

## ULTIMAS PUBLICACIONES DE ESTUDIOS ECONOMICOS

### CIUP

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.

Morón, Eduardo. La experiencia de banca libre en el Perú. Documento de Trabajo N° 10.

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.

Botteri, Giancarlo y otros. Ensayos sobre la realidad económica peruana I. Cuadernos de Investigación N° 19.

Fernández-Baca, Jorge y L. Canalle. Rigideces nominales y dinámica de la inflación en el Perú: 1950-1990. Una aproximación empírica. Cuadernos de Investigación N° 20.

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. Junio 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.

Sánchez Albavera, Fernando. Las cartas sobre la mesa.

Arariwa, CEDEP, DESCO y otros. Hacia la recuperación económica y social.

Revista Pretextos Nos. 3 y 4.

### GRADE

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.

Arregui, Patricia y E. Melgar. Financiamiento de las universidades públicas en el Perú: respuestas a la crisis y al ajuste económico. Notas para el debate N° 8.

González Norris, Antonio. Asignación de recursos públicos para la educación superior universitaria: Perú 1960-1990. Notas para el debate N° 8.

Schwartzman, Simón. Estado y mercado en el financiamiento de la educación superior. Notas para el debate N° 8.

Brunner, José Joaquín. Algunos criterios para la evaluación de la educación superior y la investigación. Notas para el debate N° 8.

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

Pinzás, Teobaldo. Privatización y nuevo rol del Estado: algunos aspectos conceptuales con referencia al caso peruano. Documento de Trabajo N° 43.

Gonzales de Olarte, Efraín. Privatización y nuevo rol económico del Estado en el Perú. Documento de Trabajo N° 44.

Pinzás, Teobaldo. Interpretaciones de la relación entre el sector externo y la economía global. Documento de Trabajo N° 46.

Gonzales de Olarte, Efraín. Restricciones institucionales a las políticas económicas en el Perú. Documento de Trabajo N° 47. Barrantes, Roxana. Economía del medio ambiente: consideraciones teóricas. Documento de Trabajo N° 48.

Quijandria, Jaime. El futuro de la empresa del Estado: el caso del sector petrolero. Documento de Trabajo N° 49.

Petrera, M., M.A. Remenyi y F. Parodi. La gestión estatal y la privatización en el sector salud, la seguridad social y el sector financiero. Documento de Trabajo N° 50.

### PUCP, Departamento de Economía.

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.

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

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

Garavito, Cecilia. Mercado laboral e intervención del Estado: 1986-1992. Documento de Trabajo N° 108.

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

Mendoza, Waldo. La política monetaria en el Perú: Metas versus discrecionalidad. Documento de Trabajo N° 110.

Vega Centeno, Máximo. Desarrollo económico y desarrollo tecnológico.

Figueroa, Adolfo. Crisis distributiva en el Perú.

## LA ECONOMIA PERUANA DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 1993 INFORME DE COYUNTURA

Grupo de Análisis para el Desarrollo<sup>1</sup>  
Mayo de 1993

### INTRODUCCION

Se analizan en este informe la política macroeconómica de corto plazo y el comportamiento de la economía peruana durante el primer trimestre de 1993. Los tres eventos más importantes en ese periodo fueron la renuncia del ministro de Economía y Finanzas, Carlos Boloña, la obtención de un programa de Facilidad Ampliada con el FMI, y la limpieza de los atrasos de la deuda con los organismos internacionales (FMI y Banco Mundial).

La renuncia de Boloña habría sido el resultado de una serie de presiones al interior del Poder Ejecutivo y de algunos gremios empresariales para cambiar la orientación de la política económica, ante las dificultades por las que el programa atravesaba a fines de 1992. Jorge Camet, el nuevo ministro, dejó en claro desde el principio de su gestión que seguiría los principales lineamientos de política económica establecidos por su antecesor y que se abocaría a completar las negociaciones con el FMI.

Efectivamente, durante el primer trimestre Camet mantuvo los lineamientos de política económica establecidos desde agosto de 1990. Sin embargo, hubo algunos cambios. El más notable fue que el Banco Central empezó a manejar la política monetaria con dos tipos de metas, una meta de acumulación de reservas y una meta cambiaria; anteriormente, la masa monetaria era manejada como el ancla nominal del programa económico. Otro cambio importante fue el intento del MEF de concertar con el sector privado la moderación del incremento de algunos precios con mucho peso en la canasta de consumo (pasajes, pollo, etc.), esfuerzo que no parece haber tenido mayor éxito.

En el frente externo, en cambio, el ministro Camet parece haber logrado algunos de sus objetivos. Las negociaciones con los organismos multilaterales terminaron con la obtención de un programa de Facilidad Ampliada con el FMI y con

la limpieza de los atrasos con el FMI y con el Banco Mundial.

El informe de coyuntura que sigue se encuentra dividido en tres secciones. En primera instancia se describen los lineamientos y las principales medidas de política económica que la administración Fujimori implementó durante los últimos meses, y que de alguna manera han condicionado el desempeño económico durante el primer trimestre del año o van a influir en su desempeño futuro. En segundo lugar se revisa la evolución de los principales agregados macroeconómicos durante el trimestre, tratando de discernir qué parte de estos resultados han sido consecuencia directa de las políticas revisadas previamente. Luego, en base a este análisis se hace un balance de los más importantes dilemas enfrentados por el gobierno en materia económica. Finalmente se resumen los principales resultados del análisis.

### LINEAMIENTOS DE POLITICA ECONOMICA Y PRINCIPALES MEDIDAS EJECUTADAS

Según el propio gobierno, para 1993 los objetivos generales del programa económico son: reducir la tasa de inflación, del 57% alcanzado en 1992, a 27% en 1993; lograr una ganancia en Reservas Internacionales Netas del Banco Central de aproximadamente 180 millones de dólares; y crear las condiciones para un crecimiento real del PBI de 3.5%. La política fiscal, cambiaria y monetaria diseñada para lograr estos objetivos ha seguido los lineamientos descritos en la carta de intención firmada con el FMI en febrero de 1993. A continuación se describen los principales aspectos de cada una de estas políticas.

#### La política monetaria

La política monetaria y crediticia tiene como grandes objetivos el control de la inflación y el saneamiento de la balanza de pagos. Como metas inmediatas están:

<sup>1</sup> En la preparación del informe participaron Javier Escobal, Ernesto Montalbetti, Alberto Pascó-Font, Marco Terrones y Martín Valdivia.



- Una gradual remonetización de la economía.
- Un incremento sustancial en el crédito al sector privado como porcentaje del PBI.
- Una reducción en las tasas de interés.
- Una reducción en los *spreads* bancarios (condicional a que el gobierno promueva la competencia en el sistema bancario a través de la privatización de la banca asociada y, simultáneamente, obligue a una recapitalización y mayor grado de aprovisionamiento de los bancos que se encuentren en dificultades financieras).

El Banco Central, entidad a cargo de la política monetaria, ha aplicado medidas que apuntan a un estricto control de la oferta monetaria, de acuerdo al objetivo de reducir la tasa de inflación. En concreto, ha limitado la extensión de redescuentos sólo a situaciones en las que haya necesidad temporal de liquidez, ha evitado reducir los requerimientos de encaje, ha decidido no otorgar crédito al sector público no financiero y, finalmente, sólo está emitiendo para comprar dólares.

Por otro lado, se ha avanzado en lo que concierne a la reforma del sistema financiero. La reciente reorganización de la Superintendencia de Banca y Seguros y del Banco Central y la promulgación de las leyes orgánicas de ambas instituciones, permitirían consolidar dicha reforma, cuyo principal objetivo es la generación de un sistema eficiente y competitivo.

En lo que va de 1993, la política monetaria se ha ceñido a los objetivos descritos. Se han establecido metas trimestrales para la acumulación de activos internos netos del Banco Central, buscando que a diciembre de 1993 éstos muestren niveles similares a los observados a fines de 1992; ello implica que el incremento del crédito interno neto (tanto para el sector público como para el sector privado) será nulo al final de 1993 (véase el cuadro 1)<sup>2</sup>. También se han fijado metas trimestrales para la acumulación de RIN netas del Banco Central (excluyendo los depósitos en moneda extranjera por concepto de encaje); a diciembre de 1993 las RIN en el Banco Central deben ser mayores en 178 millones de dólares respecto a los niveles observados el 31 de diciembre de 1992 (véase el cuadro 2)<sup>3</sup>.

**CUADRO 1**  
**LIMITES EN LA VARIACION DE LOS ACTIVOS INTERNOS NETOS DEL BCR**  
**(Variación desde el 1º de enero de 1993; en millones de nuevos soles)**

Fechas	Metas	Variación
31/3/1993	11	+11
30/6/1993	19	+8
30/9/1993	10	-9
31/12/1993	—	-10

FUENTE: Carta de Intención firmada con el FMI (BCR, Nota Semanal 14, 1993).

**CUADRO 2**  
**METAS PARA LA VARIACION EN LAS RIN DEL BCR**  
**(Variación desde el 1º de enero de 1993; en millones de dólares)**

Fechas	Metas	Variación
31/3/93	46	+46
30/6/93	84	+38
30/9/93	126	+42
31/12/93	178	+52

FUENTE: Carta de Intención firmada con el FMI (BCR, Nota Semanal 14, 1993).

Como los lineamientos de política monetaria son bastante generales, el Banco Central ha tenido bastante margen para actuar discrecionalmente en la implementación de esta política. La autoridad monetaria ha estado operando con dos tipos de metas: la ya comentada meta de acumulación de RIN y una meta cambiaria. La meta de acumulación de RIN se hizo explícita en la carta de intención firmada con el FMI, mientras que la meta cambiaria es implícita, apuntando a una recuperación del tipo de cambio real de 8% hacia fin de año.

El manejo de la emisión primaria en el primer trimestre de este año ha sido congruente con los lineamientos de la política monetaria. La emisión primaria creció 8.5% (114.7 millones de nuevos soles). Esta expansión se debió a factores de origen externo, habiéndose emitido 109.7 millones de nuevos soles principalmente para la compra de moneda extranjera, y a factores internos, que

- Los activos internos netos del BCR son definidos como la diferencia entre circulante y las RIN del BCR (definidas en la nota 2). Los límites serán ajustados hacia abajo (arriba) por el monto de incrementos (reducciones) en los depósitos de la Southern Peru Copper Corporation en el BCR. Los límites también serán ajustados hacia abajo en la medida que los flujos de desembolso adicionales realizados en apoyo del programa de ajuste del Perú, netos de pagos en efectivo, excedan los niveles programados de flujo neto especificados en el cuadro A1 de la Carta de Intención firmada con el FMI.
- Para los fines de esta meta, las RIN se definen como la diferencia entre los activos internacionales del BCR, y la suma de sus pasivos internacionales con maduración original menor de un año, pasivos con el FMI, aquéllos con el Fondo Latinoamericano de Reservas que constituyen préstamos de apoyo a la balanza de pagos durante el periodo de referencia, y encajes en moneda

comprometieron 5 millones de nuevos soles (véase el cuadro 3).

La preponderancia de los factores externos en el crecimiento de la emisión se debió a una participación bastante activa en el mercado cambiario. La autoridad monetaria ha hecho un gran esfuerzo para evitar que el tipo de cambio caiga como ya era costumbre en años anteriores durante el primer trimestre. En enero y febrero el Banco Central intervino fuertemente el mercado cambiario, comprando 79.1 millones de dólares (50.3 millones de dólares en enero y 28.8 millones de dólares en febrero; véase el cuadro 4) a una cotización marcadamente superior al tipo de cambio del mercado paralelo (véase el gráfico 1). Para contrarrestar los efectos expansivos de estas compras, el Banco Central vendió pagarés y certificados de depósitos en los montos de 22.5 millones de nuevos soles en febrero y -10.9 millones de nuevos soles en marzo.

**CUADRO 3**  
**EVOLUCION DE LA EMISION PRIMARIA**  
**(En millones de nuevos soles)**

	Ene.	Feb.	Mar.	I trim.
Variación total de la emisión	42.7	38.5	33.5	114.7
Origen interno	-22.2	-2.1	29.3	5.0
Depósitos Gobierno Central	-7.3	19.5	19.9	32.1
Certificados BCRP	0.0	-22.5	10.9	-11.6
Crédito Banca Comercial y Fin.	-21.4	-4.4	-0.7	-26.5
Resto	6.5	5.3	-0.8	11.0
Origen externo	64.9	40.6	4.2	109.7
Intervención	85.6	50.2	1.8	137.6
Venta deuda pública externa	-29.1	-12.4	0.0	-41.5
Compra neta sistema financiero	9.5	0.0	0.0	9.5
Otros	-1.1	2.8	2.4	4.1

FUENTE: BCRP (Nota Semanal).

**CUADRO 4**  
**INDICADORES DE POLITICA MONETARIA**

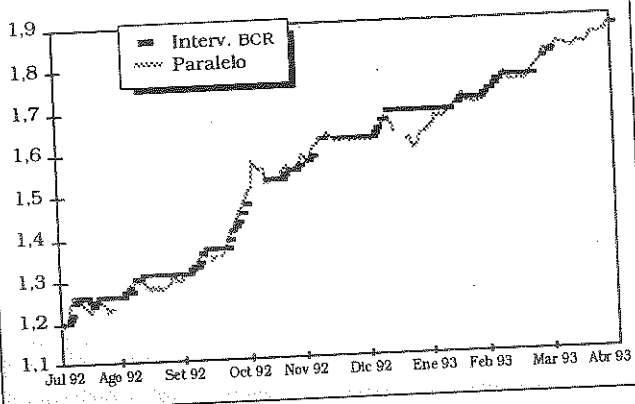
	Tasa de encaje medio M/N (%)	Tasa de encaje medio M/E (%)	Tasa de encaje marginal M/N (%)	Tasa de encaje marginal M/E (%)	Remuner. encaje adic. mensual M/N (%)	Remuner. encaje adic. anual M/E (%)	Redesc. del BCR mill. soles (Saldo) M/N	Tasa de redesc. prom. M/N (%)	Compra mill. dólares (Flujo) M/E (%)	Ventas de pagarés y Cert. Dep. mill. soles (Saldo) (%)	Tasa de pagarés y Cert. Dep. prom. M/N (%)	Emisión primaria millones de soles
92.01	23.0	35.7	5.0	50.0	2.61	7.80	29.7	3.5	46.2	3.0	3.4	852.6
92.02	20.4	36.4	5.0	50.0	2.29	5.90	36.2	2.2	60.0	5.8	3.2	873.5
92.03	19.2	36.6	0.0	50.0	2.00	4.25	40.2	2.4	64.8	3.0	3.4	899.4
92.04	14.9	29.5	0.0	50.0	1.86	3.94	33.4	3.0	59.9	11.0	4.0	930.6
92.05	14.6	29.4	0.0	50.0	1.71	3.94	40.4	3.2	22.6	5.0	4.4	971.4
92.06	12.2	30.8	0.0	50.0	1.67	3.81	22.3	2.8	68.9	11.0	s.i.	1014.2
92.07	12.0	31.4	0.0	50.0	1.74	3.31	31.9	2.4	54.5	7.7	s.i.	1072.1
92.08	11.4	32.6	0.0	50.0	1.66	3.38	12.4	1.8	50.8	25.1	s.i.	1107.7
92.09	11.7	32.6	0.0	50.0	1.51	5.51	21.8	1.8	21.6	28.1	s.i.	1146.5
92.10	11.4	33.3	0.0	50.0	1.48	5.88	9.7	2.0	48.6	10.5	s.i.	1169.7
92.11	11.4	33.3	0.0	50.0	1.39	5.79	18.9	2.0	5.0	5.0	s.i.	1220.6
92.12	11.0	33.3	0.0	50.0	1.42	5.80	13.8	3.4	61.5	0.0	s.i.	1349.5
93.1 1-7	11.0	33.1	0.0	50.0	1.40	5.78	0.5	4.0	7.7	0.0	s.i.	1399.2
93.1 8-15	11.1	33.5	0.0	50.0	1.37	5.79	0.0	4.0	7.2	0.0	s.i.	1414.6
93.1 16-22	11.4	33.7	0.0	50.0	1.40	5.74	0.0	4.0	25.4	0.0	s.i.	1457.1
93.1 23-29	11.3	33.7	0.0	50.0	1.40	5.72	0.0	4.0	10.0	0.0	s.i.	1392.2
93.2 1-7	10.9	34.2	0.0	50.0	1.44	5.71	0.0	n.d.	12.0	0.0	s.i.	1452.9
93.2 8-15	10.9	34.6	0.0	50.0	1.40	5.83	0.0	n.d.	5.0	15.5	s.i.	1460.1
93.2 16-22	11.1	36.3	0.0	50.0	1.39	5.77	0.8	n.d.	11.0	22.5	s.i.	1466.7
93.2 23-28	11.0	36.7	0.0	50.0	1.40	5.77	0.0	n.d.	0.8	22.5	s.i.	1430.7
93.3 1-7	10.6	37.1	0.0	50.0	1.34	5.70	0.0	n.d.	1.0	22.5	s.i.	1452.8
93.3 8-15	10.8	37.2	0.0	50.0	1.40	5.75	0.0	n.d.	0.0	18.6	s.i.	1456.7
93.3 16-22	11.0	37.3	0.0	50.0	1.44	5.75	0.0	n.d.	0.0	11.6	s.i.	1466.1
93.3 23-28	10.3	37.4	0.0	50.0	1.40	5.66	0.0	n.d.	0.0	11.6	s.i.	1464.2

Fuente: BCRP (Nota Semanal) y MEF (Alerta Económica).

extranjera del sistema bancario. Las metas serán ajustadas hacia arriba en tanto los flujos de desembolsos adicionales realizados en apoyo del programa de ajuste de Perú, netos de pagos en efectivo, excedan los flujos netos programados. El monto por el cual los flujos de desembolsos adicionales realizados excedan el nivel programado de flujos netos será depositado en una cuenta del Tesoro en el BCR. Los límites serán también ajustados hacia abajo (hacia arriba) por el monto de las reducciones (incrementos) netas en los depósitos de la Southern Peru Copper Corporation en el BCR.



**GRAFICO 1**  
**TIPO DE CAMBIO LIBRE E INTERVENCION BCR**  
**Julio 92 - Abril 93**



Por otra parte, las tasas de encaje marginal para los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera no sufrieron variación respecto a los niveles observados durante 1992. La tasa de encaje marginal en moneda nacional y en moneda extranjera continuaron siendo de 0% y 50% respectivamente. La tasa de encaje medio en moneda nacional se redujo levemente de 11% a 10.3% mientras que la tasa de encaje medio en moneda extranjera se incrementó de 33.1% en la primera semana de enero a 37.4% en la última semana de marzo. La remuneración al encaje adicional en moneda nacional y en moneda extranjera equivalente a la TIPMN y a la TIPMEX<sup>4</sup> fue de 1.4% mensual y 5.74% anual respectivamente, notándose una tendencia decreciente respecto a los niveles observados en 1992.

De acuerdo con su política de control monetario, el Banco Central no ha realizado ninguna operación de redescuento durante el primer trimestre de 1993. Esto se debió a que no se ha dado ninguna situación de iliquidez temporal importante; todo lo contrario, la banca comercial ha mostrado en este periodo niveles de sobreencaje en moneda nacional bastante elevados.

## Política fiscal

### Política de ingresos

La mayor parte de las medidas de política fiscal del primer trimestre de 1993 están asociadas al marco legislativo aprobado mediante el Decreto

Ley 25988 a fines de diciembre de 1992. Dicho dispositivo estableció que los tributos que forman parte del Sistema Tributario Peruano son los siguientes:

- Impuesto a la Renta
- Impuesto General a las Ventas (IGV)
- Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)
- Impuesto al Patrimonio Empresarial
- Derechos Arancelarios
- Tasas por prestación de servicios públicos
- Tributos municipales establecidos de acuerdo a Ley
- Contribuciones al IPSS
- Contribuciones al FONAVI

El nuevo marco legislativo implicó la derogación de una serie de tributos y aportaciones. Por su escasa recaudación o por ser tributos destinados, se derogaron los gravámenes destinados al fondo de ampliación y desarrollo eléctrico y a los fondos de jubilación industrial, minero, de trabajadores de restaurantes y hoteles, lustrabotas, canillitas, etc. También se derogaron las tasas por uso de puerto, el canon de urbanización, el impuesto de salida al exterior y otros impuestos y tasas en aras de «eliminar privilegios tributarios y sobrecostos». Se derogaron además las aportaciones compulsivas para financiar a los colegios profesionales, obligando a éstos a autofinanciar sus presupuestos. En general, la legislación aprobada prohíbe explícitamente el cobro de otros tributos y tasas.

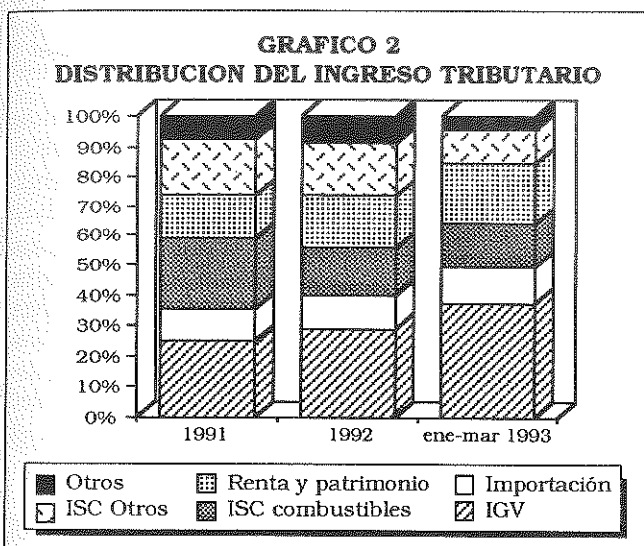
Paralelamente, el gobierno decidió aumentar la tasa del impuesto de promoción municipal, de 2% a 18%, para las empresas industriales exoneradas del IGV, ubicadas en zonas de Selva y frontera<sup>5</sup>. También se decidió que las importaciones destinadas a la zona de Selva paguen los aranceles de los cuales estaban exonerados; sin embargo, la exoneración fue reestablecida debido a la presión que ejercieron los frentes de defensa regionales. Otra modificación tributaria aprobada fue la eliminación, a partir de enero de 1993, de las exoneraciones del IGV a la venta de animales vivos (excepto pescados y mariscos).

Por otro lado, a partir de diciembre de 1992 entró en operación el sistema mediante el cual los empresarios pueden acogerse a los beneficios especiales por regularización tributaria (BERT). Bajo este sistema durante el primer trimestre de 1993 se recaudaron 26 millones de nuevos soles.

4 TIPMN: tasa de interés pasiva en moneda nacional. TIPME: tasa de interés pasiva en moneda extranjera.

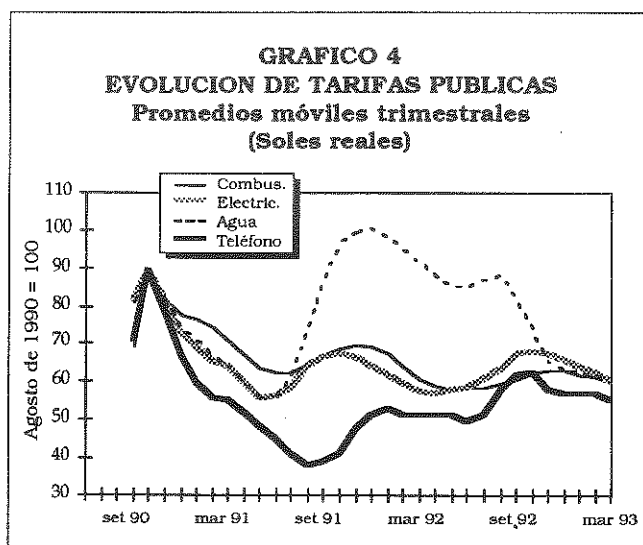
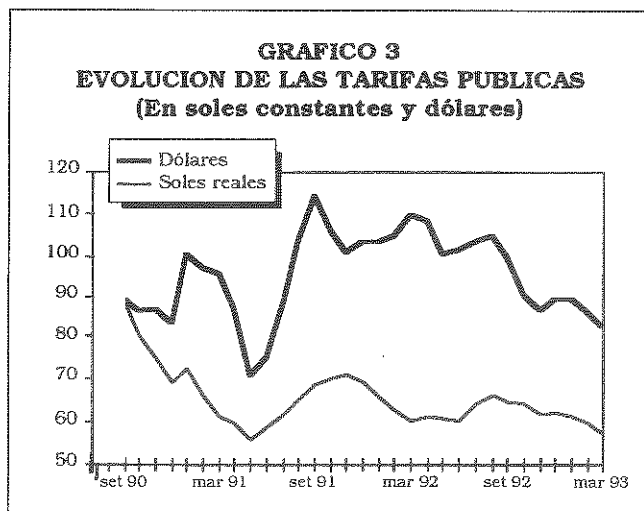
5 Al parecer, los regímenes económicos especiales contemplados en la Constitución de 1979 desaparecerían en el nuevo texto constitucional.

Por último, a partir de mediados de diciembre de 1992 se eliminó la «contribución» al Tesoro Público de Petroperú, que era equivalente a 10% de sus ingresos por concepto de ventas internas. Del mismo modo, en diciembre y en marzo se modificaron las tasas del ISC a los combustibles, buscando aumentar la participación de Petroperú en los ingresos por ventas de estos productos. Es interesante notar que la estructura de ingresos tributarios del primer trimestre de 1993 muestra una marcada reducción de la participación del ingreso proveniente del ISC a los combustibles, al tiempo que se eleva la participación del IGV (véase el gráfico 2).



En cuanto a la política de tarifas públicas, se observa que las correspondientes a electricidad y agua no fueron modificadas durante el primer trimestre de este año. Tampoco los precios finales de los combustibles sufrieron modificaciones importantes, limitándose la política de tarifas al cambio de tasas del ISC ya descrito. Así, las tarifas públicas continuaron reduciéndose tanto en términos reales como en dólares (4.8% menos que el nivel real alcanzado durante el cuarto trimestre de 1992 y 3% menos que el nivel en dólares de ese entonces).

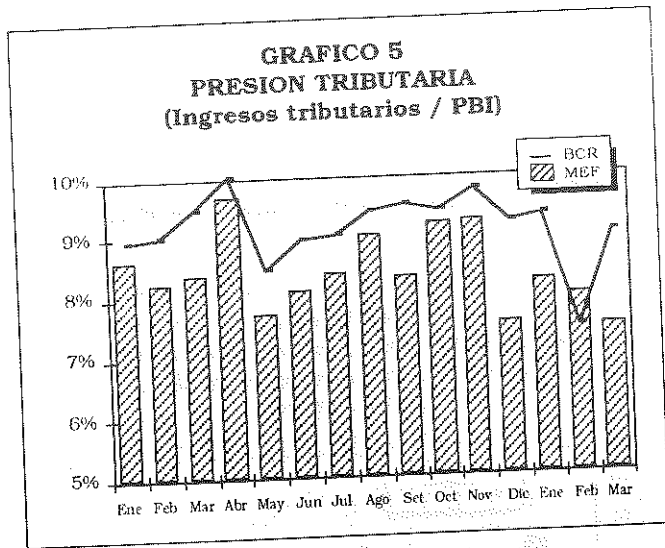
Cabe mencionar que ya desde el cuarto trimestre de 1991 las tarifas públicas tendían a rezagarse (véanse los gráficos 3 y 4). En el caso de los combustibles fue claro el cambio en la política de precios: mientras que dichos precios fueron reajustados durante el segundo semestre de 1991 y el primer trimestre de 1992 para elevar el ingreso percibido por Petroperú, durante los últimos meses el precio no se ha modificado. De 1991 a mediados de 1992, el precio promedio por galón de combustible recibido por Petroperú aumentó de 45



centavos de dólar a 75 centavos de dólar; a partir del tercer trimestre de 1992 los ingresos de Petroperú se redujeron hasta menos de 60 centavos de dólar por galón en el primer trimestre de 1993 (los cambios en el ISC buscaron seguramente contrarrestar esta tendencia). De otro lado, la tarifa que percibe Electrolima viene reduciéndose en términos reales desde setiembre de 1992 y la tarifa que percibe Sedapal ha caído en términos reales desde noviembre de 1991 (durante 1992 la tarifa promedio de agua cayó 36.3% en términos reales, y durante el primer trimestre de este año ha caído 7.9%). Sólo la tarifa telefónica se ha elevado ligeramente en los últimos meses: pese a que no se ha modificado la tarifa básica, se ha reajustado el costo de llamadas por encima del consumo básico.

Se puede pues concluir que la política fiscal vigente durante el primer trimestre del año se ha caracterizado por un sacrificio fiscal, tanto de Tesoro Público como de quienes recibían la recaudación de impuestos destinados. Este sacrificio

fiscal se constata en la caída de la presión tributaria durante el primer trimestre de 1993, luego de haberse elevado entre el tercer y cuarto trimestre de 1992<sup>6</sup> (véase el gráfico 5). No es claro, sin embargo, si estos menores ingresos fiscales responden a la necesidad de reducir algunos sobrecostos del sector real de la economía, o son parte de una estrategia antiinflacionaria.

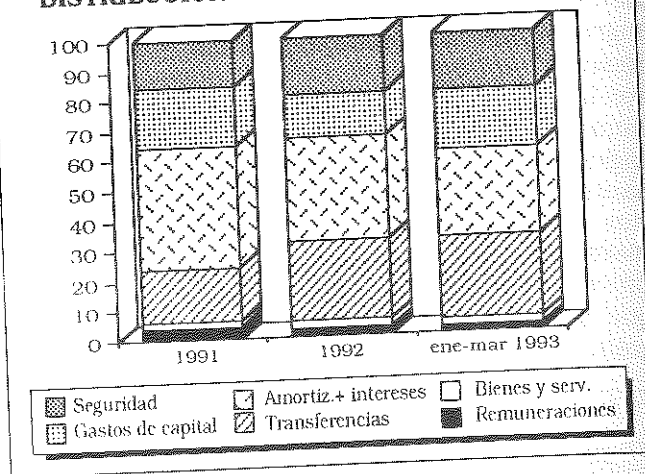


En abril último se habría registrado un aumento del ingreso fiscal, producto del incremento de la recaudación por impuesto a la renta, de la ampliación de las medidas fiscalizadoras y de auditoría de la SUNAT y SUNAD, y de la implementación del Registro Único de Contribuyentes (RUC) que busca también incorporar a los comerciantes informales a la base tributaria. Estos factores podrían revertir la tendencia decreciente de la presión tributaria durante el segundo trimestre del año.

#### Política de gasto

En lo que respecta a la estructura del gasto público, es notable el incremento del gasto de capital durante el primer trimestre del año (véase el gráfico 6). Dicho gasto habría aumentado más de 4.3 veces frente a los niveles del primer trimestre de 1992 y 31% respecto al gasto promedio de 1992.

**GRAFICO 6**  
**DISTRIBUCION DEL GASTO DEL GOBIERNO**



Por su parte, el gasto corriente se ha mantenido en los mismos niveles del primer trimestre de 1992. Sin embargo, se ha verificado una importante recomposición de su estructura: durante el primer trimestre de este año se han reducido los montos pagados por concepto de intereses de la deuda pública y han aumentado las transferencias a las instituciones públicas descentralizadas. Los acuerdos suscritos con los organismos internacionales han permitido reducir la participación del gasto por amortización y pago de intereses en el total del egresos del Gobierno Central.

Uno de los rubros de gasto que habría tenido el mayor dinamismo durante los últimos dos trimestres es el ejecutado a través de FONCODES. Durante los primeros cuatro meses del año ha sido gastado un monto similar al gastado durante toda la ejecución anterior del programa<sup>7</sup> (véase el cuadro 5). La estrategia de FONCODES se caracteriza por la desconcentración de los fondos otorgados<sup>8</sup>, y por una creciente voluntad de descentralizar su operación. Algunos de los proyectos (v.gr., los de nutrición y de calzado) se han convertido en programas bajo la ejecución de núcleos ejecutores que, supervisados por FONCODES, administran simultáneamente varios proyectos. En lo que va del año el gasto ejecutado por esta entidad habría permitido financiar 25,000 puestos de trabajo de jornada completa.

6 Si bien la reducción de la presión tributaria se verifica en las dos fuentes para esta información -el Ministerio de Economía y el Banco Central-, extraña que la cifra de presión tributaria reportada por el primero continúe cayendo en marzo, fecha en la cual el segundo reporta un incremento notable. La diferencia entre ambas estimaciones parece deberse a que el MEF registra una menor recaudación de los impuestos al patrimonio y a la renta. En general, la discrepancia estaría asociada tanto al uso de diferentes datos sobre el PBI (el MEF usa el dato del INEI, mientras que el Banco Central usa una estimación propia), como a que el MEF registra menores montos en algunos impuestos recaudados a través del Banco de la Nación.

7 De los 109.5 millones de dólares gastados en el periodo 1991-1992, sólo 17 millones fueron gastados en 1991.

8 El monto promedio de cada proyecto ejecutado por esta institución es de 30,000 dólares.

**CUADRO 5**  
**NUMERO DE PROYECTOS Y GASTO EJECUTADO**  
**POR FONCODES**  
**(En millones de dólares)**

	1991-1992		1993 *	
	Número	Monto	Número	Monto
<i>Asistencia social</i>	472	13.2	127	9.9
Paquetes escolares	375	6.2	3	7.5
Paquetes de medicinas	80	5.5	73	0.5
Otros	17	1.5	51	2.0
<i>Infraestructura social</i>	2370	41.5	2659	58.5
Construcción de aulas	1049	10.8	1227	28.6
Abast. de agua y alcant.	523	7.2	476	16.2
Construcción de postas	168	3.1	163	3.2
Otros	630	20.4	793	10.6
<i>Infraestructura económica</i>	524	45.7	586	32.9
Pequeños sistemas de riego	263	12.0	266	15.0
Emergencia por sequía	80	17.4	0	0.0
Infraestructura vial	59	5.1	59	5.6
Forestación y reforestación	17	7.7	13	0.5
Pequeños sistemas de electr.	17	1.0	101	5.0
Otros	88	2.5	147	6.8
<i>Generación de ingres. y empleo</i>	100	9.0	96	6.0
Insumos agropecuarios	94	8.5	78	3.4
Microempresas	1	0.5	9	2.6
Otros	4	**	8	**
<b>Total</b>	<b>3466</b>	<b>109.5</b>	<b>3468</b>	<b>107.3</b>

\*: Al 10 de mayo.

\*\* : Menos de 0.1 millones de dólares.

FUENTE: FONCODES.

### La política cambiaria y comercial

El diseño inicial del programa de estabilización supeditaba la meta cambiaria a la política monetaria, en tanto la masa monetaria era usada como ancla nominal. Aunque se mantienen los lineamientos básicos de la política cambiaria y no se prevé en el futuro inmediato un abandono del sistema de flotación, la percepción de que existe un importante atraso cambiario ha hecho que el gobierno modifique sus prioridades con miras a elevar el tipo de cambio real. Como ya se dijo, esto ha llevado a una mayor intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Esta estrategia tuvo éxito en elevar el tipo de cambio real desde octubre de 1992 hasta principios de 1993; sin embargo, el resurgimiento inflacionario durante el primer trimestre de 1993 ha ocasionado que la política de compra de divisas del Banco Central se revierta en marzo.

Se observa una tendencia decreciente en la tasa de devaluación durante el primer trimestre de

1993: en enero el tipo de cambio nominal aumentó 5.6%, en febrero 4.7% y en marzo sólo 3.9%<sup>9</sup>. En los dos primeros meses la tasa de devaluación fue mayor que la tasa de inflación mensual, pero ello se revirtió durante marzo.

En lo que respecta a la política comercial, no se han registrado cambios importantes durante los últimos meses, salvo el intento de algunos ministerios (Agricultura y Salud) de introducir mecanismos que en la práctica funcionarían como restricciones paraarancelarias (para la importación de frutas, hortalizas y medicamentos). Por otro lado, los regímenes aduaneros de admisión temporal y de franquicia arancelaria fueron modificados a fines de marzo, estableciéndose un sistema de fraccionamiento para las obligaciones de las empresas que, habiendo hecho uso de dichos sistemas, no hayan podido cumplir con sus obligaciones.

### El manejo de la deuda externa

Según estimados del FMI, a fines de 1992 la deuda externa peruana total ascendía a 24,349 millones de dólares, siendo 2,020 millones deuda de corto plazo y 22,329 millones deuda de mediano y largo plazo. De esta última, 21,205 millones eran deuda pública, 886 millones deuda del Banco Central de Reserva y 238 millones deuda del sector privado. Según acreedores, la deuda pública de mediano y largo plazo se descomponía en unos 8,000 millones de dólares a los países del Club de París, casi 2,700 millones a los organismos multilaterales, alrededor de 8,000 millones a los acreedores privados (bancos comerciales y proveedores sin garantías) y el resto, alrededor de 2,200 millones, a los países socialistas y países latinoamericanos.

Como ya se dijo, uno de los hechos más importantes ocurridos durante el primer trimestre de 1993 por sus implicancias a futuro, fue la firma de un programa económico de tres años con el FMI, en el marco del proceso de renegociación de la deuda externa. A continuación se describen los avances en la negociación con los distintos acreedores y las perspectivas en el tratamiento de dicha deuda.

#### Organismos multilaterales

Pese a que el monto adeudado a los organismos multilaterales sólo explica un 11% de la deuda

9 Las tasas de devaluación son de fin de periodo.



total, su papel es clave en el proceso de reinserción financiera del país en los mercados internacionales. Esto se debe a que los demás acreedores -como los bancos comerciales o el Club de París- condicionan las negociaciones a que el gobierno llegue previamente a un acuerdo con el FMI y el Banco Mundial. Por otro lado, desde el punto de vista del Perú, los organismos multilaterales son las únicas fuentes potenciales de capitales frescos en el corto plazo.

Por tales razones, el proceso de negociación de la deuda peruana ha estado centrado en la eliminación de atrasos con los organismos multilaterales. Esto se logró con el BID en setiembre de 1991 y recién el 18 de marzo de 1993 con el Banco Mundial y el FMI. El Perú pudo así obtener el financiamiento del FMI para llevar a cabo un programa económico de tres años. Este acuerdo fue resultado de un complejo proceso, en el cual se sortearon numerosos obstáculos.

Un primer requisito era que el Perú logrará conformar un Grupo de Apoyo, que desembolsara los 410 millones de dólares requeridos para cubrir el déficit del programa para 1993 (esta cifra asciende a 150 millones anuales para los siguientes dos años del acuerdo). Sin embargo, la conformación de dicho grupo demoró más de lo previsto. En primer lugar, la renuncia de Boloña hizo postergar la negociación, inicialmente programada para ocurrir entre diciembre de 1992 y febrero de 1993. La elección de Clinton como Presidente de Estados Unidos obligó a posponer más la negociación, hasta el 24 de febrero de 1993. Días antes de dicha fecha, un informe del Departamento de Estado norteamericano que cuestionaba la situación de los derechos humanos en el Perú, hizo peligrar la participación de dicho país en el Grupo de Apoyo, demorando aún más el proceso. Finalmente el 4 de marzo, solucionado el *impasse*, se formó el Grupo de Apoyo: Estados Unidos aportó 105 millones de dólares, Japón 110 e Italia 15. Aunque sólo se logró reunir 230 de los 410 millones necesarios, se dio por cumplido el primer requisito para la aprobación de la carta de intención<sup>10</sup>.

El segundo requisito que se tuvo que sortear para firmar el acuerdo con el FMI fue pagar los

atrasos con dicho organismo y con el Banco Mundial. El 18 de marzo se llevaron a cabo las transferencias que permitieron hacerlo. Primero se pagó la deuda vencida al FMI, la cual ascendía a 850 millones de dólares, por medio de un crédito puente del Tesoro norteamericano y del Eximbank de Japón. Cada una de estas instituciones aportó 430 millones de dólares.

A continuación el FMI desembolsó 850 millones de dólares, correspondientes al programa de acumulación de derechos que concluyó en diciembre de 1992, pues el Perú había cumplido las metas especificadas en éste. Dichos fondos permitieron, a su vez, cancelar los atrasos con el Banco Mundial. Luego éste desembolsó tres préstamos por un total de 910 millones de dólares, a los cuales el Perú se había hecho acreedor por la realización de las reformas estructurales acordadas con esta institución. Con ese dinero se pagó el préstamo-puente hecho por el Eximbank de Japón y el Tesoro norteamericano.

Una vez limpiados los atrasos con los dos organismos multilaterales, el directorio del FMI aprobó el nuevo programa de facilidad ampliada, según el cual el Perú tendrá acceso a préstamos de 1,350 millones de dólares durante los próximos tres años.

#### *Club de París*

Inicialmente las negociaciones con el Club de París estaban programadas para el 24 de marzo<sup>11</sup>, pues sólo se esperaba el aval del FMI para iniciarlas. Sin embargo, fueron diferidas hasta mayo, pues la crisis política en Rusia hizo que los miembros del Club de París decidieran darle prioridad a dicho país.

El Club de París pone dos requisitos para la negociación: la firma de un acuerdo con el FMI y que no existan negociaciones de deuda pendientes con ninguno de los países miembros. Por este motivo durante los últimos meses el gobierno tuvo que solucionar sus problemas con la Japan Peru Oil Company (JAPECO)<sup>12</sup> y con la compañía de seguros americana AIG.

10 El FMI únicamente quería tener la certeza de que el programa era financiable, pues no se iban a usar todos los recursos desde el principio.

11 Esta es la quinta vez que el Perú acude a negociar con el Club de París. La primera fue en 1983 y la última en setiembre de 1991.

12 En marzo se renegotió la deuda con JAPECO, un consorcio que se formó para la construcción del oleoducto norperuano. La deuda, que era parte de la deuda de proveedores -y por lo tanto no contaba con garantía de la República- ascendía originalmente a 330 millones de dólares, pero como resultado de la fuerte revaluación del yen frente al dólar durante la década pasada y de las moras e intereses, hoy supera los 900 millones de dólares. Como resultado de la negociación se le otorgó garantía de la

Aunque el Perú adeuda a los quince países que forman el Club de París más de 8,000 millones de dólares, únicamente los créditos contraídos antes del 1º de enero de 1983<sup>13</sup>, equivalentes a unos 5,000 millones de dólares, están en capacidad de ser reprogramados. Una de las condiciones que impone el Club de París a sus deudores es que los préstamos obtenidos después de esa fecha sean pagados en el plazo de vencimiento inicialmente fijado<sup>14</sup>.

En setiembre de 1991, durante la anterior negociación, se logró reducir la presión de pagos para el periodo comprendido entre octubre de 1991 y diciembre de 1992 a sólo 170 millones de dólares, mediante la reprogramación de los créditos anteriores a la fecha de corte, de una parte de los créditos posteriores a la fecha de corte y de una parte de los intereses consolidados. Este acuerdo, cuya vigencia correspondía al periodo de vigencia del programa de Acumulación de Derechos de Giro con el FMI, establecía un marco -la llamada «minuta»- dentro del cual se iban a negociar los acuerdos bilaterales entre el Perú y los acreedores del Club de París. Tales acuerdos debían firmarse antes del 30 de abril de 1992. El golpe de Estado del 5 de ese mes detuvo este proceso.

La recientemente culminada negociación ha determinado el marco para el nuevo planteamiento de las negociaciones bilaterales. Los principales resultados fueron: una reprogramación de la deuda concesional concertada antes de la fecha de corte (unos 1,800 millones de dólares), con 10 años de gracia y un plazo total de 20 años; una reprogramación de la deuda comercial contratada antes de la fecha de corte (alrededor de 3,000 millones de dólares), por un total de 15 años con un total de 8 años de gracia; similar tratamiento para la deuda reestructurada en 1991; el pago del 50% de los intereses consolidados en ocho años, con tres años de gracia y el restante 50% cuando venza. Gracias a esta negociación se ha reducido el pago por vencimientos y obligaciones al Club de París durante 1993-1995, que ascendía a unos 1,000 millones de dólares por año, a 400 millones por año.

En el marco de esta nueva minuta, el país tiene que negociar bilateralmente las tasas de interés de la deuda con cada uno de los países miembros del Club de París. En el marco de tales negociaciones bilaterales el Perú puede y debe aspirar a reducir la deuda concesional con cada país<sup>15</sup>.

#### *Bancos comerciales y proveedores*

El gobierno tiene planeado empezar las negociaciones formales con los bancos comerciales acreedores a fines del segundo trimestre de 1993. El Perú debe a dichos bancos más de 6,400 millones de dólares, siendo objetivo del gobierno no sólo reestructurar esta deuda, sino también reducirla. Para ello se ha programado que 25% de los desembolsos que el FMI haga como parte del nuevo Programa de Facilidad Ampliada, se destinarán a recomprar deuda en el mercado secundario. Por otro lado, la negociación con los proveedores (acreedores que no cuentan con la garantía de sus gobiernos), a quienes el Perú debe alrededor de 1,300 millones de dólares, se llevará a cabo durante el segundo semestre de este año, luego de terminadas las negociaciones con los bancos.

Un paso importante en el proceso de negociación con los bancos privados fue dado en noviembre de 1992, cuando se logró suscribir un acuerdo de suspensión de juicios hasta el 15 de abril de este año (*Tolling Agreement*) con el Comité Asesor de Bancos (*Steering Committee*)<sup>16</sup>. Sin embargo, al parecer habrá un retroceso, pues en dicha etapa el gobierno debía haber solucionado el problema de la deuda con el Chemical Bank, reembolsado a los bancos el gasto generado por los procesos judiciales iniciados contra el país, e iniciado negociaciones conducentes a un arreglo definitivo.

El principal problema parece ser el que no se haya resuelto el asunto del Chemical Bank. Dicho banco exige que su deuda tenga el mismo *status* que el resto de las deudas<sup>17</sup>, pero el gobierno peruano todavía no ha decidido nada. Esto hace

República a esta deuda, por lo que las futuras renegociaciones sobre ella estarán sujetas a las condiciones del Club de París (lo cual puede sentar un mal precedente para las futuras negociaciones bilaterales con otros países y especialmente con deudas a proveedores).

13 Esta es la llamada fecha de corte (*cut-off*) para el caso del Perú.

14 En 1991 el Perú logró renegociar 1,036 millones de créditos contratados después de esa fecha, siendo el único país que ha recibido este tratamiento de parte del Club de París. Sin embargo, en la minuta firmada en esa ocasión el Perú se comprometía a no volver a solicitar ningún tipo de reprogramación para los nuevos vencimientos.

15 Sin embargo, por acuerdo del Club de París la deuda comercial no puede ser cambiada en sus plazos de pago.

16 Este comité está integrado por 230 bancos acreedores y es presidido por el Citibank.

17 El problema se originó cuando dicho banco, a través de una operación de *leasing*, financió a la CPV la compra de las motonaves

prever una posición menos flexible de los bancos: al 15 de abril sólo 15 de los 50 juicios que los bancos habían iniciado al momento de la firma del *Tolling Agreement* habían sido suspendidos.

## RESULTADOS GENERALES DEL PRIMER TRIMESTRE

### Sector monetario y financiero

Durante el primer trimestre de 1993 el proceso de dolarización de la economía se acentuó. Este proceso estuvo acompañado de una leve recuperación del nivel de profundización financiera; pese a ello, aún está lejano del nivel observado a comienzos de los ochenta. Se elevó también el nivel de reservas internacionales en manos tanto del sistema bancario como del Banco Central.

Por otro lado, las tasas de interés del sistema bancario mostraron una leve tendencia a la baja; sin embargo, las tasas activas y los *spreads* siguieron siendo muy altas. Este hecho, junto a la débil situación de la economía, ha llevado a que la banca comercial no logre mejorar la situación de su cartera pesada. Tanto las altas tasas de interés como la fragilidad del sistema bancario son dos de los problemas más serios que el actual programa económico está enfrentando; su solución debe acelerarse si se quiere generar las condiciones para una pronta reactivación.

La rentabilidad de las acciones vendidas en la Bolsa de Valores de Lima ha sido de 16.3% en términos reales durante este trimestre, habiéndose alcanzado un *record* de monto negociado. Estos dos hechos reflejan las expectativas ocasionadas por el éxito logrado en las negociaciones con los organismos internacionales multilaterales, y la pronta introducción de inversionistas institucionales como las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y los Fondos Mutuos de Inversión.

Finalmente, cabe destacar que las metas de crédito interno y de acumulación de RIN acordadas para el primer trimestre con el FMI, han sido satisfechas sin contratiempos.

### Principales agregados monetarios y tasas de interés

La liquidez total del sistema bancario continuó en el marcado proceso de recuperación mostrado durante los dos últimos años (véase el cuadro 6). En el primer trimestre de 1993 aumentó 23% (1,635.2 millones de nuevos soles); en términos reales ello significó un crecimiento de 10.2%. El dinamismo mostrado por este agregado monetario se explica básicamente por el fuerte incremento de la liquidez (o cuasidinero) en moneda extranjera, resultado de la profundización del proceso de dolarización de la economía peruana.

La liquidez en moneda nacional creció 10.6% (261.7 millones de nuevos soles)<sup>18</sup>; en términos reales, esto equivale a una leve contracción de 0.9%, continuándose así con el estancamiento observado en este agregado monetario durante los dos últimos años. Sus componentes mostraron un comportamiento diferenciado: el cuasidinero (depósitos de ahorro, depósitos a plazo, y otros) aumentó 18% (151.9 millones de nuevos soles) y el dinero (billetes y monedas en circulación y depósitos a la vista) creció 6.8% (109.8 millones de nuevos soles). Gran parte del incremento del cuasidinero (94.4 millones de nuevos soles) ocurrió en enero, mientras que el incremento mayor del dinero (142.8 millones de nuevos soles) ocurrió en febrero. Este incremento del dinero se reflejó en un fuerte aumento (125.4 millones de nuevos soles) del circulante. Por otro lado, el incremento del multiplicador bancario se explica por una reducción en la preferencia por circulante de 0.445 en diciembre de 1992 a 0.407 en marzo de 1993, cambio que fue parcialmente compensado por un incremento en la tasa media de encaje efectiva implícita, de 0.188 en diciembre de 1992 a 0.220 en marzo de 1993.

A su vez, la liquidez en moneda extranjera creció 29.6% (1,373.5 millones de nuevos soles o 370 millones de dólares). Esta expansión equivale aproximadamente a cinco veces la expansión de la liquidez en moneda nacional. Cerca de 50% de esta expansión se debió a una mayor captación de fondos y el otro 50% se debió a la depreciación del nuevo sol. En términos reales, la expansión de la liquidez en moneda extranjera fue de 16%.

Mantaro y Pachitea, durante el segundo gobierno de Belaúnde. Dicha operación originalmente ascendió a 36 millones de dólares, pero dicho monto se reajustó por diversos cargos efectuados. Aunque inicialmente la operación se incluyó en la refinanciación de la deuda, durante el gobierno aprista la operación se retiró del contrato de refinanciación, sin ser explícitamente desconocida, aduciendo que había dolo en el *leasing*.

18 Esta expansión se explica por un incremento de la emisión primaria (8.5%) y por un incremento en el multiplicador bancario (que pasó de 1.82 en diciembre a 1.86 en marzo).



**CUADRO 6**  
**INDICADORES MONETARIOS DEL PRIMER**  
**TRIMESTRE**  
**(Montos en millones de nuevos soles)**

	Enero	Febrero	Marzo	I Trim.
1. Emisión primaria	1392.2	1430.7	1464.2	
- Variación %	3.2	2.8	2.3	8.5
Flujo	42.7	38.5	33.5	114.7
Flujo depósitos BN	68.7	-11.4	-13.6	43.7
2. Liquidez M/N (i)+(ii)	2489.4	2666.7	2724.0	
- Variación %	1.1	7.1	2.1	10.6
- Flujo	27.1	177.3	57.3	261.7
i) Dinero	1551.3	1694.1	1728.4	
- Variación %	-4.2	9.2	2.0	6.8
- Flujo	-67.3	142.8	34.3	109.8
ii) Cuasidinero M/N	938.1	972.6	995.6	
- Variación %	11.2	3.7	2.4	18.0
- Flujo	94.4	34.5	23.0	151.9
3. Liquidez (Cu asidinero) M/E				
En soles	5108.2	5475.1	5652.2	
- Variación %	10.1	6.7	9.8	29.6
- Flujo	470.2	366.9	536.4	1373.5
En dólares	2987.0	3059.0	3215.0	
- Variación %	5.0	2.4	5.1	13.0
- Flujo	142	72	156	370
4. Cuas. Tot. (2.ii + 3)	6046.3	6447.7	7007.1	
- Variación %	10.3	6.6	8.7	27.8
- Flujo	564.6	401.4	559.4	1525.4
5. Liq. Total (2 + 3)	7597.6	8141.8	8735.5	
- Variación %	7.0	7.2	7.3	23.0
- Flujo	497.3	544.2	593.7	1635.2
6. Multiplicador	1.79	1.86	1.86	
- Variación %	-1.6	3.9	0.0	2.2
- Prefer. circulante (c)	0.41	0.43	0.41	
- TME efec. implícita (r)	0.25	0.18	0.13	
7. Crédito al S. Público	2102.0	2131.7	2229.2	
- Variación %	7.1	1.4	4.6	13.5
- Flujo	139.2	29.7	97.5	266.4
i) M/N	358.0	321.3	340.3	
- Flujo	5.6	-36.7	19.0	-12.1
ii) M/E	1744.0	1810.4	1888.9	
- Flujo	133.6	66.4	78.5	278.5
8. Crédito al S. Privado	5201.4	5472.0	5941.2	
- Variación %	6.4	5.2	8.6	21.6
- Flujo	314.4	270.6	469.2	1054.2
i) M/N	1539.8	1588.5	1672.0	
- Flujo	74	48.7	83.5	206.2
ii) M/E	3661.6	3883.5	4269.2	
- Flujo	240.4	221.9	385.7	848.0
iii) M/E (dólares)	2141.0	2170.0	2283.0	
- Flujo	42	29	113	
9. Crédito total (7+8)	7303.4	7603.7	8170.4	
- Variación %	6.6	4.1	7.5	19.3
- Flujo	453.6	300.3	566.7	1320.6
10. RIN (dólares)	2595	2728	2765	
i) BCRP	2023	2420	2163	
- Flujo	22	397	-257	162
(Compra por intervención menos venta por deuda)	33	22	1	56
ii) Resto sistema	572	308	602	
- Flujo	122	-264	294	152
11. Variación del IGBVL %	-11.4	15.2	30.8	30.8
12. Inflación INEI %	4.8	2.9	4.2	12.4
13. Devaluación del sol %	3.3	4.0	4.7	12.5

FUENTE: BCRP.

Por su parte, el crédito total del sistema bancario continuó recuperándose respecto a los niveles de agosto de 1990, al aumentar 19.3% (1,320.6 millones de nuevos soles); en términos reales ello significó un incremento de 6%. Como ha venido ocurriendo en los dos últimos años, el crédito fue mayormente asignado al sector privado (1,054.2 millones de nuevos soles); éste, al igual que el sector público, siguió mostrando una clara preferencia por endeudarse en moneda extranjera<sup>19</sup>. A su vez, la cartera pesada<sup>20</sup> de la banca comercial y de ahorro como porcentaje de las colocaciones brutas continuó creciendo, como lo viene haciendo desde 1990: el ratio subió de 13% (ó 466.7 millones de nuevos soles) en diciembre de 1992 a 16.13% (ó 601.8 millones de nuevos soles) en febrero de 1993<sup>21</sup>. Simultáneamente mejoró la situación de capital y reservas de la banca comercial y de ahorro, al pasar de 415.2 millones de nuevos soles en diciembre de 1992 a 555.5 millones de nuevos soles en febrero de 1993; sin embargo, sus situación financiera seguía siendo muy delicada.

En cuanto a las tasas de interés en moneda nacional, éstas continuaron bajando: la activa se redujo de 7.76% mensual en diciembre de 1992 a 6.49% mensual en marzo de 1993<sup>22</sup>, y la pasiva de 3.02% mensual a 2.77% mensual en similar lapso<sup>23</sup>. Esta reducción se explica por dos razones: la eliminación del ISC a los intereses activos del sistema financiero a partir del 1º de enero, y la existencia de un fuerte exceso de liquidez, reflejado en un marcado superávit de encaje en moneda nacional<sup>24</sup>.

Las tasas de interés en moneda extranjera mostraron también una leve tendencia a la baja: la activa pasó de 17.37% anual en diciembre de 1992 a 17.20% anual en marzo de 1993<sup>25</sup>, y la pasiva de

19 Principalmente canalizado a través de los bancos comerciales Wiese, Crédito y Continental.

20 Constituida por créditos vencidos y créditos en cobranza judicial.

21 Buena parte de este incremento se explica por la aplicación de criterios más rigurosos de evaluación de la cartera bancaria por parte de la Superintendencia de Banca y Seguros.

22 Como *proxí* de la tasa de interés activa en moneda nacional se ha tomado a la tasa de interés mensual para préstamos de hasta 360 días.

23 Se ha tomado como *proxí* de la tasa de interés pasiva a la tasa de interés efectiva mensual de ahorro.

24 Los bancos usaron estos recursos para especular en el mercado cambiario, contribuyendo así al repunte del tipo de cambio durante el primer trimestre de 1993.

25 Se ha tomado como *proxí* de la tasa de interés activa en moneda extranjera la tasa de interés efectiva anual para préstamos en moneda extranjera hasta 360 días.

6.28% a 5.83% en similar lapso<sup>26</sup>. Al igual que en el caso anterior, esta reducción se explica por la eliminación del ISC a los intereses activos del sistema financiero, y no por una disminución en los márgenes y costos del sistema bancario, áreas donde aún resta mucho por avanzar<sup>27</sup>.

En lo referente a las Reservas Internacionales Netas, tanto el sistema bancario como el Banco Central continuaron ganándolas a ritmo acelerado. Al 31 de marzo de 1993, las RIN del sistema ascendían a 2,765 millones de dólares, habiéndose acumulado durante el primer trimestre alrededor de 314 millones: 162 millones de dólares para el Banco Central y 154 millones de dólares para la banca comercial. Durante este periodo el Banco Central compró 89 millones de dólares a través de la Mesa de Negociación y vendió 24 millones de dólares para el pago de deuda externa. Su posición de cambio mejoró en 56 millones de dólares. La banca comercial aumentó sus reservas principalmente gracias a sus mayores captaciones en moneda extranjera (386 millones de dólares), lo cual le permitió aumentar su crédito al sector privado y elevar simultáneamente sus depósitos de encaje.

Por último, el mercado bursátil mostró bastante dinamismo. En el primer trimestre de 1993 el Índice General Bursátil aumentó 30.8% (16.3% en términos reales y 14.4% en dólares). Asimismo, el monto negociado se elevó en 529.5 millones de nuevos soles (310 millones de dólares). Este incremento es el más alto observado en un trimestre en la Bolsa de Valores durante su historia.

#### *Cumplimiento de metas con el FMI*

Los resultados en el plano monetario y financiero permitieron cumplir las metas establecidas en el acuerdo con el FMI. En principio, se cumplió con la meta de endeudamiento interno neto del sector público consolidado: el crédito neto al sector público disminuyó en 448.4 millones de nuevos soles, lo cual satisfizo con creces la meta de endeudamiento nulo al 31 de marzo de 1993.

La meta sobre variación de los activos internos netos del Banco Central también fue satisfecha. Aunque estaba permitido un aumento de 11 millo-

nes al 31 de marzo, en la práctica disminuyeron dichos activos. Asimismo, se satisfizo la meta de variación en las RIN del Banco Central, pues se acumularon reservas por encima de lo estipulado (56 millones de dólares contra 46 millones).

#### **Resultado económico del sector público y su financiamiento**

Como resultado de la política fiscal aplicada, el gobierno central durante el primer trimestre de 1993 tuvo un resultado económico superavitario, equivalente a 1.6% del PBI<sup>28</sup>. Esta cifra es similar al superávit registrado durante el primer trimestre de 1992 (1.4% del PBI) y significa un cambio de tendencia respecto a los déficit del tercer y del cuarto trimestre de 1992 (véase el cuadro 7). El superávit registrado en lo que va de 1993, en un contexto en que la presión de pagos por deuda externa se ha reducido, habría servido para cubrir los atrasos incurridos con proveedores locales durante el último trimestre del año anterior.

Es importante mencionar que aunque el déficit registrado durante los dos últimos trimestres de 1992 no fue financiado con crédito del Banco Central (tal como se comprometió el gobierno), si habría sido financiado, en gran medida, con recursos internos. Durante el último trimestre de 1992, por ejemplo, la brecha habría sido cubierta con recursos derivados del atraso de pagos a proveedores.

#### **Sector externo**

##### *Resultados en balanza de pagos*

Durante el último trimestre de 1992 la balanza de pagos tuvo un comportamiento similar al de los últimos dos años, arrojando un superávit de 131 millones de dólares (véase el cuadro 8). Pese al considerable déficit en la cuenta corriente (472 millones de dólares), y a que el flujo de capitales de largo plazo experimentó un superávit de sólo 84 millones, los flujos de capitales de corto plazo y los errores y omisiones compensaron con creces dicho déficit, pues ascendieron a 510 millones de dólares. Ello generó un incremento de las reservas

26 Se ha tomado como *proxí* para la tasa de interés pasiva en moneda extranjera a la tasa de interés efectiva anual de los depósitos de ahorro en moneda extranjera.

27 Véase el artículo de Marco Terrones: «¿Por qué las tasas de interés son tan altas?». En *Moneda* 57. BCR, marzo 1993.

28 Para obtener esta cifra se ha ajustado el superávit, con el propósito de no incluir como gasto el servicio no atendido de la deuda externa.

**CUADRO 7**  
**RESULTADO ECONOMICO DEL GOBIERNO CENTRAL Y SU FINANCIAMIENTO**  
**(Como porcentaje del PBI)**

	1991.I	1992.II	1992.III	1992.IV	1993.I
Ingresos corrientes	9.9%	9.7%	10.2%	10.2%	10.0%
Gastos corrientes	8.5%	8.7%	9.8%	11.3%	7.6%
Ahorro en cuenta corriente	1.4%	1.0%	0.4%	-1.1%	2.4%
Superávit o déficit económico	0.5%	-0.5%	-1.7%	-4.1%	1.0%
Superávit ajustado *	1.2%	0.4%	-1.0%	-3.1%	1.6%
Financiamiento externo	1.0%	1.0%	1.3%	0.7%	1.3%
Efectivo	0.3%	0.1%	0.6%	-0.4%	0.8%
No atendido	0.6%	0.9%	0.7%	1.1%	0.6%
Financiamiento interno	-1.5%	-0.5%	0.4%	3.5%	-2.3%

\* Ajustado para excluir del gasto el servicio no atendido de la deuda externa.  
Elaboración propia en base a información del Banco Central de Reserva.

**CUADRO 8**  
**BALANZA DE PAGOS: CUARTO TRIMESTRE Y**  
**RESULTADO TOTAL DE 1992**  
**(En millones de dólares)**

	1992. IV	Total 1992
Balanza en cuenta corriente	-472	-202
Balanza comercial	-119	-567
Exportaciones FOB	910	3484
Importaciones FOB	-1029	-4051
Servicios financieros	-237	-910
Servicios no financieros	-200	-850
Pagos de transferencias	84	298
Capitales de largo plazo	93	612
Sector público	73	475
Sector privado	20	137
Balanza neta básica	-379	-1417
Capital de corto plazo	510	1935
Balanza de pagos	31	518

Fuente: BCRP.

internacionales: el resultado del último trimestre de 1992 es similar al observado durante los otros trimestres de 1992, en los cuales se ganaron reservas por 114, 101 y 172 millones de dólares, respectivamente.

Aunque no existen cifras oficiales completas sobre la evolución de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 1993, es posible que su situación se haya alterado en comparación con meses anteriores. En principio, el Banco Central reportó una ganancia de RIN por 314 millones de

dólares entre enero y marzo de 1993, ritmo de acumulación trimestral de reservas muy superior al registrado durante 1992.

Tal incremento en las RIN parece obedecer básicamente a la disminución del servicio de la deuda externa y a una leve mejoría en la balanza comercial. Por un lado, los pagos por concepto de intereses de la deuda externa se redujeron en más de 50% durante enero y febrero, ascendiendo a 44 y 56 millones de nuevos soles respectivamente (unos 60 millones de dólares en total), mientras que durante noviembre y diciembre de 1992 se pagó cerca de 140 millones de dólares<sup>29</sup>.

Respecto a la balanza comercial, durante los cuatro primeros meses de 1993 se redujeron las importaciones en todos los rubros<sup>30</sup>, mientras se recuperaban ligeramente las exportaciones gracias a las mayores ventas de harina de pescado. El promedio de importación mensual entre enero y abril fue de 324 millones de dólares, unos 22 millones menos por mes que durante el primer cuatrimestre de 1992. Por su parte, el promedio mensual de exportaciones en el mismo periodo fue de 298 millones de dólares (frente a un promedio de 290 millones durante el mismo periodo de 1992). Como resultado, la balanza comercial fue deficitaria en 104 millones de dólares en el primer cuatrimestre de 1993, cifra equivalente a poco más de la mitad del déficit observado durante el primer cuatrimestre de 1992 (205 millones de dólares). Sin embargo, la leve recuperación en las exportaciones se vio parcialmente contrarrestada por la reducción de las

29 Esta disminución en el ritmo de pagos se debió a la incertidumbre respecto a la formación del Grupo de Apoyo y a la firma del acuerdo con el FMI, que a su vez demoró el acuerdo con el Club de París hasta mayo.

30 Aunque los datos del MEF (Alerta Económica) registran una caída mayor a la señalada por el Banco Central en enero (254 millones frente a 320), ambas cifras apuntan en el mismo sentido.



cotizaciones internacionales de los productos primarios de exportación, en especial del cobre<sup>31</sup> y la harina de pescado (véase el cuadro 9), y por el mantenimiento del atraso cambiario.

Pese a la ligera mejoría en la balanza comercial (que explicaría un tercio de la acumulación de reservas durante el primer trimestre de 1993), el déficit comercial continuó. En todo caso, tal mejoría se debió más a una reducción de las importaciones que al aumento de las exportaciones.

El incremento de las reservas tampoco se explica por la mayor compra de divisas del Banco Central en el mercado libre. Las cuentas monetarias (véase el cuadro 3) revelan que la emisión primaria para compra divisas fue durante el primer trimestre del año de sólo 139 millones de nuevos soles (unos 80 millones de dólares) frente a 215 millones de nuevos soles en el trimestre anterior (unos 135 millones de dólares). Más aun, durante marzo el Banco Central no compró dólares. Sin embargo, el cuasidinero en moneda extranjera del sistema financiero aumentó en 339 millones de dólares durante el primer trimestre de 1993 (frente a un incremento de 238 millones de dólares el trimestre anterior), lo que podría indicar que todavía existe un flujo importante de capitales hacia el país, que explicaría el aumento de reservas internacionales<sup>32</sup>.

Al parecer, el flujo de capitales de corto plazo sigue siendo la respuesta a las altas tasas de interés internas (mucho mayores que las externas). Por un lado, las altas tasas pasivas hacen

atractivo el rendimiento de los depósitos en el país. Por otro lado, el alto costo financiero que significan las tasas de interés activas nacionales ha inducido a los agentes a obtener créditos en el extranjero o financiar sus actividades mediante la repatriación de capitales.

En principio, es preocupante que el resultado positivo de la balanza de pagos dependa del resultado de la cuenta de capitales de corto plazo y errores u omisiones, en tanto esta cuenta depende en gran medida de factores exógenos, no controlables. Si los flujos de esta cuenta son estables, se podría seguir financiando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sin temor a una crisis en el sector externo; por el contrario, si son efímeros o se espera que ser reviertan pronto, entonces el peligro de una brusca devaluación sería inminente.

Desgraciadamente, es difícil decir cuán estables son los flujos de esta cuenta. Ella registra, básicamente, el resultado neto del flujo de dólares del narcotráfico, las remesas de peruanos que viven en el exterior a sus familiares que están en el Perú, y el flujo de capitales de corto plazo. Es probable que las remesas de peruanos en el exterior sean estables (suponiendo que los familiares permanezcan en el país y a los migrantes les vaya bien económicamente). Es probable que también los flujos de capitales de corto plazo lo sean, si en su mayoría están constituidos por repatriación de fondos de peruanos, para ser usados como capital de trabajo o capital de inversión. Finalmente, en tanto no se erradique el cultivo de coca, se puede espe-

**CUADRO 9**  
**COTIZACIONES INTERNACIONALES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACION**  
(Promedio del periodo; en dólares por unidad de medida)

	Cobre (lb)	Plata (oz)	Zinc (lb)	Plomo (lb)	H. Pescado (tm)	Café (qq)	Azúcar (lb)	Oro (lb)
<b>1992</b>								
Octubre	1.0218	3.74	0.5277	0.2444	465.45	60.81	0.2163	344.95
Noviembre	0.9770	3.76	0.4732	0.2081	440.21	67.13	0.2138	335.46
Diciembre	1.0024	3.71	0.4803	0.2065	438.03	76.65	0.2113	335.20
<b>1993</b>								
Enero	1.0245	3.68	0.4794	0.1984	409.18	70.36	0.2078	329.37
Febrero	1.0023	3.65	0.4865	0.1875	388.43	67.51	0.2107	329.76
Marzo	0.8852	3.65	0.4520	0.1840	368.62	63.90	0.2156	330.50

FUENTE: BCRP.

- 31 La cotización internacional del precio del cobre, que estaba en 1.09 dólares por libra en setiembre de 1992, se redujo de manera constante desde ese mes: durante el primer trimestre de 1993 registró un promedio de un dólar por libra.
- 32 Estas cifras explican la evolución de las reservas netas del país, mas no de las del Banco Central. Es más, en términos de las metas con el FMI, las reservas no deben incluir los depósitos de encaje de la banca comercial, que sí están siendo considerados en estas cifras.

rar cierta estabilidad en el flujo de ingresos por narcotráfico.

Si alguno de estos supuestos no se cumple, el panorama podría ser distinto; sin embargo, durante los últimos dos años el fenómeno se ha mantenido. En 1991 hubo un flujo positivo de 2,130 millones de dólares bajo la cuenta de capitales de corto plazo, errores y omisiones; en 1992 el flujo fue de 1,971 millones de dólares, y la tendencia continúa durante 1993. Al parecer, estos recursos estarían más que financiando el exceso de gasto en importar bienes y servicios.

#### *Evolución del tipo de cambio real*

Durante enero de 1993 el tipo de cambio real multilateral experimentó una caída de 1.7% con respecto a diciembre de 1992, que se revirtió gradualmente durante febrero y marzo: en este último mes estaba en el nivel de diciembre (véase el cuadro 10). Por su parte, el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos aumentó ligeramente en 1.1%. Así, puede decirse que el atraso cambiario<sup>33</sup> se mantuvo durante el primer trimestre de 1993. No se siguió avanzando en el proceso de acortarlo (de julio a diciembre de 1992 se había logrado elevar el tipo de cambio real multilateral en 13%, y el bilateral en 15%), debido a que el gobierno, temiendo el rebrote inflacionario (la inflación acumulada del primer trimestre de 1993 fue de 12.4%), diluyó la política monetaria tendiente a elevar el tipo de cambio, reduciendo la emisión primaria para la compra de dólares.

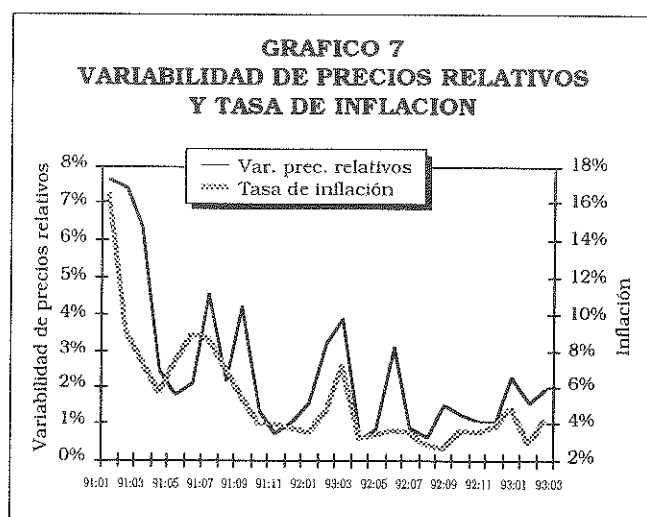
**CUADRO 10**  
**INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL**  
**MULTILATERAL PROMEDIO COMPRA-VENTA**  
(Base: agosto de 1990)

<b>1992</b>	
Octubre	94.67
Noviembre	93.03
Diciembre	90.45
<b>1993</b>	
Enero	88.90
Febrero	89.68
Marzo	90.58

FUENTE: BCRP.

#### **Inflación<sup>34</sup>**

La tasa de inflación se elevó desde el último trimestre de 1992, llegando en el primer trimestre de 1993 a una tasa promedio mensual de 4% (lo que implicaría una tasa anualizada de 59.6%, muy superior a la meta establecida con el FMI). Tal tendencia hizo pensar en la posibilidad de un recrudecimiento del proceso inflacionario, especialmente porque el alza del nivel general de precios vino acompañada de una mayor volatilidad de precios relativos (a nivel de rubros del IPC), con los consecuentes efectos negativos sobre la asignación de recursos (véase el gráfico 7).



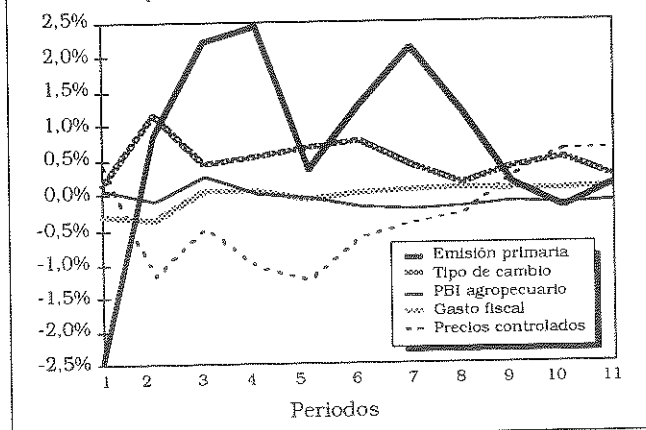
Se ha afirmado con insistencia que el recrudecimiento de la inflación se debió a que durante el segundo semestre de 1992 las políticas monetaria y fiscal fueron muy expansivas, lo cual, junto a los factores estacionales típicos del primer trimestre del año, habría llevado al reciente aumento de la tasa de inflación. Para evaluar el peso de cada uno de estos factores se ha construido un sistema de vectores autorregresivos (VAR) de seis variables (expresadas en variaciones porcentuales): tasa de inflación, emisión primaria, gasto fiscal, tipo de cambio, precios controlados y PBI agropecuario, construyendo a continuación las funciones de impulso-respuesta correspondientes<sup>35</sup> (véase el gráfico 8).

33 De acuerdo a los índices de tipo de cambio real multilateral del Banco Central, este atraso es de 65% si se mide con respecto al de julio de 1985 y de 10% si se compara con el de agosto de 1990.

34 Para elaborar esta sección ha sido muy útil el artículo de César Calderón y Javier Nagamine, «Algunas reflexiones sobre el fenómeno inflacionario» (En *Moneda* 58, BCR, abril 1993), de donde se han tomado prestados los gráficos 7, 8 y 9 de este informe.

35 Estas funciones muestran la respuesta de una variable ante un impulso o choque en otra.

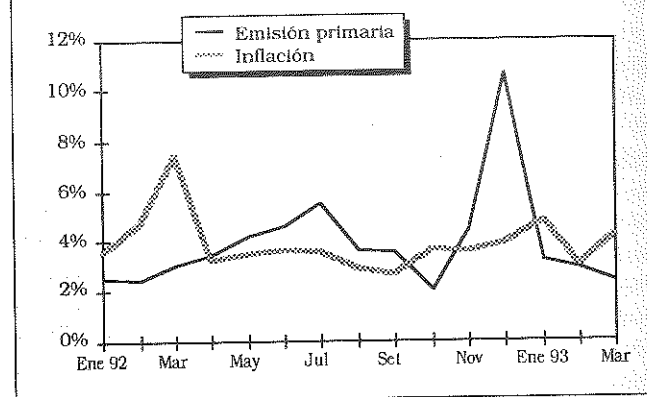
**GRAFICO 8**  
**EFFECTOS SOBRE LA INFLACION**  
**(En variaciones porcentuales)**



De acuerdo al sistema construido, un aumento de la tasa de crecimiento de la emisión primaria<sup>36</sup> tiene efectos positivos importantes sobre la tasa de inflación a partir del segundo mes, que se mantienen por cinco meses. Similarmente, un aumento de la tasa de depreciación del nuevo sol tiene efectos positivos sobre la tasa de inflación a partir del segundo mes, que luego desaparecen lentamente. Finalmente, incrementos de los precios controlados, del gasto fiscal o del PBI agrícola, no parecen tener efectos importantes sobre la tasa de inflación, aunque definitivamente afectan su dinámica.

Al parecer, el recrudecimiento reciente de la inflación se debería al fuerte crecimiento de la base monetaria en el último semestre de 1992 (véase el gráfico 9) y a la depreciación del nuevo sol<sup>37</sup>; sin embargo, no se puede ignorar que el primer trimestre del año está siempre sujeto a una fuerte estacionalidad en los rubros de alimentos y educación (véase el cuadro 11). Si se acepta esta explicación, debe aclararse por qué, en una economía con bajos niveles de intermediación como la peruana, un incremento de la emisión genera inmediatos efectos sobre la tasa de inflación<sup>38</sup>.

**GRAFICO 9**  
**INFLACION Y EMISION PRIMARIA**  
**(Tasas de crecimiento mensuales)**



**CUADRO 11**  
**BIENES Y SERVICIOS CON MAYOR CONTRIBUCION A LA TASA DE INFLACION**  
**(Contribución ponderada en porcentajes)**

Enero 1993		Febrero 1993		Marzo 1993	
Pasaje urbano	1.15	Papa	0.50	Matrícula y pensión	0.61
Comida fuera del hogar	0.62	Comida fuera del hogar	0.40	Pollo	0.51
Alquileres	0.40	Matrícula y pensión	0.37	Comida fuera del hogar	0.40
Carne de res	0.27	Alquiler de vivienda	0.30	Azúcar	0.28
Pollo	0.22	Huevo	0.21	Alquileres	0.22
Pescado	0.18	Legumbres frescas	0.13	Cebolla	0.15
Papa	0.17	Carne de res	0.11	Otras hortalizas	0.15
Arroz	0.17	Zanahoria	0.10	Zanahoria	0.14
Otros	1.62	Otros	0.78	Arroz	0.14
				Zapallo	0.13
				Otros	1.47
<b>TOTAL</b>	<b>4.80</b>	<b>TOTAL</b>	<b>2.90</b>	<b>TOTAL</b>	<b>4.20</b>

FUENTE: BCRP (Nota Semanal).

36 Se ha trabajado, para efectos de la simulación, con un impulso de 10% en cada una de las variables.

37 Nótese el rezago que hay entre el momento en que los impulsos se originan y el momento en que se dan las respuestas en la tasa de inflación.

38 Entre las posibles razones de este fenómeno están la delicada situación del sistema financiero nacional y las altas tasas de interés, factores que restringen una adecuada canalización de los fondos prestables hacia actividades productivas.



**CUADRO 12**  
**PBI SECTORIAL**  
**(Primer trimestre de 1993; variación porcentual)**

Sector	93.I/92.I	Desestacionalizado 93.I/92.IV
Global	2.0	-1.2
Agropecuario	-2.1	-2.9
Agrícola	0.3	-0.4
Pecuario	-5.4	-7.8
Pesquería	54.0	-15.5
Minería	7.4	-3.4
Metálica	4.9	-7.0
Petrolera	10.9	1.4
Manufactura	4.3	2.5
Procesamiento	17.8	-2.4
Recursos Primarios		
Resto Industria	-1.1	4.9
Construcción	-0.8	0.9
Gobierno	0.2	4.7
Otros	-1.1	-3.1
Comercio	-1.7	-1.6
Resto	0.7	-3.8
PBI-Primario *	9.0	-3.6
PBI-No primario	-1.0	-0.1

\* El sector primario incluye a los sectores agropecuario, pesca, minería, y el subsector procesador de recursos primarios. El sector no primario se define por diferencia.

FUENTE: BCRP.

### Producción<sup>39</sup>

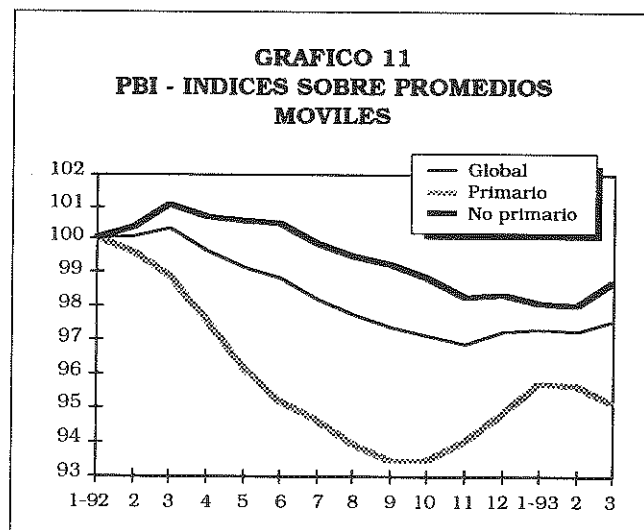
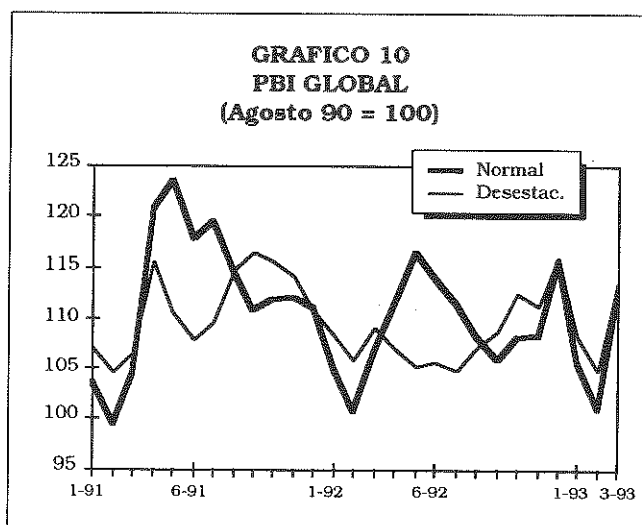
Durante el primer trimestre de 1993 el PBI global creció 2% respecto al primer trimestre de 1992; sin embargo, el PBI desestacionalizado cayó 1.2% respecto al último trimestre de 1992 (véase el cuadro 12). Esta evolución fue bastante diferenciada entre los sectores primario y no primario: el PBI primario creció 9% respecto al primer trimestre de 1992, mientras que el sector no primario se mantuvo casi estancado, cayendo 1% respecto al primer trimestre de 1992.

Es marcada la diferencia cuando el crecimiento productivo se mide respecto al mismo periodo del año anterior que cuando se recurre a tasas de-sestacionalizadas (véase el gráfico 10). Pese a registrarse crecimiento al comparar el primer trimestre de 1993 con el primer trimestre de 1992, los datos desestacionalizados muestran una evolución negativa. Esta diferencia se explica tanto por el bajo nivel de la producción en el primer trimestre de 1992 como por la importante

recuperación observada en el último trimestre de ese año.

La tendencia de la producción también puede ser vista en base a promedios móviles de los últimos doce meses. Las variaciones del PBI se explican fundamentalmente por las fluctuaciones que en el sector primario originaron los factores climático (el Fenómeno del Niño) y la disponibilidad de recursos naturales (véase el gráfico 11). El sector no primario, más ligado a la evolución de la demanda agregada, se mantuvo básicamente estancado, con una leve tendencia decreciente, excepto en el mes de marzo.

Al parecer, el *shock* fiscal de diciembre de 1992, basado en el gasto de FONCODES, no habría tenido un impacto significativo sobre la producción



39. El análisis que sigue se basa en la información proporcionada por el Banco Central de Reserva a través de sus Notas Semanales.

del sector no primario sino hasta marzo. Ello podría explicar por qué el crecimiento de la demanda agregada se habría dirigido fundamentalmente a precios.

#### Evolución sectorial reciente <sup>40</sup>

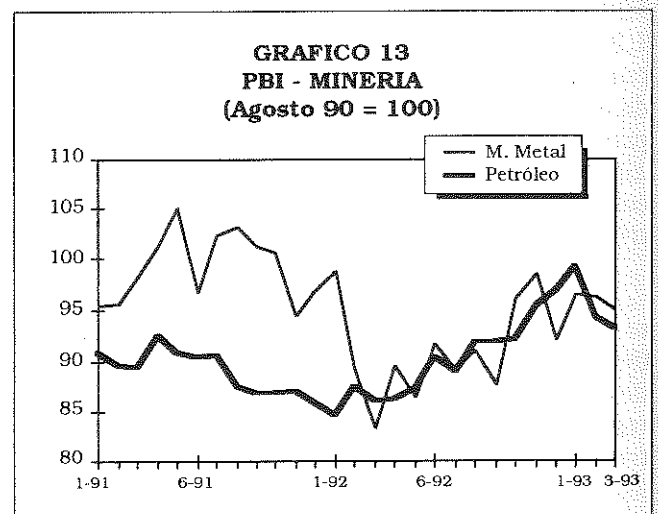
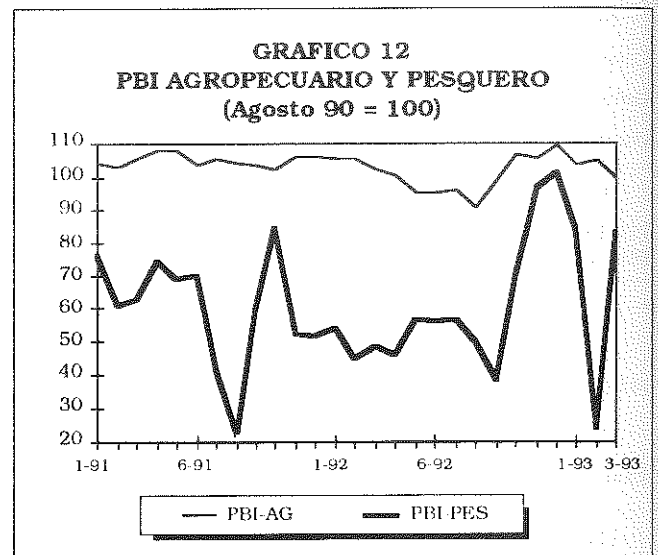
El sector agropecuario tuvo una leve tendencia creciente durante el cuarto trimestre de 1992, a excepción de noviembre, mes en el que cayó 0.7%. Este crecimiento fue reflejo de la evolución positiva del subsector agrícola -especialmente los cultivos de arroz y maíz amarillo duro-, pues el subsector pecuario se mantuvo estancado. En el primer trimestre de 1993, el conjunto del sector cayó 2.9%. El subsector agrícola cayó 0.4%, por efecto del atraso en las lluvias y la reducción en las hectáreas sembradas, siendo la caña de azúcar, el arroz y la papa los únicos cultivos que crecieron en este periodo. El subsector pecuario, por su parte, cayó 7.8%, como resultado de la menor producción avícola (cuyos precios reales cayeron significativamente).

El sector pesquero tuvo un crecimiento espectacular durante el último trimestre de 1992 (84%, 38% y 4% en octubre, noviembre y diciembre, respectivamente). Esta evolución positiva se debió a factores climáticos que favorecieron un aumento en los cardúmenes cerca del litoral, especialmente de anchoveta. Sin embargo, en el primer trimestre de 1983 el PBI pesquero cayó 16% respecto al trimestre anterior<sup>41</sup>. Esta caída se explica básicamente por la veda establecida para la pesca de anchoveta y sardina desde el 1 de febrero al 15 de marzo (véase el gráfico 12).

El sector minero creció en el segundo semestre de 1992, gracias a la evolución de la producción de hierro y de petróleo. En el primer caso fue determinante el aumento de la producción de Hierroperú, especialmente en el último trimestre, aparentemente por el aumento del capital de trabajo a partir de su privatización. En el segundo caso lo fue el aumento de la producción de la Occidental Petroleum Corporation y la entrada a la producción de dos nuevos contratistas, uno en la Costa norte y otro en la Selva. En el primer trimestre de 1993, el PBI minero cayó 3.4%, siendo insuficiente el crecimiento del subsector petrolero (1.4%) para con-

trarrestar la caída de 7% del subsector de minería metálica (véase el gráfico 13).

La producción manufacturera tuvo un comportamiento oscilante durante el cuarto trimestre de 1992, creciendo 1.5% en octubre, cayendo 0.4% en noviembre y creciendo 7.3% en diciembre. La alta tasa de crecimiento en este último mes se explica fundamentalmente por la evolución positiva de la producción del subsector procesador de recursos primarios que creció 9.1%<sup>42</sup>. El resto de la industria creció 6.4% en ese mes, siendo las actividades más dinámicas la producción de maquinaria y equipo, la producción textil y la de tabaco. Durante el primer trimestre de 1993, la actividad manufac-



40 Salvo indicación contraria, esta sección se refiere a las tasas de crecimiento desestacionalizadas respecto al último trimestre de 1992.

41 Utilizando datos sin desestacionalizar, se observa que el PBI pesquero del primer trimestre creció 54% respecto del mismo periodo de 1992.

42 La producción de harina de pescado creció aproximadamente 18% en dicho mes.

turera creció 2.5%; a su vez, la producción del subsector procesador de recursos primarios cayó 2.4% como resultado de la menor disponibilidad de insumos provenientes de la minería metálica, de la pesca y de la actividad agrícola. El resto de la industria creció 4.9%, básicamente porque partía del bajo nivel obtenido en la segunda mitad de 1992 (nótese que el subsector cae 1.1% respecto al primer trimestre de 1992). Las industrias que más crecieron fueron las de caucho, calzado, cuero, bebidas y maquinaria y equipos eléctricos (véase el gráfico 14).

El sector construcción mostró una tendencia a la recuperación en la segunda mitad de 1992, con un crecimiento espectacular de 20% en diciembre. Este crecimiento se basó en un aumento de la autoconstrucción y de la inversión pública que maneja FONCODES. En el primer trimestre de 1993 el sector creció apenas 1%, siendo su evolución fluctuante. En enero, el sector sufrió una dramática caída de 12% como resultado de la disminución tanto de la demanda privada como de la inversión pública. El gasto en reparación de carreteras ejecutado por FONCODES podría estar explicando la ligera recuperación del sector en febrero y marzo.

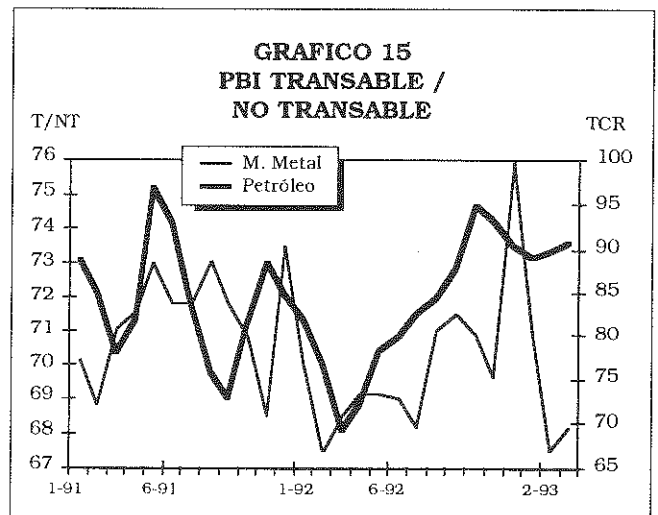
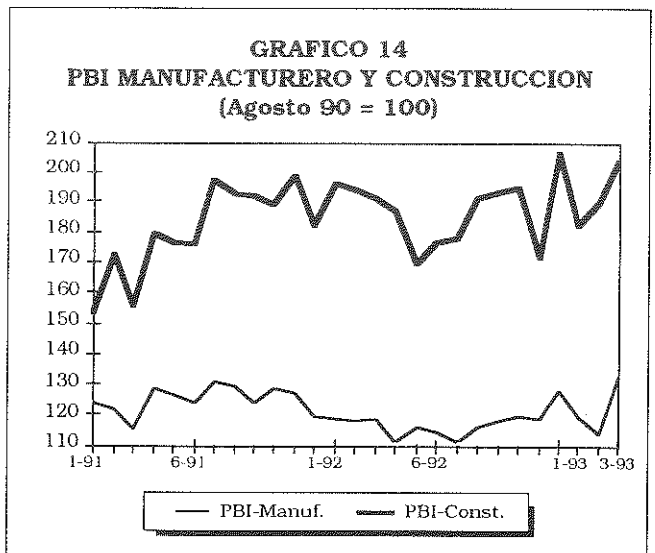
### Tendencias

La evolución reciente del PBI no ha parece haber respondido a variables económicas, tales como un cambio en la estructura de precios relativos, un aumento de la demanda o mayor acceso al crédito, sino fundamentalmente a factores climáticos y de disponibilidad de recursos naturales. El único sector que tuvo una evolución directamente relacionada a la intervención estatal fue el de construcción, debido al aumento de la inversión pública; sin embargo, tal crecimiento no se expandió a la producción del resto de sectores (salvo en marzo de 1993). Luego, más allá de factores climáticos y de disponibilidad de recursos, el aparato productivo no mostró visos de recuperación. Esta persistencia de la recesión se explica por el bajo nivel del tipo de cambio real y el difícil acceso al crédito, así como su alto costo.

Pese a que el tipo de cambio real se ha recuperado en los últimos meses, todavía está 10%

por debajo de su nivel de agosto de 1990. El impacto de este retraso cambiario sobre la producción se puede observar en la serie del ratio PBI transable-PBI no transable (véase el gráfico 15)<sup>43</sup>.

Bajo tales circunstancias, la meta de crecimiento del PBI de 3.5% establecida en la Carta de Intención firmada con el FMI, resulta difícil de cumplir, a menos que se den cambios sustantivos en la política económica. Luego que el PBI desestacionalizado cayera 1.2% en el primer trimestre, el cumplimiento de dicha meta requiere un crecimiento promedio de más de 5% en los siguientes



43 Existe una relación entre el tipo de cambio real y el ratio PBI transable-PBI no transable, relación que se acentúa desde 1992. Sin embargo, la observación debe ser relativizada, pues la relación entre el tipo de cambio real y el PBI transable no es suficientemente clara. Algunos estudios muestran que el efecto del retraso cambiario tiene un rezago de hasta seis meses. La correlación que muestra el gráfico 15 podría estar afectada por la alta correlación entre el PBI transable y el PBI primario, habiéndose ya mostrado que la evolución de este último respondió a fenómenos climatológicos y de disponibilidad de recursos naturales.



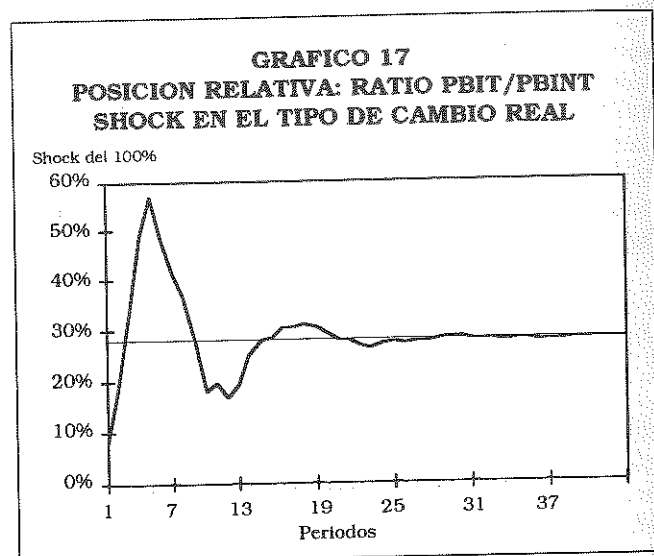
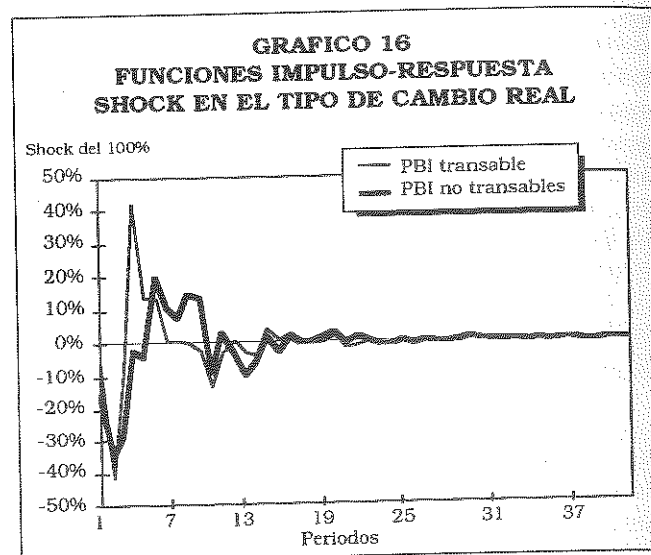
trimestres. Las perspectivas climáticas y de disponibilidad de recursos naturales en lo que resta del año no serían suficientes para lograr tal objetivo, por lo que se hace necesario resolver los problemas macroeconómicos que llevan al atraso cambiario y a las altas tasas de interés.

La respuesta dinámica del PBI transable y del no transable a una devaluación puede ser simulada con un modelo vectorial autorregresivo (VAR), en el cual la especificación incluye al PBI transable y al PBI no transable, al tipo de cambio real y a las ventas minoristas<sup>44</sup> como variables endógenas<sup>45</sup>. Se constata que un shock en el tipo de cambio real genera una reacción negativa tanto en la producción transable como en la no transable, para luego pasar a tasas de variación positivas, que se estabilizan luego de un año (véase el gráfico 16). Esta evolución se explica por los efectos recesivos de corto plazo de una devaluación. Es importante notar que es el sector transable el que reaccionaría primero a la devaluación real.

El shock en el tipo de cambio real afecta también al ratio PBI transable-PBI no transable (véase el gráfico 17). En efecto, luego de dos años de la devaluación, la producción transable sube 30% por encima de la no transable<sup>46</sup>.

### Remuneraciones y empleo

Durante el segundo semestre de 1992 cayó sistemáticamente la remuneración promedio real de los trabajadores del Gobierno Central, pues el último incremento se dió en agosto de dicho año. En cambio, los trabajadores del sector privado mantuvieron relativamente estable su remuneración promedio real desde el segundo trimestre de 1992 (véase el gráfico 18). Durante el primer trimestre de 1993, la remuneración real promedio de los asalariados a nivel nacional cayó ligeramente (véase el cuadro 13).



Los índices de empleo se deterioraron continuamente durante 1992 (véase el gráfico 19)<sup>47</sup>. El sector más afectado por la recesión fue el de comercio: entre enero y diciembre de 1992 su nivel de empleo cayó 15% aproximadamente<sup>48</sup>. Por su parte, la industria manufacturera y el sector servicios registraron en 1992 caídas del empleo de 12% y 6%, respectivamente.

44 La variable ventas minoristas hace las veces de indicador de demanda agregada. Se ha observado que la producción transable se destina alternativamente al mercado interno o externo, dependiendo de los precios relativos (tipo de cambio) y el volumen de la demanda.

45 El modelo fue estimado en diferencias de logaritmos de las series con una estructura de seis rezagos y una *dummy* para retirar el factor estacional. Se probaron diversos órdenes de causalidad para invertir el modelo y obtener las funciones impulso-respuesta; sin embargo, los resultados no se vieron afectados. La estimación se hizo con datos mensuales entre 1983 y 1992.

46 El gráfico 17 se ha obtenido de agregar en el tiempo las tasas de variación presentadas en el gráfico 16, para luego ponderarlas por el peso que cada sector tiene en el total del PBI. Debido a que el modelo ha sido estimado en primeras diferencias de logaritmos (un aproximación a las tasas de variación), la agregación de la función impulso-respuesta da el nivel de cada una de las variables luego de *k* periodos.

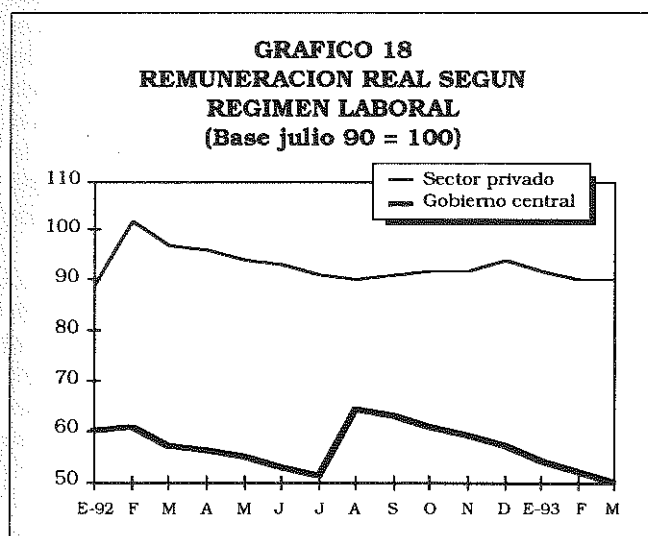
47 Debe notarse que estas estadísticas se basan en las encuestas mensuales de variación de empleo que realiza el Ministerio de Trabajo en firmas de 100 o más personas; por tanto, el análisis que sigue está referido a la gran empresa.

48 La caída acumulada desde enero de 1990 fue de aproximadamente 34%.

**CUADRO 13**  
**INDICE REAL DE REMUNERACIONES PROMEDIO A NIVEL NACIONAL**  
 (Base julio 1990 = 100)

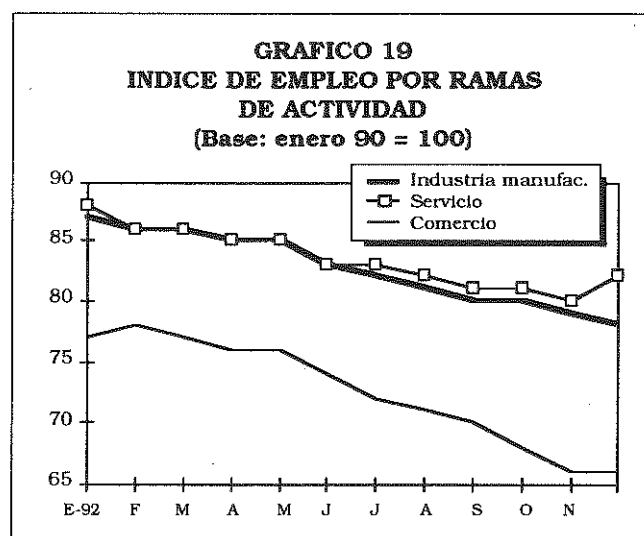
	Sector empresas				Total	Gobierno Central	Promedio Nacional
	Con neg. colectiva	Sin negoc. colectiva		Promedio			
		RMV	Resto				
1992	121	61	84	72	93	58	87
Enero	128	42	79	60	89	60	84
Febrero	128	76	89	82	102	61	94
Marzo	121	71	86	78	97	57	90
Abril	120	68	87	77	96	56	88
Mayo	119	66	85	75	94	55	87
Junio	118	64	84	73	93	53	85
Julio	116	62	84	73	91	51	84
Agosto	115	60	84	72	90	64	86
Setiembre	118	58	85	71	91	63	86
Octubre	120	56	85	70	92	61	86
Noviembre	122	55	84	69	92	59	86
Diciembre	130	53	82	67	94	57	87
1993							
Enero	129	50	81	65	92	54	85
Febrero	126	49	79	63	90	52	83
Marzo	129	47	76	61	90	50	83

FUENTE: MEF (DGAE-DPSP-Sector real).



Dada la caída de las remuneraciones reales promedio, es probable que haya aumentado el pluriempleo, entendido éste como el empleo en más de una actividad al mismo tiempo. De acuerdo a las encuestas anuales de niveles de empleo del Ministerio de Trabajo, en 1991 el 75% de la PEA ocupada tenía más de un empleo.

Otro indicador que debe revisarse es el de horas-hombre perdidas por huelgas en la actividad privada (véase el cuadro 14). Con respecto al primer trimestre de 1992, el número de horas-hombre pérdidas disminuyó 34%. Sin embargo, los sectores productivos fueron afectados de diverso modo.



El sector minero perdió durante el primer trimestre 169,900 horas-hombre menos que en el mismo periodo de 1992, mientras que la industria sólo vio disminuido el número de horas-hombre perdidas en cerca de 8,000; los servicios (que componen la mayor parte del rubro «resto») perdieron en el primer trimestre 56,300 horas-hombre, no habiendo tenido paralizaciones en el mismo periodo de 1992.

#### **BALANCES Y DILEMAS DE POLITICA**

En general, a la luz de los resultados obtenidos hasta la fecha, es evidente que el programa de

**CUADRO 14**  
**HORAS-HOMBRE PERDIDAS POR HUELGAS**  
**EN LA ACTIVIDAD PRIVADA**  
**(En miles de horas)**

	Minería	Indus- tria	Electri- cidad	Resto	Total
<b>1992</b>					
Enero	135.5	11.9	0.0	0.0	147.4
Febrero	107.3	31.4	0.0	0.0	138.7
Marzo	19.9	37.3	0.0	0.0	57.2
Abril	8.0	8.1	0.0	1.6	17.8
Mayo	0.8	23.4	0.0	22.8	47.0
Junio	30.4	166.4	1.5	0.5	198.8
Julio	8.8	109.1	0.0	0.0	117.9
Agosto	0.8	33.8	0.0	0.0	34.6
Setiembre	24.4	24.8	73.7	146.7	269.6
Octubre	2.4	13.7	5.0	0.0	21.1
Noviembre	2.4	25.3	0.0	58.3	86.0
Diciembre	20.4	16.2	0.0	73.5	109.8
<b>1993</b>					
Enero	38.3	10.8	2.3	0.5	51.9
Febrero	19.1	17.3	0.0	0.0	36.4
Marzo	37.4	44.4	0.0	55.8	137.6

Fuente: Ministerio de Trabajo. BCRP.

estabilización y reformas estructurales aplicado por el gobierno de Fujimori está entrampado. Después de más de dos años la inflación permanece en niveles mensuales altos (en especial con el rebrote inflacionario del primer trimestre del año) y nada hace prever una incremento del crecimiento económico en el corto plazo; por el contrario, continúan la recesión y el desempleo. Este resultado es consecuencia de que algunos precios relativos claves como la tasa de interés y el tipo de cambio real han experimentado una evolución inconveniente. Si algún consenso existe hoy, éste es que las tasas de inflación y la estructura de precios relativos vigente no son compatibles con la posibilidad de lograr un crecimiento sostenido de la economía.

Las altas tasas de inflación observadas durante el primer trimestre de 1993 serían resultado tanto de la política monetaria expansiva del cuarto trimestre del año anterior<sup>49</sup> como de factores estacionales típicos del primer trimestre del año. Estas mayores tasas de inflación han venido acompañando

das de una mayor volatilidad de precios relativos, dando señales erróneas a los agentes económicos para la asignación de recursos. Tal evolución de la estructura de precios relativos sería reflejo de serios problemas en el mercado de bienes y servicios y en el mercado financiero.

En el mercado de bienes y servicios persisten las prácticas no competitivas (tanto en los bienes transables como en los no transables), lo que estaría asociado a problemas estructurales: la pequeña escala del mercado local permite la subsistencia del comportamiento oligopólico, pese a la apertura. En el mercado financiero hay evidencia de que el sistema bancario está operando con altos márgenes de ganancia y altos costos operativos<sup>50</sup>, trayendo como resultado que las tasas de interés y los *spreads* no bajen (la reciente reducción de la tasa de interés ha sido consecuencia de la eliminación del ISC y no de menores márgenes y costos). De ese modo se afecta la rentabilidad de los proyectos y se hace que las empresas pospongan sus decisiones de inversión.

En relación al tipo de cambio real, pese a que existe algún retraso, no sería tan grande como se ha dicho hasta hoy. En realidad, buena parte del aparente retraso cambiario se debe a una sobreestimación del crecimiento del índice de precios al consumidor, por problemas en la metodología del INEI<sup>51</sup>. Lo más probable es que sólo sea necesaria una devaluación de 25% para alcanzar un tipo de cambio de equilibrio.

En este sentido, en términos de secuencias de política económica, nuestra impresión es que el problema financiero y el problema inflacionario deben ser solucionados primero. Como consecuencia de estas políticas el retraso cambiario se irá eliminando paulatinamente.

En cuanto al problema financiero es necesario aplicar cuanto antes políticas que lleven a una reducción de los *spreads* y por consiguiente de las tasas de interés activas. Uno de los problemas más urgentes es la necesidad de reducir o reestructurar la cartera pesada de los bancos. Las tasas de

- 49 La activa participación del Banco Central en el mercado cambiario durante el primer mes de 1993 fue incompatible con la necesidad que el instituto emisor absorbiese el exceso de liquidez generado durante los dos meses previos. Ello habría terminado por consolidar la tendencia al alza de la inflación.
- 50 Esto implicaría que el sistema financiero nacional estaría obteniendo importantes rentas monopólicas y simultáneamente estaría gastando en sus actividades de intermediación más recursos que la banca internacional.
- 51 nota 51 Los cálculos de paridad del poder de compra (con base en julio de 1985) están fuertemente sesgados, debido a tal sobrevaluación del IPC. Según dicho criterio el retraso cambiario es de 65%; según paridad de costos (ya sea el índice de Apoyo o del BCR), el retraso sería de menos 30%. En nuestra opinión, este segundo indicador también sobreestima el retraso cambiario. En general, la metodología utilizada para obtener estos indicadores hace un uso inadecuado de la fórmula Laspeyres para agregar los distintos rubros involucrados en la estructura de costos.

interés no se reducirán y continuarán los problemas financieros del sector productivo mientras que no se solucione el problema de coordinación entre deudores y acreedores y se reconozca que las deudas con el sistema productivo deben ser reestructuradas (tanto en plazos como en tasas de interés), y que ello significa una pérdida que debe ser asumida por alguien (o distribuida de alguna manera entre los bancos, el gobierno y las empresas).

El gobierno debe intervenir para asegurar que ello se haga efectivo, pudiendo eventualmente asumir, junto con los demás agentes involucrados, parte de los costos de la reestructuración. En tanto los costos financieros para el sector productivo se reduzcan y se refinancien las deudas de éste con el sistema financiero, las posibilidades de crecimiento mejorarán sustancialmente. Un programa transitorio de créditos tributarios que beneficie tanto a

los bancos que eliminen sus malos créditos, como a las empresas productivas que muestren viabilidad, es una alternativa a evaluar. En general, la reducción de costos financieros y de algunos sobrecostos ligados a la estructura tributaria vigente, parecen ser elementos cruciales para elevar la rentabilidad de las actividades transables.

En este sentido, es dudoso que una profundización de la apertura comercial -que parece ser la opción del Ministerio de Economía- sea la manera más adecuada de enfrentar el rebrote inflacionario. Antes bien, se debe propiciar el aumento de la competitividad interna. Ello se puede lograr mediante la provisión de bienes públicos y crédito que reduzcan los costos de acceso a los mercados, aumentando así la competitividad, como con una efectiva política regulatoria que castigue las prácticas monopólicas aún vigentes.

## SINTESIS DEL DEBATE EN EL CONSORCIO

Grupo de Análisis para el Desarrollo

### Presentación

El documento elaborado por investigadores de GRADE y que sirvió de base para la exposición entre los miembros del Consorcio, es un análisis de las principales medidas de política seguidas por el gobierno durante el primer trimestre de 1993 y de sus resultados, en términos de la evolución de los principales agregados macroeconómicos y el logro de las metas fijadas en el reciente acuerdo con el FMI. El documento plantea además algunas hipótesis de trabajo sobre los acontecimientos económicos en dicho periodo, preliminarmente sustentadas mediante el uso de modelos de vectores autorregresivos (VAR).

La idea central del documento y de la exposición fue que el actual programa de estabilización y reformas estructurales aún no ha podido establecer una estructura de precios relativos «adecuada» para los diferentes agentes económicos, pese a haberse cumplido con holgura las metas establecidas con el FMI. Durante el debate posterior a su

presentación, las diferencias se plantearon en términos de las posibles explicaciones para ello. Fueron tres los tópicos que acapararon la discusión: la efectividad de la política monetaria para elevar el tipo de cambio real, la relación entre el incremento de la emisión primaria durante el último trimestre de 1992 y el rebrote inflacionario del primer trimestre de 1993, y el impacto de la reestructuración tributaria de fines del año pasado sobre los persistentes procesos de inflación y recesión. A continuación resumiremos los aspectos principales de dicho debate.

### Política monetaria y tipo de cambio real

Partiendo de la premisa de un significativo atraso cambiario<sup>1</sup>, la discusión sobre la efectividad de la política monetaria para elevar el tipo de cambio real acaparó la atención de los participantes. El origen de la discusión fue el cambio de política monetaria a partir del último trimestre de 1992, periodo en el cual la autoridad monetaria habría

1 Algunos participantes cuestionaron la magnitud del atraso cambiario, pues según ellos la elección de la base para medir la paridad cambiaria obviaba la ocurrencia de transformaciones estructurales.



abandonado el uso de la masa monetaria como ancla nominal del programa, para intervenir activamente en el mercado cambiario a través de emisión primaria.

Se discutió inicialmente sobre el periodo abril-noviembre de 1992, durante el cual se recuperaron más de 20 puntos porcentuales de paridad cambiaria, nivel que se ha mantenido desde entonces<sup>2</sup>. En base a esta evidencia, se planteó que la política monetaria sí tuvo un efecto permanente en el tipo de cambio real. Más aun, la intervención del Banco Central habría enviado señales que permitieron el establecimiento de un piso al tipo de cambio nominal, el cual permitió que algunos agentes económicos especulen con el tipo de cambio (especialmente la banca comercial, que elevó sus niveles de sobreencaje en moneda extranjera). Sin embargo, la idea fue cuestionada por algunos participantes, que plantearon que la evolución del tipo de cambio real en dicho periodo estuvo afectada fundamentalmente por la incertidumbre que generó el autgolpe del 5 de abril, que disminuyó el ingreso de dólares al país. Se dijo además que la elevación del sobreencaje no se debía tanto a la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, sino más bien a la falta de incentivos para otorgar préstamos (por culpa de la enorme cartera pesada de los bancos comerciales). Asimismo, se señaló que la intervención del mercado cambiario se habría dado sólo a partir del último trimestre de 1992, lo que demostraría que la elevación del tipo de cambio real no fue resultado de una exitosa intervención de la autoridad monetaria.

En realidad, el tema de cuál es el momento preciso en el que la autoridad monetaria dio el giro de política, es un aspecto que merece mayor discusión. Tanto las cifras de las compras netas de dólares por parte del Banco Central como las de la emisión primaria de origen externo, sugieren una participación activa del Banco Central entre abril y julio, aunque no queda claro si esta entidad compraba por encima del precio de mercado.

Otro aspecto relevante en la discusión en el Consorcio fue el de la naturaleza transitoria o permanente del efecto de la política monetaria sobre el tipo de cambio real. La recuperación de éste durante el periodo abril-noviembre se mantuvo en el primer trimestre de 1993; sin embargo,

algunos participantes cuestionaron esta evidencia en base al impacto inflacionario de la emisión primaria. Este asunto nos lleva al segundo punto de la lista de temas más discutidos: la relación entre la emisión primaria y el rebrote inflacionario del primer trimestre de 1993.

### **Emisión primaria e inflación**

El documento elaborado por investigadores de GRADE explica el rebrote inflacionario del primer trimestre de 1993 básicamente por el incremento de la emisión primaria. Este énfasis fue uno de los puntos más polémicos del debate. Quienes argumentaron contra esta hipótesis cuestionaron la pertinencia del concepto mismo de desequilibrio monetario y plantearon la existencia de evidencia empírica que sustentaría otras hipótesis que se detallan luego.

El mecanismo a través del cual la emisión primaria afecta directamente el nivel de precios se basa en el concepto de desequilibrio monetario, es decir, que la base monetaria es mayor que la cantidad de dinero que los agentes desean mantener en su poder. La pertinencia del concepto a nivel agregado fue inicialmente rebatida, en tanto no quedaba claro dónde se iba ese dinero. Sin embargo, se contraargumentó diciendo que este concepto, al igual que en el mercado de bienes u otros, ayuda a entender la evolución del mercado en referencia. En el caso del mercado de dinero, el desequilibrio monetario permitiría explicar la transmisión de emisión primaria a precios, sugerida por el modelo VAR usado en el análisis.

Un segundo punto discutido fue la evidencia empírica que sustentaba la relación entre emisión e inflación<sup>3</sup>. Se dijo que la evidencia señalaba que en el periodo abril-noviembre de 1992 la emisión monetaria había crecido significativamente (véase el gráfico 9 del informe previo) sin generar inflación, aun considerando los rezagos sugeridos por el VAR. No obstante, el aumento de la emisión en el cuarto trimestre de 1992 y el rebrote inflacionario del primer trimestre de 1993 serían evidencia de que, con rezagos, existe una relación positiva entre emisión e inflación. Se dijo que algunos modelos VAR mostrarían una relación significativa positiva entre emisión primaria e inflación (en particular, la

2 De acuerdo a las cifras del Banco Central, el tipo de cambio real multilateral con base agosto de 1990 se recuperó 24% durante dicho periodo.

3 Aquí conviene señalar que el documento de GRADE no plantea necesariamente una relación entre los niveles de emisión y el todavía alto nivel inflacionario. Sí plantea, en cambio, que dicha variable explica en gran medida el rebrote inflacionario de los últimos meses.

del rebrote inflacionario) con un rezago de aproximadamente dos meses pero que se extiende por cinco meses. De acuerdo a esta evidencia, el aumento de la emisión para compra de dólares sólo tendría un efecto permanente sobre el tipo de cambio nominal, mas no sobre el tipo de cambio real debido a sus efectos inflacionarios.

Es pues necesario analizar mejor los mecanismos a través de los cuales la emisión se traduce en inflación. Se sugirió, por ejemplo, que era necesario construir un indicador de la base monetaria en manos del sector privado, eliminando las distorsiones que genera la actividad del Banco de la Nación. Asimismo, se habló de la necesidad de aclarar la función de los precios públicos y la variabilidad de precios relativos, entre otros factores, en el mencionado mecanismo de transmisión.

### **Precios públicos y estructura tributaria**

En este tema, lo que acaparó la atención fue el nivel de sacrificio fiscal resultante de la eliminación de impuestos decretada en diciembre, y del atraso de tarifas públicas (servicios públicos y combustibles). Estas políticas han llevado a una caída importante de la presión tributaria durante el primer trimestre de 1993 que, por su magnitud, fue vista por todos como preocupante.

Como ya se dijo en el informe, la eliminación de impuestos hecha en diciembre respondió a un proceso de racionalización tributaria, destinada a eliminar impuestos de escasa importancia recaudadora y los denominados impuestos destinados. Sin embargo, la eliminación del ISC a los intereses bancarios y el atraso del precio de los combustibles llevaron a una caída significativa en los ingresos del fisco.

Respecto al atraso en las tarifas públicas, se planteó la necesidad de distinguir entre los combustibles y el resto de servicios públicos, y analizarlos en el contexto del proceso de privatización que se viene realizando. Del lado de las tarifas de los servicios públicos tales como el agua y la electricidad se señaló que el atraso es con respecto al costo marginal de largo plazo, lo que hacía inminente su ajuste en el muy corto plazo. La supeditación de la política tarifaria a la evolución del costo marginal de largo plazo fue establecida para permitir la participación de la actividad privada en el sector, sin que necesariamente se relacione a la privatización de Electroperú u otras empresas.

También se discutió la evolución de los precios y la distribución de los ingresos por venta de combustibles, debido a la distorsión que genera su importancia en los ingresos fiscales. En cuanto al atraso en los precios de los combustibles, se dijo que los precios al consumidor estarían por encima del nivel internacional, pero que pese a ello Petroperú recibe menos de su costo de oportunidad internacional. Esta situación es particularmente preocupante en términos del objetivo de liberalizar los precios de los combustibles, a fin de permitir que la empresa privada compita con Petroperú, y las consecuencias que ello puede traer sobre la recaudación fiscal. Es pues absolutamente necesario determinar la carga fiscal óptima para los precios de los combustibles, antes de discutir el nivel de atraso en éstos.

En base a ello, la mayor parte de participantes estuvo de acuerdo en que es inminente un ajuste significativo de las tarifas públicas, lo que obliga a evaluar su impacto sobre el proceso inflacionario, tal como se mencionó en la sección anterior. En opinión de uno de los asistentes, la caída de la presión tributaria como resultado de este conjunto de políticas sería más dramática que lo que sugiere el documento de GRADE, si se considera que los impuestos de origen externo tuvieron una evolución positiva durante el período en mención.

### **Otros temas**

Además de la discusión sobre los tres temas anteriores, se plantearon algunos otros puntos de interés, cuya discusión sin embargo fue postergada hasta que se contara con mayor información. En primer lugar estuvo el tema de la distorsión del Índice de Precios al Consumidor (IPC), el cual está siendo analizado en un estudio realizado por GRADE y el CIUP, como actividad conjunta en el marco del Consorcio de Investigación Económica. En la discusión se habló de la relevancia de tal distorsión, en términos de sus consecuencias sobre el real nivel del atraso cambiario, la presión tributaria, los salarios reales, e incluso los niveles de subempleo. Por ejemplo, al corregir las distorsiones asociadas a la metodología de agregación y a la ponderación de los gastos de educación por parte del INEI, la presión tributaria llega a un nivel de 14%, superior al estimado de 9% que se maneja oficialmente, lo que sería más consistente con la percepción generalizada de una creciente carga fiscal. Se dijo también que la política económica y las mismas negociaciones con el FMI tendrían un tinte totalmente distinto de comprobarse la pertinencia de las cifras corregidas.



Otro tema planteado respecto a las cifras de inflación fue el referente a la relación entre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Índice de Precios al por Mayor (IPM). En reuniones pasadas de los investigadores del Consorcio se había planteado la hipótesis de la existencia de un sesgo sistemático en el IPC, reflejado en su diferencia con el IPM. La evidencia del primer trimestre, sin embargo, muestra al IPM elevándose a un ritmo más lento que el IPC, lo que lleva a pensar que el sesgo no era sistemático. Más aun, el análisis de las cifras muestra que ambas series están fuertemente cointegradas.

Otro aspecto metodológico que fue planteado durante la reunión fue el de la metodología de cálculo del PBI. Se dijo que ha ocurrido un cambio en la muestra de empresas utilizadas para su cálculo, lo que podría estar distorsionando la comparación de los niveles actuales de producción con los de periodos

anteriores. Quedó claro que este punto debía ser analizado en mayor profundidad en tanto estaría distorsionando el análisis de la evolución del proceso recesivo en que el país está inmerso.

En síntesis, el debate tuvo dos niveles: el análisis del proceso de estabilización y, en menor medida, el análisis de las distorsiones en las cifras estadísticas empleadas para describir este proceso. Sobre el primer punto, es claro que la estructura actual de precios relativos no permite la superación del problema inflacionario recesivo. Este problema no parece que vaya a superarse tan sólo con el paso del tiempo, siendo necesario un reajuste de la política económica, que finalmente permita un crecimiento sostenido. En segundo lugar, cada vez es más claro para los investigadores que existen serias distorsiones en las estadísticas oficiales, a raíz del proceso hiperinflacionario previo y por razones puramente metodológicas.

## **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)