

## INTRODUCCION

Cuando el ex ministro de Economía, Carlos Boloña anunció el 11 de marzo de 1991 su programa económico a la Nación, inició quizás el más serio intento de ruptura con el modelo económico y político establecido por el régimen del Gral. Juan Velasco Alvarado, a inicios de la década de los 70. El nuevo Ministro, marcando una peculiar distancia con sus antecesores, no anunció modificación alguna en el esquema vigente de política económica de corto plazo, sino un conjunto de «reformas estructurales» que tenían como objeto restablecer el modelo liberal de crecimiento económico.

Las primeras medidas «estructurales» contemplaban, específicamente, una reducción drástica de las tasas arancelarias, la eliminación de las restricciones a la importación y la desactivación del monopolio estatal en la importación de alimentos. Igualmente, se anuló la obligación de los exportadores de entregar sus divisas al Banco Central, se liberalizaron las tasas de interés para los depósitos y colocaciones en moneda extranjera y se permitió el libre flujo de divisas entre el país y el exterior<sup>2</sup>.

Con el programa de reformas estructurales, la política económica de Fujimori adquirió orientación y características definitivas ya que cuestionaron los pilares de la economía peruana. Las reformas activaron un conjunto de fuerzas y procesos con un impacto profundo e irreversible sobre el aparato productivo y la organización de la vida económica del Perú.

## LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Las reformas de Boloña tenían como objeto establecer un nuevo marco institucional para las actividades económicas. Estas modificaciones

se iniciaron mediante reformas sobre los siguientes campos:

- a) Política fiscal y monetaria.
- b) Comercio interno y externo.
- c) Sector financiero.
- d) Estado.
- e) Mercados productivos.

El Ministro Boloña decidió ejecutar estas cinco reformas en forma simultánea. Esta estrategia resultaba novedosa en la medida que contradecía el gradualismo secuencial aconsejado por la práctica internacional, específicamente en lo que concierne a las reformas comercial y financiera<sup>3</sup>. En Chile, por ejemplo, se introdujo la reforma comercial y después la financiera. Argentina, en la década de los 70, optó por la estrategia opuesta. El éxito del primer país y el fracaso del segundo parecerían mostrar las bondades del esquema chileno.

La lógica de la estrategia peruana nunca ha sido explicada por las autoridades económicas. Algunos economistas han intentado justificarla por motivos de índole práctico y político. Las razones prácticas postulan la imposibilidad de controlar los movimientos internacionales de capitales debido al gran desarrollo alcanzado por el sistema financiero internacional. Consideraciones políticas desaconsejan la estrategia gradual ya que ésta es más fácil de revertir si las condiciones son adversas al programa económico.

Javier Iguñiz explica los problemas del diseño peruano en los siguientes términos:

*«Cuando la buena práctica internacional, buscando no agravar innecesariamente el grado de recesión interna, sugiera que la apertura del comercio exterior debía venir después de flexibilizar el mercado interno de bienes y laboral o, más a mi gusto, tomar otras*

1 En la preparación del Informe participaron los profesores Bruno Seminario y Elsa Galarza, quienes contaron con la colaboración de Mariela Arenas, Pompeyo Gallardo, Piero Monteverde, Marlon Ramos y María Elena Romero.

2 Para más detalles ver Velarde, J. (1992): El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori. Boletín de Opinión 6, Consorcio de Investigación Económica. Lima.

3 Al respecto consultar Campodónico, H. (1992): Elementos para el análisis del programa de ajuste estructural en el Perú. Boletín de Opinión 6, Consorcio de Investigación Económica. Lima.

*medidas más selectivas impulsoras de la competitividad en el sector transable. Nuestro gobierno decidió a trompicones, es cierto, hacer todo más o menos a la vez sin esperar...*

*Cuando la buena práctica internacional, buscando no deprimir excesivamente la tasa de cambio y la competitividad de los transables, sugería que la liberalización de la cuenta de capitales se hiciera después de la del comercio exterior, se mezclaron ambas, produciéndose el deterioro cambiario conocido<sup>4</sup>.*

### **El nuevo marco institucional de la política económica**

Las reformas estructurales definieron, en primer término, un nuevo marco institucional para la política económica de corto plazo. El nuevo sistema de regulación contiene dos piedras angulares: un control fiscal mediante el método de caja y otro monetario a través de la programación mensual de la emisión primaria<sup>5</sup>. El nuevo régimen fiscal y monetario establece un nuevo estilo de política económica al otorgar a la autoridad monetaria de un inusual poder discrecional que le permite obtener, por primera vez en la historia económica del Perú, el poder necesario para controlar y programar efectivamente los distintos agregados monetarios.

El modo antiguo de regulación macroeconómica se concentró de manera casi obsesiva en el manejo o manipulación de los «precios básicos» de la economía. Los sucesivos ministros que ocuparon la cartera de Economía simplemente se limitaron a fijar los precios nominales del tipo de cambio, combustibles, alimentos y tarifas públicas.

Los programas económicos desecharon, una y otra vez, el uso de instrumentos vinculados al control de los flujos financieros. Por esta razón, la política monetaria se subordinó al desarrollo de las demás variables macroeconómicas, respondiendo pasivamente a las circunstancias e impulsos del sector productivo.

Bajo estas condiciones, las autoridades monetarias poseían escaso poder discrecional. El Banco Central anunciaba el tipo de cambio y modificaba, según las circunstancias, las tasas de inte-

rés, los requerimientos legales de encaje, así como el monto y composición de las líneas de crédito que otorgaba directa o indirectamente al sector privado.

La práctica y concepción teórica de la política monetaria reflejó, quizás, el espíritu de los tiempos y la formación económica de los cuadros del gobierno, que consideraban a las variables nominales como elementos de poca importancia para la marcha del sistema productivo global.

La transición del nuevo al antiguo régimen no se inicia con el ex ministro Boloña. Se insinúa con la gestión del ex ministro César Vásquez Bazán, quien demuestra a cabalidad la íntima vinculación que existía entre el tipo de cambio y la tasa de crecimiento de la liquidez. Sin embargo, el nuevo esquema sólo adquiere forma y coherencia definitivas con la instrumentalización del actual programa de estabilización.

En el nuevo marco institucional, el método de caja permite el control de la tasa de expansión de la oferta monetaria por causas internas. La supresión o limitación de la monetización del déficit económico del Sector Público, permite al Banco Central fijar, sin ninguna limitación, la tasa de crecimiento del crédito interno neto. Y por esta razón, constituye una pieza fundamental del proceso de programación discrecional de la emisión primaria.

El método de caja concentra las decisiones de gasto en un órgano central que se encarga de distribuir y autorizar la distribución de los recursos fiscales entre las diferentes instancias que componen la Administración Pública.

El sistema cambiario flotante permite liberar al Banco Central del compromiso de fijar el tipo de cambio y, por este motivo, suprime la necesidad imperativa de crear dinero por causas externas.

La instrumentalización del nuevo régimen de regulación ha puesto en evidencia varios problemas. En primer lugar, ha revelado el escaso desarrollo del sistema financiero nacional. Este hecho determina la inexistencia de un mercado claro y transparente de activos financieros e impide al Banco Central contar con un instrumento

4 Para más detalles consultar Iguíñiz, J. (Dic. 1992): No merecemos esto. La Moneda 54, BCR. Lima.

5 Esta sección está basada en Seminario, B. (1992): Las características del nuevo régimen monetario. Actualidad Económica 130. Lima.

eficiente de control de la oferta monetaria. En segundo lugar, ha determinado tasas reales de interés extremadamente elevadas que comprometen la solidez financiera del aparato productivo. Finalmente, el nuevo régimen ha inducido una apreciación inusitada de tipo de cambio real, el que ha puesto en cuestión la viabilidad de largo plazo del programa de estabilización.

Existen, también, problemas de orden más práctico que se relacionan con el manejo estacional de los excedentes financieros del Sector Público. Las Cuentas Fiscales son normalmente superavitarias el primer semestre del año y deficitarias en el segundo semestre. Este fenómeno determina un patrón de acumulación de activos financieros por parte del gobierno que, mal administrados, puede provocar la asfixia financiera del sector privado. El manejo técnico de este problema fue bastante deficiente en las fases iniciales de implementación de la nueva política monetaria. Este hecho reforzó el atraso cambiario y elevó innecesariamente el nivel de las tasas de interés. La programación monetaria parece haber superado estos problemas en los últimos meses.

### **La reforma comercial**

La Reforma Comercial contiene cuatro piezas básicas:

- a) Un nuevo arancel de aduanas que redujo los niveles de protección a dos tasas de 15% y 25%.
- b) La eliminación de los instrumentos para arancelarios (licencias previas y prohibiciones).
- c) La eliminación de los instrumentos de promoción de exportaciones.
- d) Un sistema de sobretasas arancelarias aplicable a los productos agrícolas.

La Reforma Comercial fue iniciada por el ex ministro Juan Carlos Hurtado Miller y completada por el ex ministro Boloña. En el interín, hubo una serie de anuncios claramente contradictorios que incentivaron el comportamiento especulativo de los agentes económicos.

El efecto específico de la reforma comercial sobre el sector productivo en general, y el sector industrial en particular, aún no ha sido estudiado. Las importaciones han respondido gradualmente, han cambiado su composición y han comenzado a afectar a las ramas industriales que producen bienes de consumo e insumos competitivos.

La dinámica de la penetración extranjera se explica por la situación coyuntural generada por el programa de estabilización.

Inicialmente, las empresas importadoras emplearon estrategias de *marketing* influenciadas por la situación observada en el mercado financiero. Las altas tasas de interés y el atraso cambiario condujeron a una disminución drástica de los *stocks* y a la generalización de un sistema de ventas basado en pedidos previos. Esta situación produjo una elevación de los márgenes comerciales para cumplir el pago de los préstamos, lo que atenuó, en parte, el ingreso de los productos importados en el mercado interno.

El ingreso de capital extranjero de corto plazo permitió la superación de estas restricciones iniciales. La oferta de crédito comercial en moneda extranjera permitió a los importadores reducir márgenes comerciales y ensayar un sistema más racional de ventas. Sin embargo, la estrechez del mercado interno sigue limitando la demanda de productos importados.

El crecimiento de las importaciones ha tenido un influencia decisiva sobre las Finanzas Públicas. Los ingresos fiscales por concepto de aranceles e IGV representan, en la actualidad, un 22% de los ingresos tributarios. Este porcentaje resulta mayor que lo que corresponde a los combustibles. En razón de esta situación, la base tributaria se vuelve crucialmente dependiente del dinamismo y desarrollo del comercio exterior.

El esquema de sobretasas arancelarias para los productos agrícolas es un elemento de la actual política comercial difícil de comprender. Su presencia parece contradecir el espíritu liberal de la reforma comercial y la coherencia misma de la política. Presiones políticas parecen explicar su inclusión en el paquete de medidas comerciales.

La política comercial no contempló al menos inicialmente, ningún mecanismo de promoción de exportaciones. Esta suprimió el FENT y el CERTEX sin ofrecer instrumentos de incentivo alternativos. El año pasado, empero, se ensayaron instrumentos limitados de devolución de impuestos. Sin embargo, aún no existe en la actualidad un esquema coherente de promoción de exportaciones.

### **La reforma financiera**

El nuevo sistema financiero diseñado por el ex ministro Boloña parece contener dos elementos

fundamentales: la Banca Comercial y los Fondos Privados de Pensiones. Complementan el sistema, la Banca de Fomento de Segundo Piso, que transfiere los recursos financieros captados en el exterior a aquellos sectores que no tienen acceso al crédito: pequeña empresa y población rural.

La Ley de Bancos y la Ley de los Fondos Privados de Pensiones regulan estos segmentos del mercado financiero. La parte constituida por la Banca Comercial está encargada de las operaciones de corto plazo y la de los Fondos Privados de Pensiones, hace lo propio con de las de largo plazo.

La nueva estructura financiera ha supuesto la quiebra o disolución de un gran número de instituciones financieras: la Banca de Fomento fue disuelta, la Banca Comercial Estatal será transferida al sector privado y el sistema Mutual y Cooperativo desapareció tras el pánico financiero que se produjo después del Golpe de Estado del 5 de abril.

El nuevo sistema financiero ha comenzado a operar en medio de una radical apertura de la cuenta de capitales. Este hecho ha sido aprovechado por los bancos privados para resolver sus problemas de liquidez en moneda nacional ofreciendo tasas pasivas de interés en dólares significativamente más altas que las internacionales. Como consecuencia, se ha registrado un ingreso masivo de dólares que ha contribuido a mantener deprimido el tipo de cambio. Este fenómeno ha dolarizado la base prestable de la Banca Comercial y la asignación de los recursos financieros. En razón de esto, la gestión de corto plazo de la estabilización se ha complicado de modo considerable.

El nuevo sistema financiero parece garantizar la fortaleza de los intermediarios financieros no bancarios. Un esquema de ahorro forzado basado en los ingresos laborales garantizará a estas instituciones un flujo continuo y estable de fondos. Por ello, cuando el sistema empiece a operar, deberá dominar rápidamente el mercado financiero. Sin embargo, también es previsible que la rentabilidad de la Banca Comercial disminuirá cuando los principales grupos empresariales conviertan sus deudas de corto plazo en otras de largo plazo. El proceso de adaptación y de reestructuración de la Banca Comercial será complicado y puede suponer el cierre de muchos bancos privados.

La reforma financiera producirá, por otro lado, un gran desarrollo del mercado de capitales ya

que éste sólo es consistente con un intenso proceso de innovación financiera. Dicha reforma también cambiará radicalmente los patrones de financiamiento de las unidades de producción y modificará el mismo proceso de operación de la política fiscal y monetaria. Resulta difícil, por esta razón, intuir cuál puede ser el resultado final de este proceso. Sin embargo, el nuevo sistema de circulación financiera, indudablemente desempeñará un papel fundamental en cualquier estrategia de desarrollo y crecimiento ya que puede mejorar la movilidad intersectorial de capital y fomentar una aplicación más efectiva de los recursos financieros.

### La reforma del Estado

El gobierno ha intentado conseguir una redefinición sustancial de la función del Estado en la economía. La intervención estatal debe darse sólo en aquellas áreas en las que el Estado tiene claras ventajas comparativas; es decir, en la producción de bienes y servicios públicos con el fin de cumplir las siguientes tareas específicas:

- a) Operaciones de carácter redistributivo (salud, educación, programas de emergencia).
- b) La creación de la infraestructura básica de la producción (carreteras, irrigaciones, puertos, puentes, electricidad, energía, agua, etc.).
- c) La protección de los derechos de propiedad (defensa, justicia, y protección policial).

El logro de estos objetivos supone la liquidación del aparato de intervención montado por el Gobierno Militar mediante los siguientes mecanismos:

- a) Disolución de oficinas e institutos estatales (Instituto Nacional de Planificación, Instituto de Comercio Exterior, etc).
- b) Privatización de Empresas Estatales.
- c) Racionalización de la estructura de la administración pública.

Este proceso se encuentra aún en sus fases iniciales: se ha disuelto organismos públicos (por ejemplo, el Instituto Nacional de Planificación), se ha liquidado empresas públicas (por ejemplo, ECASA y la Banca de Fomento), se ha vendido en la Bolsa las acciones del Estado en Empresas Públicas poco significativas y se ha simplificado algunos trámites. En este campo existe aún una gran confusión respecto a la secuencia de transformaciones por realizar.

## La reforma del mercado de factores de producción

El gobierno dictó también un paquete de medidas que intentaban restablecer el principio de libre negociación en los mercados de trabajo y de tierras.

En el mercado de tierras se eliminaron las restricciones originadas por la Reforma Agraria que impedían parcelar, vender, alquilar o hipotecar las tierras adjudicadas por la Reforma Agraria. Estas medidas intentan reincorporar el campo al núcleo básico de la economía peruana. El efecto de esta legislación, dada la situación de violencia e inseguridad que impera en el ámbito rural, aún no se ha producido. Ella, sin embargo, puede desempeñar un papel fundamental si el gobierno llega a formular una estrategia de desarrollo y crecimiento con una mínima coherencia.

En el mercado laboral el gobierno dejó de fijar sueldos y salarios mínimos y dictó un conjunto de leyes laborales que suprimían en gran medida el conjunto regulatorio promulgado por el gobierno militar del Gral. Velasco Alvarado.

El gobierno ha establecido un esquema de ahorro forzado basado en los ingresos laborales, que en el futuro puede tener una influencia decisiva en el proceso de acumulación de capital. Se ha creado un sistema privado de pensiones y un esquema para financiar la industria de la construcción. El régimen está aún en sus fase inicial y resulta difícil predecir cuáles pueden ser sus efectos.

La nueva legislación laboral determina una mayor facilidad para incorporar y expulsar mano de obra. Por esta razón, tiende a magnificar las fluctuaciones en la demanda efectiva al generar una ola acumulativa de reducción de los niveles de empleo y producción. Este efecto podría atenuarse con un sistema de seguro por desempleo similar al que existe en los países industriales que son el «modelo» del gobierno liberal de Fujimori<sup>6</sup>.

## EL PROGRAMA ECONOMICO DE CORTO PLAZO

En el corto plazo, Boloña consolidó el viraje del programa de estabilización a una estrategia

gradualista. Esta buscaba ahogar lentamente la inflación empleando políticas monetarias como la reducción gradual de las tasas de crecimiento de la emisión primaria. El equilibrio presupuestal se mantenía con impuestos extraordinarios, reajustes periódicos de precios públicos, al igual que ejecutando una mayor contracción del nivel de gastos públicos<sup>7</sup>.

La política macroeconómica de estabilización durante la gestión de Boloña tuvo dos etapas bien definidas:

- a) Primera etapa: febrero 91-marzo 92
- b) Segunda etapa: abril 92-diciembre 92.

La primera fase está dominada por la política monetaria del Banco Central de Reserva que ejecutó, con éxito relativo, un programa que limitaba paulatinamente la tasa de crecimiento de la base monetaria. La segunda etapa, en cambio, tiene como pieza central la peculiar política fiscal puesta en práctica después del Golpe de Estado. Esta generó un superávit fiscal sistemático y una abrupta caída en el nivel de actividad económica. Describimos, a continuación, las características más importantes de cada fase.

### Primera etapa: febrero 91-marzo 92

La estrategia gradualista no tuvo, en un inicio, dirección y objetivos bien definidos. El Ministro parecía creer que las libres fuerzas de la competencia bastaban para solucionar el problema de la inflación, la recesión y el atraso cambiario. Julio Velarde anota al respecto lo siguiente:

*«... parecería que este programa esperaba resolver el problema inflacionario sólo liberalizando la economía. Prueba de esta pretensión es el esquema de emisión errática hasta julio de 1991 por indecisiones en el manejo del tipo de cambio y la política de los precios públicos. Así, por ejemplo, el precio de los combustibles se elevó en 5% a los dos meses que Boloña inicia su gestión. En mayo [las tarifas públicas] se reajustaron en 3%, luego de un preanuncio que creó expectativas de incrementos mayores. En junio, los precios aumentaron primero en 6% y luego*

6 Un embrión de este sistema está constituido por los depósitos que realizan las empresas a fin de compensar a los trabajadores por su tiempo de servicios.

7 Las características del «gradualismo liberal» son descritas en Dancourt, O. (1992): Desinflación, retraso cambiario y dolarización: Perú 1990-1992. Foro Económico VI, Fundación Ebert. Lima.

en 18%, mientras que en julio no subieron nada..."<sup>8</sup>

Estas inconsistencias iniciales reflejaban la indefinición de los objetivos operativos del Banco Central. El instituto emisor intentaba controlar simultáneamente el tipo de cambio y la oferta monetaria. Cuando perseguía un objetivo cambiario expandía mediante mayores compras de divisas o reducía los requerimientos de encaje legal para darle mayor liquidez al sistema. Cuando buscaba alcanzar el objetivo de control monetario optaba por la estrategia opuesta. Este peculiar comportamiento produjo un comportamiento bastante errático de la emisión primaria y crisis cambiarias recurrentes.

La política gradualista de estabilización sólo adquirió coherencia en el segundo semestre de 1991, cuando el Banco Central logró superar los problemas operativos que le impedían cumplir con su programa monetario y el MEF adoptó una política más firme y clara de precios públicos. La política monetaria que finalmente se puso en práctica contemplaba:

- a) La reducción gradual de las tasas de crecimiento de la cantidad de dinero en circulación.
- b) El control de los flujos internacionales de capitales mediante el incremento en los requerimientos de encaje legales por los depósitos en moneda extranjera.

El esquema tuvo un éxito relativo al permitir una reducción de la tasa mensual de inflación a un nivel de 4% mensual en el último trimestre de 1991, al mismo tiempo que mantenía el nivel de actividad económica.

Las consecuencias de este esquema de política económica sobre la estructura de precios relativos son descritas por Oscar Dancourt en los siguientes términos:

*«Respecto a los precios relativos, en esta segunda fase del programa económico, la remuneración (sueldos y salarios) promedio del sector privado es constante, los precios públicos reales luchúan con una cierta tendencia al alza y, el precio real del dólar continúa, también con fluctuaciones, en un persistente declive. Se consolida así el notable cambio gene-*

*rado por el Fujishock en la estructura de precios relativos (...); en comparación con el nivel promedio que tenían durante el último año del gobierno anterior, a fines de 1991 (...), los salarios reales en el sector privado se habían contraído a la mitad y, los ingresos de los agricultores habían disminuido apreciablemente, a juzgar por el deterioro de los precios agrícolas reales. Por último, contra todas las intenciones del programa, el tipo de cambio real (el poder de compra doméstico de un dólar según el índice de precios al consumidor) se había desplomado hasta un nivel que era apenas la mitad del que tenía en el último año del gobierno de García»<sup>9</sup>.*

Este esquema de política tuvo, sin embargo corta duración. A partir del mes de noviembre, el MEF comienza a negociar con el Parlamento el presupuesto para 1992. El proyecto del Ejecutivo abarcaba un conjunto de impuestos claramente ineficiente. Estos gravámenes fueron promulgados en marzo de 1992, después de la visita de un alto funcionario del FMI, generando de inmediato un nuevo rebrote inflacionario.

### **Segunda etapa: abril 92-diciembre 92**

El Golpe de Estado de abril de 1992 marca el inicio de una nueva fase del proceso de estabilización. Los hechos dominantes de la misma incluyen la crisis financiera que condujo a la liquidación de varios bancos y la totalidad del sistema mutual y cooperativo; el derrumbe de las tasas agregadas de producción, y el incremento persistente en el tipo de cambio real.

El ministro Boloña, con plenos poderes, evidencia pronto su incapacidad para actuar de forma oportuna en el manejo económico de corto plazo. Ejecuta una política fiscal que genera, en el segundo trimestre del año, un superávit fiscal de proporciones significativas. No reacciona contra la corrida de depósitos bancarios en moneda extranjera que se produce en el mes de abril. No asigna los fondos del FONAVI en el sector productivo y, finalmente, aplaza los proyectos de inversión programados por el sector público. Como consecuencia, se produce una inútil recesión del aparato productivo<sup>10</sup>.

8 Velarde, J. (1992): El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori. Boletín de Opinión 6, p14. Consorcio de Investigación Económica. Lima.

9 Dancourt, O. (1992): Desinflación, retraso cambiario y dolarización: Perú 1990-92. Foro Económico VI. Fundación Ebert.

10 Un análisis detallado de las causas de la recesión pueden encontrarse en el Informe de Coyuntura del primer semestre de 1992 CIUP.

A finales de julio de 1992, ante la crítica generalizada de todos los sectores de opinión y dada la proximidad de las elecciones para el Congreso Constituyente Democrático, Boloña anuncia modificaciones a este esquema de política económica. Los cambios incluían la compra de carteras pesadas, el impulso al proceso de privatización y la normalización del gasto público.

Sin embargo, el superávit fiscal se mantiene en el tercer trimestre del año y sólo desaparece en el cuarto trimestre. La compra de la cartera pesada tarda en materializarse y el proceso recesivo continúa su curso.

En los últimos meses del año, el ex Ministro se dedica a negociar con el FMI un nuevo programa económico para 1993. El programa contempla metas anuales de crecimiento del PBI de 3% y de inflación de 30%. Sin embargo, ya era demasiado tarde. En enero de 1992, Boloña fue forzado a presentar su carta de renuncia.

## ASPECTOS GENERALES DE LA POLITICA ECONOMICA

### Inflación, devaluación y dinámica de precios relativos

La desinflación inducida por el «Fujishock» no ha sido un proceso uniforme y continuado. Por el contrario, ha presentado numerosos avances y retrocesos que tienen su origen en *shocks* de origen fiscal y monetario. Estos fenómenos han terminado por consolidar un conjunto característico de respuestas en la estructura de precio relativos de la economía.

El estudio de sus características más relevantes se simplifica notablemente distinguiendo las siguientes fases (ver el gráfico 1):

- a) Primera etapa: agosto 90-diciembre 90
- b) Segunda etapa: diciembre 90-junio 91
- c) Tercera etapa: junio-91-marzo 92
- d) Cuarta etapa: marzo 92-diciembre 92

La desinflación parece contemplar el siguiente conjunto de regularidades:

- a) Los incrementos en el tipo de cambio, en el índice de precios al por mayor y en el compo-

nente transable del IPC normalmente preceden a los picos inflacionarios. Un ejemplo de este comportamiento lo encontramos en el último trimestre de 1992, donde la devaluación y los incrementos de los precios en el sector transable antecedió, en por los menos dos meses, el resultado inflacionario de enero del 93.

- b) La dinámica de la tasa de inflación parece estar regida por dos componentes: una tendencia decreciente y un ciclo amortiguado. La tendencia se consolida por los precios de los bienes y servicios del sector transable de la economía. Sin embargo, ésta sólo se impone gradualmente en el subsector no transable. Estos fenómenos han determinado un considerable retraso cambiario (consultar la Tabla 1 para más detalles).

**Tabla 1**  
**Las etapas de la desinflación**  
(Tasas promedio mensuales de inflación)

	Inflación	Transables	No transables
Primera Etapa	13.2	10.5	15.8
Segunda Etapa	11.6	7.9	14.4
Tercera Etapa	5.9	4.7	6.5
Cuarta Etapa	3.7	4.0	3.6

Las principales características del ciclo amortiguado son descritas por Oscar Dancourt en los siguientes términos:

*“Los periodos de desinflación (febrero-abril del 91, diciembre del 91-enero del 92) están anclados en la congelación del tipo de cambio y de la gasolina o, en incrementos de estos precios inferiores a la inflación pasada. Simétricamente, los picos inflacionarios (diciembre del 90-enero del 91, mayo-julio del 91) corresponden con devaluaciones e incrementos de precios públicos superiores a la inflación del mes anterior.”*<sup>11</sup>

- c) El ritmo de crecimiento de los precios en el sector transable es mayor en la segunda mitad del año. Este comportamiento es explicado por un fuerte componente estacional que determina, en gran medida, la trayectoria de la tasa de cambio a lo largo del año. Estos movimientos estacionales poseen un aspecto productivo y otro financiero<sup>12</sup>.

11 Dancourt, O. (1992): Desinflación, retraso cambiario y dolarización: Perú 1990-1992. Foro Económico VI, Fundación Ebert.  
12 Algunos de los detalles de este movimiento estacional pueden apreciarse en el gráfico 2.

En el sector productivo, el rasgo dominante parece ser el impulso que tiene el nivel de demanda efectiva como consecuencia de las fiestas navideñas. Numerosas empresas comerciales e industriales concentran la fracción más importante de sus ventas en Navidad y, debido a ello, ejecutan en los meses inmediatamente anteriores mayores programas de producción e importación. Estas acciones provocan un repunte en el nivel de producción industrial y una demanda adicional de moneda extranjera en la segunda mitad del año. Estos factores crearon las condiciones necesarias para la elevación de la tasa de cambio y el repunte de la inflación en el sector transable de la economía (ver gráfico 2). Este movimiento es frecuentemente reforzado por la conducta de los gerentes y operadores financieros que, ante la expectativa de una mayor devaluación, cambian sus deudas financieras de corto plazo de dólares a soles.

En el sector financiero, la característica dominante se explica por el comportamiento de las finanzas públicas. Debido al patrón estacional de ingresos y gastos, las cuentas fiscales son normalmente superavitarias en el primer semestre y deficitarias en el segundo. Este esquema induce un ciclo de acumulación y desacumulación de fondos en el Banco de la Nación, lo que afecta al mercado monetario y provoca la escasez de liquidez en la primera mitad del año. La estrechez financiera del primer semestre del año produce una reducción del tipo de cambio real y determina, junto con otros factores, una caída en el nivel de producción e importación en la primera mitad del año. La conducta financiera de las empresas refuerza este proceso.

Estas regularidades empíricas pueden entenderse considerando los efectos de dos tipos de determinaciones: los *shocks* fiscales y los impulsos monetarios.

Los primeros determinan incrementos bruscos en el precio de los bienes que componen el IPC y, por esta razón, saltos abruptos en la tasa de inflación. Los picos inflacionarios de diciembre de 1990 y de marzo de 1992 tiene un origen fiscal.

El impacto de los impulsos monetarios resulta más interesante y complicado. El nuevo marco institucional definido por la política económica parece haber consolidado un estructura más o menos definida de transmisión para la política monetaria.

La secuencia básica de eventos se inicia en el mercado cambiario con una elevación de la tasa de cambio provocada por las compras de divisas que realiza la autoridad monetaria en el mercado. Este incremento induce un alza, casi inmediata, en el precio de los bienes transables y, en consecuencia, una elevación en el tipo de cambio real. Esta respuesta se manifiesta con claridad en un aumento del índice de precios al por mayor y del componente transable del IPC. En la segunda fase del proceso, el impulso nominal de la devaluación se trasmite paulatinamente al sector no transable. La dinámica específica es complicada y mal entendida. Ella podría contemplar, en primer lugar, un ajuste del precio de los servicios dolarizados y, en segundo lugar, una respuesta inercial de los restantes precios. Estos efectos neutralizan parcialmente el incremento en el tipo de cambio registrado en la primera fase del proceso.

### Dolarización y crisis de Balanza de Pagos

El déficit de la Balanza de Recursos (Balanza Comercial más Balanza de Recursos No Financiero) se estima en US\$ 1,300 millones en el año de 1992, resultado que confirma las tendencias ya observadas en 1991, cuando también se registró un efecto similar.

Estas brechas resultan cuantitativamente mayores que aquéllas que provocaron la crisis de Balanza de Pagos de 1987 (consultar los detalles en la Tabla 2). En consecuencia, un nuevo y severo problema en el sector externo parece estar en gestación.

Existen diferencias cruciales entre la nueva crisis externa y una crisis «clásica» de Balanza de

**Tabla 2**  
**Cuentas de la Balanza de Pagos**  
(millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balanza Comercial	-65	-521	-991	197	340	-165	-600
Servicios	-343	-422	-376	-414	-625	-724	-700
Balanza Recursos	-408	-943	-475	783	-285	-889	-1300

Pagos. En primer lugar, el crecimiento de las importaciones no está asociado con una expansión de la producción y la demanda efectiva. Al contrario, el aumento ocurre al mismo tiempo que se registra un estancamiento y contracción del aparato productivo nacional. En segundo lugar, el Banco Central no ha perdido reservas internacionales. En 1991 y 1992, el instituto emisor incrementó sus activos internacionales en US\$ 773 y US\$ 600 millones, respectivamente<sup>13</sup>.

Los problemas en el sector externo son, según algunos economistas liberales, una ilusión creada por las estadísticas oficiales. Ellos no admiten una futura crisis de Balanza de Pagos bajo un sistema de tipo de cambio libre. Para sustentar estas afirmaciones esgrimen las siguientes razones:

- 1) Las estadísticas oficiales no incluyen todos los rubros de ingresos en dólares ya que excluyen importantes transacciones (coca y remesas de migrantes), cuyos volúmenes no se conocen con precisión. El desequilibrio externo disminuye significativamente si sumamos estos ingresos no oficiales a los resultados oficiales.
- 2) En un sistema de tipo de cambio libre, los desequilibrios externos se eliminan con la elevación de la tasa de cambio.

El argumento anterior, aunque válido en algunos aspectos, no parece sensato ya que ignora los siguientes puntos:

- 1) Los flujos no registrados de dólares ya existían en 1986 y 1987, años en se gestó la crisis externa del Gobierno de Alan García.
- 2) Una brusca elevación del tipo de cambio es el rasgo esencial de una crisis clásica de Balanza de Pagos.

En cualquier caso, esta discusión sugiere una pregunta relevante: ¿cuál es el significado de una crisis de Balanza de Pagos en un sistema de tipo de cambio libre?

La respuesta a esta pregunta exige examinar detalladamente el conjunto de arreglos y compromisos que constituyen el sistema monetario pe-

ruano. Este análisis podría considerar, en un primer término, tres activos financieros: los internacionales; los financieros denominados en dólares; y, los financieros denominados en dólares emitidos por nacionales.

La naturaleza de los contratos financieros detrás de los dos primeros activos es sencilla y no requiere mayor explicación. Sin embargo, un arreglo contractual implícito en el tercer activo tiene una mayor sofisticación en la medida que supone un compromiso de plena convertibilidad<sup>14</sup>. Este compromiso garantiza la conversión a moneda americana a una tasa de cambio fija de 1 a 1. Este arreglo resulta crucial ya que convierte al sistema cambiario peruano en un régimen mixto donde se aplican simultáneamente las reglas del tipo de cambio libre y del tipo de cambio fijo. Las primeras son válidas para los activos denominados en moneda nacional y las segundas lo son para los dólares emitidos por nacionales.

### **Tributación y gasto fiscal**

La observación del comportamiento de la presión tributaria a lo largo de la gestión de Boloña nos plantea varias interrogantes. La primera de ellas consiste en indagar por qué la presión tributaria sigue siendo menor al 10% del PBI, a pesar de todos los esfuerzos hechos por el gobierno para modificar esta situación. La explicación de esta tendencia la encontramos, creemos, en la estructura de precios relativos característica de la política económica y en la estructura de la base tributaria. El 50% de los ingresos dependen directa e indirectamente del precio de los combustibles y comercio exterior, bienes cuyos precios relativos han venido cayendo. Este efecto hace que la masa nominal de impuestos crezca a menor ritmo que la inflación.

En segundo lugar, la dependencia de los ingresos fiscales de los impuestos al comercio exterior establecen una ligazón interesante y directa entre la Balanza de Pagos y las Finanzas Públicas. En efecto, una retracción muy fuerte de las importaciones, producida por un aumento del tipo de cambio real, puede provocar severos problemas fiscales dependiendo de la elasticidad-precio de las mismas.

13 Un análisis de los problemas externos puede encontrarse en Dancourt, O. (1993): cara y sello de la herencia de Boloña. Actualidad Económica 140.

14 Podría existir un contrato financiero alternativo que supondría la emisión de un activo indexado al dólar pero convertible en soles. Desgraciadamente, este activo no existe en el Perú. Su emisión y aceptación general por parte del público podría contribuir notablemente a la solidez del sistema monetario ya que éste supone compromisos más fáciles de satisfacer.

Una tercera pregunta se refiere a si la mezcla de impuesto que impuso Boloña a partir de marzo de 1991 fue más recesiva que la que caracterizó al programa de reactivación en su primera etapa, cuando la tributación estaba dominada por los combustibles. (Notar la fuerte carga tributaria que en la nueva tributación tienen las cargas laborales y el congelamiento de la UIT).

Dos aspectos importantes se deben mencionar. La estructura porcentual de los ingresos corrientes del Gobierno Central ha sufrido una variación que estaría indicando un mayor peso de los impuestos al comercio exterior y una disminución de la importancia de los combustibles (26.5% a 17.9%). En segundo lugar, se ha elevado la presión tributaria para los trabajadores debido al congelamiento de la UIT.

**CUADRO 1**  
**INFLACION MENSUAL**  
**(Variación porcentual del IPC)**

	General	Transables	No transables
Enero 1991	17.8	9.5	24.8
Febrero	9.4	4.2	13.2
Marzo	7.7	4.1	10.1
Abril	5.8	3.4	7.4
Mayo	7.6	8.9	6.9
Junio	9.3	6.0	11.3
Julio	9.1	6.5	10.6
Agosto	7.2	4.0	9.1
Setiembre	5.6	1.6	7.7
Octubre	4.0	5.0	3.5
Noviembre	4.0	5.2	3.3
Diciembre	3.7	6.0	2.5
Enero 1992	3.5	3.3	3.7
Febrero	4.7	2.9	5.8
Marzo	7.4	6.6	7.9
Abril	3.2	1.8	3.9
Mayo	3.4	2.4	4
Junio	3.6	1.4	4.7
Julio	3.5	3.6	3.4
Agosto	2.8	2.7	2.9
Setiembre	2.6	3.9	2
Octubre	3.6	5.4	2.7
Noviembre	3.5	6.5	2
Diciembre	3.8	5.2	3.1
Enero 1993	4.8	4.3	5.2

FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**CUADRO 2**  
**DEVALUACION E INFLACION**  
**(Variación porcentual)**

	Devaluación 1/	Inflación transables 2/
Enero 1991	0.3	9.5
Febrero	1.1	4.2
Marzo	2.7	4.1
Abril	12.7	3.4
Mayo	25.8	8.9
Junio	6.7	6.0
Julio	-2.8	6.5
Agosto	-3.4	4.0
Setiembre	0.1	1.6
Octubre	15.2	5.0
Noviembre	11.2	5.2
Diciembre	-1.6	6.0
Enero 1992	-1.5	3.3
Febrero	-1.6	2.9
Marzo	-1.8	6.6
Abril	7.5	1.8
Mayo	10.4	2.4
Junio	3.8	1.4
Julio	4.9	3.6
Agosto	4.0	2.7
Setiembre	6.5	3.9
Octubre	13.1	5.4
Noviembre	4.5	6.5
Diciembre	0.7	5.2
Enero 1993	3.3	4.3

1/ Variación porcentual del tipo de cambio nominal.  
2/ Inflación de bienes transables (1990=100).  
FUENTE: BCRP.

**CUADRO 3**  
**INDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL**  
**MULTILATERAL**  
**(Base: agosto: 1990=100)**

Enero 1991	84.94
Febrero	90.28
Marzo	85.84
Abril	79.36
Mayo	83.04
Junio	97.28
Julio	93.36
Agosto	76.24
Setiembre	73.28
Octubre	81.87
Noviembre	89.25
Diciembre	85.59
Enero 1992	81.70
Febrero	76.67
Marzo	69.19
Abril	72.09
Mayo	78.19
Junio	79.91
Julio	82.46
Agosto	84.16
Setiembre	87.79
Octubre	94.71
Noviembre	93.13
Diciembre	90.62
Enero 1993	89.09

FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**CUADRO 4**  
**PROMEDIO MOVIL (TOMANDO 12 MESES)**

	Sector primario	Sector demanda agregada	Total
Enero 1990	93,832.44	198,796.56	292,629.00
Febrero	94,639.64	201,408.19	296,047.83
Marzo	94,439.88	204,387.99	298,827.87
Abril	93,511.73	206,477.09	299,988.82
Mayo	92,551.29	207,569.92	300,121.22
Junio	91,665.87	207,745.31	299,411.17
Julio	90,235.93	207,826.27	298,062.20
Agosto	89,831.49	203,225.91	293,057.40
Setiembre	89,176.18	197,428.79	286,604.97
Octubre	89,586.06	193,265.09	282,851.14
Noviembre	90,486.74	191,712.67	282,199.41
Diciembre	91,274.01	191,130.95	282,404.96
Enero 1991	92,446.53	188,644.60	281,091.14
Febrero	92,606.67	186,006.11	278,612.78
Marzo	92,491.45	184,373.71	276,865.16
Abril	93,168.93	183,094.35	276,263.29
Mayo	92,685.73	183,803.03	276,488.76
Junio	91,899.66	182,907.05	274,806.71
Julio	91,281.26	183,159.17	274,440.43
Agosto	90,950.28	185,669.48	276,619.75
Setiembre	90,945.63	189,298.56	280,244.19
Octubre	91,203.04	192,399.46	283,602.50
Noviembre	91,072.83	194,139.55	285,212.38
Diciembre	90,966.03	194,355.68	285,321.71
Enero 1992	91,302.43	194,824.66	286,127.09
Febrero	91,090.64	195,141.65	286,232.29
Marzo	90,552.54	195,894.87	286,447.41
Abril	89,540.21	195,848.45	285,388.66
Mayo	88,530.39	195,484.57	284,014.96
Junio	87,943.20	195,441.72	283,384.92
Julio	87,388.78	194,722.53	282,111.31
Agosto	86,842.88	193,900.35	280,743.23
Setiembre	86,376.06	193,139.84	279,515.89
Octubre	86,538.16	192,396.70	278,934.86
Noviembre	86,862.61	191,368.85	278,231.46
Diciembre	87,447.13	191,505.51	278,952.64

FUENTE: BCRP, INEI.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**CUADRO 5**  
**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**

	1991	1992
Otros Indirectos	26.5	28.7
Comercio Exterior	19.9	22.0
Combustibles	26.4	17.9
IGV Interno	12.8	14.3
Directos	14.4	17.1

FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**CUADRO 6**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**(En millones de US dólares)**

	Exportaciones	Importaciones
89-I	814	514
89-II	906	563
89-III	929	459
89-IV	839	755
90-I	765	921
90-II	755	693
90-III	892	700
90-IV	819	577
91-I	833	729
91-II	894	850
91-III	826	919
91-IV	776	996
92-I	831	1,044
92-II	843	931
92-III	806	995

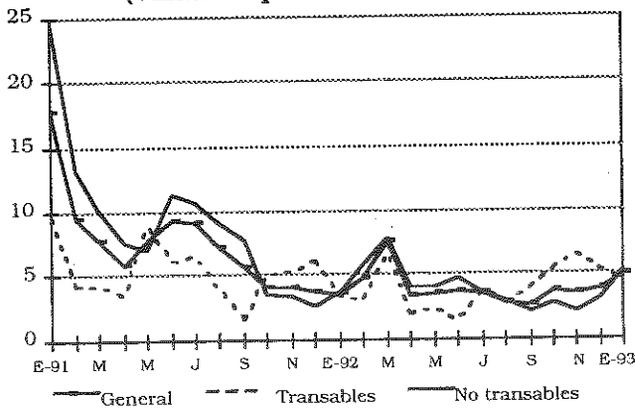
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**CUADRO 7**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA EMISION PRIMARIA**  
**(Variación porcentual)**

Enero 1991	1.16
Febrero	6.92
Marzo	13.40
Abri	3.88
Mayo	1.48
Junio	9.26
Julio	7.26
Agosto	8.07
Setiembre	3.97
Octubre	3.71
Noviembre	3.52
Diciembre	7.32
Enero 1992	2.48
Febrero	2.42
Marzo	2.97
Abri	3.45
Mayo	4.25
Junio	4.56
Julio	5.48
Agosto	3.55
Setiembre	3.50
Octubre	2.02
Noviembre	4.35
Diciembre	10.56
Enero 1993	3.16
Febrero	3.99

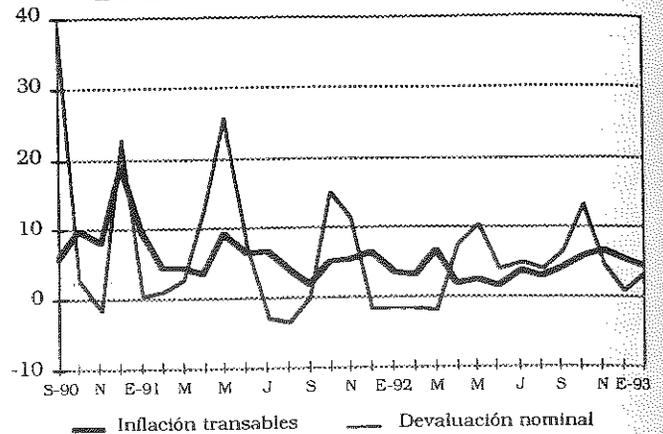
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA - CIUP.

**GRAFICO 1**  
**INFLACION MENSUAL**  
(Variación porcentual del IPC)



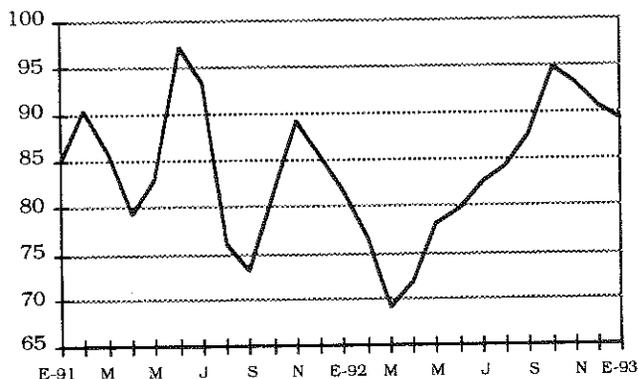
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 2**  
**DEVALUACION DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL E**  
**INFLACION DE BIENES TRANSABLES**



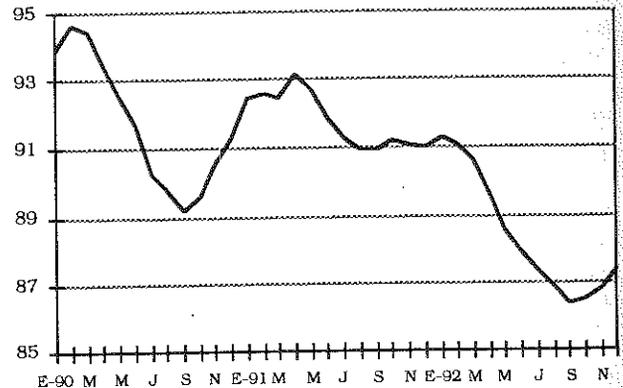
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 3**  
**INDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL**  
(Base: agosto 1990=100)



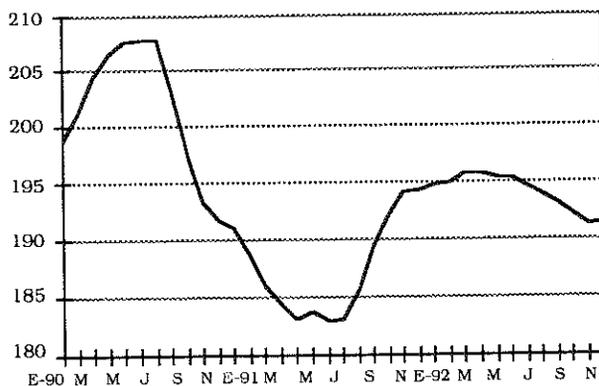
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 4A**  
**PBI: SECTOR PRIMARIO PROMEDIO MOVIL**  
(Miles de soles de 1979)



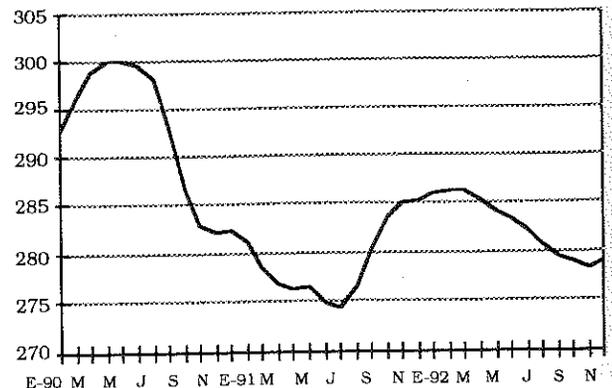
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 4B**  
**PBI: SECTOR DEMANDA**  
**AGREGADA PROMEDIO MOVIL**  
(Miles de soles de 1979)



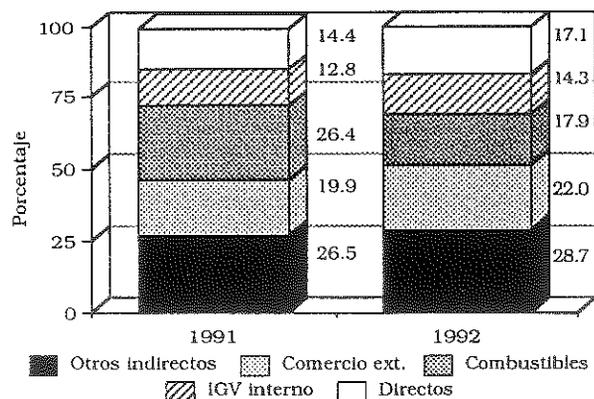
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 4C**  
**PBI: TOTAL PROMEDIO MOVIL**  
(Miles de soles de 1979)



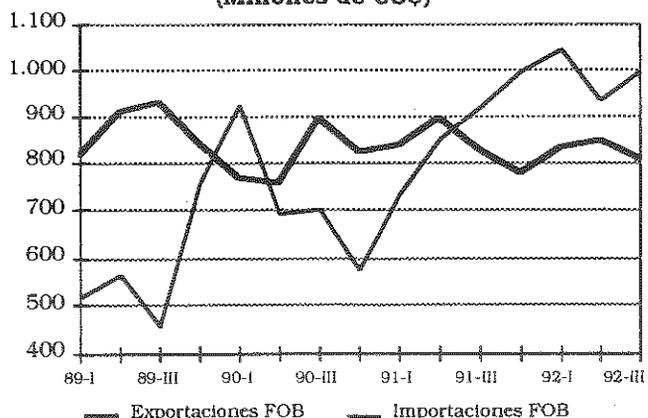
FUENTE: BCRP.  
ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 5**  
**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS**  
**CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**



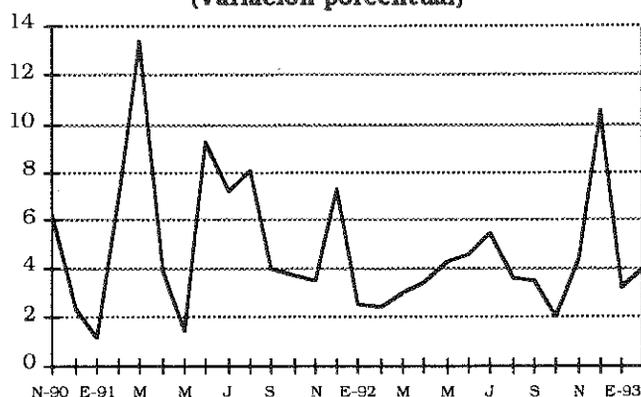
FUENTE: BCRP.  
 ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 6**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**(Millones de US\$)**



FUENTE: BCRP.  
 ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

**GRAFICO 7**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA EMISION**  
**PRIMARIA**  
**(Variación porcentual)**



FUENTE: BCRP.  
 ELABORACION: COYUNTURA ECONOMICA-CIUP.

## SINTESIS DEL DEBATE EN EL CONSORCIO

Felipe Portocarrero Suárez  
Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico

### Presentación

Siguiendo con las reuniones periódicas que realizan los miembros del Consorcio de Investigación Económica, a fines del mes de marzo tuvo lugar la discusión del Informe preparado por el Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. A diferencia de eventos anteriores, el documento presentado abordó la evolución de la economía peruana intentando ubicar los indicadores macroeconómicos del último trimestre de 1992 desde una perspectiva de largo plazo. La idea detrás de esta forma de aproximarse al tema fue -como sostuvo Bruno Seminario- el intento de ampliar el horizonte temporal de las discusiones académicas, usualmente circunscritas al examen de la política económica de corto plazo. Se tiene como propósito identificar las piezas más importantes del modelo económico implícito en las reformas estructurales que el régimen del Presidente Fujimori está construyendo. Asimismo, rompiendo con la lógica de análisis sectorial de otras presentaciones, el Informe privilegió el examen de las relaciones entre las reformas estructurales y el proceso de estabilización. Se puso especial énfasis en las principales dificultades con las que se podía enfrentar el nuevo modelo, las cuales podrían poner en riesgo su permanencia de largo plazo.

En las páginas que siguen, haremos un breve resumen de la discusión suscitada entre los participantes luego de la presentación del Informe, poniendo mayor atención en tres tópicos que concentraron mayor interés: los problemas de la Balanza de Pagos, la inflación y el marco institucional de las reformas estructurales.

### Balanza de Pagos

Uno de los temas que concitó mayor interés fue el de las características de una crisis de Balanza de Pagos. El punto generó controversia y produjo opiniones diversas. De acuerdo a una de las intervenciones, era importante dilucidar si las reservas del BCR estaban realmente aisladas de la Balanza de Pagos. Para algunos analistas no hay duda que eso es así. Por el contrario, para otros, el mecanismo de encaje sobre los depósitos bancarios parece explicar por lo menos una parte

considerable del incremento de las reservas. Si esto fuera correcto, resulta pertinente preguntarse si el sector privado está financiando el déficit externo, es decir, si está desaccumulando activos externos, que en proporción importante terminan siendo fondos encajados en el BCR.

Parte relevante de la discusión giró en torno a las implicancias que podía tener, como ha ocurrido durante los últimos meses, una posición negativa de la Cuenta Corriente. Para algunos analistas, dicho déficit se viene financiando con capitales volátiles de corto plazo. Esta situación genera la preocupación de que se esté formando una crisis de Balanza de Pagos que pueda desestabilizar el programa antiinflacionario. En relación a este punto, quienes defienden el programa afirman que bajo un esquema de tipo de cambio flexible, la probabilidad que se desencadene una crisis «clásica» de Balanza de Pagos es muy remota.

La posición contraria sostiene que, en primer lugar, debe aclararse qué se entiende por crisis de Balanza de Pagos. Es cierto que en un esquema de tipo de cambio flexible no se registran abruptas pérdidas de reservas en el BCR. No obstante, un salto sustancial en el tipo de cambio libre puede ser tan perjudicial para el proceso de estabilización como lo pueden ser las crisis «clásicas» de Balanza de Pagos bajo regímenes de tipo de cambio fijo.

Para otros el detonante de una crisis cambiaria tiene su más claro ejemplo en lo que ocurrió en el período aprista y su patrón es fácilmente reconstruible. En efecto, durante el gobierno de García la sistemática caída de las reservas internacionales y la pasividad de la autoridad monetaria frente a las oscilaciones del tipo de cambio, originó incertidumbre en los agentes económicos. Finalmente, esta desconfianza determinó el abandono de la moneda nacional en favor del dólar para protegerse de la posibilidad que el BCR no pudiera sostener el tipo de cambio en un contexto de ausencia de reservas.

Chile, en cambio, presenta una secuencia distinta. En ese país, a principios de la década del 80, las altas tasas de interés favorecieron un flujo de capitales de corto plazo que financiaron el déficit de Balanza de Pagos. Pero cuando el entorno

fue menos favorable, dichos capitales salieron del país ocasionando una acelerada caída de reservas internacionales. El caso peruano, sin embargo, es distinto porque la explicación de una posible crisis de Balanza de Pagos habría que buscarla en el funcionamiento del sistema financiero y no en el déficit comercial, el cual estaría siendo financiado por otros flujos que convendría examinar con mayor detenimiento. Estos recursos están en la cuenta de errores y omisiones y son del orden de los US\$ 2.000 millones, entre los que están contabilizados los dólares del narcotráfico y las remesas de dinero que los peruanos residentes en el extranjero le envían a sus familiares. Nadie puede precisar la magnitud de estos fondos y cualquier investigación que absolviera esta interinterrogante permitiría hacer proyecciones económicas más exactas. En relación a aquello se sostuvo que una cosa era tener una Balanza en Cuenta Corriente sostenida con inversión extranjera directa (como son los casos de Estados Unidos de Norteamérica e Inglaterra) y otra muy distinta, era tenerla financiada con esa enorme cuenta de errores y omisiones y capital de corto plazo. En este último caso, la sensación de inseguridad que se trasmite a los agentes económicos es mucho mayor puesto que la posibilidad de una expropiación o movimientos bruscos en la dirección de los flujos de capital de corto plazo no pueden ser descartados.

Otro de los argumentos sostenidos subrayó el hecho que para el BCR no había problema alguno de Balanza de Pagos, no sólo porque su lógica de análisis era de muy corto plazo, sino también porque mantenía en agenda la posibilidad de captar ingresos gracias a la privatización de las empresas públicas. No obstante, la eventualidad de una crisis cambiaría no puede ser desechada de plano. Prueba de ello es la crisis que se originó entre los meses de marzo y abril de 1992 como producto de la salida del país de un considerable, aunque no gigantesco, flujo de capitales. El estudio de dicha coyuntura, en la cual además hubo una caída sustancial del PBI manufacturero, puede ayudar a comprender mejor cuánto del efecto recesivo puede ser atribuido a la salida de los US\$ 200 millones a US\$ 300 millones que salieron del país a raíz del autogolpe del 5 de abril. Sólo así se podrá avanzar en un debate que al parecer se viene repitiendo con cierta regularidad en los círculos académicos.

## **Inflación**

Se sostuvo que en el último trimestre se había registrado un rebrote en la tendencia de la infla-

ción pese a que el tipo de cambio real había estado aumentando y se tenía una recuperación transitoria en los niveles de producción. Una de las causas posibles de dicho rebrote podría ser el relajamiento de la política monetaria puesto en evidencia con la mayor emisión que el BCR realizó hacia fines del año pasado.

Desde otro ángulo, se abordó la dinámica de la inflación y su relación con el comportamiento de los precios de los bienes transables y no transables. En otras palabras, ¿por qué los segundos reaccionan y se elevan tan rápidamente una vez que sube el tipo de cambio y aumenta el precio de los primeros?. En relación a este punto habría que tener en consideración dos elementos. En primer lugar, una cuestión de tipo conceptual: ¿qué tipo de bienes se están incluyendo como transables y como no transables? La discusión es relevante puesto que la clasificación que se utiliza en el Informe proviene del BCR y, en ese sentido, es legítimo preguntarse si efectivamente todos los bienes que parecen transables y están incluidos en esa categoría lo son efectivamente y, de manera recíproca, si algunos de los clasificados como no transables podrían ser excluidos. El segundo elemento a tener en consideración es que, aparte del problema de la dolarización, por lo menos un segmento de los bienes no transables tienen insumos importados incluyendo los mismos precios públicos. Más aun, esta situación no sólo no ha variado sino que incluso podría sostenerse que el peso de los insumos importados ha aumentado.

Otro de los tópicos abordados fue el de la dolarización. Aquí más que respuestas definitivas se formularon interrogantes sobre el tema. Algunos ejemplos: ¿desde qué momento deja de importar lo que pasa con la moneda nacional? O, formulado de otra manera, ¿a partir de qué nivel de dolarización deja de tener relevancia lo que ocurra con la devaluación? Parte considerable de la actividad industrial depende de la moneda extranjera; esto es, parte sustancial de la economía no depende de la relación dólar/sol. Teniendo en cuenta esta situación, cabe preguntarse ¿cuánta devaluación puede resistir nuestra economía sin volver a un proceso inflacionario?

Por último, se sostuvo que una de las bases esenciales del éxito del Presidente Fujimori era haber logrado el control de la inflación. Pese a que los niveles de 4 ó 5 por ciento mensual pueden parecernos altos, estos índices son perfectamente aceptables para una población escarmentada por

la desbocada hiperinflación aprista. De ahí la importancia de evitar una crisis de Balanza de Pagos y del tipo de cambio real. El problema esencial sería, por consiguiente, cómo elevar el tipo de cambio real manteniendo la tasa de inflación a los niveles actuales.

### **Marco institucional**

La discusión terminó centrándose en la sostenibilidad de largo plazo del nuevo modelo de acumulación. Uno de los argumentos que se introdujo a esta altura del debate fue la necesidad de evaluar los aspectos políticos que formaban parte del entorno del programa económico del régimen. Se sostuvo que las reformas estructurales y el nuevo marco institucional que las acompañaba habían sido diseñados para durar veinte o treinta años. Sólo en un contexto de ausencia de alternativas programáticas claras por parte de la oposición, el nuevo modelo podía permanecer sin cambios mayores en el futuro cercano. De alguna manera quedó implícita la idea que la relativa fortaleza del régimen de Fujimori se asentaba sobre la debilidad de sus adversarios políticos y no necesaria o exclusivamente en las bondades de su esquema económico. Para decirlo en otros términos, el liberalismo tiene un efecto disolvente y fraccionador, no sólo sobre la capacidad de

respuesta de la sociedad civil, sino también sobre los partidos políticos que aspiran a canalizar y representar sus reivindicaciones.

En este último sentido, se indicó que el esquema de política económica descansaba en una profunda desconfianza hacia todos los sectores organizados de la vida del país, así como también, en una enorme concentración del poder. Esta característica es la que no admitía, por el momento, ninguna asociación estrecha con sector económico alguno, sean sectores exportadores u orientados al mercado interno. Se sugirió, asimismo, que cuando eventualmente ello ocurriera, es decir, cuando el Presidente Fujimori privilegiara en su sistema de alianzas la asociación con alguno de dichos sectores, la posibilidad de que se operen cambios en su férreo control del poder se pondría a la orden del día.

Finalmente, se cuestionó la idea de la irreversibilidad del impacto que las reformas estructurales han tenido sobre el aparato productivo y la organización de la vida económica. ¿Puede el modelo sobrellevar los problemas de Balanza de Pagos y la debilidad del sistema bancario? Si se pudieran resolver estos dos aspectos, las posibilidades de fortalecimiento del esquema serían bastante altas. De lo contrario, el peligro de un colapso del modelo siempre quedaría abierto.

## ULTIMAS PUBLICACIONES DE ESTUDIOS ECONOMICOS

### CIUP

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.

Schwaib, María Matilde. Relaciones de negociación entre empresas multinacionales y los gobiernos anfitriones: el caso peruano. Documento de Trabajo N° 8.

Revilla, Julio E. Frenesí de préstamos y cese de pagos de la deuda externa: el caso del Perú en el siglo XIX. Documento de Trabajo N° 9.

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 políticas para el sistema lácteo. Cuadernos de Investigación N° 17.

Watson, Eduardo y otros. Propuesta de desarrollo rural integral de la región del Huallaga: alternativa a la economía cocalera. Cuadernos de Investigación N° 18.

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

CIUP. Informe de Coyuntura. Primer semestre y segundo semestre de 1992.

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

CIUP. Punto de equilibrio. Abril de 1993.

### DESCO

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

Castillo, Manuel. La escena astillada (crisis, acumulación y actores sociales). DESCO. 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.

Escobal, Javier y M. Castillo. Un indicador del nivel de actividad de la economía peruana en base a un modelo de variables latentes. Notas para el debate N° 7.

Cáceres, Armando y J. Nagamine. Efectos de la política monetaria sobre el mercado de acciones. Notas para el debate N° 7.

Cáceres, Armando y J. Nagamine. Las diferencias en tasas de interés como determinantes del tipo de cambio libre. Notas para el debate N° 7.

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. Nos. 1 al 6.

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.

Noejevich, Héctor. El régimen de bienes en la América precolombina y el hecho colonial. Documento de Trabajo N° 106.

Rojas, Jorge. El Perú hasta 1960: políticas liberales en una economía abierta. Documento de Trabajo N° 109.

Tello, Mario D. Precios relativos, producción interna y exportaciones en modelos de competencia 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.

Figuroa, Adolfo. Crisis distributiva en el Perú.

## **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 Verdera-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)