante señalar, por último, que la evolución del Índice de Precios al por Mayor (IPM) fue más cercana a la de la tasa de cambio y se mantuvo, por lo tanto, por encima del IPC.

### 1. Política monetaria, tipo de cambio y tasa de interés

A partir del Golpe de Estado del 5 de abril, el Gobierno cambió el énfasis de la política monetaria buscando estimular el aumento del precio del dólar y abaratar el costo del crédito. En la Carta de Intención que el Gobierno cursó al FMI el 8 de setiembre, se señala que «El Gobierno continuará aplicando una política de tipo de cambio flexible, con una intervención del Banco Central orientada a lograr las metas monetarias y de reservas internacionales del programa». Sin embargo, más adelante, queda clara su intención de elevar el tipo de cambio, actitud diferente a la del Directorio anterior presidido por Jorge Chávez, que operaba en base a metas decrecientes de emisión mensual. Efectivamente, en dicha Carta se menciona que a partir de abril, «...se han establecido metas trimestrales para los activos domésticos netos y las reservas internacionales netas del Banco Central hasta diciembre de 1992.» Igualmente, se informa en la Carta que, desde esa misma fecha, «...los directivos del Ministerio de Economía y Finanzas, el Banco Central de Reserva, el Banco de la Nación, la SUNAT y la Superintendencia de Banca y Seguros se reúnen semanalmente para coordinar las políticas monetarias y fiscales».

Los cuadros 4.1 y 4.2 muestran que, en efecto, hubo una morigeración de la restricción monetaria que caracterizó a la política monetaria prevale-

<sup>1</sup> En la preparación del informe participaron los profesores Oscar Dancourt, Javier Iguíñiz, Félix Jiménez, Farid Matuk y Waldo Mendoza, quienes contaron con la asistencia de Hillman Farfán.

ciente antes del 5 de abril. La tasa mensual de emisión, que en el primer trimestre de este año no superó la cifra de 3%, aumentó notoriamente en los meses siguientes. En el segundo y el tercer trimestre de este año, la emisión creció a una tasa de 13%, cinco puntos mayor al 8% del primer trimestre.

Este comportamiento de la base monetaria, estuvo acompañado por la ampliación del período de encaje bancario en moneda nacional y extranjera de 15 a 30 días, y el plazo de redescuentos a 25 días. La liquidez real, en consecuencia, empezó a aumentar. Por lo tanto, en el tercer trimestre del año, en relación al segundo, hay una recuperación de la cantidad real de dinero, medida como emisión primaria real o liquidez real en moneda nacional.

Es importante señalar que este nivel es todavía muy bajo, ya que es apenas un poco más de la mitad del que se tenía en el último año del gobierno de Alan García (ver los cuadros 3.1 y 3.2). De todos modos, el aumento en la liquidez ha permitido la elevación del tipo de cambio real (ver el gráfico 5), así como el abaratamiento de los créditos en moneda nacional.

La mayor liquidez del sistema financiero y el incremento de la remuneración de los fondos de encaje en moneda extranjera en dos puntos porcentuales, de acuerdo a la tasa pasiva promedio del mercado, fue efectuada a fines de agosto y de setiembre. Esto permitió que el sistema financiero aumentara sus ingresos generando las condiciones para que, mediante un acuerdo del gobierno con los bancos principales, se produjera una disminución de las tasas de interés.

La tasa de interés pasiva en moneda extranjera bajó del promedio de 8.25% anual que registraba en el primer trimestre del año, a 6.6% en el segundo trimestre y se ubicó en 6.42% en setiembre. En el mismo sentido, la tasa activa, que estuvo en un promedio de 23% anual en el primer trimestre, bajó a 20% en el segundo trimestre y se situó en 18.7% en setiembre. También disminuyeron las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional de un nivel promedio mensual de 3.9% y 10.4%, que tenían en el primer trimestre a 3.1% y 8.5%, respectivamente, en setiembre.

Como podrá apreciarse más adelante, hay que advertir que aun cuando se produzca un descenso de las tasas de interés nominales, las tasas de interés reales en un sistema financiero dolarizado

pueden elevarse si se recupera el tipo de cambio real.

Por otro lado, desde abril, la banca comercial venía registrando cada vez mayores excesos de encaje en moneda nacional. Según parece, esto se debió, tanto por temor a una eventual repetición de las corridas producidas a raíz del Golpe de Estado, como por los altos índices de morosidad que afectan su cartera de préstamos. De un exceso de encaje de S/. 24 millones a fines de marzo (que equivalía a 16% del encaje exigible) se pasó a S/. 80 millones a fines de agosto (75% del encaje exigible) y en la primera quincena de setiembre el sobreencaje llegó a S/. 136 millones. A partir de allí este sobreencaje disminuyó rápidamente, hasta caer a S/. 78 millones el 19 de octubre. Es decir, que entre el 15 de setiembre y el 19 de octubre los bancos habrían destinado alrededor de S/. 58 millones a la compra de moneda extranjera.

Esto provocó un súbito incremento del tipo de cambio, -6% en ocho días- que forzó a la autoridad monetaria a retirarse del mercado cambiario al finalizar setiembre. En los últimos días de octubre, sin embargo, rompió la calma y se reinició la presión alcista. El Banco Central respondió restringiendo los redescuentos o condicionándolos duramente: «se exige demostrar que efectivamente se necesitan los redescuentos, ante el riesgo de salirse de la Cámara de Compensación, o para atender el retiro de los depósitos de los clientes» (Gestión 5/11/92). Aparentemente, los bancos habían estado utilizado los recursos otorgados como redescuentos para aumentar sus tenencias de dólares, lo que explicaría la actitud del Banco Central.

La naturaleza intempestiva de estas devaluaciones mostró que el régimen de flotación cambiaria no puede, por sí mismo, eliminar los movimientos especulativos. Una vez que el sector privado constata las intenciones de la autoridad monetaria, se vuelca masivamente a la adquisición de moneda extranjera, haciendo que se supere ampliamente la devaluación deseada por el Banco Central. Cuando esto ocurre, el Banco Central se retira del mercado y, si esto no surte efecto, restringe el crédito para abatir la presión alcista sobre el tipo de cambio.

El temor de la autoridad monetaria es que la devaluación se traslade a los precios de los bienes y que el costo efectivo del crédito en moneda extranjera se encarezca demasiado. Esta política busca elevar el tipo de cambio con la menor emisión posible, ya que el Banco Central interviene en

el mercado cambiario fijando el precio y la cantidad a ser comprada. Aparentemente, la función de este precio de compra de la moneda extranjera es influir sobre las expectativas de devaluación de los agentes económicos, especialmente de los bancos comerciales, que son los más sensibles a esta clase de señales si cuentan con los fondos apropiados.

En resumen, el aumento de la liquidez fomentado por el Banco Central en el tercer trimestre -sumado a los excesos de encaje acumulados desde algún tiempo atrás por el sistema bancario, así como las expectativas de devaluación- provocaron un exceso de demanda en el mercado cambiario que dieron lugar a devaluaciones mensuales superiores a las tasas de inflación. De esta manera, continuó la sistemática recuperación del tipo de cambio real iniciada en abril pasado. Cabe mencionar, sin embargo, que el atraso cambiario sigue siendo muy significativo, pues el nivel de setiembre es apenas igual al alcanzado en enero de este año y es sólo un poco más de la mitad del que tenía durante el último año del ex Presidente García (ver los cuadros 3.1 y 3.2).

Finalmente, hay que advertir que la elevación del tipo de cambio real, -como ocurrió durante el segundo Gobierno de Belaúnde- acentuó la dolarización del sistema financiero. Tal como puede verse en los cuadros 6.1 y 6.2, la recuperación del tipo de cambio real coadyuvó al aumento de los depósitos en moneda extranjera. Estos han pasado de ser un promedio de 73.2% del total de depósitos en el primer trimestre de 1992, a más de 77% en setiembre. Por su parte, los créditos en moneda extranjera, crecieron del 68% del total de préstamos que representaban en el primer trimestre a casi 73% en setiembre.

Un sistema financiero dolarizado genera múltiples problemas destacando, entre los más importantes, la incapacidad del Banco Central de ejercer el papel de prestamista de última instancia y la dificultad de abaratar el costo promedio del crédito en base a políticas monetarias expansivas.

## **2. Política fiscal, precios públicos y servicio de deuda pública**

Desde marzo de 1992, el Gobierno reinició la política de elevar los precios públicos por encima de la inflación, cumpliendo así con la Carta de Compromiso remitida por el entonces Ministro de

Energía y Minas, Jaime Yoshiyama, al Director del Departamento de Latinoamérica y el Caribe del Banco Mundial, «para implementar exitosamente la privatización» de las empresas públicas (Gestión, 06/07/92).

Ello significó que el nivel de los precios públicos reales (una canasta que incluye la gasolina, el kerosene, la energía eléctrica, el teléfono, el agua y el gas doméstico) se situara, en setiembre, en su nivel más alto durante el presente gobierno, comparable al obtenido con el Fujishock de agosto de 1990 (ver los cuadros 5.1 y 5.2). El precio de los combustibles fue el que menos aumentó del grupo de precios públicos, contribuyendo así a la caída de la inflación como veremos más adelante.

El nivel de los ingresos gubernamentales, que en setiembre es 27% mayor en relación al último año de Alan García, parece que se ha seguido sosteniendo en el valor elevado que mantienen los precios de los combustibles ya que éstos representan el 19% de la recaudación fiscal total (ver los cuadros 2.1 y 2.2). Por otro lado, el nivel de los gastos corrientes aumentó en 5% durante el tercer trimestre respecto al segundo y las remuneraciones reales del gobierno central crecieron en 9% en similar período.

Los resultados de las operaciones del Gobierno Central, tal como puede verse en los cuadros 2.1 y 2.2, indican la presencia sistemática de un superávit fiscal primario hasta el mes de agosto<sup>2</sup> y recién en setiembre se produce un pequeño déficit de US\$ 9 millones. La existencia de superávit fue reconocido oficialmente en la primera mitad de 1992: «...la meta de endeudamiento interno neto del primer semestre de 1992 fue cumplida con un margen de más S/. 400 millones. Este resultado fiscal fue logrado mediante restricciones en el gasto público, pues los ingresos fueron inferiores en S/. 100 millones a lo programado» (Carta de Intención).

Ante la cercanía de las elecciones al Congreso Constituyente el gobierno decidió aprovechar la holgura fiscal mencionada para aliviar la aguda recesión presentada desde abril. El 16 de agosto, el Ing. Fujimori anunció un «relanzamiento del programa económico» con un «paquetazo reactivador» consistente en una combinación de mayores gastos gubernamentales y eliminación de algunos impuestos, además de un apoyo financiero al sistema bancario, mediante la compra de cartera

2 El superávit fiscal primario no incluye los pagos de intereses de la deuda pública.

pesada y la elevación de la remuneración al encaje en moneda extranjera.

El incremento de gasto público anunciado bordeaba los US\$ 300 millones, alrededor de medio punto porcentual del PBI. Los rubros específicos incluían un aumento de US\$ 50 mensuales para los funcionarios de los Ministerios de Salud y de Educación, una bonificación por vestuario para las Fuerzas Armadas y Policiales y un incremento de remuneraciones no especificado para el personal civil de estas instituciones.

Paralelamente, el gobierno financiaría la compra de 2,000 tractores y otorgaría US\$ 100 millones en el Plan de Emergencia Agraria. Asimismo, ofreció asignar US\$ 30 millones a los gobiernos locales e invertir US\$ 25 millones en infraestructura educativa y de salud. Los recursos del Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI), por su parte, se utilizarían en obras de saneamiento y pacificación.

La intención del gobierno de reactivar la economía se evidencia más claramente cuando se observa lo que aquél efectuó en materia tributaria. Así, redujo de 15% a 10% la tasa de Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) que afectaba a los intereses sobre los préstamos. También restituyó los beneficios tributarios para las zonas de la selva y frontera, exoneró temporalmente a las nuevas empresas del Impuesto Mínimo a la Renta (IMR) y eliminó 14 tributos menores.

Posteriormente, en la Carta de Intención vuelve a insistir sobre su deseo de reactivar la economía: si bien reconoció que « El programa económico del Perú está basado en una política fiscal que no prevé virtualmente el uso de endeudamiento interno por el sector público durante 1992 y este objetivo sería mantenido», también admitió que «... El gasto público fue restringido durante el primer semestre, por lo que el Gobierno tiene en mente elevarlo durante el segundo semestre, aunque se espera que el total aún se sitúe debajo del límite establecido para el año en el programa original».

Aunque se analizará con más detalle en la sección 4, los datos sobre la producción indican que este «paquetazo» fiscal reactivador, si bien no ha tenido efectos notables en el conjunto de sectores productivos, ha permitido contener la recesión en actividades como la industria, que luego de venir cayendo en todo el primer semestre de 1992, se estabilizó en agosto y setiembre (ver los cuadros 5.1 y 5.2).

Hay que indicar, sin embargo, que los datos de las cuentas del Gobierno durante el tercer trimestre demuestran que éste efectuó cambios ligeros en el manejo de la política fiscal. Es cierto que el superávit primario fue de US\$ 111 millones, menor que los registrados durante el primer y segundo trimestres que fueron de US\$ 229 millones y US\$ 252 millones, respectivamente. Sin embargo sólo en julio el pago de intereses y amortizaciones de la deuda pública, fue menor que los desembolsos ya que ocurrió lo contrario en agosto y setiembre.

En todo caso, setiembre fue el único mes del año en el que se registra déficit primario y monetización del mismo. De ahí que se puede afirmar que se produjo un cambio en la política fiscal, sin duda, debido a la situación preelectoral de ese período. En las cuentas monetarias del Banco Central, se observa nítidamente que el crédito neto del Banco Central al sector público (créditos menos depósitos) se agranda progresivamente durante julio y octubre, básicamente por la contracción de los depósitos que se habrían utilizado para elevar los gastos del sector público (ver Nota Semanal No. 40, cuadro 22).

También debe recordarse que en octubre, un mes antes de las elecciones, el gobierno derogó el alza de las tarifas de agua, energía y teléfono, la que había sido decretada por las comisiones reguladoras, logrando así que el promedio de precios públicos se redujera en 5% respecto al valor que tenían en setiembre (ver el gráfico 1).

El análisis de la política fiscal quedaría incompleto si no se evaluara el comportamiento de los flujos de pago de intereses, amortizaciones y desembolsos de la deuda externa contraída por el gobierno. Durante los tres trimestres del año, el superávit primario fue notoriamente superior a los pagos por servicios de la deuda pública externa netos de desembolsos. Durante el trimestre en estudio, el superávit primario fue mayor en US\$ 57 millones pero esta cifra es mucho menor que las registradas en los dos primeros trimestres (US\$ 144 y US\$ 195 millones, respectivamente), lo cual concuerda con el cambio en la política fiscal mencionado anteriormente.

A manera de resumen puede afirmarse que durante el período de evaluación -que coincidió con la etapa preelectoral- se produjo una atenuación del superávit primario en relación a los egresos por pago de deuda externa. No cabe duda que la recesión económica en lo que va del presente año, ha estado asociada a un sistemático superávit primario. Es probable, sin embargo, que el com-

portamiento del producto sufra algún cambio en los próximos meses, de continuar con el déficit primario que, por primera vez durante este año, se registró en setiembre.

### 3. Inflación y devaluación

La tasa de inflación mensual ha venido cayendo desde el 5.2% promedio mensual alcanzado en el primer trimestre del año, a 3.4% en el segundo trimestre para quedar en 3% en el tercer trimestre. La cifra de 2.6% alcanzada en setiembre es la tasa de inflación más baja lograda durante el presente régimen y también la menor registrada desde mayo de 1980<sup>3</sup>.

El tipo de cambio registró en el tercer trimestre un crecimiento acumulado de aproximadamente 17%, dando lugar a una notoria recuperación del tipo de cambio real, comparando la tasa de inflación acumulada de 9.2%. En los cuadros 3.1 y 3.2 se observa que en el tercer trimestre, el tipo de cambio real subió 6% en relación al nivel que tenía en el primer trimestre<sup>4</sup>. Sin embargo, esta desinflación y la superación progresiva del retraso cambiario estuvieron acompañados de una nueva caída en el producto, tal como puede verse en los cuadros 9.1 y 9.2.

Es importante mencionar que la devaluación registrada durante setiembre-octubre, quebró la tendencia declinante de la inflación que se observaba desde mayo pasado. En setiembre, la inflación marcó un 2.6%, pero en octubre se elevó a 3.6%, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y a 7.3%, según el Índice de Precios al por Mayor (IPM).

Al interior del IPC, los precios de los alimentos procesados de primera necesidad -que tienen un alto componente de insumos importados- subieron bastante más que la inflación promedio. Así, los fideos a granel se incrementaron en 24% en octubre, las dos variedades de pan entre 13% y 19%, la leche evaporada en 10%, el aceite vegetal y la margarina alrededor del 14%. Igualmente, dentro del IPM, los precios de los productos manufactureros importados se elevaron en 12% durante octubre, mientras que los precios de las bienes

manufactureros nacionales y los precios agropecuarios sólo aumentaron en 7.8% y 3.5%, respectivamente.

Cabe mencionar que la inflación de octubre hubiera sido mayor si el Gobierno no hubiera derogado el incremento de tarifas de agua, teléfono y electricidad decretado por las comisiones reguladoras<sup>5</sup>. Ciertamente, esta manifiesta preocupación gubernamental por el impacto inflacionario de la elevación de los precios públicos, más aun cuando está acompañada de una significativa devaluación, se explica en gran medida por la proximidad de las elecciones al Congreso Constituyente.

Interesa señalar también que este proceso de desaceleración de la inflación iniciado a partir del Golpe de Estado del 5 de abril tiene características muy peculiares. En primer lugar, sólo se verifica en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y no en el Índice de Precios al por Mayor (IPM) (ver los cuadros 4.1 y 4.2). Esta discrepancia entre los dos índices se ha ampliado con la reciente aceleración de la inflación. Así, en el tercer trimestre, cuando la devaluación acumulada fue de 17% y el aumento de la canasta de precios públicos de 28%, el índice oficial de la inflación (IPC) registró un incremento acumulado de 9.2%, mientras que el incremento del IPM fue 10.5%.

En segundo lugar, a diferencia de otros periodos de desinflación, este último estuvo acompañado de una elevación sistemática y significativa tanto del tipo de cambio real como de los precios públicos reales (ver los cuadros 5.1 y 5.2). Si bien es cierto que esto ha ocurrido en medio de una aguda recesión del aparato productivo y de una renovada represión salarial<sup>6</sup>, cabe preguntarse por qué este contexto no ha producido una desinflación medida según el Índice de Precios al por Mayor.

Una posible respuesta es que la recesión ha obligado a comprimir drásticamente los márgenes de ganancia en el comercio al por menor y en los servicios. Adicionalmente, debe notarse que en el tercer trimestre, la gasolina, un precio público de importante efecto inflacionario, subió a tasas menores que la inflación y el conjunto de los precios públicos (ver los cuadros 5.1 y 5.2).

3. La tasa de inflación promedio mensual del cuarto trimestre fue 3.6% (nota de editor).

4. El índice del tipo de cambio real de octubre y noviembre es de 56.55 y 56.93, lo equivale a decir que en dichos meses el tipo de cambio se recuperó en 8.8% y 6.7% en relación al mes de setiembre y octubre, respectivamente (nota de editor).

5. Estas fueron creadas en junio pasado para fijar las tarifas públicas, supuestamente, sin la intervención del Gobierno Central.

6. En abril pasado se promulgó el reglamento que prohíbe la indexación y obliga a modificar los acuerdos salariales vigentes que incorporen cláusulas de reajuste automático o establezcan remuneraciones en moneda extranjera.

Podría decirse, finalmente, en base a la desagregación del Índice de Precios al Consumidor, que la desinflación observada en el período abril-setiembre no fue un fenómeno generalizado, sino focalizado en rubros muy específicos tales como los alimentos no procesados (carne, pescado, hortalizas y tubérculos) y los pasajes urbanos e interurbanos (muy ligados al precio de la gasolina), los mismos que en conjunto tienen un peso cercano al 25% en el IPC. Por este motivo, si se disminuye la importancia a estos precios específicos, la tendencia declinante de la inflación desaparece. Eso es lo que pasa con el Índice de Precios al por Mayor que está dominado por los precios determinados por costos.

#### **4. Nivel de actividad, dolarización y fragilidad financiera**

La actividad económica siguió entrampada en un agudo proceso recesivo (ver el gráfico 4). Aparentemente, el «paquetazo reactivador», no revirtió la dinámica recesiva aunque las tasas negativas tendieron a disminuir: el Producto Bruto Interno disminuyó -7.7%, -5.0% y -4.4% en los meses de julio, agosto y setiembre, respecto a los mismos meses del año 1991.

Luego, la recesión iniciada el segundo trimestre del año, continuó en el tercer trimestre, tal como puede observarse en los cuadros 9.1 y 9.2. El resultado fue una caída del PBI en el período enero-setiembre de -3.2% respecto a igual período del año anterior, siendo los sectores más afectados el pesquero (-21.0%), el agropecuario (-7.8%), el minero (-7.1%) y el manufacturero (-7.5%). Como mencionamos en la sección anterior, aun cuando el proceso recesivo general fue grave, en el sector manufacturero la recesión pareció haber tocado fondo. En setiembre, respecto al mes anterior, el nivel de actividad permaneció prácticamente constante. De otro lado, durante agosto y setiembre, el sector construcción mostró tasas positivas de crecimiento, de 4.5% y 1.7%, respectivamente.

Este severo proceso recesivo no se debió exclusivamente al fenómeno climático y a la restricción de energía eléctrica. Entre sus causas están el sobreajuste fiscal (que produjo superávit primario hasta agosto) porque deprimió la demanda agregada.

La recesión tuvo dos características importantes. Primero, fue una «recesión dentro de la recesión» ya que entre 1989 y 1991, el producto agregado se estacionó en el fondo del pozo, al ubicarse en un nivel 20% inferior al obtenido en 1987. En

segundo lugar, esta caída de la producción fue generalizada: la mayoría de los sectores disminuyeron su producción en el tercer trimestre (ver los cuadros 9.1 y 9.2). La cifra proyectada en la Carta de Intención -que señala un crecimiento del PBI en 1% para 1992- tendría que ser corregida, puesto que el PBI caería en alrededor de 3% durante el presente año.

Por otro lado, en una economía que, según el INEI, opera con el 36.6% de su capacidad instalada y con reducidas posibilidades de un crecimiento sostenido de su demanda interna, los montos de ingresos y de utilidades de las empresas endeudadas resultan insuficientes para afrontar sus obligaciones. La aguda recesión rompió la correspondencia necesaria entre los montos de deuda y el nivel de los flujos de caja e ingresos efectivos. La incapacidad de las empresas para pagar sus deudas, originó el incremento de la cartera pesada de los bancos. Según información oficial, la cartera vencida de los bancos representaba cerca del 35% de sus colocaciones (Gestión 08/12/92). En diciembre de 1991, este ratio era sólo del 10.8%.

Debido a la gravedad de este problema el gobierno decidió otorgar alrededor de US\$ 200 millones, a través del sistema financiero, para que las empresas reestructuren sus deudas con las entidades bancarias.

En el documento base del crédito del BID para el sector financiero que, dicho sea de paso, no otorgará recursos para fortalecer al sistema bancario sino para apoyar la balanza de pagos, se reconoció: primero, que la banca comercial tenía cerca de un tercio de sus carteras de préstamo clasificada en categorías distintas a la de «normal»; y segundo, que los indicadores oficiales de malas deudas o morosidad podían estar subestimados. Y es que la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) utiliza la información que le proporcionan los auditores externos de los mismos bancos para clasificar los créditos, sin verificar mediante inspección la confiabilidad de esta información (Gestión 29 y 30/9/92).

A la evidente conexión existente entre las Carteras pesadas y la recesión que el programa económico generó, se suma la dolarización de los créditos y las colocaciones. En una situación como esa, con 3/4 partes del crédito bancario denominado en moneda extranjera, si el tipo de cambio real sube, también lo hace el costo real del crédito. Como se puede ver en los cuadros 8.1 y 8.2, y en el gráfico 3, la tasa de interés activa real promedio, tomando en cuenta, tanto el crédito en moneda nacional

como extranjera, fue sumamente alta desde abril pasado, oscilando entre 2% y 7% real mensual. La situación se torna más complicada si se toma en cuenta que el 60% de la cartera de colocaciones en moneda extranjera habría sido canalizada a empresas que no son generadoras de divisas, según reporta el mismo informe de la SBS antes citado (Gestión 1/10/92).

De esta manera, se puede especular sobre el deterioro adicional que la devaluación de setiembre habría inducido en los índices de morosidad de las colocaciones bancarias. Es por ello que las mismas instituciones financieras alentaron el cambio de la deuda en dólares a deuda en soles. Los bancos habrían estado prestando soles a las empresas para que éstas repaguen sus créditos en dólares. Según declaraciones de un gerente del más importante banco privado del país, el cambio de deudas habría sido equivalente a US\$ 70 u US\$ 80 millones, lo que representa poco más de 4% del endeudamiento en moneda extranjera (Gestión 16/10/92).

Sin embargo, el intento de administrar la crisis financiera en medio de la dolarización y sin un cambio drástico de la política monetaria, no eliminó los problemas de las empresas deudoras. Y es que las compañías debieron enfrentar, además del elevado costo del crédito, un reducida demanda de sus productos y servicios. Hay que considerar, también, que la recuperación del tipo de cambio real no sólo estimula la dolarización de los depósitos de ahorro, sino también conspira contra el necesario abaratamiento del crédito en moneda nacional porque se reduce su oferta.

De acuerdo al reglamento del proceso de refinanciamiento de la cartera morosa aprobado el 20 de octubre, además de los US\$ 100 millones otorgados por el Ministerio de Economía y Finanzas y los US\$ 95 millones de COFIDE, los bancos deben aportar como contrapartida recursos equivalentes al 50% de la deuda reprogramada en el caso de reestructuración financiera y 40% en el caso de financiamiento para la reconversión productiva. Esto implica que los bancos que acceden a la reestructuración de las deudas vencidas de las empresas tendrán que inmovilizar recursos por cinco años. El problema es que, además del riesgo de que se generen corridas de los depositantes, la estructura de pasivos bancarios es básicamente de corto plazo, con excepción de los depó-

sitos de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS).

El reglamento, además, descalifica a los deudores que tengan deudas calificadas como «pérdida» por la SBS y establece límites para el uso de recursos: 4% por una sola empresa y 8% por un mismo grupo económico<sup>7</sup>.

Entonces, aparentemente, la prioridad ya no sería mejorar la situación de los bancos sino la de las empresas deudoras. Así, según declaraciones del presidente de COFIDE, que es la institución financiera estatal que dirigiría este refinanciamiento, «el programa busca ayudar a la actividad productiva, no mejorar directamente la situación de los bancos» (Gestión 27/10/92).

## 5. Precios relativos, costo de vida e ingresos

La depresión de la demanda se refleja tanto en los niveles de los ingresos como del empleo. La Remuneración Mínima Vital (RMN) se encuentra estancada en S/. 72 desde febrero del presente año, habiendo perdido el 23% de su capacidad de compra<sup>8</sup>. Las remuneraciones reales del sector privado, así como la RMN, tal como puede verse en los cuadros 5.1 y 5.2, continúan en niveles que son aproximadamente la mitad del que tenían a finales del gobierno de García. Por último, los índices de empleo para empresas de 100 y más trabajadores en Lima Metropolitana, registraban disminuciones, entre los meses junio y setiembre, de -3.5% en el sector industrial, de -5.6% en el sector comercio y de -2.5 en el sector servicios. A esta caída del nivel de empleo en el sector privado, hay que agregar el proveniente de la disminución del personal en instituciones del sector público.

El precio relativo de los bienes agrícolas tuvo una reducción importante en el tercer trimestre (ver los cuadros 5.1 y 5.2). Este resultado es consistente con la evolución de la inflación, que fue cayendo, fundamentalmente, por el retraso de los precios de productos típicamente flexibles como la papa. La recesión, al deprimir la demanda por los bienes agrícolas, hace caer los precios relativos de los agricultores y, en consecuencia, sus ingresos reales.

Mientras los ingresos se encontraban estancados, los costos de las canastas de consumo básico

7 Los créditos se clasifican en cinco categorías: normal, con problemas potenciales, deficiente, dudoso y pérdida.

8 El 11 de enero de 1993 la Remuneración Mínima Vital (RMN) seguía en el mismo nivel (nota de editor).

y de requerimientos mínimos en calorías y proteínas, según información del CEDEP, aumentaron en 12% y 11%, respectivamente. Los costos de las canastas, registrados en octubre, fueron de S/. 734.30 para la primera y S/. 284.70 para la segunda. De ahí que el empobrecimiento general de la población es más que evidente. Para consumir carne, leche y pan, en cantidades estándares mensuales per cápita, se requería un ingreso personal de aproximadamente S/. 56.40 a los precios del mes de octubre pasado. Esta cifra representaba el 78.3% de la remuneración mínima.

Finalmente, aparte de este juego perverso de precios relativos, hay que destacar también su extrema variabilidad. En los dos últimos trimestres, el coeficiente de variación de la estructura de precios relativos aumentó en 15% con respecto al promedio registrado durante el primer trimestre.

## 6. Sector externo

Entre los datos sobre el sector externo que existen a la fecha, destaca la disminución en el déficit de la Balanza Comercial que pasó de -213 millones de dólares en el primer trimestre, a -88 millones en el segundo. Esto ocurrió, básicamente, debido a la severa recesión que experimentó la economía en ese período (el PBI cayó en más de 7% en el segundo trimestre en relación al primero). Así, esto indujo a una disminución del valor de las importaciones, en más de US\$ 100 millones (ver el cuadro 7).

Sin embargo, los problemas en el sector externo, derivados principalmente de la apertura comercial, siguieron latentes. Este hecho se reconoció en la Carta de Intención remitida al FMI: «se estima que el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos se ha incrementado a poco más o menos el

6% del PBI, principalmente, a causa de la realización de importaciones por un monto superior al programado».

La apertura indiscriminada del mercado externo explica parte significativa del crecimiento de las importaciones registrado en lo que va del presente gobierno. Estimaciones preliminares indican que el 26% del incremento del valor de las importaciones totales -equivalente a más de US\$ 1,200 millones- corresponde al aumento de sus precios. Del 74% restante, más del 80% se explica por la política de apertura comercial, cuyo efecto se capta en el cambio de las propensiones a importar. Recuérdese que el arancel promedio disminuyó de 66% en diciembre de 1989 a aproximadamente 17%, mientras la protección efectiva lo hizo de 33% a 18% (ver Memoria BCR, 1991).

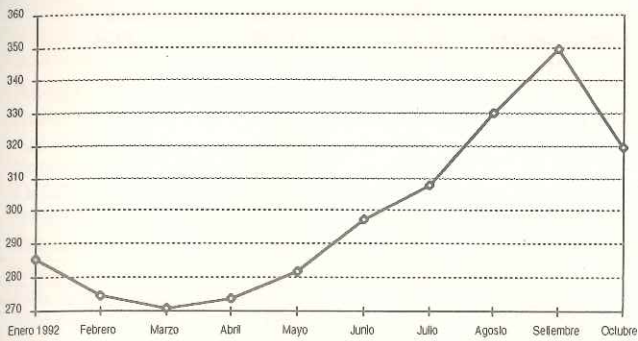
Por otro lado, luego del descenso que tuvo a raíz de la corrida bancaria generada en las semanas inmediatas al Golpe de Estado, las reservas internacionales netas del Banco Central (RIN) estuvieron creciendo sostenidamente, a través de las compras del instituto emisor, desde los US\$ 1,326 millones de abril, hasta llegar a US\$ 1,846 millones en setiembre. Este, es el nivel más alto de RIN en lo que va del gobierno del Ing. Fujimori (ver los cuadros 1.1 y 1.2).

Finalmente, los eventos más importantes del tercer trimestre de 1992 referidos a las negociaciones internacionales fueron la firma con el BID del crédito para el sector financiero, la aprobación de las metas pactadas con el FMI en la Carta de Intención suscrita en setiembre de 1991, el anuncio de la eventual participación del Perú en el Plan Brady y la disposición del Gobierno para regresar al Club de París a inicios de 1993.

Lima, diciembre de 1992



**GRAFICO 1**  
**PRECIOS PUBLICOS REALES**  
Promedio julio 89 - junio 90 = 100



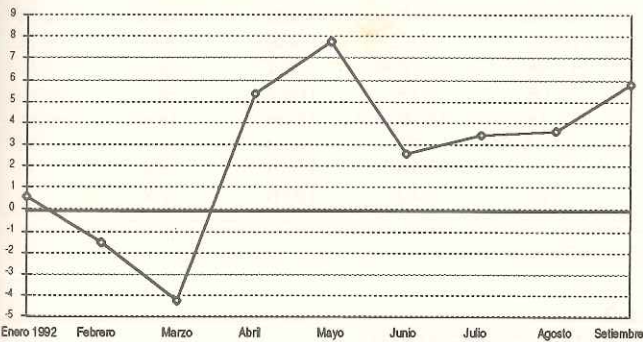
Fuente: Columna 7, Cuadro 5.1.

**GRAFICO 2**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
Promedio julio 89 - junio 90 = 100



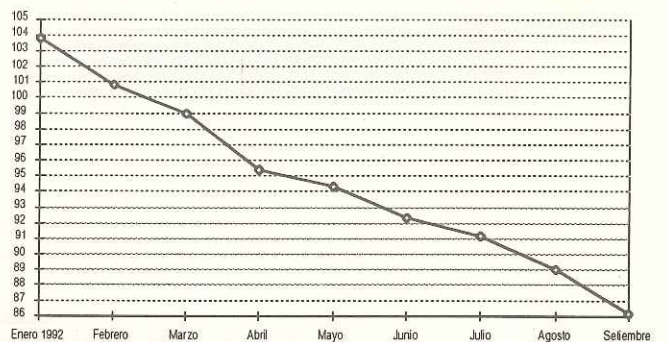
Fuente: Columna 6, Cuadro 5.1.

**GRAFICO 3**  
**TASA INTERES ACTIVA REAL**  
(Promedio Ponderado)



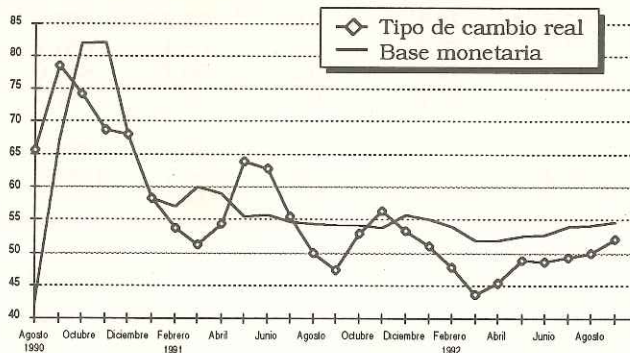
Fuente: Columna 5, Cuadro 8.1.

**GRAFICO 4**  
**PBI DESESTACIONALIZADO**  
Promedio julio 89 - junio 90 = 100



Fuente: Columna 1, Cuadro 9.1.

**GRAFICO 5**  
**BASE MONETARIA Y TIPO DE CAMBIO REALES**  
Agosto 1990 - Setiembre 1992



Fuente: Columna 2 y 9, Cuadro 3.1.

**CUADRO 1.1**  
**FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION PRIMARIA**  
**(En millones de dólares)**

	Emisión Primaria (1)	Compras dólares B.C.R. (2)	Crédito B. Comercial (3)	Crédito Resto Sistema (4)	RIN B.C.R. (5)	Depósitos en Exterior (6)	Depósitos Bca. en BCR (7)
Año previo	182.29	n.d.	5.01	169.68	191	356	n.d.
Julio 1990	139.37	38.77	3.34	97.40	-105	116	n.d.
Agosto	326.42	254.41	-2.50	129.21	142	375	n.d.
Setiembre	305.12	272.59	-1.21	-21.20	427	572	n.d.
Octubre	220.06	160.68	-0.72	44.02	565	697	n.d.
Noviembre	55.82	43.83	-0.40	34.94	572	606	n.d.
Diciembre	18.10	0.74	-0.48	4.59	531	533	281
Enero 1991	9.01	25.13	-0.07	-13.50	451	478	302
Febrero	54.65	94.74	0.01	-65.65	419	461	320
Marzo	109.88	109.70	-0.01	-23.52	499	537	313
Abril	31.96	104.88	-0.01	-98.13	599	773	429
Mayo	9.86	65.19	0.00	-78.65	623	746	463
Junio	59.71	90.10	-0.01	-31.35	754	934	507
Julio	53.16	89.41	0.00	-20.32	802	1051	534
Agosto	52.17	144.36	16.19	-92.23	900	1154	581
Setiembre	47.18	111.05	38.30	-55.98	944	1091	588
Octubre	28.98	32.81	17.64	-29.38	1014	1212	648
Noviembre	25.81	17.20	0.40	2.00	1155	1367	770
Diciembre	56.62	49.65	-37.21	2.79	1304	1598	799
Enero 1992	20.30	46.13	4.42	-39.70	1355	1558	840
Febrero	21.44	60.10	6.46	-43.69	1398	1569	862
Marzo	27.12	65.03	8.59	-56.86	1415	1579	849
Abril	30.44	58.83	3.80	-15.71	1326	1538	747
Mayo	35.79	46.58	20.53	-31.58	1418	1524	806
Junio	36.27	72.20	-2.03	3.05	1578	1684	804
Julio	46.88	69.07	-21.46	23.16	1670	1808	906
Agosto	28.25	55.18	17.51	12.61	1679	1813	935
Setiembre	27.71	50.04	-11.20	18.91	1846	1940	908
Octubre	14.86	21.61	4.7	3.28	1842	1878	976

**CUADRO 1.2**  
**FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION PRIMARIA**  
**(Flujos mensuales promedio en millones de dólares)**

	Emisión Primaria (1)	Compras dólares B.C.R. (2)	Crédito B. Comercial (3)	Crédito resto Sistema (4)	RIN B.C.R. (5)	Depósitos en exterior (6)	Depósitos Bca. en BCR (7)
Año Previo	182.3	n.d.	5.0	169.7	191.1	356.1	n.d.
90-III	257.0	188.6	-0.1	68.5	154.7	354.3	n.d.
90-IV	98.0	68.4	-0.5	27.8	556.0	612.0	n.d.
91-I	57.8	76.5	0.0	-34.2	456.3	492.0	311.7
91-II	33.8	86.7	0.0	-69.4	658.7	817.7	466.3
91-III	50.8	114.9	18.2	-56.2	882.0	1098.7	567.7
91-IV	37.1	33.2	-6.4	-8.2	1157.7	1392.3	739.0
92-I	23.0	57.1	6.5	-46.7	1389.3	1568.7	850.3
92-II	34.2	59.2	7.4	-14.7	1440.7	1582.0	785.7
92-III	34.3	58.1	-5.1	18.2	1731.7	1853.7	916.3

(1) Flujo mensual de emisión primaria.

(2) Compras de dólares del BCR más certificados de divisas. A partir de mayo 1991 no existen Certificados de Divisas

(3) Crédito del BCR a la Banca Comercial.

(4) Crédito del BCR al sector público, al Banco de la Nación y a la Banca de Fomento más pagos por deuda pública externa neta.

(5) Stock de Reservas Internacionales Netas del BCR.

(6) Stock de Depósitos en el Exterior del BCR.

(7) Stock de Depósitos de la Banca en el BCR.

(1) a (4) se han estimado utilizando el tipo de cambio paralelo promedio del período.

Fuente: Nota Semanal BCR.

**CUADRO 2.1  
INDICADORES FISCALES**

	Superávit Fiscal (1)	Superávit Primario (2)	Ingresos Corrientes (3)	Gastos Corrientes (4)	Serv. de Deuda Externa netos de Desembolsos (5)	Imp. combustibles/ Ing. Corr. (6)	Remunerac./ Gastos Corr. (7)	Remunerac. Reales (8)
Año previo	-114.4	-56.9	100.0	100.0	5.4	4.4	36.5	100.0
Julio 1990	-100.8	-59.5	91.3	106.6	7.5	1.7	34.8	82.3
Agosto	-28.3	28.7	62.3	72.6	-2.0	27.3	26.1	37.5
Setiembre	96.1	99.3	120.7	67.7	0.0	31.4	25.0	40.2
Octubre	-83.3	-36.9	121.1	75.1	24.0	31.1	20.6	36.7
Noviembre	139.3	214.7	157.8	89.8	21.0	24.9	16.4	34.6
Diciembre	14.5	34.6	137.2	82.6	19.3	23.1	27.5	28.0
Enero 1991	108.9	146.9	152.6	69.1	16.0	28.6	17.8	34.7
Febrero	45.3	102.8	105.4	58.8	56.5	27.7	15.7	38.3
Marzo	-57.3	68.7	96.1	53.4	13.0	27.2	16.4	35.6
Abril	80.8	157.3	143.5	54.6	12.0	21.7	16.0	33.7
Mayo	11.1	116.1	116.4	57.0	21.0	27.1	20.1	31.3
Junio	41.5	101.5	98.9	49.7	5.0	26.9	20.4	30.4
Julio	56.2	113.2	125.7	57.9	-8.0	25.1	20.3	27.8
Agosto	72.6	144.8	107.0	46.9	1.0	26.2	17.1	42.5
Setiembre	-146.2	102.5	124.4	55.6	219.7	30.2	14.3	41.1
Octubre	61.2	86.8	124.7	54.5	13.2	25.1	17.3	39.5
Noviembre	22.5	49.8	118.6	57.3	8.2	26.0	17.9	40.1
Diciembre	276.9	-48.2	122.7	69.6	-329.4	23.0	19.1	38.6
Enero 1992	93.4	130.0	124.8	47.3	15.0	21.7	17.6	42.9
Febrero	-2.8	33.3	110.7	48.2	32.4	17.9	16.8	43.4
Marzo	8.2	65.7	119.3	53.2	37.7	17.1	17.3	40.7
Abril	45.3	104.3	130.9	59.4	35.9	16.7	23.5	39.7
Mayo	56.3	99.1	115.3	52.8	23.2	18.1	18.1	39.1
Junio	37.4	48.6	116.8	50.5	-2.0	18.1	18.1	38.0
Julio	85.1	18.0	125.0	56.8	-71.3	17.7	22.4	36.7
Agosto	34.9	101.8	130.0	56.9	61.2	19.1	17.1	46.0
Setiembre	-79.2	-8.7	127.4	57.3	63.8	20.3	20.3	44.8

**CUADRO 2.2  
INDICADORES FISCALES  
(Datos mensuales promedio)**

	Superávit Fiscal (1)	Superávit Primario (2)	Ingresos Corrientes (3)	Gastos Corrientes (4)	Serv. de Deuda Externa netos de Desembolsos (5)	Imp. combustibles/ Ing. Corr. (6)	Remunerac./ Gastos Corr. (7)	Remunerac. Reales (8)
Año Previo	-114.4	-56.9	100.0	100.0	5.4	4.4	36.5	100.0
90-III	-11.0	22.8	91.4	82.3	1.8	20.1	28.7	53.3
90-IV	23.5	70.8	138.7	82.5	21.4	26.4	21.5	33.1
91-I	32.3	106.1	118.0	60.4	28.5	27.8	16.6	36.2
91-II	44.5	125.0	119.6	53.8	12.7	25.2	18.8	31.8
91-III	-5.8	120.2	119.0	53.4	70.9	27.1	17.2	37.1
91-IV	74.8	75.7	91.2	60.5	-102.6	21.4	28.8	39.4
92-I	32.9	76.4	118.3	49.6	28.3	18.9	17.2	42.3
92-II	46.3	84.0	121.0	54.2	19.1	17.6	19.9	38.9
92-III	13.6	37.0	127.5	57.0	17.9	19.0	19.9	42.5

(1) Déficit (-) o Superávit (+) del Gobierno Central en millones de dólares.

Incluye sólo los gastos y pagos por deuda externa efectivos. Es el financiamiento interno que comprende Crédito BCR, Crédito resto del sistema bancario y bonos.

Ha sido calculado utilizando el tipo de cambio paralelo promedio del período.

(2) Déficit (-) o Superávit (+) Primario del Gobierno Central en millones de dólares. No incluye en los gastos los pagos de intereses de la deuda pública. (Base: Promedio 90.01-92.06)

(3) Índice de ingresos corrientes reales del Gobierno Central.

(4) Índice de gastos corrientes reales del Gobierno Central.

(5) Servicio de la deuda externa neto de desembolsos; Intereses de deuda externa más amortizaciones menos desembolsos de deuda externa. (Base: Promedio 90.01-90.06)

(6) Ingresos por combustibles como porcentaje de los ingresos corrientes.

(7) Remuneraciones del Gobierno Central como porcentaje de los gastos corrientes.

(8) Índice de remuneraciones reales del Gobierno Central.

Fuente: Nota Semanal BCR. INEI para (8).

**CUADRO 3.1**  
**INDICADORES MONETARIOS**

	Liquidez	Emisión	Tasa de Encaje	Tasa de Encaje	Tasa de Interés en M.N.		Tasa de Interés en M.E.		Tipo de Cambio Real
	Real	Primaria Real	Promedio	Exigible	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Año previo	100.00	100.00	37.88	41.12	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	100.00
Julio 1990	67.81	74.79	32.80	39.70	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	121.69
Agosto	29.09	42.12	63.40	56.83	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	65.71
Setiembre	44.93	67.22	70.00	39.22	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	78.41
Octubre	53.46	81.92	73.90	43.52	17.08	7.15	15.91	7.21	74.13
Noviembre	56.10	82.19	67.30	43.80	15.15	6.12	16.24	7.46	68.68
Diciembre	49.81	68.00	49.10	43.15	14.91	5.10	16.32	7.84	67.98
Enero 1991	38.42	58.39	67.30	45.51	19.11	6.02	15.16	7.18	58.41
Febrero	40.88	57.08	57.90	45.58	23.87	8.49	16.59	6.43	53.71
Marzo	46.88	60.10	50.30	36.11	25.60	9.42	17.34	6.74	51.24
Abril	51.04	59.01	40.30	33.93	20.98	7.49	20.80	8.40	54.49
Mayo	49.65	55.63	36.00	33.48	17.16	6.67	20.47	9.18	63.90
Junio	51.02	55.64	37.70	32.13	18.41	7.28	20.21	9.51	62.87
Julio	51.02	54.73	37.60	26.61	19.38	9.28	21.00	11.23	55.61
Agosto	51.69	54.35	40.30	26.64	18.64	9.62	21.55	11.31	49.99
Setiembre	53.56	54.28	35.90	26.49	12.97	5.56	22.53	9.41	47.34
Octubre	55.37	54.13	31.40	26.39	11.02	4.42	22.92	8.40	52.96
Noviembre	56.18	53.89	30.20	25.84	10.90	4.42	23.07	8.53	56.43
Diciembre	60.17	55.78	20.90	24.40	10.95	4.44	23.18	8.54	53.35
Enero 1992	59.26	55.20	26.50	22.80	11.08	4.40	23.43	8.54	51.03
Febrero	60.28	54.01	23.40	19.46	10.39	3.93	23.26	8.43	47.76
Marzo	58.21	51.78	23.30	17.56	9.61	3.40	22.15	7.78	43.56
Abril	59.07	51.92	19.40	15.68	8.29	2.96	19.54	6.59	45.30
Mayo	57.54	52.41	23.00	15.27	8.41	3.07	19.89	6.65	48.73
Junio	56.41	52.82	24.40	15.00	8.69	3.17	20.40	6.59	48.69
Julio	60.99	53.95	16.10	10.58	8.70	3.21	20.60	6.64	49.23
Agosto	58.84	54.26	21.80	10.56	8.70	3.20	20.60	6.61	49.83
Setiembre	57.99	54.70	25.50	10.55	8.55	3.10	18.70	6.42	51.97
Octubre	56.60	53.87	24.00	10.65	8.41	3.03	18.17	6.29	56.73

**CUADRO 3.2**  
**INDICADORES MONETARIOS**

	Liquidez	Emisión	Tasa de Encaje	Tasa de Encaje	Tasa de Interés en M.N.		Tasa de Interés en M.E.		Tipo de Cambio Real
	Real	Primaria Real	Promedio	Exigible	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Año Previo	100.00	100.00	37.88	41.12	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	100.00
90-III	47.27	61.38	55.40	45.25	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	88.60
90-IV	53.12	77.37	63.43	43.49	15.71	6.12	16.16	7.50	70.26
91-I	42.06	58.52	58.50	42.40	22.86	7.98	16.36	6.78	54.45
91-II	50.57	56.76	38.00	33.18	18.85	7.15	20.49	9.03	60.42
91-III	52.09	54.45	37.93	26.58	17.00	8.15	21.69	10.65	50.98
91-IV	57.24	54.60	27.50	25.54	10.96	4.43	23.06	8.49	54.24
92-I	59.25	53.67	24.40	19.94	10.36	3.91	22.95	8.25	47.45
92-II	57.67	52.38	22.27	15.32	8.46	3.07	19.94	6.61	47.57
92-III	59.27	54.30	21.13	10.56	8.65	3.17	19.97	6.56	50.34

- (1) Índice de la liquidez real del sistema financiero en moneda nacional a fin de mes.  
(2) Índice de la emisión primaria real a fin de mes.  
(3) Tasa de encaje promedio efectiva del Sistema Bancario: moneda nacional.  
(4) Tasa de encaje exigible de la Banca Comercial: moneda nacional.  
(5) Tasa de interés nominal activa moneda nacional: sobregiro Banca Comercial (mensual).  
(6) Tasa de interés nominal pasiva moneda nacional: ahorro en la Banca Comercial (mensual).  
(7) Tasa de interés nominal activa moneda extranjera: sobregiro Banca Comercial (anual).  
(8) Tasa de interés nominal pasiva moneda extranjera: ahorro en la Banca Comercial (anual).  
(9) Índice del tipo de cambio real promedio mensual.  
Fuente: (1) a (8) Nota Semanal BCR. (9) Cuánto.

**CUADRO 4.1**  
**INFLACION, DEVALUACION, «GASOLINAZOS» Y CANTIDAD DE DINERO**

	Tasa de Inflación (1)	Tasa de Inflación (2)	Tasa de Devaluación (3)	Tasa de variac. Precios Públicos (4)	Tasa de variac. Emisión (5)
Año previo	30.43	28.98	33.62	27.82	30.26
Julio 1990	63.20	76.14	59.39	52.22	40.10
Agosto	397.00	333.79	168.35	1565.34	179.90
Setiembre	13.80	35.07	35.81	29.67	81.59
Octubre	9.60	5.88	3.61	0.00	33.58
Noviembre	5.90	4.86	-1.89	-4.77	6.26
Diciembre	23.70	12.16	22.45	17.42	2.34
Enero 1991	17.80	13.61	1.22	24.83	1.15
Febrero	9.40	5.00	0.59	1.16	6.94
Marzo	7.70	2.95	2.75	0.00	13.41
Abril	5.80	2.90	12.50	1.70	3.87
Mayo	7.60	10.48	26.19	1.31	1.45
Junio	9.30	8.62	7.55	14.42	9.31
Julio	9.10	5.10	-3.51	12.97	7.32
Agosto	7.20	4.10	-3.64	13.49	6.45
Setiembre	5.60	2.40	0.00	15.41	5.48
Octubre	4.00	4.90	16.35	12.49	3.71
Noviembre	4.00	6.50	10.81	2.57	3.53
Diciembre	3.70	3.20	-1.95	-1.57	7.34
Enero 1992	3.50	1.90	-1.00	0.31	2.43
Febrero	4.70	1.30	-2.01	0.76	2.45
Marzo	7.40	3.50	-2.05	6.02	2.97
Abril	3.20	2.50	7.33	4.22	3.47
Mayo	3.40	5.30	11.22	6.40	4.38
Junio	3.60	2.50	3.51	9.39	4.41
Julio	3.50	3.00	4.66	7.06	5.71
Agosto	2.80	4.00	4.05	10.39	3.39
Setiembre	2.60	3.10	7.00	8.61	3.44
Octubre	3.60	7.30	13.09	-5.22	2.01
Noviembre	3.50	4.60	3.85	n.d.	n.d.

**CUADRO 4.2**  
**INFLACION, DEVALUACION, «GASOLINAZOS» Y CANTIDAD DE DINERO**  
**(Promedios mensuales)**

	Tasa de Inflación (1)	Tasa de Inflación (2)	Tasa de Devaluación (3)	Tasa de variac. Precios Públicos (4)	Tasa de variac. Emisión (5)
Año Previo	30.4	29.0	33.6	27.8	30.3
90-III	158.0	148.3	87.9	549.1	100.5
90-IV	13.1	7.6	8.1	4.2	14.1
91-I	11.6	7.2	1.5	8.7	7.2
91-II	7.6	7.3	15.4	5.8	4.9
91-III	8.7	8.1	10.1	9.6	6.0
91-IV	3.9	4.9	8.4	4.5	4.9
92-I	5.2	2.2	-1.7	2.4	2.6
92-II	3.4	3.4	7.4	6.7	4.1
92-III	3.0	3.4	5.2	8.7	4.2

(1) Inflación promedio mensual, medida por el índice de precios al consumidor.

(2) Inflación promedio mensual, medida por el índice de precios al por mayor.

(3) Devaluación promedio mensual.

(4) Tasa de variación promedio mensual de los precios públicos.

(5) Tasa de variación a fin de mes de la emisión primaria.

Fuente: (1) y (2) INEI. (3) Cuánto (4) Elaboración propia y (5) Nota Semanal BCR.

**CUADRO 5.1**  
**NIVEL DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y PRECIOS RELATIVOS**

	PBI Global (1)	PBI Manufactura (2)	Empleo Manufactura (3)	Remunerac. S. Privado (4)	Remunerac. Min. Vital (5)	Tipo de Cambio (6)	Precios Públicos (7)	Precio Gasolina (8)	Precios Agrícolas (9)
Año Previo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Julio 1990	94.1	87.3	97.3	78.9	93.6	121.7	94.8	49.8	67.3
Agosto	83.0	73.6	97.0	38.6	75.3	65.7	317.6	235.9	55.9
Setiembre	73.9	59.1	94.3	46.0	103.4	78.4	362.0	276.3	67.3
Octubre	79.8	72.5	92.6	51.2	94.4	74.1	330.3	252.1	76.0
Noviembre	89.1	89.5	93.3	55.5	89.1	68.7	296.9	238.1	83.6
Diciembre	86.4	91.8	94.1	47.2	72.0	68.0	281.8	255.0	87.8
Enero 1991	104.8	108.2	94.6	45.0	92.9	58.4	298.5	266.3	87.2
Febrero	102.3	96.9	95.1	45.3	85.0	53.7	276.0	243.4	85.6
Marzo	96.0	94.4	95.4	44.7	78.9	51.2	256.2	226.0	86.8
Abril	102.8	104.3	94.6	45.4	74.6	54.5	246.2	225.2	86.8
Mayo	99.3	100.0	93.3	46.1	69.3	63.9	231.7	212.9	83.9
Junio	95.6	96.6	92.5	46.0	63.4	62.9	242.7	217.9	84.6
Julio	98.8	99.6	92.8	45.4	58.1	55.6	251.4	225.5	85.9
Agosto	93.9	94.5	92.8	45.3	54.2	50.0	266.0	232.9	86.3
Setiembre	90.1	89.9	91.3	45.9	51.3	47.3	290.8	240.6	88.7
Octubre	94.3	94.8	90.0	46.0	49.4	53.0	314.7	245.5	88.3
Noviembre	96.4	94.8	89.4	45.5	47.5	56.4	310.5	244.7	87.6
Diciembre	87.4	92.6	89.2	46.5	45.8	53.4	294.6	238.4	89.4
Enero 1992	103.8	101.1	87.5	47.0	72.9	51.0	285.4	230.3	91.2
Febrero	100.8	93.0	87.0	46.4	80.0	47.8	274.6	220.0	91.3
Marzo	99.0	97.4	86.1	45.1	74.5	43.6	271.0	204.8	93.3
Abril	95.4	90.4	85.4	44.7	72.2	45.3	273.7	207.4	91.5
Mayo	94.4	91.6	85.0	44.1	69.8	48.7	281.5	208.3	89.8
Junio	92.1	89.2	83.8	43.6	67.4	48.7	297.3	209.4	88.1
Julio	91.2	83.6	82.6	n.d.	65.1	49.2	307.6	207.7	87.6
Agosto	89.0	83.8	81.6	n.d.	63.3	49.8	330.2	202.9	88.3
Setiembre	86.2	83.5	80.8	n.d.	61.7	52.0	349.5	202.8	87.5
Octubre	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	56.6	319.6	204.8	84.0

**CUADRO 5.2**  
**NIVEL DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y PRECIOS RELATIVOS.**

	PBI global (1)	PBI manufactura (2)	Empleo manufactura (3)	Remunerac. S. privado (4)	Remunerac. Min. Vital (5)	Tipo de cambio (6)	Precios públicos (7)	Precio gasolina (8)	Precios agrícolas (9)
Año Previo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
90-III	83.7	73.3	96.2	54.5	90.8	88.6	258.1	187.3	63.5
90-IV	85.1	84.6	93.4	51.3	85.2	70.3	303.0	248.4	82.5
91-I	101.0	99.8	95.0	45.0	85.6	54.5	276.9	245.2	86.5
91-II	99.2	100.3	93.5	45.9	69.1	60.4	240.2	218.7	85.1
91-III	94.3	94.7	92.3	45.5	54.6	51.0	269.4	233.0	87.0
91-IV	92.7	94.1	89.5	46.0	47.5	54.2	306.6	242.9	88.4
92-I	101.2	97.2	86.9	46.2	75.8	47.5	277.0	218.4	91.9
92-II	94.0	90.4	84.7	44.1	69.8	47.6	284.2	208.3	89.8
92-III	88.8	83.6	81.7	n.d.	63.4	50.3	329.1	204.4	87.8

(1) PBI global: serie desestacionalizada.

(2) PBI manufactura: serie desestacionalizada.

(3) Empleo manufactura de Lima: empresas de 100 o más trabajadores.

(4) Remuneraciones reales promedio del Sector Privado de Lima.

(5) El Ingreso Mínimo Legal a partir de agosto de 1990, toma la denominación de Remuneración Mínima Vital.

(6) Tipo de cambio promedio real. No toma en cuenta la inflación externa.

(7) Canasta de precios públicos reales.

(8) Precio real de la gasolina.

(9) IPM agropecuario/ IPM manufactura.

Fuente: (1), (2), (4), (7), (8) y (9) INEI. (3) DGE-Ministerio de Trabajo. (5) Cuánto.

(6) Elaboración propia en base a las ponderaciones en el IPC.

**CUADRO 6.1**  
**ESTRUCTURA DEPOSITOS Y CREDITOS DE LA BANCA COMERCIAL**  
**(En millones de dólares)**

	Depósitos M.N. (1)	Depósitos M.E. (2)	Depósitos M.E./ Dep. totales (3)	Créditos M.N. (4)	Créditos M.E. (5)	Créditos M.E./ Cred. totales (6)
Año Previo	705	514	42.2	328	526	61.6
Julio 1990	223	374	62.6	130	440	77.2
Agosto	195	359	64.8	87	456	83.9
Setiembre	402	435	52.0	172	387	69.2
Octubre	508	539	51.5	222	419	65.4
Noviembre	570	653	53.4	339	463	57.7
Diciembre	444	756	63.0	255	451	63.9
Enero 1991	450	853	65.5	351	499	58.7
Febrero	467	932	66.6	361	547	60.2
Marzo	621	1038	62.6	462	565	55.0
Abril	545	1138	67.6	432	636	59.6
Mayo	491	1309	72.7	429	732	63.0
Junio	562	1441	72.0	420	792	65.3
Julio	642	1650	72.0	493	942	65.6
Agosto	705	1750	71.3	517	1006	66.1
Setiembre	750	1814	70.7	567	1054	65.0
Octubre	668	1907	74.1	586	1073	64.7
Noviembre	658	2057	75.8	609	1140	65.2
Diciembre	738	2144	74.4	583	1241	68.0
Enero 1992	785	2256	74.2	623	1301	67.6
Febrero	858	2304	72.9	639	1387	68.5
Marzo	877	2339	72.7	685	1432	67.6
Abril	818	2114	72.1	741	1439	66.0
Mayo	773	2154	73.6	727	1453	66.7
Junio	744	2260	75.2	693	1471	68.0
Julio	786	2302	74.6	670	1565	70.0
Agosto	776	2297	74.8	644	1598	71.3
Setiembre	709	2430	77.4	622	1644	72.6
Octubre	640	2508	79.7	624	1662	72.7

**CUADRO 6.2**  
**ESTRUCTURA DEPOSITOS Y CREDITOS**  
**DE LA BANCA COMERCIAL**  
**(Promedios mensuales en millones de dólares)**

	Depósitos M.N. (1)	Depósitos M.E. (2)	Depósitos M.E./ Dep. totales (3)	Créditos M.N. (4)	Créditos M.E. (5)	Créditos M.E./ Cred. totales (6)
Año Previo	705	514	42.2	328	526	61.6
90-III	273	389	59.8	130	428	76.8
90-IV	507	649	56.0	272	444	62.3
91-I	513	941	64.9	391	537	58.0
91-II	532	1296	70.8	427	720	62.6
91-III	699	1738	71.3	526	1001	65.6
91-IV	688	2036	74.7	593	1151	66.0
92-I	840	2300	73.3	649	1373	67.9
92-II	778	2176	73.6	720	1454	66.9
92-III	757	2343	75.6	645	1602	71.3

(1) Depósitos en moneda nacional.

(2) Depósitos en moneda extranjera.

(3) Depósitos en moneda extranjera como porcentaje del total de depósitos.

(4) Créditos en moneda nacional.

(5) Créditos en moneda extranjera.

(6) Créditos en moneda extranjera como porcentaje de los créditos totales.

(1) y (4) se han calculado utilizando el tipo de cambio paralelo de fin de período

Fuente: Nota Semanal BCR.

**CUADRO 7  
BALANZA COMERCIAL  
(En millones de dólares)**

	Exportaciones FOB	Importaciones FOB	Balanza Comercial
90-I	765	921	-156
90-II	755	693	62
90-III	892	700	192
90-IV	819	577	242
91-I	833	729	104
91-II	894	850	44
91-III	826	919	-93
91-IV	776	996	-220
92-I	831	1044	-213
92-II	843	931	-88

Fuente: Nota Semanal BCR.

**CUADRO 8.1  
TASAS MENSUALES DE INTERES REAL DE LA BANCA COMERCIAL**

	Tasa de Interés en M.N.		Tasa de Interés en M.E.		Tasa de Interés Promedio	
	Activa (1)	Pasiva (2)	Activa (3)	Pasiva (4)	Activa (5)	Pasiva (6)
Octubre 1990	6.82	-2.24	-4.30	-4.92	-0.45	-3.62
Noviembre	8.73	0.21	-6.18	-6.79	0.12	-3.53
Diciembre	-7.11	-15.04	0.24	-0.39	-2.41	-5.81
Enero 1991	1.11	-10.00	-13.06	-13.58	-7.21	-12.34
Febrero	13.23	-0.83	-6.87	-7.58	1.11	-5.33
Marzo	16.62	1.60	-3.31	-4.07	5.65	-1.95
Abril	14.35	1.60	8.02	7.05	10.58	5.28
Mayo	8.88	-0.86	19.11	18.14	15.34	12.96
Junio	8.33	-1.85	-0.08	-0.86	2.83	-1.13
Julio	9.42	0.16	-10.14	-10.77	-3.42	-7.71
Agosto	10.67	2.26	-8.63	-9.30	-2.08	-5.98
Setiembre	6.98	-0.04	-3.69	-4.59	0.04	-3.26
Octubre	6.75	0.40	13.82	12.63	11.32	9.46
Noviembre	6.63	0.40	8.41	7.28	7.79	5.61
Diciembre	6.99	0.71	-3.79	-4.80	-0.34	-3.39
Enero 1992	7.32	0.87	-2.65	-3.69	0.58	-2.51
Febrero	5.43	-0.74	-4.76	-5.78	-1.55	-4.41
Marzo	2.06	-3.72	-7.27	-8.23	-4.25	-7.00
Abril	4.93	-0.23	5.56	4.56	5.35	3.22
Mayo	4.85	-0.32	9.20	8.14	7.75	5.91
Junio	4.91	-0.42	1.47	0.44	2.57	0.23
Julio	5.02	-0.28	2.71	1.66	3.41	1.17
Agosto	5.74	0.39	2.81	1.76	3.65	1.41
Setiembre	5.80	0.49	5.79	4.83	5.79	3.85
Octubre	4.64	-0.55	10.69	9.73	9.04	7.64

**CUADRO 8.2  
TASAS MENSUALES DE INTERES REAL DE LA BANCA COMERCIAL**

	Tasa de Interés en M.N.		Tasa de Interés en M.E.		Tasa de Interés Promedio	
	Activa (1)	Pasiva (2)	Activa (3)	Pasiva (4)	Activa (5)	Pasiva (6)
90-IV	2.82	-5.69	-3.41	-4.03	-0.91	-4.32
91-I	10.32	-3.08	-7.75	-8.41	-0.15	-6.54
91-II	10.52	-0.37	9.02	8.11	9.58	5.70
91-III	9.02	0.79	-7.49	-8.22	-1.82	-5.65
91-IV	6.79	0.51	6.14	5.04	6.26	3.89
92-I	4.94	-1.20	-4.89	-5.90	-1.74	-4.64
92-II	4.90	-0.32	5.41	4.38	5.22	3.12
92-III	5.52	0.20	3.77	2.75	4.28	2.14

- (1) Tasa de interés activa real moneda nacional: sobregiro Banca Comercial.  
(2) Tasa de interés pasiva real moneda nacional: ahorro en la Banca Comercial.  
(3) Tasa de interés activa real moneda extranjera: sobregiro Banca Comercial.  
(4) Tasa de interés pasiva real moneda extranjera: ahorro en la Banca Comercial.  
(5) Tasa de interés activa real promedio. Calculada ponderando (1) y (3) por la estructura de créditos.  
(6) Tasa de interés pasiva real promedio. Calculada ponderando (2) y (4) por la estructura de depósitos.  
Fuente: Nota Semanal BCR.



**CUADRO 9.1**  
**INDICE DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO, SEGUN CLASE**  
**DE ACTIVIDAD ECONOMICA**

	Global	Agropecuario	Pesca	Mineria	Electric.	Manufact.	Construc.	Comercio	Otros
Año Previo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Julio 1990	97.0	89.9	50.1	98.5	98.2	87.6	99.7	96.7	103.6
Agosto	84.7	91.6	101.6	97.4	96.3	72.9	47.4	86.5	88.4
Setiembre	74.1	91.1	59.9	96.2	86.6	58.1	53.1	48.9	81.4
Octubre	80.8	94.6	64.4	92.4	93.8	71.9	77.3	53.8	87.2
Noviembre	87.0	98.1	88.7	95.4	103.2	88.3	78.4	69.5	87.3
Diciembre	86.9	95.6	75.0	94.4	105.3	91.3	91.8	63.6	90.2
Enero 1991	102.6	93.0	130.7	88.1	107.9	104.8	76.3	117.6	100.9
Febrero	100.2	96.7	88.4	89.3	104.2	95.0	90.5	106.1	100.2
Marzo	96.0	94.4	86.5	94.6	104.7	94.4	79.1	103.2	95.8
Abril	102.8	100.9	113.0	97.1	109.9	104.3	88.6	113.0	99.0
Mayo	99.3	97.0	138.4	95.6	108.4	100.0	89.6	117.6	92.9
Junio	95.6	89.3	85.3	92.2	105.3	96.6	85.8	106.6	89.0
Julio	98.8	93.3	47.0	94.9	111.7	99.6	96.6	113.6	94.3
Agosto	93.9	88.2	33.7	96.2	114.1	94.5	92.0	104.6	89.9
Setiembre	90.1	87.9	57.0	92.7	109.3	89.9	92.8	68.7	92.9
Octubre	94.3	90.6	80.6	93.6	108.2	94.8	89.8	70.6	101.4
Noviembre	96.4	98.5	72.7	90.0	111.4	94.8	94.2	81.2	104.6
Diciembre	87.4	97.4	67.9	89.1	109.3	92.6	80.4	74.2	86.9
Enero 1992	103.8	95.5	92.5	86.9	114.7	101.1	96.6	126.7	99.8
Febrero	100.8	98.1	65.4	84.4	104.8	93.0	101.5	111.7	101.5
Marzo	98.9	93.1	65.1	84.1	109.8	97.4	96.2	110.6	100.7
Abril	95.4	93.3	68.6	87.6	113.7	90.8	92.7	104.1	96.4
Mayo	94.3	85.0	110.3	83.9	96.9	91.6	86.2	102.1	97.0
Junio	92.3	79.2	68.0	89.0	93.4	88.9	85.7	102.4	92.5
Julio	91.2	82.1	59.4	87.1	93.6	83.6	87.5	103.0	95.5
Agosto	89.0	78.9	53.8	91.4	91.7	83.8	91.5	103.4	88.8
Setiembre	86.2	82.4	45.1	86.5	88.8	83.5	93.1	69.1	90.6

**CUADRO 9.2**  
**INDICE DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO, SEGUN CLASE**  
**DE ACTIVIDAD ECONOMICA**

	Global	Agropecuario	Pesca	Mineria	Electric.	Manufact.	Construc.	Comercio	Otros
Año Previo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
90-III	85.3	90.8	70.5	97.4	93.7	72.9	66.7	77.4	91.1
90-IV	84.9	96.1	76.0	94.1	100.8	83.9	82.5	62.3	88.2
91-I	99.6	94.7	101.8	90.7	105.6	98.1	82.0	109.0	99.0
91-II	99.2	95.7	112.2	95.0	107.9	100.3	88.0	112.4	93.6
91-III	94.3	89.8	45.9	94.6	111.7	94.7	93.8	95.6	92.4
91-IV	92.7	95.5	73.7	90.9	109.6	94.1	88.2	75.3	97.6
92-I	101.2	95.5	74.3	85.1	109.8	97.2	98.1	116.3	100.6
92-II	94.0	85.8	82.3	86.8	101.4	90.4	88.2	102.8	95.3
92-III	88.8	81.1	52.8	88.3	91.3	83.6	90.7	91.8	91.6

Fuente: Compendio Económico Mensual (varios) INEI.

## SINTESIS DEL DEBATE EN EL CONSORCIO

Javier Iguíñiz  
Pontificia Universidad Católica del Perú

### Presentación

La intención de las siguientes páginas es recoger algunos de los tópicos más importantes discutidos por los miembros del Consorcio de Investigación Económica, a propósito de la presentación del informe sobre la coyuntura económica del tercer trimestre de 1992, elaborado por el Departamento de Economía de la Universidad Católica<sup>1</sup>. El objetivo es establecer aquellos asuntos en los que se requiere mayor análisis porque el marco institucional en el que opera la economía peruana resulta peculiar para los efectos del tema que nos interesa. Otro factor que amerita profundizar la evaluación es el hecho que parte de la información de base no es confiable o su construcción y contenidos no son suficientemente claros. Un motivo adicional de la reflexión es la eventual necesidad de realizar otras pruebas econométricas para establecer relaciones confiables entre variables. De esta manera, se pretende contribuir a que este análisis y debate de coyuntura dentro del Consorcio se convierta en un proceso de acumulación de experiencia analítica.

### Sector fiscal

En torno al déficit fiscal, han surgido dos tipos de inquietudes que exigirán análisis y seguimiento. Por un lado, están aquéllas referidas a la transparencia de la información publicada. Uno de los aspectos que motiva esa preocupación es el relativo al pago de la deuda externa y su relación con el *stock* de la misma. No resulta sencillo establecer con claridad lo efectivamente pagado. Aun así, en base a lo publicado se sugiere que, por lo menos hasta el segundo trimestre de 1992, que es la información más actual a la fecha consignada en la Nota Semanal N° 45 del BCR, el pago neto ha aumentado respecto al año anterior.

De mayor trascendencia es el interés en determinar el resultado exacto de las cuentas fiscales

(déficit o superávit), el efecto de la política fiscal sobre este resultado y la consecuencia de tal política sobre el nivel de actividad de la economía. Ello dado que existen afirmaciones encontradas sobre la magnitud del superávit o déficit calculado por diversos medios y por cuanto todo indica que la política fiscal, e incluso la monetaria, habrían sido expansivas pese a que el nivel de actividad económica parece no haber reaccionado como suele suceder.

Efectivamente, un punto que mereció diversos comentarios en el debate es el relativo al efecto de la política fiscal sobre el PBI. Al respecto, se indicó que las tasas de crecimiento del producto vienen mostrando un comportamiento diferente al de la política fiscal. De ahí que habría que tomar en cuenta otros factores para explicar la reciente caída en el nivel de actividad. Así se consideró útil explorar más el problema del desfase entre la oportunidad del cambio en la política fiscal (con superávit a un equilibrio) y la oportunidad de respuesta sobre el PBI.

Para algunos, se debe ingresar al problema partiendo de las características del programa de estabilización en marcha. Se entiende que bajo un régimen cuya ancla es monetaria, una política fiscal expansiva casi no causaría efectos sobre la producción pues todo debería traducirse en mayores importaciones.

Otra argumentación para justificar el reducido impacto del incremento de gasto fiscal en el PBI considera los cambios registrados en los dos años anteriores en la estructura y volumen de importaciones. Se estima que mucha de la demanda de los insumos que antes era abastecida por la industria local se ha reorientado a la producción importada. Resulta imprescindible, en esta hipótesis, tomar en cuenta que en estos años ha cambiado la estructura productiva del país. Sin embargo, todavía no existe un estudio sobre este punto.

1 La reunión de presentación se realizó en la Universidad Católica el 30 de noviembre y a ella asistieron Patricia de Arregui, Humberto Campodónico, Carlos Carrillo, Oscar Dancourt, José Escaffi, Javier Escobal, César Ferrari, Ignacio Franco, Julio Gamero, Cecilia Garavito, Efraín Gonzales de Olarte, Rosa Guzmán, Sonia Herrera, Félix Jiménez, Farid Matuk, Andrés Quispe, María Antonia Remenyi, Virginia Rey-Sánchez, Lucía Romero, María Elena Romero, Alonso Segura, Mario Tello, Marco Terrones, Carolina Trivelli, Jorge Vega, Máximo Vega-Centeno, Francisco Verdera y Leopoldo Vilcapoma.

Desde otro punto de vista se sostuvo que lo importante podría ser la revisión del efecto de la política monetaria sobre la demanda interna. Para proceder a esta evaluación se sugiere seguir el criterio tradicional de que la demanda agregada de bienes depende inversamente del costo real del crédito. Este factor podría explicar el escaso efecto de la expansión fiscal sobre el PBI, aunque no hay que olvidar que la apertura comercial también viene alentado la importación. De todos modos, se planteó que el resultado que debía provocar el aumento del gasto público ha sido anulado por el encarecimiento del crédito.

Finalmente, se insistió en la necesidad de un cálculo más fino de la situación fiscal. Por ejemplo, es imprescindible evaluar con continuidad el déficit operacional para determinar su efecto sobre el nivel de actividad. Habría que volver a calcular al estilo de Alarco, esto es, separando la transacciones públicas realizadas en moneda nacional y extranjera para conocer la naturaleza monetaria de déficit y superávit. Particularmente, es necesario establecer en qué moneda se ha financiado ese incremento de gasto público registrado estos meses.

### **Sector monetario**

Las peculiaridades del Perú respecto de otras economías parecen ser tan importantes como poco exploradas y son particularmente relevantes para analizar la política monetaria. Por ejemplo, el flujo de capitales que ingresa al Perú y las expectativas de devaluación podrían explicarse mejor comparando la tasa de interés internacional con la tasa de interés en moneda extranjera en vez de contrastar la primera con la tasa de interés en moneda nacional.

Es claro que el sistema financiero peruano tiene dos tipos de pasivos: el dólar y el sol. El BCR puede influir sobre la oferta de dólares mediante el manejo de políticas de encaje y más directamente en la oferta de soles. Luego, cabe la posibilidad de la existencia simultánea de una política monetaria expansiva en soles pero contractiva en dólares.

En este enfoque del problema, efectivamente, el manejo de la política respecto al encaje en moneda extranjera puede resultar importante. Al parecer, la tasa de encaje no ha variado mucho en estos meses, mas sí la remuneración a dicho encaje.

En general, la base prestable en moneda extranjera de los bancos estaría determinada por la tasa

de encaje en esa moneda, la balanza comercial -incluida la de servicios no financieros- y el movimiento de dólares al interior y exterior del sistema bancario del país. En cualquier caso, la estimación de esa oferta resulta difícil de establecer porque se desconoce el destino de la cuenta de capitales de corto plazo. ¿Qué cantidad de los dólares que «ingresan» se cambia a moneda nacional?

Otro elemento a considerar es el aumento del costo ponderado del crédito en ambas monedas debido al incremento del tipo de cambio real. Un problema similar se plantea respecto del de la entrada de dólares a una economía dolarizada. ¿Qué efecto tiene el «ingreso» de dólares sobre la tasa de cambio?

En un momento surgió la interrogante de si es posible manejar la economía en base a la política monetaria. Si bien es común pensar que existe tal capacidad y que estamos ante una cantidad de dinero exógenamente determinada, también hay razón para pensar que la autoridad monetaria se debilita con la dolarización. Se afirmó, además, que dada la dolarización, hay razones para pensar, que el objetivo de elevar el tipo de cambio se contraponen con el de reducir la tasa de interés. Esto también requiere mayor discusión.

### **Sector externo**

Para evaluar las características del funcionamiento de la economía se requiere mejorar la recopilación de las estadísticas comerciales externas, particularmente las referentes a importaciones. Ocurre que no se puede detectar claramente el origen sectorial de la demanda de importaciones debido a la clasificación inadecuada que se hace de los productos importados. Esta deficiencia ahora se ha agravado.

En lo inmediato, la importancia de esas cifras es grande pues parece registrarse un creciente déficit comercial. Además, como se sugirió arriba, en esta coyuntura se constata una divergencia apreciable entre el aumento de dichas importaciones y el nivel de actividad de la economía. ¿Qué está pasando? ¿Quizá lo mismo que en el primer semestre de 1990 cuando un dólar barato (MUC) incentivó una extraordinaria elevación de las importaciones de insumos? Es probable, pero habrá que comprobar si se están acumulando stocks de insumos a la espera de una devaluación.

Una posibilidad nada desdeñable es que, dada las diferencias de precios, esté ocurriendo un pro-

ceso de sustitución de insumos nacionales por insumos importados. En todo caso, en la industria intermedia hay menos posibilidades de que ello sea resultado de la informalización. Una bomba hidráulica importada cuesta unos US\$ 120 mientras que una de manufactura nacional de similares características US\$ 400. Southern Perú, al parecer, estaría usando en sus molinos bolas de acero importadas y ya no las nacionales como antes.

Así, una pregunta importante es la que se interroga sobre el efecto de la política de apertura. Al respecto, un cálculo inicial muestra que el 83% del aumento de las importaciones se debe a la política comercial mientras que el resto resulta del abaratamiento del precio por el bajo tipo de cambio. Es claro que hay un proceso de cambio de proveedores de insumos y de reprimarización de la economía pero hacen falta más datos para hacer un análisis detallado. En este tema resulta necesario tomar en cuenta la balanza de servicios no financieros y no sólo la comercial porque últimamente ha habido una modificación en ese rubro y las magnitudes en juego parecen ser grandes.

Tampoco es satisfactoria la información respecto al movimiento de capitales. El flujo de capital del exterior ha sido menor después del golpe de Fujimori y no hay que descartar que eso incide en la tasa de cambio. Lo difícil es diferenciar la composición de este total de capitales que ingresa. En este sentido, cabe la necesidad de descomponer la cuenta «errores u omisiones» a fin de estimar los flujos por narcotráfico y por remisión de salarios del exterior. Dicho de paso, la crisis de la economía japonesa, por ejemplo, puede estar reduciendo la cantidad de dólares que los peruanos que laboran en ese país regularmente envían a sus familiares.

Finalmente, se esbozaron algunas inquietudes sobre el resultado de la política de apertura en la competitividad exportadora; así como que se recordó que la elevación reciente de la tasa de cambio real no era muy significativa pues alcanza sólo un nivel cercano al de noviembre de 1991. Además es necesario evaluar el efecto de ese moderado aumento en el componente de servicios de la Balanza en Cuenta Corriente y examinar la evolución misma de tipo de cambio real con un IPC reestimado que corrija ciertos problemas que vienen presentándose en su cálculo.

### **Inflación**

Un asunto que merece mayor análisis en el futuro es el de la relación entre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Índice de Precios al Mayorista (IPM). La razón práctica inmediata reside en el comportamiento inverso que se ha registrado en dichas variables durante el tercer trimestre de 1992. Parece existir una pauta pero, de todos modos, se registra una relación mucho más estrecha entre las fluctuaciones de la tasa de cambio y las del IPM que entre las de la tasa de cambio y las del IPC.

### **Institucionalidad**

Es necesario incorporar más explícitamente en los siguientes informes un análisis del cambio institucional que está ocurriendo y sus efectos en la coyuntura económica. Por ejemplo, ¿Qué significa el riesgo de quiebra del sector financiero?

Lima, 15 de enero de 1993

## PUBLICACIONES RECIENTES DE ESTUDIOS ECONOMICOS

### CIUP

Velarde, Julio y M. Rodríguez. Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico. Documento de Trabajo N° 1.

Velarde, Julio y M. Rodríguez. El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año. Documento de Trabajo N° 2.

Portocarrero, Felipe. Religión, familia, riqueza y muerte en la élite económica. Perú: 1900-1950. Documento de Trabajo N° 3.

Velarde, Julio y M. Rodríguez. Los problemas de orden y la velocidad de la liberalización de los mercados. Documento de Trabajo N° 4.

Velarde, Julio y M. Rodríguez. De la desinflación a la hiperinflación. Perú: 1985-1990. Documento de Trabajo N° 5.

Portocarrero, Felipe y L. Torrejón. Las inversiones en valores nacionales de la élite económica. Perú: 1916-1932. Documento de Trabajo N° 6.

Urrunaga, Roberto; M. Aguirre y A. Huarote. Eficiencia y futuros en las Bolsas de Metales. Cuadernos de Investigación N° 13.

Seminario, Bruno; A. Beltrán y A. Sueyoshi. La política fiscal en el Perú: 1970 - 1989. Cuadernos de Investigación N° 14.

Seminario, Bruno y C. Bouillon. Ciclos y tendencias en la economía peruana: 1950-1989. Cuadernos de Investigación N° 15.

Portocarrero, Felipe y L. Torrejón. Modernización y atraso en las haciendas de la élite económica. Perú: 1916-1932. Cuadernos de Investigación N° 16.

Amat y León, Carlos y otros. Análisis y recomendaciones de política para el sistema lácteo. Cuadernos de Investigación N° 17.

Portocarrero, Felipe; A. Beltrán y M. E. Romero. Compendio estadístico del Perú: 1900-1990.

CIUP. Informe de Coyuntura. Primer semestre de 1992.

Fischer, Stanley. De la estabilización a la reactivación. Conferencias N° 3.

### DESCO

Iguñiz, Javier e I. Muñoz. Políticas de industrialización del Perú: 1980-1990. Cuadernos DESCO N° 17.

Castillo, Manuel. La escena astillada (crisis, acumulación y actores sociales. Cuadernos DESCO N° 18.

### GRADE

Escobal, Javier y A. Briceño. El sector agropecuario peruano en 1992: evaluación y recomendaciones para su desarrollo. Notas para el Debate N° 5.

Escobal, Javier y A. Briceño. Una alternativa al actual sistema de sobretasas agrícolas en el Perú. Notas para el Debate N° 6.

Pascó-Font, Alberto y A. Briceño. La política de precios de los combustibles y la distribución del ingreso en el Perú: 1985-1990. Documento de Trabajo N° 17.

Escobal, Javier. Impacto de la política de precios y de crédito agrícola sobre la distribución del ingreso en el Perú: 1985-1990. Documento de Trabajo N° 18.

Rodríguez, José. Gasto público en educación y distribución del ingreso en el Perú. Documento de Trabajo N° 19.

### IEP

IEP. Argumentos. Boletín de coyuntura política y económica. Año 1, N° 1 y N° 2.

Gonzales de Olarte, Efraín. Reforma del Estado y políticas de estabilización económica 1979-1992: el Perú, un caso especial. Documento de Trabajo N° 41.

Gonzales de Olarte, Efraín. La economía regional de Lima. Crecimiento, urbanización y clases populares.

### PUCP, Departamento de Economía

Dancourt, Oscar. Desinflación ortodoxa y retraso cambiario en el Perú: un modelo Keynesiano. Documento de Trabajo N° 102.

Garavito, Cecilia. Mujer y oferta de trabajo. Documento de Trabajo N° 103.

Romero, Lucía y W. Mendoza. El modelo IS-LM: una versión para el Perú. Documento de Trabajo N° 104.

Vega, Jorge. Incidencia tributaria sobre las exportaciones no tradicionales en el Perú. Documento de Trabajo N° 105.

Tello, Mario D. Precios relativos, producción interna y exportaciones en modelos de competencia imperfecta doméstica y mercados segmentados. Documento de Trabajo N° 107.

PUCP, Revista ECONOMIA. Vol. XIV. N° 28, diciembre de 1991.

Vega Centeno, Máximo. Desarrollo económico y desarrollo tecnológico.

## **INSTITUCIONES**

### **CIUP**

Centro de Investigación de la Universidad  
del Pacífico  
Jr. Sánchez Cerro 2141, Jesús María, Lima  
Telf. : (51) (14) 712277  
Fax : (51) (14) 706121

### **DESCO**

Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo  
Jr. León de la Fuente 110, Magdalena, Lima  
Telf. : (51) (14) 627193 - 610984  
Fax : (51) (14) 617309

### **GRADE**

Grupo de Análisis para el Desarrollo  
Av. del Ejército 1870, San Isidro, Lima  
Telf. : (51) (14) 405901 - 405902  
Fax : (51) (14) 420513

### **IEP**

Instituto de Estudios Peruanos  
Av. Horacio Urteaga 694, Jesús María, Lima  
Telf. : (51) (14) 323070 - 244856  
Fax : (51) (14) 324981

### **PUCP**

Pontificia Universidad Católica del Perú,  
Departamento de Economía  
Av. Universitaria, cuadra 18, San Miguel, Lima  
Telf. : (51) (14) 622540  
Fax : (51) (14) 611785

## **COORDINACION**

Comité: Patricia de Arregui - GRADE  
Humberto Campodónico - DESCO  
Javier Iguíñiz - PUCP  
Francisco Verderra-IEP  
Juan Julio Wicht - CIUP

Secretario  
Ejecutivo: Ignacio Franco

Coordinación: GRADE

## **AUSPICIO**

- \* Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID)
- \* Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI)