

## ULTIMAS PUBLICACIONES DE ESTUDIOS ECONOMICOS

### CIUP

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

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.

Fernández-Baca, Jorge. Dinero, precios y tipo de cambio.

López-Dóriga, Enrique. Desarrollo Humano. CIUP-INDEHU.

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

Yoshiyama, Jaime y Alberto Benavides. Minería: Crisis y perspectivas. Serie Intercampus.

Galarza, Elsa y B. Seminario. Evolución de la economía peruana. Informe de Coyuntura. Primer semestre 1993.

Gonzales de Olarte, Efraín y otros. Privatización y reforma del Estado. Serie Intercampus.

Apuntes 32. Primer semestre 1993.

### DESCO

Campodónico, Humberto; Castillo, M. y A. Quispe. De poder a poder.

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

McLauchlan de 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.

McLauchlan de Arregui, Patricia. Empleo, ingresos y ocupación de los profesionales y técnicos en el Perú. Notas para el debate N° 9.

Terrones, Marco y C. Calderón. Educación, capital humano y crecimiento: el caso de América Latina. Notas para el debate N° 9.

Astin, Alexander. La "libre elección" de la escuela: ¿un atractivo ilusorio? Notas para el debate N° 9.

Coleman, James. Algunas cuestiones sobre la "libre elección" de la escuela. Notas para el debate N° 9.

Sernau, Scott. Elecciones educativas racionales y de las otras: un comentario sobre el artículo de Coleman. Notas para el debate N° 9.

McLauchlan de Arregui, Patricia (editora). Educación superior en América Latina: políticas comparadas. Notas para el debate N° 10.

Terrones, Marco y C. Calderón, César. El ciclo económico en el Perú. Documento de Trabajo N° 20.

### IEP

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, Margarita; M.A. Remenyl 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.

Revista Argumentos N° 13 y 14.

### PUCP, Departamento de Economía

Figuroa, Adolfo. La naturaleza del mercado laboral. Documento de Trabajo N° 113.

Fairlie, Alan. Precios relativos y cambio de régimen en el Perú: del fracaso de la heterodoxia a la hiperinflación. Documento de Trabajo N° 114.

Canales, Gloria. Dolarización y fragilidad financiera en el Perú. Documento de Trabajo N° 115.

Dancourt, Oscar y J. Rojas. El Perú desde 1990: ¿el fin de la restricción externa? Documento de Trabajo N° 116.

Dancourt, Oscar. Sobre el atraso cambiario y la repatriación de capitales en una economía dolarizada. Documento de Trabajo N° 117.

Vega-Centeno, Máximo. Desarrollo económico y desarrollo tecnológico.

Figuroa, Adolfo. Crisis distributiva en el Perú.

Tello, Mario. Mecanismos hacia el crecimiento económico. El enfoque de la organización industrial en el sector manufacturero peruano, 1970-1987.

## INTRODUCCION

Una de las tendencias más importantes observadas durante el tercer trimestre de 1993 es la continuidad de la recuperación del nivel de actividad en casi todos los sectores de la economía peruana. El aumento del consumo privado parece haber sido el factor que explica esa recuperación del PBI<sup>2</sup>: específicamente, la reactivación podría estar reflejando una recuperación de las ganancias de las empresas, de los ingresos de los trabajadores de los estratos más altos, y una expansión del crédito personal hacia tales sectores.

Respecto a las cuentas externas, las últimas cifras disponibles -referidas al primer semestre de 1993- muestran un déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos de 935 millones de dólares, cifra que si bien es 7% inferior a la del primer semestre de 1992, es todavía preocupante. Este déficit ha sido cubierto en parte por un ingreso de capitales de largo plazo de 625 millones de dólares, siendo la diferencia financiada por una entrada de capitales de corto plazo de 708 millones de dólares<sup>3</sup>. El saldo positivo permitió un aumento en las reservas internacionales de 398 millones de dólares, habiéndose superado ya en el primer semestre la meta de 178 millones de dólares acordada con el FMI para todo el año.

De otro lado, la tasa de inflación descendió a los niveles más bajos desde que se iniciara el programa de estabilización, pese a la significativa recuperación de los precios públicos. El menor ritmo de la devaluación, la estabilización de los precios agrícolas y un posible cambio en las expectativas de los agentes económicos en un contexto de fuerte restricción de la liquidez, pueden explicar esa tendencia. Debe señalarse también que la reactivación y esta caída de la tasa de inflación estuvieron acompañadas de un mayor deterioro en los niveles de empleo y de una levisima recuperación de los ingresos de los asalariados.

Otro hecho importante del periodo revisado es la disminución del ritmo de crecimiento de las

reservas internacionales acumuladas por el Banco Central. Ello se explica esencialmente por el menor nivel de fondos encajados por la banca comercial, lo que podría deberse a su vez al menor flujo de capitales de corto plazo. Hay que destacar también que entre 1991 y 1992, el dinero de peruanos depositado en bancos extranjeros ha descendido en mil millones de dólares, lo que refleja un proceso de repatriación de capitales (que, dicho sea de paso, no es muy espectacular, si se considera que se ha retornado a los niveles de 1986 y 1987).

En cuanto al comportamiento de la liquidez, durante el trimestre estudiado se mantuvo el escenario habitual: todo el incremento de la liquidez se dio en moneda extranjera. Esta tendencia ha llevado a que el 80% del crédito bancario se diera en dicha moneda.

Las cuentas fiscales, por su parte, continuaron equilibradas, habiendo llegado los ingresos tributarios a un nivel equivalente a 9.3% del PBI. Al revisar la estructura de los ingresos tributarios se constata que los impuestos ligados a la importación de bienes han adquirido un papel preeminente: hoy el IGV externo está casi al nivel del interno.

En el plano político, la reacción de los distintos gremios empresariales ante la política económica se mantuvo determinada por el pacto político implícito que mantienen con el gobierno de Fujimori. La proximidad del referéndum del 31 de octubre impidió sin duda que dichos gremios expresaran alguna crítica a la política económica, pero es evidente que los resultados del mismo repercutirán en el desarrollo de dicha política.

Finalmente, el tema de la privatización y la inversión extranjera directa -aspectos centrales en la lógica del nuevo modelo- fueron extensamente discutidos a lo largo del semestre, tanto a nivel de sus repercusiones políticas como de sus consecuencias económicas. A ello contribuyó la

1 El presente Informe de Coyuntura Económica ha sido elaborado por Humberto Campodónico, Manuel Castillo, Julio Gamero, Rosa Guzmán, Andrés Quispe, José Távora y Lourdes Valverde.

2 Ello es lo que sugiere la información del Banco Central de Reserva -disponible al segundo trimestre- sobre el PBI por tipo de gasto.

3 Cabe señalar que la cuenta Capitales de Corto Plazo y Errores u Omisiones, si bien siguió siendo positiva en el primer semestre, ha tenido un flujo inferior al registrado en igual periodo del año anterior (904 millones de dólares).



aprobación de dispositivos legales que permiten el uso de los papeles de la deuda externa en el proceso de privatización.

## PRODUCCION, EMPLEO E INGRESOS

### Continúa la reactivación

Los primeros signos del proceso de reactivación se registraron a fines de 1992, y se fueron haciendo cada vez más visibles. Este proceso fue inicialmente liderado por la producción primaria -en particular por la pesca y, en menor medida, por la minería- pero luego se fue generalizando a otros sectores que estaban estancados, como el agrícola y el industrial (véase el cuadro 1).

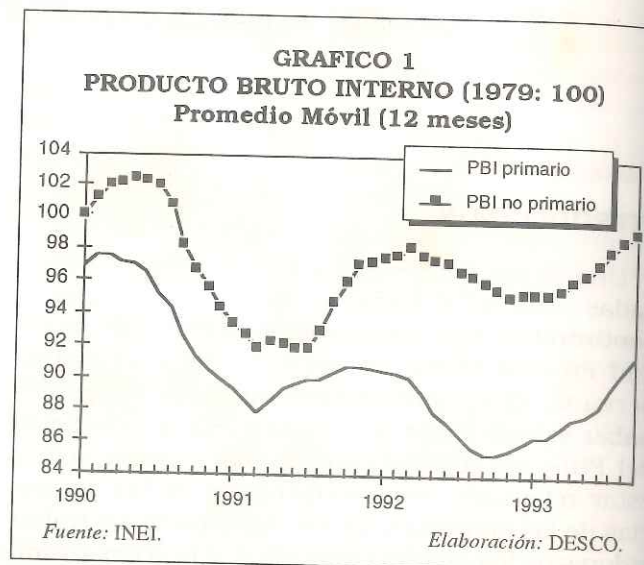
CUADRO 1  
CRECIMIENTO DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO  
(precios de 1979, porcentajes)

Sectores económicos	1992/91		1993/92			1993/92
	Ene.-Set.	enero	julio	agosto	Set.	Ene.-Set.
Agropecuaria	7.3	-1.7	9.5	18.3	15.9	4.7
Pesca	-21.3	67.8	101.7	0.3	27.8	51.5
Minería	-5.4	7.0	15.4	11.5	12.0	9.1
Electricidad	-9.0	-10.9	20.5	27.8	22.6	11.3
Manufactura	-8.1	1.4	17.0	15.6	12.7	9.5
Construcción	5.3	-6.9	18.8	28.0	19.4	11.3
Comercio	-0.6	-3.3	9.0	4.4	5.4	3.8
Otros	0.2	1.8	6.0	4.5	3.7	3.6
PBI total	-3.5	1.1	11.6	11.2	9.9	6.6

Fuente: INEI.

En efecto, si se revisa la evolución de los componentes primario y no primario del PBI (véase el gráfico 1), se observa que la reactivación empieza en las actividades primario-extractivas (pesca, minería) y de transformación de productos primarios (harina de pescado, refinación de cobre). Luego, el crecimiento del sector construcción a partir del segundo trimestre de 1993 -asociado a la inversión en infraestructura vial y de servicios- estimuló la expansión de algunas ramas productoras de bienes intermedios como cemento, plásticos, sanitarios y cerámica, y química básica.

Con la recuperación del sector electricidad en el segundo semestre del año y de la producción



agropecuaria en el tercero, todos los sectores empezaron a mostrar tasas positivas de crecimiento. Esta evolución debe sin embargo tomarse con cautela debido a que el punto de partida ha sido la aguda recesión observada durante 1992<sup>4</sup>.

### Sector agropecuario

Durante el tercer trimestre de 1993 continuó la tendencia a la recuperación de la producción agropecuaria registrada desde junio. La tasa de crecimiento sectorial acumulada para los nueve primeros meses del año fue de 4.7%, con respecto al mismo periodo de 1992.

Esta recuperación es atribuible principalmente al crecimiento de la producción agrícola (8.3%)<sup>5</sup>, pues la producción pecuaria decreció en 2.7% durante el periodo enero-setiembre (aun cuando las tasas mensuales de crecimiento en agosto y setiembre fueron positivas). El estancamiento de este último subsector se explica por la contracción en la producción avícola y de carne de vacuno, que más que compensó el crecimiento experimentado por la industria procesadora de alimentos balanceados para animales (cuyo producción física aumentó 19% durante los ocho primeros meses del año).

En líneas generales, la lenta reactivación del sector agropecuario parece haber estado asociada

- Las cifras a octubre de 1993 revelan una desaceleración del crecimiento en la producción industrial. La tasa acumulada para los diez primeros meses fue de sólo 9%, y la variación porcentual mensual en octubre fue de 3.9%, menor a la del mismo mes del año anterior.
- Los mayores incrementos en términos de volumen físico se registraron en la producción de bienes agrícolas de consumo, como la papa (50.5%), el maíz amiláceo (50.8%) y el trigo (50.8%), así como en la producción de bienes de consumo industrial, como el maíz amarillo duro (62.9%). En el lado opuesto, reviste particular gravedad el estancamiento en los cultivos industriales básicos para la expansión de exportaciones, como es el caso del algodón.

a las mejores condiciones climáticas, en particular a la mayor disponibilidad de agua en relación al año anterior. No sucedió lo mismo con el acceso a fuentes de financiamiento, no habiéndose registrado durante el último trimestre cambios significativos en ese frente que alivien las dificultades existentes<sup>6</sup>.

Un hecho que podría cambiar este estado de cosas es la reciente aprobación en el Congreso del dispositivo legal que autoriza la reducción del IGV a los productos agropecuarios. Sin embargo, todavía no es claro que tal medida se mantenga, dependiendo de la decisión final del Poder Ejecutivo.

### *Producción manufacturera*

La producción manufacturera mostró una tasa de crecimiento acumulado de 9.5% entre enero y setiembre de 1993, cifra que resulta de promediar el notable crecimiento de las actividades procesadoras de recursos primarios (16.5%) con el desempeño bastante discreto de las demás actividades (6.5%). Ello confirma que el proceso de reactivación durante los nueve primeros meses del año estuvo liderado por la producción primaria.

Por ramas de actividad, el volumen físico de producción mostró un comportamiento similar al de la producción sectorial global: a medida que avanzaba el año se reducía el número de ramas de actividad con indicadores mensuales negativos. A este nivel, las ramas que aún mostraban tasas negativas durante el tercer trimestre de 1993 fueron cuero, tabaco, maquinaria y equipo, maquinaria eléctrica y material de transporte.

A nivel más desagregado pudo observarse, sin embargo, una gran dispersión en las tasas de crecimiento, haciendo evidente la ocurrencia de un proceso de readecuación selectiva de la industria al nuevo contexto, y sugiriendo ciertos dinamismos -así como involuciones aparentemente irreversibles- no percibibles en las cifras por ramas de actividad. Al interior de la rama de hilados, tejidos y acabados, por ejemplo, algunas actividades se recuperaron aceleradamente, como en los casos de la producción de hilados sintéticos artificiales (84.9%) y de hilados de lana de alpaca

(46.9%); en cambio, la producción de tejidos de punto se contrajo 8.1%<sup>7</sup>. Análogamente, la producción de cerveza y malta creció a tasas cercanas al 20%, mientras que la producción de bebidas gaseosas y licores se contrajo fuertemente. Las tasas negativas más elevadas durante los nueve meses del año se registraron en la producción de bienes de consumo duradero: en este caso los elevados costos de producción y la disminución del tipo de cambio real limitaron la posibilidad de competir con los productos importados.

### *Minería*

Entre enero y setiembre de 1993 el PBI minero creció 9.1% en relación al mismo periodo del año anterior, principalmente como resultado del crecimiento de la producción de hierro de la empresa Shougan-Hierro Perú. Debe anotarse que dicha empresa estuvo paralizada durante los primeros meses de 1992, lo cual explica la elevada tasa de crecimiento en su volumen de producción durante los tres primeros trimestres de 1993 (115%). Sin embargo, el aumento en los volúmenes exportados se vio contrarrestado por el deterioro de las cotizaciones internacionales.

En general, la reactivación de la actividad minera ha estado concentrada en las empresas medianas y grandes. La información disponible a setiembre de 1993 muestra tasas acumuladas negativas de entre 23% y 34% en el volumen producido por la pequeña minería.

En todo caso, las perspectivas de crecimiento del sector parecen ser buenas para los próximos años. Hacia noviembre de 1993 se culminó el proceso de privatización del yacimiento de Cerro Verde, anunciando la empresa ganadora de la licitación su compromiso de invertir 485 millones de dólares en los próximos cinco años, lo cual permitiría duplicar la producción de cobre hacia 1996.

### *Reactivación e importaciones*

Las importaciones totales disminuyeron levemente durante el primer semestre del año (-4.3% respecto al semestre anterior), lo que se explica principalmente por la significativa disminución

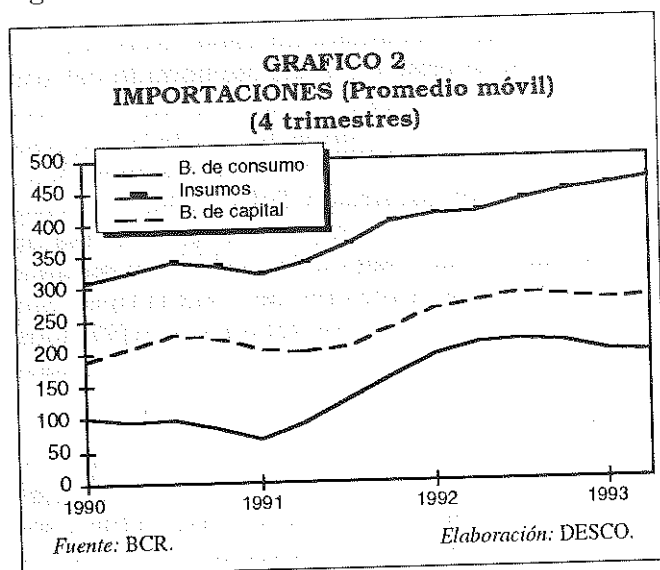
6 Las fuentes existentes, los Fondeagros, cubren una fracción muy reducida de los requerimientos de capital de trabajo, y sus tasas de interés se mantienen altas.

7 Los porcentajes corresponden a la variación acumulada entre enero y agosto de 1993 con respecto a igual periodo del año anterior.



en la importación de bienes de consumo<sup>8</sup>. En cambio, la importación de bienes de capital mantuvo su nivel y la de insumos continuó aumentando.

La información disponible para los meses de julio y agosto revela una recuperación de las importaciones por encima de los niveles alcanzados el año anterior. Al parecer, la reactivación estimuló la sustitución de insumos nacionales por importados, aprovechando la apertura comercial y la reducción del tipo de cambio real (véase el gráfico 2). La importación de bienes de capital, a su vez, se mantuvo en el mismo nivel de 1992, el cual fue significativamente superior al de años anteriores.



Si bien esta sustitución de insumos ha tenido como correlato la especialización de algunas empresas en un rango más reducido de productos intermedios, ella puede terminar reduciendo el potencial exportador de algunas ramas en las que se habían logrado ventajas competitivas asociadas a la calidad de la materia prima. El caso más notable es la importación de algodón y de telas por las industrias de hilados y confecciones, respectivamente.

#### Reprimarización de exportaciones

Las exportaciones no tradicionales crecieron 14.5% entre enero y julio de 1993. Los rubros que mostraron mayor dinamismo fueron el calamar gigante y algunos productos agropecuarios (espárragos y mango). En contraste, las exportaciones de productos con mayor valor agregado industrial (textiles y confecciones, metal-mecánicos y side-

rúrgicos) continuaron disminuyendo o, en el mejor de los casos, permanecieron estancadas.

En cambio, el valor de las exportaciones de productos tradicionales experimentó una significativa contracción con respecto a los niveles registrados el año anterior. Pese a que algunos rubros aumentaron notablemente sus volúmenes exportados (harina de pescado y hierro), ese aumento en cantidades fue más que contrarrestado por el deterioro prácticamente generalizado de las cotizaciones internacionales de materias primas. El índice del poder adquisitivo de las exportaciones tradicionales alcanzó su punto más bajo en setiembre de 1993 (61.5% con respecto al nivel de 1990), lo que permite afirmar que la reprimarización del sector exportador impulsada por el

**CUADRO 2**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**(millones de dólares)**

	Exportaciones			Importaciones	Balanza comercial
	Total	Tradicionales	No Trad.		
1991.1	833	614	219	729	104
	894	650	244	850	44
	826	577	249	919	-93
	776	537	239	996	-220
1992.1	854	628	226	1059	-205
	866	623	243	951	-85
	853	603	250	1009	-156
	911	618	294	1031	-120
1993.1	913	629	284	927	-14
	806	551	255	992	-186

Fuente: BCRP.

**CUADRO 3**  
**COEFICIENTES DE COMERCIO EXTERIOR**  
**(porcentajes)**

Año	X/PBI	M/PBI	Xnt/PBI	Xt/PBI	Xnt/X	Xt/X
1983	16.0	14.5	2.9	13.1	0.18	0.82
1984	15.3	10.4	3.5	11.8	0.23	0.77
1985	13.7	8.3	3.3	10.4	0.24	0.76
1986	10.4	10.7	2.7	7.7	0.25	0.75
1987	9.8	11.7	2.6	7.2	0.27	0.73
1988	10.4	10.8	2.9	7.5	0.28	0.72
1989	14.7	9.7	4.1	10.6	0.28	0.72
1990	13.7	12.3	4.1	9.6	0.30	0.70
1991	13.3	13.9	3.8	9.5	0.29	0.71
1992	13.8	16.0	4.0	9.8	0.29	0.71
1993 *	13.1	14.5	4.2	9.0	0.32	0.68

Xnt: exportaciones no tradicionales.

Xt: exportaciones tradicionales.

\* proyecciones a julio.

Fuente: BCRP (memoria 1992: 164).

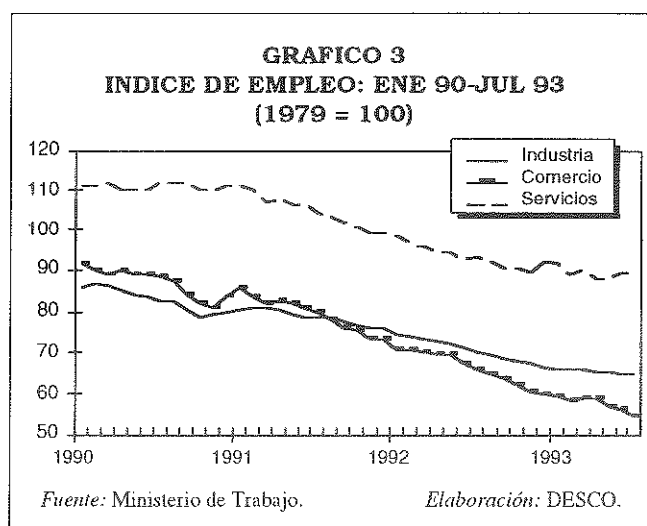
8 El número de vehículos importados, nuevos y usados, se contrajo de 36,991 entre enero y agosto de 1992 a 18,552 entre enero y agosto de 1993.

programa de estabilización ha tenido lugar en el peor momento posible.

### El empleo sigue disminuyendo

El rasgo más notable del trimestre ha sido que los mayores niveles de producción no condujeron a una recuperación en los niveles de empleo. La reversión en la caída del empleo que se avizoraba en marzo no fue tal, pues en los meses siguientes los tres principales sectores económicos continuaron expulsando mano de obra (véase el gráfico 3).

En julio, último mes para el cual se tiene datos disponibles, el empleo en el sector comercial fue el más afectado, cayendo 2% con respecto al mes anterior (véase el cuadro 4). Por su parte, la absorción de mano de obra en el sector servicios registró una ligera caída de 0.2%, observándose cierta recuperación del empleo en varios de sus subsectores. El empleo industrial, por su parte, disminuyó 0.4% con respecto al mes anterior,



dándose esta caída en todas las subramas industriales<sup>9</sup>.

El proceso de crecimiento en la temporalidad de la mano de obra, como contrapartida de la flexibilización laboral, continuó agudizándose. De esta forma, se estableció un flujo de movilidad

**CUADRO 4**  
**INDICE DE EMPLEO DE LIMA METROPOLITANA POR SECTORES**  
**(1979=100)**

	Industria manufacturera			Comercio			Servicios		
	Indice	Variación		Indice	Variación		Indice	Variación	
		mensual	anual		mensual	anual		mensual	anual
1992									
Enero	74.4	-1.9	-7.5	70.6	-3.6	-17.6	98.5	-0.6	-11.3
Febrero	73.9	-0.7	-8.5	70.9	0.4	-15.1	96.3	-2.2	-12.4
Marzo	73.2	-0.9	-9.8	70.2	-0.9	-14.2	95.8	-0.4	-10.2
Abril	72.6	-0.8	-9.7	69.8	-0.6	-15.4	94.3	-1.6	-12.5
Mayo	72.2	-0.5	-9.0	69.6	-0.3	-14.9	94.3	-0.1	-11.6
Junio	71.2	-1.3	-9.3	67.5	-3.0	-16.4	92.8	-1.6	-12.7
Julio	70.1	-1.5	-11.1	66.1	-2.1	-17.3	92.9	0.0	-11.1
Agosto	69.4	-1.0	-12.0	64.8	-2.0	-17.0	91.9	-1.0	-11.2
Setiembre	68.7	-1.1	-11.3	63.7	-1.8	-16.3	90.5	-1.5	-10.9
Octubre	68.2	-0.7	-10.9	61.9	-2.8	-17.8	90.5	-0.1	-9.9
Noviembre	67.5	-1.0	-11.1	60.5	-2.2	-17.4	89.5	-1.4	-9.8
Diciembre	66.3	-1.9	-12.6	60.2	-0.6	-17.9	91.8	-2.9	-7.4
1993									
Enero	65.8	-0.7	-11.6	59.4	-1.2	-15.8	91.4	-0.4	-7.2
Febrero	65.9	0.2	-10.8	58.6	-1.4	-17.4	89.1	-2.5	-7.6
Marzo	65.9	0.0	-10.0	58.7	0.3	-16.4	89.8	0.7	-6.3
Abril	65.6	-0.4	-9.6	58.7	-0.1	-16.0	87.9	-2.0	-6.7
Mayo	65.1	-0.8	-9.9	57.0	-2.8	-18.1	87.6	-0.4	-7.1
Junio	65.0	-0.1	-8.7	56.3	-1.2	-16.6	89.4	2.1	-3.6
Julio	64.8	-0.4	-7.6	54.8	-2.7	-17.1	89.2	-0.2	-3.9

Fuente: Dirección General de Estadística del Ministerio de Trabajo.

<sup>9</sup> Un problema con las estadísticas de empleo del Ministerio de Trabajo es el referido a la contratación de empresas de servicios por parte de las empresas industriales. Si estas empresas de servicios emplean menos de cien trabajadores, no figuran en las encuestas de empleo, y si emplean más, su empleo se considera como del sector servicios. Este problema viene siendo subsanado por el Ministerio en la medida en que es detectado.

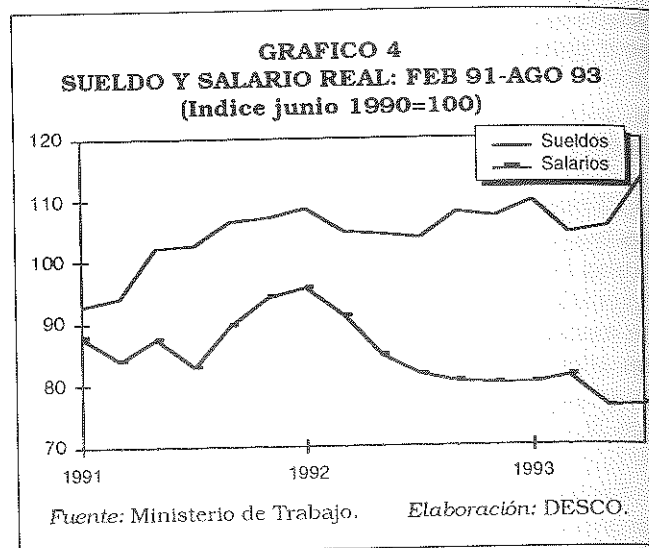
de la mano de obra, consistente en la salida de trabajadores estables —generalmente por renuncia voluntaria<sup>10</sup>— y su reemplazo por trabajadores eventuales. El propósito de este flujo es reducir los costos salariales de la empresa (generados por la compensación por tiempo de servicios y otros costos que se incrementan con los años de servicios).

En realidad, la recuperación de la producción se ha reflejado sólo en una reducción de la intensidad con la que venía reduciéndose el empleo. Esta inexistencia de una relación positiva entre empleo y producción podría explicarse por los cambios en el modo de organización del trabajo que vienen haciendo las principales empresas, como parte de la redefinición de las relaciones laborales. Así pues, estaría ocurriendo una reducción de los requerimientos de mano de obra resultante de una mayor intensidad en el trabajo; ello explica el fuerte incremento observado en la productividad del trabajo.

#### Leve recuperación salarial

Las remuneraciones reales del sector privado experimentaron desde junio una ligera recuperación. En agosto los salarios reales aumentaron 0.13% con respecto a junio, mientras que la recuperación de los sueldos de los empleados fue de mayor magnitud, 7.6%<sup>11</sup> (véase el gráfico 4).

Un cambio importante que viene ocurriendo es el acortamiento de la dispersión salarial entre sectores (véase el cuadro 5), como consecuencia de las reformas estructurales realizadas, en especial de los cambios inducidos por la apertura comercial. En el corto plazo, el sector de bienes transables utiliza al salario como variable de ajuste para lograr competitividad (esto es, se reduce el salario para reducir costos). En cambio, el sector no transable tiene un mayor margen para conservar sus salarios reales, al no estar expuesto directamente a la competencia internacional.



#### Componentes de la reactivación

La descomposición del PBI en sus componentes por el lado del gasto permite inferir algunas hipótesis sobre la naturaleza de la reactivación en curso (véase el cuadro 6). El componente más dinámico fue la inversión pública, que creció 17.1% durante el primer semestre de 1993 con respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, ella sólo representa el 3.2% del PBI. La reactivación puede atribuirse entonces, principalmente, a la expansión del consumo privado, que creció 4.6% para el mismo periodo y da cuenta de un 64% del PBI.

El mencionado crecimiento del consumo privado contrasta con la contracción del empleo formal y la lenta recuperación de los ingresos de los asalariados. En este último caso, la información desagregada del Ministerio de Trabajo muestra que los ingresos de los ejecutivos y empleados crecieron 3.5% entre enero y agosto de 1993, mientras que los salarios<sup>12</sup> se redujeron 13% en el mismo periodo<sup>13</sup>. La reactivación podría reflejar entonces una recuperación de las ganancias de las empresas y de los ingresos de los trabajadores de los estratos altos, evidenciando el carácter diferenciado de ese proceso de reactivación<sup>14</sup>.

10 50% de los trabajadores salientes en julio fueron renunciando voluntarios.

11 Las cifras de remuneraciones de la encuesta del Ministerio de Trabajo para Lima Metropolitana están en términos brutos. En todo caso, el aumento registrado en agosto en las remuneraciones no se puede atribuir totalmente a los aumentos por afiliación a una AFP, pues el número de afiliados durante ese mes ascendió a 200,000 trabajadores aproximadamente en todo el país, cifra poco significativa dentro de la muestra de la encuesta.

12 Estas cifras son de remuneraciones netas, pues se ha descontado el aumento de 10% en las remuneraciones brutas otorgado en enero para compensar el aumento en las contribuciones al FONAVI.

13 Las cifras sobre salarios por tamaño de empresa revelan también que las unidades de menor tamaño mostraron un mejor desempeño relativo.

14 Lamentablemente, no hay información confiable para formular hipótesis más precisas a este nivel.

**CUADRO 5**  
**SALARIOS NOMINALES POR RAMAS DE ACTIVIDAD EN RELACION AL SALARIO INDUSTRIAL**  
 (salario industrial = 1)

	Total	Agro	Minería	Industria	Elect., Gas	Construcción	Comercio por mayor	Comercio por menor	Establ. Financ.	Transporte	Serv. Hoteles
Febrero 1991	0.94	0.47	1.44	1.00	1.28	0.81	0.61	0.50	0.87	1.31	0.59
Abril	1.02	0.57	2.05	1.00	1.76	0.75	0.85	0.57	1.01	1.32	0.73
Junio	0.98	0.56	1.68	1.00	1.76	1.11	0.70	0.61	0.75	1.12	0.69
Agosto	1.00	0.69	1.51	1.00	1.66	1.21	0.72	0.61	0.76	1.17	0.86
Octubre	0.99	0.62	2.08	1.00	1.87	1.13	0.71	0.64	0.79	1.09	0.82
Diciembre	0.98	0.58	1.75	1.00	1.64	0.95	0.67	0.81	0.75	1.02	0.79
Febrero 1992	1.00	0.60	1.58	1.00	1.60	1.14	0.67	0.65	0.82	1.30	0.82
Abril	0.99	0.55	1.45	1.00	1.56	1.09	0.68	0.65	0.90	1.23	0.83
Junio	1.00	0.52	1.46	1.00	1.59	1.13	0.80	0.66	0.94	1.29	0.87
Agosto	1.00	0.51	1.45	1.00	1.44	1.32	0.79	0.59	0.95	1.38	0.96
Octubre	1.00	0.55	1.38	1.00	1.68	1.27	0.79	0.64	1.04	1.45	0.96
Diciembre	1.00	0.57	1.48	1.00	1.87	1.22	0.81	0.64	1.11	1.30	1.03
Febrero 1993	1.00	0.52	1.46	1.00	1.91	1.29	0.79	0.59	1.11	1.40	0.94
Abril	1.01	0.57	1.45	1.00	1.88	1.23	0.79	0.65	1.18	1.51	1.02
Junio	1.00	0.56	1.32	1.00	1.71	1.18	0.75	0.57	1.09	1.46	0.91
Agosto	1.00	0.57	1.68	1.00	1.74	1.28	0.78	0.61	1.23	1.45	0.92

Fuente: Ministerio de Trabajo.

## INFLACION, POLITICA MONETARIA Y SECTOR FINANCIERO

### Inflación en mercado descenso

Durante el tercer trimestre de 1993 la tasa de inflación continuó su tendencia declinante, registrándose el promedio inflacionario mensual más bajo (2.3%) en lo que va del programa de estabilización (véase el cuadro 7). Ese comportamiento responde a varias razones, como se verá a continuación.

En primer lugar, ocurrió un menor aumento en los precios de los productos alimenticios, que comprenden el 61% de la canasta que mide la inflación. En el referido trimestre, el rubro Alimentos, Bebidas y Tabaco experimentó un aumento promedio mensual de 1.5%, frente al 3.2% del segundo trimestre y al 4.3% del primero.

Una segunda razón de esa tendencia declinante de la inflación es el menor ritmo devaluatorio respecto a trimestres anteriores. En los primeros meses del año el tipo de cambio nominal aumentó significativamente, para luego mostrar una marcada tendencia declinante. Entre julio y setiem-

**CUADRO 6**  
**PBI POR TIPO DE GASTO**  
 (soles de 1979)

	1 sem. 92-1	1 sem. 93	Var. %	Participación en el PBI
<b>Demanda global</b>	<b>2,008.7</b>	<b>2,062.0</b>	<b>2.7%</b>	
Demanda interna	1,613.1	1,668.0	3.4%	97.60%
Consumo privado	1,057.4	1,106.5	4.6%	63.98%
Consumo público	164.0	163.0	-0.6%	9.92%
Inversión bruta interna	391.7	398.2	1.7%	23.70%
Inversión bruta fija	356.7	363.2	1.8%	21.58%
Privada	304.0	301.5	-0.8%	18.39%
Pública	52.7	61.7	17.1%	3.18%
Variación de invent.	35.0	35.0	0.0%	2.11%
Exportaciones	395.6	394.5	-0.3%	23.93%
<b>Oferta global</b>	<b>2,008.7</b>	<b>2,062.2</b>	<b>2.7%</b>	
PBI	1,652.7	1,727.9	4.6%	100.00%
Importaciones	356.0	334.3	-6.1%	21.54%

Fuente: BCRP.

bre el nuevo sol se depreció en 1.6% como promedio mensual, menos que el 2.3% del trimestre previo y el 4.1% del primer trimestre de 1993<sup>15</sup>.

Es importante notar que el mercado descenso de la tasa de inflación ocurrió en un contexto de fuerte incremento de los precios públicos, a

<sup>15</sup> Pese a la disminución de la tasa de inflación, no se pudo evitar un retraso en el tipo de cambio, disminuyendo así parte de la ganancia cambiaria conseguida en 1992. Hasta setiembre la devaluación había sido de 28.8%, mientras que la inflación llegaba a 31.9%.



**CUADRO 7**  
**INFLACION, DEVALUACION Y CANTIDAD DE DINERO**  
(tasas promedio mensuales)

	Inflación	Devaluación	Var. % emisión (fin de mes)
Enero 1992	3.5	(1.0)	2.4
Febrero	4.7	(2.0)	2.5
Marzo	7.4	(1.0)	3.0
Abril	3.2	6.3	3.4
Mayo	3.4	10.8	4.2
Junio	3.6	4.4	4.6
Julio	3.5	5.1	5.5
Agosto	2.8	4.0	3.6
Setiembre	2.6	6.2	3.5
Octubre	3.6	13.1	2.0
Noviembre	3.5	4.5	4.4
Diciembre	3.8	0.6	10.6
<hr/>			
Enero 1993	4.8	3.7	3.2
Febrero	2.9	4.1	2.8
Marzo	4.2	4.5	2.3
Abril	4.4	3.8	1.9
Mayo	3.0	2.6	1.2
Junio	1.8	2.0	1.0
Julio	2.7	2.5	5.1
Agosto	2.5	1.0	(2.5)
Setiembre	1.6	1.4	1.4
Octubre	1.5	1.9	1.0
Noviembre	1.6		

Fuente: BCRP.

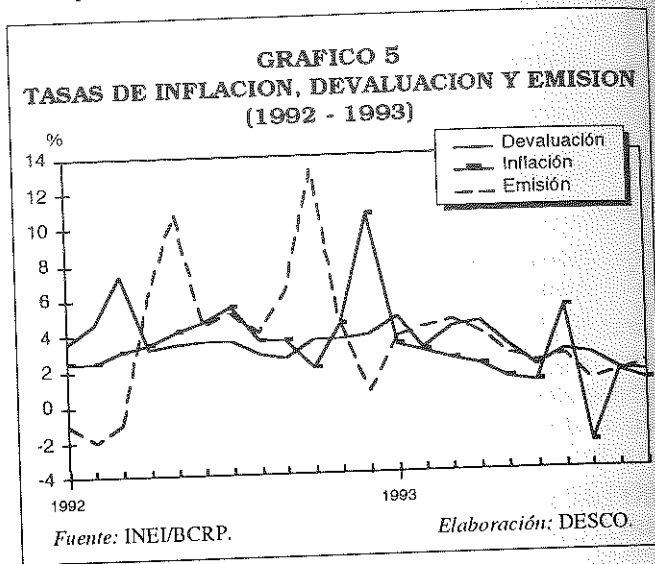
diferencia de los trimestres previos<sup>16</sup>. Así, el ponderado de los precios públicos (agua, gasolina de 84, energía eléctrica y servicio telefónico) registró aumentos cercanos a 10% en cada uno de los meses del tercer trimestre. El precio de la gasolina, que tiene el mayor impacto sobre los demás precios de la economía, tuvo un crecimiento superior a la inflación entre julio y setiembre. Al parecer, dado que la inflación en los meses siguientes continuó su tendencia descendente, las empresas no habrían trasladado todo el impacto de estos incrementos al precio de los bienes y servicios que producen<sup>17</sup>.

### Política monetaria y tipo de cambio

Durante el tercer trimestre de 1993 la emisión primaria reeditó la significativa contracción de su tasa de expansión experimentada durante el segundo trimestre. Medida por los saldos de fin de

mes, la emisión primaria creció 3.9%, tasa menor al 4.2% del segundo trimestre (véase el gráfico 5).

Por otra parte, las compras de dólares hechas por la autoridad monetaria fueron las más altas del año (cerca de 150 millones de dólares)<sup>18</sup>. Sin embargo, los efectos expansivos sobre la liquidez de estas compras fueron anulados por las ventas de dólares al sistema financiero y por otras ventas no especificadas<sup>19</sup> (véase el cuadro 8).



**CUADRO 8**  
**FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION PRIMARIA**  
(en millones de nuevos soles)

	I Trim.	II Trim.	Julio	Agosto	Setiembre	III Trim.
Variación de la emisión	114.7	60.9	77.7	-40.7	22.5	59.5
Origen interno	5.0	-16.3	133.6	-76.4	0.1	57.3
- Depósitos del sector público	32.2	-8.8	0	8.6	0	8.6
- Valores del BCRP	-11.6	-27.4	-2.5	0	-14.5	17.0
- Créditos a la banca comercial	-23.5	9.9	81.0	-90.1	9.7	0.6
- Resto	7.9	10.0	55.1	5.1	4.9	31.1
Origen externo	109.7	77.2	-55.9	35.73	22.4	2.2
- Compras netas						
Mesa Negociación	137.6	83.2	27.2	105.10	172.6	305.0
- Venta deuda pública externa	-41.5	0	0	0	0	0
- Compras netas del Sist. financiero	9.5	-9.0	-28.9	-21.6	-95.5	-146
- Otros	4.1	3.0	-54.2	-47.77	-54.7	-156.8

- 16 El rezago en los precios públicos que coincidió con los procesos electorales de noviembre de 1992 y enero de 1993 se revirtió en el tercer trimestre, no obstante la proximidad del referéndum del 31 de octubre.
- 17 En una encuesta a empresarios publicada en la Nota Semanal 41 del Banco Central, el 70% contestaba que ante un aumento en las tarifas públicas de 5%, aumentarían sus precios en menos de 1%.
- 18 Pese a ello, recién en octubre se consiguió elevar el tipo de cambio real.
- 19 Bajo el rubro de Operaciones Netas se observa una sistemática variación negativa de las reservas depositadas en el Banco Central. Durante el trimestre analizado, éstas llegaron a 82 millones de dólares. Para todo efecto, la variación negativa significa una venta de reservas.

A su vez, las reservas internacionales del Banco Central continuaron aumentando pero a un ritmo mucho menor: en el tercer trimestre de 1993 sólo aumentaron en 59 millones de dólares, frente a los 200 millones de dólares del segundo trimestre (véase el cuadro 9). Esta situación podría explicarse por el menor flujo de capitales de corto plazo, lo que a su vez explicaría la disminución de los fondos de encaje depositados en el Banco Central.

Lo que sí pareció consolidarse es un esquema en el cual no se dejaba disminuir nominalmente al tipo de cambio, como ocurría hasta 1992, además de no permitirle variaciones muy pronunciadas en ningún sentido. Esta evolución más ordenada del tipo de cambio no sólo anula la posibilidad de ganancias especulativas sino que va eliminando presiones inflacionarias<sup>20</sup>.

### Sector financiero

Las tasas de interés nominales en moneda nacional continuaron reduciéndose durante el ter-

cer trimestre de 1993. Sin embargo, debido a la caída de la tasa de inflación, las tasas reales -tanto la activa como la pasiva- aumentaron. Del mismo modo, las tasas de interés activas y pasivas en moneda extranjera continuaron su tendencia ligeramente decreciente.

En el periodo analizado el sistema financiero mantuvo su dinamismo, registrándose un aumento respecto al trimestre anterior en la liquidez (4.9%), las colocaciones (7.3%) y los depósitos (4.9%). Sin embargo, buena parte de estos incrementos se explica por la creciente dolarización del sistema<sup>21</sup>: el 70% de la liquidez correspondió a moneda extranjera, y en el caso de los depósitos y las colocaciones este porcentaje estuvo próximo a 80%.

Al comparar el periodo enero-setiembre de 1993 con el mismo periodo del año anterior, la dolarización de la economía es aun más evidente. En el caso de la liquidez total, se registró un aumento de 28.3%, que resultó del incremento de

CUADRO 9  
INDICADORES DE POLÍTICA MONETARIA

	Liquidez Sist.Banc.		Emisión primaria		Redescuento BCR		Pag-Cert. Dep.BCR		Compras Netas \$ (millones)	Tasa Media de Encaje		RIN (millones US\$)		
	(Millones S./reales)*	Var. %	fin periodo (millones S/.)	Var. %	(Saldo mi- llones S/.)	Tasa Mens.	(Saldo mi- llones S/.)	Tasa Mens.		Implicita	Comercial	BCR	Resto	Total
1992														
Marzo	912.0	(6.2)	899.4	3.0	40.2		3.0		67.0	23.2%	19.0%	1,415	632	2,047
Abril	898.6	(1.5)	930.4	3.4	33.4		11.0		56.0	19.4%	13.6%	1,326	563	1,889
Mayo	927.4	3.2	969.9	4.2	40.4		5.0		33.0	21.5%	15.0%	1,418	547	1,965
Junio	942.8	1.7	1,014.1	4.6	43.9		11.0		s/d	24.0%	18.1%	1,578	570	2,148
Julio	977.4	3.7	1,069.7	5.5	22.3		7.7		41.0	15.5%	12.1%	1,670	642	2,312
Agosto	975.0	(0.2)	1,107.7	3.6	31.9		25.1		14.0	21.6%	16.7%	1,679	638	2,317
Setiembre	1,077.6	10.5	1,146.5	3.5	12.4		28.1		13.0	25.0%	19.9%	1,846	474	2,320
Octubre	1,116.8	3.6	1,169.7	2.0	21.8		10.5		4.0	23.4%	14.2%	1,842	479	2,321
Noviembre	1,125.0	0.7	1,220.6	4.4	9.7		5.0		48.0	26.4%	18.3%	1,857	525	2,382
Diciembre	1,158.5	3.0	1,349.5	10.6	13.8		0.0		s/d	18.8%	16.2%	2,001	450	2,451
1993														
Enero	1,182.4	2.1	1,392.2	3.2	0.0	4.00	0.0	n.o	50.3	24.7%	14.6%	2,023	572	2,595
Febrero	1,231.0	4.1	1,430.7	2.8	0.0	2.50	22.5	2.18	28.8	18.5%	10.3%	2,420	308	2,728
Marzo	1,267.0	2.9	1,464.2	2.3	0.0	n.o	11.6	2.23	1.0	22.0%	12.7%	2,163	602	2,765
Abril	1,261.2	(0.5)	1,491.9	1.9	13.4	2.50	8.0	2.27	4.1	23.4%	10.6%	2,327	524	2,851
Mayo	1,274.2	1.0	1,509.8	1.2	2.2	2.43	0.0	n.o	16.2	27.1%	16.0%	2,522	465	2,987
Junio	1,313.5	3.1	1,525.1	1.0	9.2	2.25	39.0	2.19	29.2	24.5%	19.9%	2,469	392	2,861
Julio	1,334.1	1.6	1,602.8	5.1	80.1	3.38	41.5	2.17	18.8	15.3%	12.5%	2,490	315	2,805
Agosto	1,372.7	2.9	1,562.1	(2.5)	0.0	3.96	41.5	2.19	51.0	16.5%	13.5%	2,470	357	2,827
Setiembre	1,378.7	0.4	1,584.6	1.4	9.7	1.54	56.0	1.99	82.0	20.7%	16.8%	2,521	225	2,746
Octubre	1,415.7	2.7	1,601.1	1.0	0.0	2.00	41.0	1.51	24.0	25.3%	11.9%	2,563	203	2,766

\* Agosto 1990 = 100.

Fuente: BCRP.

<sup>20</sup> Sin embargo, el comportamiento del tipo de cambio en los últimos meses de 1993 sugiere cierta pérdida, no muy significativa, de la ganancia cambiaria conseguida durante 1992. Ello evidencia que la política económica ha dado prioridad al control de la inflación antes que a conseguir una recuperación adicional del tipo de cambio real.

<sup>21</sup> A pesar del marcado descenso en la tasa de inflación, las expectativas de una devaluación y las diferencias entre las tasas de interés en dólares y en soles continúan contribuyendo al mantenimiento de la preferencia por moneda extranjera.

51.5% de la liquidez en moneda extranjera, en contraposición con la disminución de 4% de la liquidez en moneda nacional. En lo que respecta a las colocaciones, se observó un aumento de 29.9% en el total de créditos al sector privado, resultante del aumento de 50% de los créditos en moneda extranjera (los créditos en moneda nacional se redujeron en 10%; véase el gráfico 6). Lo mismo sucedió para los depósitos: el total aumentó 33.8%, gracias al aumento de 51.5% de los depósitos en moneda extranjera (los depósitos en moneda nacional disminuyeron 6%).

**CUADRO 10**  
**COMPOSICION DE LOS DEPOSITOS**  
(promedio trimestral; en miles de soles de 1990)

	M/N	M/E	Total de depósitos	Variación trimestral (%)		
				M/N	M/E	Total de depósitos
I-92	280.7	614.9	895.6	-2.4	-4.6	-3.9
II	273.9	586.9	860.8	0.4	14.3	9.8
III	274.9	670.6	945.6	-3.6	20.1	13.3
VI	265.2	805.7	1070.9	0.8	8.2	6.4
I-93	267.4	872.2	1139.6	-6.0	9.7	6.1
II	251.4	957.1	1208.6	3.8	5.2	4.9
III	260.9	1006.7	1267.7			

Fuente: BCRP.

0.9%, continuando su variación negativa desde el tercer trimestre de 1992.

Asimismo, hay que destacar la persistencia de una elevada cartera pesada para la banca comercial. Los datos a setiembre de 1993 muestran una cartera pesada de alrededor de 12.52%, cifra ligeramente inferior al 13.5% registrado en 1992, pero bastante elevada y que coloca al sistema bancario en una situación bastante vulnerable ante modificaciones en el tipo de cambio, dado el nivel de dolarización del sistema.

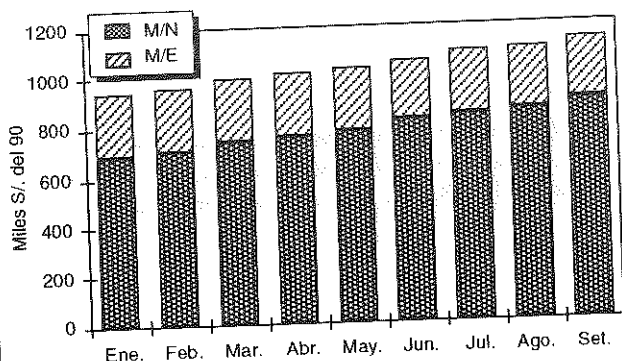
### CUENTAS FISCALES Y SECTOR EXTERNO

En términos reales, el saldo entre ingresos y gastos corrientes del fisco volvió a ser positivo durante el tercer trimestre, luego del marcado resultado negativo obtenido en junio por el aumento en el gasto destinado al pago de intereses. Se mantiene así la tendencia al superávit en las cuentas fiscales observada desde febrero de 1992.

Durante el trimestre revisado los ingresos tributarios cayeron 7.7% respecto al trimestre anterior, debido a los bajos niveles de recaudación registrados en julio (véase el cuadro 11). En ese mes, el de menor recaudación hasta ese momento, se produjeron disminuciones en las tasas del ISC para determinados productos (gaseosas, cerveza, tabaco); paralelamente, se dio una menor recaudación por IGV. En los meses siguientes se recuperó la tendencia creciente de los ingresos tributarios<sup>22</sup>.

La principal característica del trimestre fue la importancia que ganó el sector externo en la recaudación fiscal, al punto que la participación del IGV externo (aplicado a las importaciones) en la

**GRAFICO 6**  
**CREDITO TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**AL SECTOR PRIVADO: ENERO - SET. 93**



Fuente: BCR.

Elaboración: DESCO.

Sin embargo, el tercer trimestre de 1993 se caracterizó por la reversión en la variación negativa de la liquidez en moneda nacional, que aumentó 4.3% respecto al segundo trimestre. La expansión de la liquidez en moneda nacional se dio principalmente a fines de julio, cuando la mayor demanda por circulante llevó a los bancos a reducir sus fondos de encaje, mientras el Banco Central inyectaba mayor cantidad de dinero mediante redescuentos. Asimismo, los depósitos en moneda nacional aumentaron 3.8% respecto al trimestre anterior, mientras disminuía el ritmo de crecimiento de los depósitos en moneda extranjera -que crecieron 5.2%, frente al 9.7% registrado en el segundo trimestre (véase el cuadro 10).

En el caso de las colocaciones al sector privado, si bien aumentaron en términos reales durante el trimestre, ello se debe en su totalidad al aumento de colocaciones en moneda extranjera. En el tercer trimestre el crecimiento de éstas fue de 9.8% respecto al trimestre previo, mientras que las colocaciones en moneda nacional disminuyeron

<sup>22</sup> Durante el tercer trimestre la presión tributaria se mantuvo a un nivel similar a la del trimestre anterior (9.3% del PBI), gracias a que en setiembre aumentaron los ingresos tributarios en un contexto de desaceleramiento del crecimiento del PBI.



**CUADRO 11**  
**INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(millones de soles constantes de 1990)

	1992		1993			Variación %	
	III	IV	I	II	III	III/II	III 93/III 92
<b>Ingresos corrientes</b>	<b>53.5</b>	<b>58.1</b>	<b>54.0</b>	<b>56.4</b>	<b>52.0</b>	<b>-7.7</b>	<b>-2.7</b>
Tributarios	45.1	47.5	46.0	46.9	44.1	-5.9	-2.3
Imppto.a la renta	6.6	7.1	9.1	10.0	7.4	-26.5	11.0
Imppto.al patrimonio	2.3	1.4	2.0	1.9	1.3	-30.4	-43.3
Imppto.a la importación	5.1	6.2	5.5	5.9	6.6	10.7	28.4
Imppto.a prod. y consumo	30.7	32.6	28.5	28.8	28.7	-0.5	-6.6
- Combustible	9.3	10.1	6.2	6.2	6.1	-1.6	-34.6
- IGV interno	7.2	7.7	10.3	12.1	10.7	-11.4	48.1
- IGV externo	6.5	7.2	6.8	7.4	8.7	16.7	34.2
No tributarios	8.3	10.6	8.1	9.5	7.9	-16.3	-4.4
<b>Gastos corrientes</b>	<b>49.9</b>	<b>60.5</b>	<b>40.3</b>	<b>56.3</b>	<b>46.5</b>	<b>-17.4</b>	<b>-6.8</b>
Remuneraciones	10.1	11.4	9.1	10.1	10.5	4.4	3.6
Bienes y servicios	6.1	10.1	5.3	7.6	7.0	-7.3	15.4
Transferencias	23.6	27.1	20.8	22.6	22.0	-2.4	-6.7
Intereses	10.0	11.9	5.1	16.1	6.9	-56.9	-30.8
Ahorro cuenta corriente	3.5	-2.4	13.7	0.0	5.5		56.3
Ingresos de capital			6.8	0.2	0.0		
Gastos de capital	13.8	20.7	11.9	13.2	16.5	25.1	19.7
<b>Resultado económico</b>	<b>-10.0</b>	<b>-21.1</b>	<b>8.6</b>	<b>-13.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-15.0</b>	<b>10.3</b>

Fuente: BCRP (Notas Semanales).

recaudación total se acercó notablemente a la participación del IGV interno<sup>23</sup>. Igualmente, se registró una mayor participación de la recaudación arancelaria en la recaudación total. La mejora en ambos rubros fue resultado de un aumento de las importaciones en julio y agosto<sup>24</sup>.

Durante el trimestre analizado se consolidaron los cambios que venían ocurriendo en la estructura tributaria desde principios de año. Los impuestos a la renta, a la importación y a las ventas se constituyeron en las principales fuentes de ingresos, aumentando su participación dentro de la estructura tributaria, en contraposición al impuesto selectivo al consumo, que declinó marcadamente.

La mejora en la recaudación ocurrida a partir de agosto se debió al parecer a un mejor manejo de la política tributaria. Se puso énfasis en el control de los impuestos que podían proporcionar una recaudación mayor, y se mejoraron algunos sistemas de control de la SUNAT (implemen-

tándose, por ejemplo, el nuevo sistema de recaudación bancaria).

Por el lado de los gastos corrientes, durante el tercer trimestre éstos se redujeron 17% respecto al trimestre anterior, principalmente por el menor pago de intereses de la deuda. Este caída en el pago de intereses, sin embargo, sólo se debe a que en junio se realizó un fuerte pago. Otro elemento importante es que en el trimestre se consolida el mayor gasto de capital por parte del gobierno central (fundamentalmente en el sector construcción).

En cuanto al sector externo, la últimas cifras disponibles sobre balanza comercial confirman las tendencias y los problemas observados durante los dos últimos años. Las exportaciones continuaron estancadas y la balanza comercial siguió arrojando resultados negativos. El déficit comercial acumulado a julio ascendió a 250 millones de dólares, y el Banco Central estima que llegará a 460 millones de dólares al finalizar el

23 La participación del IGV interno en el total de ingresos tributarios pasó de 23% en julio a 20% en setiembre, mientras la del IGV externo pasó de 15% en julio a 17% en setiembre.

24 Otra razón de la recuperación de los ingresos tributarios sería que los feriados registrados en la última semana de julio afectaron la recaudación aduanera, trasladándose ésta de julio a agosto.

año. Sin embargo, este déficit es menor al registrado durante 1992. Ello puede atribuirse a la disminución de las importaciones, que cayeron 4.3% durante la primera mitad de 1993 respecto al mismo periodo del año anterior.

De otro lado, durante el primer semestre de 1993 el déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos ascendió a 935 millones de dólares, cifra que si bien es 7% menor que la correspondiente a igual periodo de 1992, sigue constituyendo un rasgo preocupante de las cuentas externas. Este déficit ha sido cubierto en parte por un ingreso de capitales de largo plazo de 625 millones de dólares, y el resto resultó financiado por una entrada de capitales de corto plazo de 708 millones de dólares. El saldo positivo permitió un aumento en las reservas internacionales de 398 millones de dólares, superándose ya en el primer semestre la meta de 178 millones de dólares acordada con el FMI para todo el año<sup>25</sup>.

## EMPRESARIOS Y POLITICA ECONOMICA

En el plano político, lo que marca la coyuntura del tercer trimestre de 1993 es la proximidad del referéndum constitucional. El acto electoral, señalado para el 31 de octubre, concentró prácticamente toda la atención de la opinión pública, lo que obviamente no impidió que los diversos agentes económicos no expresen sus intereses en forma de demandas -y en algunos casos a manera de campañas.

Sin embargo, aun cuando dichas demandas se hicieron manifiestas y se dieron relativas fricciones entre los intereses corporativos de los agentes, a comienzos de julio la coyuntura reflejaba el «pacto social implícito» forjado el 5 de abril de 1992. En la correlación de fuerzas, como opositores al gobierno se situaban los grupos políticos y los grupos intelectuales pro democráticos, y como aliados del gobierno las sectores populares y los gremios empresariales más representativos.

Los grupos de interés empresariales continuaron con el mismo patrón de relación con el Poder Ejecutivo. Según la lógica de esa relación, dichos grupos encontraban en el gobierno señales positivas que ameritaban la continuidad del apoyo (la recuperación económica, la reducción inflacionaria y la reinserción), y a la vez restaban importancia a los elementos negativos del programa económico

(una coyuntura económica recesiva, generadora de una delicada situación financiera de las empresas y de altas tasas de interés, elemento que la vez retroalimenta la recesión). Bajo la óptica de estos grupos, esos elementos negativos sólo obligarían a un «afinamiento y ajuste de la gerencia del programa» y no a un cambio del mismo. Se tendía a incidir en la «lenta privatización» y en la «baja de recaudación fiscal», suponiéndose que, solucionados tales problemas, el programa se compondría.

Pero aún dentro de esa lógica de apoyo, las demandas de los agentes se dejaron sentir a lo largo del trimestre. En julio ocurrieron dos desencuentros, uno ligado al dilema interno del gobierno entre proteccionismo y apertura, y otro que afectaba directamente a la recuperación y evidenció la discrepancia de intereses entre el Poder Ejecutivo y agentes cercanos a él.

El primer desencuentro ocurrió cuando el ministro de agricultura Absalón Vásquez logró la aprobación de una sobretasa arancelaria a los productos agrarios y la eliminación del IGV a los productos perecibles; ello generó el rechazo del ministro de economía Jorge Camet, quien sostuvo la necesidad de bajar esa sobretasa y no hacer discriminaciones en la aplicación del IGV. Evidentemente, la discusión de fondo atañía al modelo económico y los efectos que produce.

El segundo desencuentro se produjo cuando Fujimori afirmó que los bancos no tenían la «voluntad para bajar las tasas de interés» y empezar la reactivación. La Asociación de Bancos inmediatamente emprendió la contraofensiva, convocando a una conferencia de prensa en la que efectuó descargos; el ministro Camet contrargumentó diciendo que se podía reducir aun más las tasas de interés, ya que se había eliminado el impuesto a los débitos en cuenta corriente y se había eliminado el ISC a los intereses bancarios. Estas desaveniencias muestran pues que existen zonas neurálgicas de relación entre el gobierno y los agentes económicos.

Esas desaveniencias pusieron de relieve los resquemores que produce la continuidad del estilo personalista y cerrado del Poder Ejecutivo, poco propicio a diálogos y entendimientos. Sin abrirse a las demandas de los grupos de interés locales e impermeable a las críticas y al pluralismo, el gobierno centraliza las propuestas de los agentes y

25 La cuenta capitales de corto plazo más errores u omisiones en el primer semestre, si bien sigue siendo positiva, es inferior al flujo registrado en el mismo periodo del año anterior (904 millones de dólares).

se convierte en el gran hacedor de política, que decide cuáles deben ser consideradas y cuáles descartadas. Esto produce por un lado confianza en que las nuevas reglas de juego son estables, cambiando las expectativas de los agentes empresariales en relación a la inestabilidad económica; sin embargo, deteriora paralelamente las expresiones pluralistas de la sociedad que la propia democracia trae consigo: en lugar de canalizar el conflicto lo pospone, creando malestar y rechazo.

En agosto el gobierno nuevamente recibió críticas por su programa económico, esta vez de parte de las municipalidades, representadas por el alcalde Belmont. Obviamente existieron intereses políticos detrás de esta postura, pero también es claro que la política económica restrictiva deteriora el normal funcionamiento de la sociedad. En la medida que el Poder Ejecutivo centra sobre sí las soluciones finales a las demandas, permite que en la sociedad se vayan creando bolsones de desconfianza, que no puede calibrar al encerrarse en sí mismo y establecer una relación populista con los grupos que realizan demandas. Agrava el panorama el carácter instrumental, utilitario de la relación que establecen con el gobierno los «beneficiarios»; más aun cuando las expectativas van pasando de lograr la pacificación a satisfacciones de tipo económico.

En setiembre las fricciones se dieron en relación a uno de los aspectos más sensibles para las empresas: la tributación. La causa fue el tema de las contribuciones al FONAVI: el gobierno planteó que el 9% descontado a los trabajadores por ese concepto debía ser pagado por el empleador (6%) y el trabajador (3%). Ello generó severas críticas, y aunque al final no se modificó la decisión gubernamental, se hizo evidente que no todo era armonía entre el gobierno y sus incondicionales.

Sin embargo, más allá de las fricciones de los meses preelectorales, el optimismo y por consiguiente el apoyo de los empresarios al programa del gobierno se afianzó en el trimestre revisado. Se realizaron avances como la reactivación de la Bolsa de Valores, el nuevo nivel de la tasa de inflación (pese a la elevación del precio de la gasolina), la relativa recuperación económica y las nuevas inversiones extranjeras. Estos hechos terminaron ocultando y empujando las fricciones. Este apoyo terminó constituyéndose en una necesidad para que el programa tenga éxito, como lo graficaron con claridad las palabras del presidente del Congreso, Jaime Yoshiyama, durante la campaña electoral: «Con el «sí» vendrá la inversión extranjera y la reactivación».

Ciertamente el entorno electoral fue determinante en la actitud de todos los agentes involucrados. En julio Fujimori alcanzó un 71% de aprobación a su gestión, pero los casos de la Convención de Lima, la Cantuta y Cieneguilla hicieron que en agosto la aprobación a su gestión descendiera a 61.1%. En setiembre Fujimori dio a conocer la primera carta de Abimael Guzmán, y la aprobación de su gestión subió hasta 71%. En las últimas semanas la oposición centró su campaña en la gratuidad de la enseñanza, la estabilidad laboral, la pena de muerte y la reelección. Fujimori contraatacó mostrando dos cartas más y relacionando el referéndum con un plebiscito sobre su gestión. El resultado es conocido: ganó el «sí» por tres puntos porcentuales de diferencia.

El resultado del referéndum fue sorpresivo también porque demostró que el «pacto social» implícito constituido en abril de 1992, fortalecido por las elecciones para el Congreso Constituyente, se había disuelto y buscaba su redefinición. Los sectores populares en su expresión más provinciana se habían retirado. Dicho resultado mostró asimismo el cambio de las expectativas hacia reivindicaciones más económicas. En el lado de los empresarios, el «apoyo al mantenimiento al programa» se traducía en un amplio respaldo al «Sí»; luego del referéndum, si bien siguen apoyando al programa, los resultados levantan ciertas incertidumbres, no tanto sobre el programa mismo, sino en cuanto a su conducción.

En los meses posteriores al trimestre analizado se configura, por consiguiente, una situación nueva. Los resultados del referéndum cierran un periodo de relación entre el gobierno y la sociedad, manteniéndose el apoyo empresarial al gobierno; por lo menos en el CADE 93 de Arequipa, ese apoyo volvió a hacerse explícito. Se inaugura pues un periodo, en el plano político, de preguntas abiertas; las respuestas, los pactos, las alianzas y las vinculaciones se irán observando en el camino. Sin embargo, es innegable que esta vez la política ha colocado en un nuevo momento al programa económico.

## **INVERSION EXTRANJERA, PRIVATIZACIONES Y PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS**

### **Inversiones extranjeras**

Uno de los principales temas de coyuntura del tercer trimestre de 1993 fue la renovada afluencia de capital extranjero a la economía peruana,



tanto hacia la realización de inversiones directas como hacia el aún incipiente mercado de capitales. El logro de algunas sonadas privatizaciones, así como el *boom* bursátil registrado, parecían confirmar las afirmaciones oficiales<sup>26</sup>.

Como es obvio, el tema trasciende la problemática de corto plazo de la economía peruana. Específicamente, trasciende el plano de la estabilización para ubicarse en el plano del problema del crecimiento de una economía como la peruana, luego de tres años de ajuste estructural. Precisamente, en el periodo que aquí se viene revisando se puso en cuestión la posibilidad de consolidación del modelo económico, del cambio del patrón de acumulación, luego del «relativo éxito» en el plano de la desinflación, la reinserción internacional y los aún precarios equilibrios macroeconómicos.

¿Cuál es la magnitud de afluencia de capitales extranjeros a la economía nacional? ¿En qué sectores se ubica? ¿Cuál es el probable impacto de este flujo en el nivel de actividad, el sistema financiero y los precios relativos de la economía? ¿Se puede afirmar acaso que se avanza hacia la consolidación de un nuevo patrón de acumulación, o que el cambio de régimen económico, el neoliberal, sigue arrastrando las inestabilidades del corto plazo?

### La magnitud real de la inversión extranjera

Al tercer trimestre de 1993, el *stock* total de inversión directa extranjera (IDE) ascendió a 1,545.3 millones de dólares (véase el cuadro 12), de los cuales prácticamente el 93% se ubicó en cuatro sectores económicos: Minería (36%), Industria (32%), Comercio (13%) y Finanzas (11%)<sup>27</sup>. La estructura porcentual de esa inversión en el periodo 1990-1993 no ha variado sustancialmente, salvo en los casos de los sectores Minero y Finanzas, que aumentaron su participación relativa, mientras que el sector Industria la mantuvo y el sector Comercio la disminuyó (véase el gráfico 5).

CUADRO 12  
STOCK DE INVERSION EXTRANJERA REGISTRADA  
POR SECTORES ECONOMICOS 1990-1993\*  
(millones de dólares)

Sector	1990	%	1991	%	1992	%	1993*	%
Minería	423	32.7	424	32.0	543	36.5	550	35.6
Industria	435	33.7	456	34.3	483	32.4	505	32.7
Comercio	201	15.5	208	15.7	202	13.6	206	13.3
Finanzas	122	9.4	123	9.3	144	9.7	168	10.9
Servicios	60	4.7	63	4.8	64	4.1	64	4.1
Vivienda	18	1.4	18	1.4	19	1.3	19	1.2
Turismo	11	0.8	11	0.8	11	0.7	11	0.7
Transporte	5	0.4	5	0.4	5	0.4	5	0.3
Otros	18	1.4	18	1.3	18	1.2	18	1.2
Total	1,293	100.0	1,326	100.0	1,489	100.0	1,545	100.0

\* Datos para 1993 al 30 de setiembre.

a/ No incluye 92 millones de dólares pendientes de registro correspondientes a las inversiones de Santa Isabel, grupo Soros, Televisa, AeroMéxico, Tricolor y Banmédica.

Fuente: CONITE (Boletín de octubre 1993).

CUADRO 13  
VARIACION DE STOCK, ESTRUCTURA Y TASA DE  
CRECIMIENTO PORCENTUAL DE LA INVERSION  
DIRECTA EXTRANJERA POR SECTORES  
ECONOMICOS 1990-1993  
(millones de dólares)

Sector	90-93	Partici- pación %	Var. %	90-92	Partici- pación %	Var. %	92-93	Partici- pación %	Var. %
Minería	126	50.0	29.8	120	61.1	28.3	7	11.5	1.2
Industria	69	27.4	15.9	47	24.2	10.9	22	38.7	4.5
Comercio	5	2.0	2.5	1	0.6	0.6	4	6.7	1.9
Finanzas	46	18.3	37.9	22	11.2	17.9	24	43.1	16.9
Servicios	3	1.4	5.7	3	1.7	5.7	0	0.0	0.0
Vivienda	1	0.4	5.3	1	0.5	5.3	0	0.0	0.0
Turismo	0	0.1	1.3	0	0.1	1.3	0	0.0	0.0
Transporte	0	0.2	10.0	1	0.3	10.2	(0)	(0.0)	(0.2)
Otros	1	0.2	3.4	1	0.3	3.4	0	0.0	0.0
Total	252	100.0	19.5	196	100.0	15.2	56	100.0	3.8

Fuente: Cuadro 12.

Sin embargo, en términos de variación de *stock* (flujos) se aprecia un significativo dinamismo, con una tasa de crecimiento de 19.5% para el periodo 1990-93. El flujo, de 252 millones de dólares, fue absorbido por sólo tres sectores económicos: Minería (50%), Industria (28%) y Finanzas (18%). En 1992 se concentró la mayor entrada de capitales: 162.5 millones de dólares (véase el cuadro 13).

26 Para algunos, hasta setiembre habían ingresado por inversión extranjera entre 800 y 1,000 millones de dólares. Otros afirmaban que el monto superaba los 1,500 millones de dólares. Según Yoshiyama, el Perú recibiría 2,000 millones de dólares de inversión extranjera hasta fin de año (La República, 3/10/93).

27 CONITE, la fuente de estos datos, sólo consigna el *stock* de IDE registrado por ella. Corresponde a la inversión realizada, sea en activos o en aportes de capital de empresas extranjeras ya instaladas, así como nuevas adquisiciones mediante compra de acciones o privatizaciones. En este último caso, lo que se registra es el valor total pagado y no sólo el correspondiente al capital accionario, por ser más cercano al valor del patrimonio de la empresa. Esta metodología difiere sustancialmente de la del Banco Central, consignada en la cuenta de capitales privados de la Balanza de Pagos, pues no considera los flujos monetarios generados por las matrices y subsidiarias (préstamos o cuentas corrientes) ni tampoco se registran los contratos o acuerdos de inversión de las concesiones petroleras y mineras.

Entre enero y setiembre de 1993 el dinamismo disminuyó sustancialmente, reduciéndose la tasa de crecimiento a 3.8% (en 1992 fue de 12.3%), con un flujo registrado de 56.4 millones de dólares (véase el cuadro 14). Dicho flujo se ha orientado mayoritariamente al sector Finanzas (43%) e Industria (39%), destacando la notable continuidad de los flujos hacia el sector Finanzas<sup>28</sup>.

**CUADRO 14**  
**STOCK Y VARIACION DE STOCKS DE INVERSION**  
**DIRECTA EXTRANJERA 1980-1993\***  
(millones de dólares)

	Stock IDE	Variación de stock	Variación porcentual
1980	890		
1981	956	66	7.4
1982	1,022	66	6.9
1983	1,092	70	6.8
1984	1,119	27	2.5
1985	1,130	12	1.1
1986	1,152	21	1.9
1987	1,173	22	1.9
1988	1,217	44	3.7
1989	1,246	29	2.4
1990	1,293	47	3.8
1991	1,326	34	2.6
1992	1,489	163	12.3
1993	1,545	56	3.8
1993a	1,637	148	10.0
1993b	1,956	467	31.4

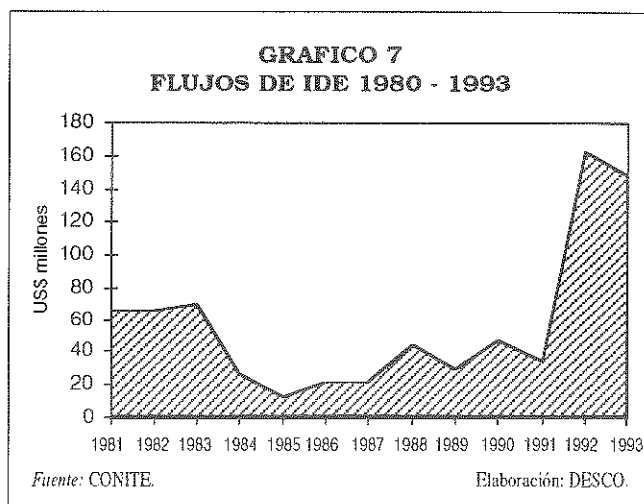
\* Datos para 1993 al 30 de setiembre.

a/ Stock de IDE si se incluye 92 millones de dólares pendientes de registro.

b/ Stock de IDE según proyección de CONITE al 31 de diciembre.

Fuente: CONITE (Memorias y boletines mensuales de estadísticas de IDE).

Desde el una perspectiva de largo plazo, el flujo de IDE en lo que va de la década de los noventa parece haber llegado a un nuevo piso, al modificarse las tasas de crecimiento y el nivel de los flujos previamente existentes. Se puede distinguir hasta tres periodos: el primero, de 1981 a 1983, con tasas de crecimiento promedio de 7% anual y flujos sobre los 60 millones de dólares; el segun-



do, de 1984 a 1989, con una tasa de crecimiento promedio de 3% anual y flujos por debajo de los 40 millones de dólares; y el tercero, que se inicia en 1992, con tasas de crecimiento promedio de 10% y flujos sobre los 150 millones de dólares (véase el gráfico 7)<sup>29</sup>.

Analizando la IDE desde la perspectiva de su origen, se nota que en el periodo 1988-1993 la estructura porcentual del stock por regiones muestra variaciones importantes: cae la participación de América del Norte, se mantiene la de los Paraísos Financieros, emerge la región de Asia y se da un relativo declinamiento de Europa; a su vez, América del Sur mejora su participación pero su participación sigue siendo pequeña (véase el cuadro 15)<sup>30</sup>. En el grupo de América del Norte, resalta la emergencia del capital mexicano; en el de Asia, el capital chino, y en el de América del Sur los capitales chilenos (véase el cuadro 16). Esta nueva estructura por regiones puede tener importantes connotaciones, en tanto precisamente los capitales más volátiles son los de los paraísos financieros, componente importante en los flujos hacia la economía peruana<sup>31</sup>. A la vez, el declinamiento relativo de los

28 En el caso minero, el dinamismo de la inversión responde a las importantes privatizaciones de empresas y participación en proyectos estatales, como Quellaveco (comprada por Mantos Blancos de Chile, filial del grupo británico Minorco), HierroPerú (comprada por la Shougang Co. de China), y el proyecto de oro de Yanacocha, donde participa mediante *joint ventures* la Newmont Mining Co. de Estados Unidos. En el caso industrial destaca la modalidad de adquisición de paquetes accionarios del Estado y del sector privado, como la adquisición de la empresa Field por la National Biscuit Co., o de empresas como Renasa (compra del 40% de acciones), CNC (100%) y COPSA por inversionistas extranjeros. En el caso de las Finanzas destacan los aportes de capital del Credit Lyonnais de Francia al Banco de Lima, retomando su control, y los aportes en las AFP de bancos y empresas de Chile, Estados Unidos, Holanda, Bahamas y Gran Caymán.

29 Debe notarse sin embargo que se está considerando la inversión no registrada de 92 millones de dólares; además, el registro de la compra de HierroPerú (por cerca de 118 millones de dólares) es la causa del gran salto que se produce en 1992. Si se elimina este dato, los flujos para 1992-1993 se ubicarían sobre los 90 millones de dólares.

30 América del Norte comprende Estados Unidos, Canadá y México; Asia comprende China y Japón; y Paraísos Financieros comprende Panamá, Islas Caymán, Bahamas, Islas Virgenes y Uruguay.

31 Algunos analistas observan que este capital es principalmente de peruanos, capitales que fugaron por la inestabilidad y riesgos durante la década de los ochenta (Ugarteche, Oscar: "Inversión Extranjera: el mito de Sísifo". En *Quehacer*, N° 85, Lima, Desco, 1993).

**CUADRO 15**  
**INVERSION DIRECTA EXTRANJERA POR REGIONES**  
**DE ORIGEN 1988-1993**  
(millones de dólares)

Regiones	1988	Participación %	1993	Participación %	Flujo	Participación %	Var. %
América del Norte	630	51.7	739	46.2	110	28.5	17.4
Asia	41	3.4	160	10.0	119	30.9	287.7
Paraísos Financieros	295	24.2	412	25.7	117	30.4	617.1
Europa	164	13.5	178	11.1	14	3.6	59.5
América del Sur	24	2.0	43	2.7	19	4.9	77.5
Otros	63	5.2	70	4.4	7	1.7	10.6
Total	1,217	100.0	1,602	100.0	384	100.0	31.6

Fuente: CONITE.

**CUADRO 16**  
**STOCK DE INVERSION DIRECTA EXTRANJERA POR**  
**PAIS DE ORIGEN 1988-1993**  
(millones de dólares)

Países	1988	Participación %	1993	Participación %	Flujo	Participación %	Var. %
EE.UU.	579	47.6	634	39.6	55	14.2	9.5
Canadá	50	4.1	51	3.2	1	0.2	1.7
México /1	0	0.0	54	3.4	54	14.0	20,769.2
China	0	0.0	118	7.4	118	30.7	
Japón	41	3.4	42	2.6	1	0.2	1.7
Panamá	140	11.5	163	10.2	23	6.1	16.8
Suiza	86	7.1	102	6.4	16	4.2	18.9
G.Cayman	8	0.6	44	2.7	36	9.4	456.1
Uruguay	20	1.6	42	2.6	22	5.8	113.4
Bermudas	26	2.1	32	2.0	6	1.6	23.7
Virgenes	0	0.0	14	0.9	14	3.8	
Holandés	16	1.3	14	0.9	(2)	(0.5)	(11.8)
Reino Unido	40	3.3	43	2.7	3	0.9	8.8
Suecia	37	3.1	37	2.3	(0)	(0.0)	(0.2)
Alemania	24	2.0	31	1.9	6	1.6	24.7
Italia	19	1.6	17	1.1	(3)	(0.7)	(13.5)
Holanda	19	1.5	22	1.4	3	0.8	16.6
Francia	18	1.5	22	1.4	4	1.0	21.3
España	6	0.5	6	0.4	0	0.0	1.9
Venezuela	5	0.4	13	0.8	8	2.0	140.6
Colombia	9	0.7	12	0.7	3	0.7	29.8
Chile	1	0.1	11	0.7	10	2.6	1,073.9
Argentina	5	0.4	4	0.3	(1)	(0.3)	(19.4)
Bolivia	4	0.3	4	0.2	(0)	(0.1)	(8.5)
Otros	63	5.2	70	4.4	7	1.7	10.6
Total	1,217	100.0	1,602	100.0	385	100.0	31.6

1/ Para 1993 se ha incluido la compra de AreoPerú, aún no registrada.  
Fuente: CONITE (Estadística de inversión extranjera, octubre 1993).

capitales europeos puede ser síntoma de que el Perú sigue siendo un país de alto riesgo para la inversión.

Otro componente importante de los flujos de capitales externos fue el que se dirigió hacia la Bolsa de Valores. A setiembre de 1993 se estimó en cerca de 714 millones de dólares el total del monto negociado por extranjeros en la Bolsa de Valores de Lima<sup>32</sup>.

### Las causas del flujo de capitales

Dos son las causas básicas del mayor flujo de capitales extranjeros a la economía nacional. En primer lugar, el cambio imprevisto pero favorable en el sector externo. En segundo lugar, la tendencia a la disminución relativa del riesgo-país para la inversión foránea<sup>33</sup>.

La primera causa está referida a la significativa disminución de las tasas de interés internacionales, y la renovada movilidad de los flujos de capital hacia la región. En un contexto de distorsión de tasas de interés locales en moneda nacional y moneda extranjera, el efecto más importante parece ser el mejoramiento relativo de los rendimientos esperados de las actividades productivas, sobre todo el de los activos estatales (sustentado además en su rentabilización mediante «sinceramiento» de tarifas y precios públicos, producto del ajuste). Esto puede explicar no sólo el auge de la IDE sino también el éxito relativo de algunas privatizaciones (aunque ambas son casi lo mismo por ahora)<sup>34</sup>.

La segunda causa, el menor riesgo-país, comprende una serie de factores tanto de orden institucional como económicos y políticos. Sin embargo, más allá de los cambios institucionales y de la regulación económica —ligados sobre todo a los «logros» de la estabilización y la aplicación de las reformas estructurales— debe destacarse las disposiciones legales y firmas de convenios para atraer la inversión extranjera<sup>35</sup>, y el menor riesgo político. El peso más significativo parece tenerlo

32 Según información del propio CONITE, este monto negociado sobredimensiona el valor patrimonial real, que a lo más se ubicaría entre 150 a 180 millones de dólares hasta setiembre de 1993.

33 Un análisis de 82 países con cinco categorías de riesgo (riesgo A, el menor; riesgo E, el mayor) sostiene que el Perú ha ascendido del riesgo E al tope de la categoría de riesgo D. El riesgo para las inversiones en el Perú ha disminuido 15 puntos en los últimos dos años, y cinco puntos adicionales en el último trimestre, lo que da un 64% de peligro para invertir en el Perú, 18% por encima de la región, 200% por encima de Chile y 50% por encima de México. Irak figura como el país menos conveniente, con 100% de peligro (Informe del EIU en Gestión del 18/11/93).

34 No obstante, debe también considerarse el renovado auge que ha cobrado la estrategia de las multinacionales por abastecerse de recursos naturales.

35 Se ha firmado un convenio con la *Multilateral Investment Guarantee Agency* (MIGA), según el cual se brinda garantías a la inversión extranjera, en caso de suspenderse las remisiones de utilidades o de expropiación. La agencia cubre los costos y suspende los desembolsos del Banco Mundial. Durante 1992 se continuó estableciendo un marco legal muy favorable: Ley de



este último elemento, como resultado nítido del control del terrorismo y de la expectativa de los agentes en una supuesta estabilidad del régimen a largo plazo (proceso que el mismo gobierno se encargó de abrir con el autogolpe del 5 de abril de 1992 y que pretendió cerrar con el Referéndum Constitucional del 31 de octubre de 1993)<sup>36</sup>.

### El impacto esperado y sus límites reales

En un contexto signado por la búsqueda de la estabilización en base a una política de alta rigidez monetaria y fiscal, de total apertura económica y financiera y de regularización de relaciones con la banca multilateral, se ha pretendido que el flujo de capitales privados externos sea no sólo la «varita mágica» de los equilibrios agregados, sino el sustento del proceso de reestructuración y reinserción de la economía peruana en la economía internacional<sup>37</sup>. Sin embargo, el éxito de esta opción depende no sólo de la cantidad del capital que llegue al país y de su calidad y naturaleza, sino sobre todo de la capacidad de absorción de la economía y del destino de ese capital.

Los flujos actuales de IDE sólo representan una pequeña proporción del PBI (0.3%). Incluso si se consignan los compromisos de inversión futura resultantes de algunas privatizaciones y de nuevos contratos de exploración y explotación de

yacimientos mineros y petroleros, el flujo anual calculado (400 millones de dólares) no supera el 1% del PBI (véase el cuadro 17)<sup>38</sup>.

CUADRO 17  
INVERSIONES COMPROMETIDAS: 1994-1998  
(millones de dólares)

	Sector	Monto
Great Western Resources	Petróleo	30.0
Mantos Blancos	Minería	560.0
Maple Corporation	Petróleo	150.0
Newmont Mining Co.	Minería	60.0
Nueva Management	Petróleo	100.0
Occidental Oil Gas Co.	Petróleo	34.0
Shougang Corp.	Minería	154.0
Southern Perú Cooper Co.	Minería	300.0
Cyprus Mining	Minería	485.0
Total		1,873.0

Fuente: CONITE.

De las privatizaciones a efectuarse en los próximos meses, exceptuando las del sector minero, las más importantes se darán en el sector servicios de la economía, vinculadas al mercado interno (sector Transportes y Comunicaciones, sector Energía, etcétera)<sup>39</sup>. En términos cualitativos, la IDE canalizada por privatización aún no escapa de los límites de un proceso de transferencia de activos, con el agregado de que el impacto fiscal

Promoción de la Inversión Privada en las empresas del Estado (DS 070-PCM-11/07/92); Reglamento de dicha Ley (DS 162-EF-14/08/92); Reglamento de los regímenes de garantía a la Inversión Privada (DS 162-EF-12/10/92); convenios de "protección legal" para garantizar la inversión extranjera y el "uso de moneda legal" complementarios al Convenio Constitutivo del MIGA (D. Ley 25780 19/10/92); Convenio sobre incentivos para las inversiones del Overseas Private Investment Corporation (D. Ley 25809 01/11/92); modificación de la Ley del impuesto a la Renta e inclusión en la lista de exoneraciones del impuesto, hasta el 31 de diciembre del año 2.000, a las ganancias de capital de las operaciones bursátiles (D. Ley 26010 27/12/92). Se han firmado además convenios bilaterales con Estados Unidos, Francia e Inglaterra, y con el Centro Internacional para la Solución de Disputas de Inversiones (ICSID); igualmente se han suscrito convenios de promoción y garantías de inversiones con Suiza y Tailandia, y se están negociando similares con Alemania y Corea.

- 36 El riesgo político es una variable muy importante para los inversionistas, y tiene que ver con la alta volatilidad de los indicadores económicos y la pendularidad de las decisiones de política económica que afectaron el desempeño macroeconómico durante la década de los ochenta. Pero a su vez, la naturaleza de las decisiones de inversión sobre la base de este riesgo conllevan conductas altamente defensivas y de alta sensibilidad ante el cambio de expectativas y la incertidumbre política, más aún en un país donde no se han concretado los cambios institucionales necesarios para resolver los conflictos económicos y políticos en un marco ordenado y estable.
- 37 La ausencia notable de un sistema financiero sólido y de un mercado de capitales interno capaz de otorgar financiamiento a largo plazo, parece estar detrás de esta decisión, aunque también se ha procurado dar pasos en ese sentido. Así lo evidencian la importante transferencia de rentas de trabajo hacia el sistema financiero privado (CTS), así como el desarrollo del Sistema Privado de Pensiones y su esperada captación de capitales y diversificación de su inversión. En definitiva, se está tratando de modificar el patrón de acumulación existente, por uno orientado hacia afuera, altamente competitivo y liderado por capitales de innovación privados principalmente extranjeros.
- 38 Además, dichas inversiones estarán concentradas en el sector primario de la economía, donde no sólo estarán sujetas a las condiciones adversas de los términos de intercambio (el poder adquisitivo de las exportaciones tradicionales cayó a 61.5% en setiembre de 1993 y sigue bajando), sino también a las estrategias de las corporaciones y el dinamismo que le imprimen a sus transacciones y flujos monetarios (créditos, importaciones, remesas utilidades, *royalties*, etcétera).
- 39 Entre las empresas de mayor atractivo para el capital extranjero destacan Centromin Perú, Tintaya y la refinera de Minero Perú, pero también la Compañía Peruana de Teléfonos, Electrolima, Interbank, Ferrocarriles, Compañías de Seguros, entre otras. Llama la atención que por el lado del sector agropecuario de exportación se esté haciendo muy poco, siendo la agroexportación una de las actividades más funcionales al modelo.

esperado ha sido poco significativo<sup>40</sup>. Por lo tanto, la capacidad de la IDE obtenida por privatización de sustituir a la inversión pública y de arrastrar la inversión privada doméstica esta todavía en cuestión<sup>41</sup>.

Por el lado del sistema monetario y financiero, el impacto de los flujos de capitales ha sido más transparente. El flujo de capitales consignados en la cuenta de Capitales de Corto Plazo y Errores u Omisiones de la Balanza de Pagos ha sido el siguiente: 2,130 millones de dólares en 1991, 1,935 millones de dólares en 1992 y 708 millones de dólares al primer semestre de 1993. La tendencia es claramente decreciente. Sin embargo, mas allá de su discutida pero real efectividad para sostener el recurrente déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y además permitir una sorprendente ganancia neta de reservas internacionales, es importante observar que estos flujos se han ido incorporando a la liquidez del sistema financiero y alimentando la disponibilidad de crédito en moneda extranjera al sector privado.

A setiembre de 1993 el resultado fue una progresiva profundización de la dolarización de la liquidez del sistema financiero (70%) y en mayor medida del crédito al sector privado (80%). Dolarización y endeudamiento que tuvieron su correlato en el mantenimiento de la distorsión de precios relativos (tipo de cambio y tasas de interés) en un contexto de fragilidad del sistema financiero, por la persistencia del alto nivel de cartera pesada (12.5%).

Por último, la inversión extranjera en la Bolsa de Valores de Lima parece haber tenido una naturaleza más bien especulativa, orientándose a la ganancia por variación de precios y diferencial de intereses, antes que por rendimiento real de em-

presas<sup>42</sup>. La compra de paquetes accionarios se dio fundamentalmente en la industria y la banca. La relación que dicha inversión mantuvo con el sector privado nacional fue para tener capital de trabajo para reorganización, mantenerse en el mercado y en menor medida para reestructuración o reconversión. Se han dado casos de fusiones y cambios en estructura de propiedad con el grupo La Fabril, el grupo Romero y algunas compañías de Seguros.

En síntesis, en lo que respecta al flujo de capitales de IDE, las magnitudes son pequeñas a nivel de efectivo impacto interno, así como en términos de los niveles latinoamericanos (en México y Argentina bordean el 4% del PBI). Por tanto, no es esperable aún un efecto-arrastre de la inversión extranjera sobre la inversión privada nacional; todavía es necesario un cierto nivel de inversión pública, aunque obviamente de otras naturaleza (infraestructura, inversión social, desarrollo regional, etcétera).

En cuanto a los capitales de corto plazo, el propio proceso de absorción interna puede estar llevando a la economía a un nuevo nivel de desequilibrio potencial, altamente explosivo por la alta dolarización que genera y su efecto sobre los precios relativos (tipo de cambio y tasa de interés). En este caso ya no sería el Estado el endeudado, como en la crisis de la deuda en 1982, sino el sector privado de la economía.

Un balance muy preliminar de todo lo señalado sugiere que el flujo de capitales, pese a ser significativo y a su probable impacto en el dinamismo del comercio exterior, no tendrá necesariamente efectos en el nivel de actividad ni en el equilibrio del sector externo a largo plazo. Por el contrario, su efecto más inmediato se concentrará en el lado monetario-financiero y de precios, alimentando la

40 La privatización ha generado hasta la fecha 452 millones de dólares como resultado bruto de las transacciones efectuadas. Sin embargo, las transferencias netas al Tesoro sólo han llegado a 189.9 millones de dólares. De los ingresos totales, 215.2 millones de dólares corresponden a saldos por cancelar por la venta de algunas empresas, entre los que destacan la operación de *leasing* a veinte años por Petromar (200 millones de dólares), y el saldo a pagar en los próximos dos años por la venta de Quellaveco (8.4 millones de dólares). Como gastos deducidos figuran el pago por ejecución del proceso (7.8 millones de dólares, que incluye pago de honorarios a intermediarios), los montos transferidos al Fondo de Privatización (1.8 millones de dólares, 2% de lo recaudado según D. Leg. 674), y los fondos retenidos por empresas matrices para gastos de reestructuración y liquidaciones (28.8 millones de dólares) (Boletín COPRI, octubre de 1993).

41 Definitivamente, dicho cambio de vinculación dependerá de los cambios positivos que se puedan hacer a través de nueva inversión e innovación, que eleven el nivel de actividad, la productividad y competitividad de las actividades productivas transables y no transables, y establezcan nuevos eslabonamientos y relaciones de subcontratación con el capital nacional, elementos que al parecer aún no se han concretado.

42 Según el presidente de la Bolsa, José Luque, el 70% de las operaciones ha sido efectuada por capitalistas extranjeros, principalmente de Chile, Argentina, Colombia y México, aunque también norteamericanos y europeos (Gestión 13/10/93). Son conocidas las reacciones del mercado ante la concreción de adquisiciones como la que hizo la National Biscuit Company (Nabisco), que elevó considerablemente el precio de las acciones de la Field, que pasaron de 1.50 a 8.23 soles del 14 de mayo al 19 de julio. Lo mismo ocurrió con Tricolor de Chile en Pinturas Vencedor, Owens de Estados Unidos en Vidrio Planos, y Mexicana Vitro en Manufacturas de Vidrio.

dolarización y fragilidad del sistema, así como la continuidad de la distorsión de los precios relativos.

La tarea perentoria es entonces lograr la estabilidad de la balanza de pagos y tender hacia una nueva estructura de equilibrio, que asegure la sostenibilidad de ese equilibrio (generar superávit comerciales, más inversión directa y menos capitales de corto plazo), y la propia viabilidad del modelo. Sigue planteado el problema entre estabilidad y competitividad, así como el escaso dinamismo de la inversión interna<sup>43</sup>.

### Privatizaciones

Las privatizaciones son un componente fundamental del modelo neoliberal planteado por el gobierno de Alberto Fujimori. En lo esencial, el gobierno ha procurado que los compradores de las principales empresas sean extranjeros, debido a que no se tiene confianza en el capital privado nacional. Así lo confirman la venta de Aeroperú a Aeroméxico, la negativa de vender Pescaperú a los armadores peruanos, y el esfuerzo por brindar una mayor confianza a los inversionistas extranjeros<sup>44</sup>.

En el mismo sentido, la nueva Constitución consagra varios artículos para otorgar confianza a la inversión extranjera. Por ejemplo, el trato igual entre capital privado y capital nacional (artículo 63) implica el libre acceso al crédito interno por parte de las empresas extranjeras, así como la imposibilidad de exigirles condiciones (transferencia tecnológica, balance neto positivo de divisas, contenido nacional en la producción, etcétera). Por otro lado, la libre tenencia y disponibilidad de moneda extranjera (artículo 64) implica que no existen obstáculos a las remesas de utilidades al exterior (lo que sí contempla, por ejemplo, el Capítulo XIX de la legislación chilena sobre conversión de la deuda externa en activos).

De otro lado, el presupuesto fiscal está considerando montos importantes por concepto de

privatizaciones. Para 1993 se presupuestaron ingresos por privatización por un monto de 400 millones de dólares, no habiendo un balance claro del total vendido. Para 1994 se han presupuestado ingresos fiscales por un total de 800 millones de dólares, lo que significa más o menos el 15% del presupuesto total.

Hasta la fecha se han vendido empresas por un valor de 475 millones de dólares al contado y 710 millones de dólares en compromisos de inversión, según Carlos Montoya, Presidente de COPRI (The Andean Report, 22/11/93). Las empresas vendidas más importantes han sido Aeroperú, Hierroperú (Marcona), Cerro Verde, y el Banco Popular (Bolivia). Sin embargo, las empresas hasta ahora vendidas, aunque algunas tienen cierta importancia, no constituyen aún el momento clave del proceso de privatización. En efecto, hasta ahora no se han vendido las empresas más grandes del sector público (Petroperú, Centromin, Electroperú, CPT y ENTEL). Puede decirse pues que es en la venta de tales empresas que se juega el éxito del proceso.

### Papeles de la deuda externa y postores

Existen serias dificultades para el uso de los papeles de la deuda externa en el proceso de privatización, a pesar de que el 25 de noviembre último fue aprobado el DL 26250. No se va a negociar en lo inmediato un Plan Brady; existe el problema de la deuda con el Chemical Bank y el American Express por la compra de los barcos Mantaro y Pachitea, lo que está trabando toda la negociación; y no se sabe si habrá distinción entre acreedores originales y compradores posteriores de los títulos de la deuda externa. No resulta casual que los bancos privados estén interesados en el uso de esos papeles<sup>45</sup>.

No existe información detallada sobre quiénes han comprado papeles de la deuda externa en el mercado secundario. Sin embargo, se sabe que el Atlantic Security (Grupo Romero), el Pacific Industrial Bank (Rodríguez Pastor/Carlos Boloña),

43 Los casos latinoamericanos, en particular el chileno y más recientemente el argentino, pueden ser ilustrativos. En dichos casos el efecto privatización, y en general el tratamiento de la IDE fue clave (aunque en Argentina todavía no superan totalmente el problema).

44 En el tercer trimestre se efectuó el primer pago a AIG por la BELCO, por un monto inicial de 30 millones de dólares. Se arregló así este problema pendiente con el capital extranjero.

45 Iván Carrillo, vicepresidente del Citibank de Lima, señala que "no hay peligro de especulación si primero entran los acreedores originales al proceso de privatización" (The Andean Report, 16/8/93). También existen informes de que el Citicorp y el Deutsche Sudamerikanische están interesados en la privatización, ya sea como accionistas o como participantes de un fondo (Perú Económico, setiembre 1993).

e inversionistas chilenos y peruanos han efectuado ciertas compras<sup>46</sup>.

De otro lado, existen empresas que se iban a vender en 1993 (como es el caso de Centromin) que recién se venderán en 1994 para aprovechar el uso de papeles de la deuda externa. Si existiera un uso exagerado de papeles de la deuda externa para las compras de las empresas privatizadas, peligrarían los ingresos fiscales presupuestados para 1994.

### Perspectivas de la Balanza de Pagos

Las proyecciones de la Balanza de Pagos acordadas con el FMI suponen que se mantendrá el déficit en la cuenta corriente por algún tiempo. Según el Banco Central, la proyección del déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos para 1993 es de 1,954 millones de dólares, y para 1994, de 1,967 millones de dólares (véase el cuadro 18)<sup>47</sup>.

CUADRO 18  
PROYECCIONES DE LA BALANZA DE PAGOS:  
1993-1994\*  
(Millones de dólares)

Concepto	1993	1994
I. Balanza en cuenta corriente	-1954	-1967
A. Balanza comercial	-462	-564
1. Exportaciones	3432	3591
2. Importaciones	-3894	-4155
B. Servicios financieros	-1019	-1067
3. Sector público	-891	-919
4. Sector privado	-128	-148
C. Servicios no financieros	-945	-919
D. Pagos de transferencia	-473	583
II. Capitales a largo plazo	1142	1602
E. Sector público	686	612
F. Sector privado	456	990
III. Balanza neta básica (I + II)	-811	-365
G. Capitales de corto plazo y errores u omisiones	1468	865
IV. Balanza de Pagos (III + G)	657	500

\* Considera el costo financiero del servicio no pagado de la deuda pública con el Club de París.

Fuente: BCRP (Gestión 15/11/93, p. 18).

Esto supone, en primer lugar, que el déficit de la Balanza Comercial se mantendrá en niveles cercanos a 500 millones de dólares hasta más allá de 1995. Por el lado de las exportaciones, sólo después de esta fecha se prevé que comiencen a madurar las inversiones extranjeras en minería y petróleo (se confía también en la recuperación de los precios internacionales de los minerales), así como algunas inversiones nacionales resultantes de la reconversión industrial (textiles y agroindustria). Por el lado de las importaciones, parece que las de bienes de consumo duradero ya han alcanzado un nivel de saturación, pero según un informe de The Perú Report (octubre 1993), el efecto de las privatizaciones y su demanda por nuevos equipos e insumos podría elevar el nivel de importaciones en 1994 y 1995, con un consiguiente efecto positivo en el tipo de cambio<sup>48</sup>.

En segundo lugar, el escenario previsto supone el mantenimiento del déficit en los servicios no financieros, en niveles que bordean los 900 millones de dólares. Aquí la única perspectiva de mejora radica en el rubro turismo, debido a la disminución de la violencia política. No se espera mejora en fletes, seguros, pagos de regalías, etcétera.

En tercer lugar, el escenario supone el mantenimiento del déficit en los servicios financieros en niveles algo superiores a los mil millones de dólares. Esta cuenta incluye, en lo esencial, el pago de la deuda externa. El déficit en esta cuenta aumentaría si se incluye cualquier pago a la banca privada, aún cuando haya algún descuento en la deuda gracias a un eventual Plan Brady. Esto se debe al hecho que cualquier pago a la banca privada significaría un egreso adicional, pues hoy en día no se está pagando nada y no está previsto ningún pago en el presupuesto de 1994. El mismo déficit se daría en caso aumenten las remesas al exterior de empresas extranjeras por concepto de utilidades<sup>49</sup>.

### Aumento de los capitales de largo plazo

El Banco Central prevé un aumento de los capitales a largo plazo, de 1,142 millones de dólares en 1993 a 1,602 millones de dólares en 1994. Este incremento de los préstamos de largo plazo provendría de las agencias multilaterales y del

46 Cabe destacar que Jorge Peschiera, negociador de la deuda externa, ha sido funcionario del Atlantic Security en Miami.

47 Según informaciones de Macroconsult, en 1994 el déficit en la cuenta corriente será de 2,627 millones de dólares (The Perú Report, octubre de 1993).

48 Sin embargo, esto debe ser contrastado con la posibilidad que se mantenga el flujo de dólares de corto plazo.

49 A diferencia de la legislación chilena (Capítulo XIX), en el Perú no se contempla ningún mecanismo para "demorar" las remesas de utilidades.



Club de París, siempre y cuando los préstamos concertados sean efectivamente desembolsados.

De acuerdo al Banco Central, los ingresos por inversión extranjera directa se duplicarían, pasando de 456 millones de dólares en 1993 a 990 millones de dólares en 1994. Ello sería producto de las privatizaciones de grandes empresas que deben darse en 1994 y 1995 (Centromín, Petroperú, Siderperú, Electroperú y Electrolima, CPT, ENTEL).

Un ingreso adicional provendría de la explotación del gas de Camisea, pero la maduración de este proyecto es de mediano plazo (tres a cinco años), desde el momento en que se inicie la inversión. Este tema es aún materia pendiente de negociación con la empresa Shell, y debe transcurrir por lo menos un año hasta que se tenga claro cuál será el trato definitivo.

Por otro lado, el gobierno confía en que se mantenga la tendencia reflejada en 1992 y 1993 por las inversiones en minería (Yanacocha, Cerro Verde, Hierroperú-Shougang), petróleo (Petrotech ex Belco, Occidental, Maple, entre otras) y algunas inversiones en el sector industrial y financiero (Nabisco, Credit Lyonnais).

### **Problematización del ingreso de capitales de corto plazo**

Hasta donde se puede prever, el flujo de capitales de corto plazo continuará financiando el déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. El ingreso de capitales de corto plazo en 1993 podría haber estado finalmente alrededor de 1,468 millones de dólares (menos que en 1991 y 1992), permitiendo el financiamiento de la cuenta corriente y un significativo aumento de las reservas internacionales netas (657 millones de dólares). Para 1994 se estima que habrá un descenso de este importante flujo de capitales de corto plazo, llegándose a un nivel de 865 millones de dólares, lo cual significa que la tasa de interés en dólares se mantendrá por encima de las tasas internacionales, con el consiguiente efecto negativo para la inversión interna. Por otro lado, el flujo positivo de dólares de corto plazo mantendrá la tendencia a la sobrevaluación de la moneda nacional.

En esta situación, el gobierno espera que en un plazo de dos a tres años comiencen a madurar las

inversiones extranjeras, lo que permitirá que las exportaciones comiencen a recuperarse y de esa manera se pueda sustituir poco a poco el capital de corto plazo. Durante ese lapso, es crucial que se concluya el proceso de privatización, el cual servirá, por un lado, de fuente proveedora de divisas y de recursos fiscales y, por otro, llevará a una demandas de maquinarias e insumos que incidirá en un aumento de las importaciones y del tipo de cambio. Desde ese punto de vista, el modelo puede ser viable en el corto plazo, siempre y cuando no sucedan cambios imprevistos en la confianza de los inversionistas extranjeros sobre la permanencia del régimen más allá de 1995<sup>50</sup>.

De otro lado, no parecen ser ciertas las afirmaciones de que el déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos de 2.500 millones de dólares anuales se traducirá en un aumento de la deuda externa. Lo que está sucediendo es que este déficit se está cubriendo con el ingreso de capitales de corto plazo, los mismos que son absorbidos internamente. La cuestión de quiénes y cómo los absorben es algo que no se ha estudiado; sin embargo, algunas pistas para este análisis son las siguientes:

- a) el aumento del endeudamiento en dólares de las empresas (nacionales y extranjeras) para cubrir sus necesidades de importaciones en general, pago de servicios no financieros, así como para pago de préstamos externos;
- b) el aumento del endeudamiento en dólares de las empresas (nacionales y extranjeras) para capital de trabajo, como producto de la dolarización;
- c) el aumento del crédito personal por parte de la banca comercial, lo que estaría impulsando el consumo privado; y
- d) el aumento de las compras del Banco Central para pago de deuda externa y para incremento de las reservas internacionales.

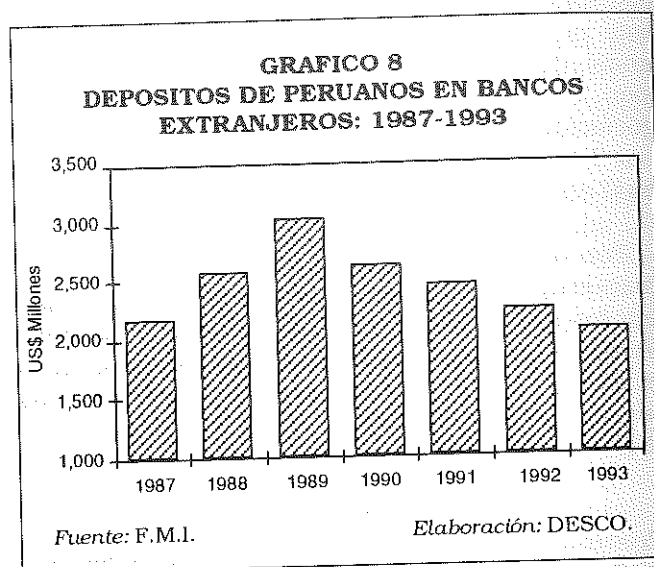
Es factible pensar, entonces, que el déficit en la cuenta corriente y su cobertura por capitales de corto plazo no está causando, por lo menos hasta ahora, un aumento en la deuda externa de largo plazo. Pero sí es interesante evaluar cuáles podrían ser algunas de las consecuencias económicas de este flujo de capitales de corto plazo.

50 Hipótesis que debe contrastarse con los resultados poco halagadores para el gobierno del Referéndum del 31 de octubre.

En primer lugar, no se sabe cuál es la estructura de este capital de corto plazo. Se dice que se trata de una mezcla de varios factores: créditos de corto plazo, dólares del narcotráfico, remesas de peruanos residentes en el extranjero, repatriación de capitales, dólares bajo el colchón que ahora se depositan en el sistema financiero, presencia efectiva de capital especulativo. Por ese motivo, no es posible saber si podría producirse un retiro masivo del capital de corto plazo colocado en el sistema financiero. Es importante estudiar más este tema.

En segundo lugar, si se llegara a producir un retiro del capital de corto plazo y el sistema bancario se mostrara incapaz de entregar los dólares a los depositantes, entonces **habría una deuda de los bancos con éstos**. Por el momento, la posición de cambio del Banco Central es positiva y permite cubrir holgadamente los encajes en moneda extranjera de los bancos privados. Una hipótesis de trabajo no estudiada es la siguiente: ¿tienen los bancos privados (no el Banco Central) la liquidez suficiente para cubrirse de un retiro masivo de los depositantes? En otras palabras, si las colocaciones de los bancos no son sólidas o lo suficientemente liquidas, podrían verse en problemas para aguantar dicho ataque. En ese caso hipotético, el problema vendría más por el lado de los bancos privados nacionales que por insolvencia del Banco Central<sup>51</sup>.

Evidentemente, para que esto suceda, los depositantes (los dueños del capital de corto plazo) tendrían que tener la capacidad de exigir sus dólares (cuestión que, repetimos, no se conoce a cabalidad). Lo que significa dos cosas: uno, que el ataque especulativo no vendría del lado de conversión de soles en dólares (porque no hay la suficiente cantidad de soles para montar un ataque especulativo); dos, que los depositantes son en su gran mayoría extranjeros, y que no son los capitalistas nacionales que han repatriado su dinero para invertirlo en sus empresas<sup>52</sup>.



51 Hay que considerar que han ocurrido cambios en la estructura de depósitos en la banca comercial debido a los cambios institucionales generados por las reformas estructurales neoliberales: ingresos de CTS y de depósitos de las AFP. Por definición, estas colocaciones son de residentes y de largo plazo, lo que le otorgaría una mayor solvencia a la banca.

52 Al respecto cabe destacar que en 1991 y 1992 el dinero de peruanos depositado en bancos extranjeros ha descendido en millones de dólares, lo que significa que ha habido una repatriación de capitales (véase el gráfico 8).

## SINTESIS DEL DEBATE EN EL CONSORCIO

José Távora  
(DESCO)

Se presenta aquí una síntesis de los principales temas discutidos entre los investigadores del Consorcio, a propósito de la presentación del Informe de Coyuntura sobre el tercer trimestre de 1993, elaborado por el Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo (DESCO). La discusión abarcó varios de los temas desarrollados en el informe, siendo el más recurrente el carácter de la expansión registrada en los últimos meses. Como en las reuniones anteriores, se expresaron distintos puntos de vista sobre la solidez y la viabilidad del programa económico -particularmente en relación al sector externo, a la estabilidad del sistema financiero y al comportamiento de la inversión. Ello permitió contrastar diversas hipótesis sobre el dinamismo y los límites de la reactivación. En lo que sigue se reseña la discusión, poniendo de relieve algunos de los problemas que requieren mayor análisis.

### Componentes de la reactivación

El informe presentado por DESCO planteó que el aumento del consumo privado en los estratos de altos ingresos sería el elemento explicativo de la paulatina recuperación del PBI experimentada durante los tres primeros trimestres de 1993. La evidencia utilizada -PBI por tipo de gasto al segundo trimestre de 1993- muestra que tanto la inversión privada como las exportaciones permanecieron estancadas durante la primera mitad del año; el notable aumento de la inversión pública no habría tenido mayor incidencia en la reactivación por su escaso peso relativo en la demanda global. El aumento registrado en las remuneraciones de los empleados y ejecutivos, así como la expansión del crédito personal a dichos estratos, parecían confirmar el papel dinámico atribuido al consumo. A ello podría sumarse el aumento en la productividad y en las ganancias derivadas de la reorganización de las empresas, aun cuando no se presentó mayor evidencia al respecto.

La recuperación del consumo privado contrasta con la caída sostenida del empleo en las empresas más grandes. Lamentablemente, no se dispone de indicadores confiables sobre el sector informal, aunque las cifras sobre salarios muestran un mejor desempeño en las empresas de

menor tamaño. Durante la reunión se discutió el significado de las cifras sobre remuneraciones, subrayando que ellas corresponden a los niveles brutos e incorporan el aumento en los costos no salariales (en particular, el efecto de las afiliaciones a las AFP). Sin embargo, también se señaló que dado que dichas cifras solo llegaban hasta agosto de 1993, el «efecto AFP» no sería significativo. En cualquier caso, se señaló que el efecto expansivo de los mayores sueldos de empleados y ejecutivos podría haber sido contrarrestado por la contracción del empleo. Y en tanto la expansión del crédito se haya dirigido a financiar la compra de bienes de consumo durable, el resultado habría sido un aumento de las importaciones antes que un aumento del PBI.

De otro lado, información de distintas fuentes presentada en el curso de la discusión sugirió un mayor dinamismo en el comportamiento de la inversión privada. Se señaló que las series de PBI por tipo de gasto estiman el consumo por residuo, no siendo muy confiables. Esta poca confiabilidad queda en evidencia al contrastarlas con las series del PBI por actividad económica, las cuales muestran una expansión significativa del sector construcción. Ello confirmaría que la inversión privada no se ha mantenido estancada, sino que por el contrario ha jugado un papel activo en la recuperación de la producción.

Durante el debate se examinó el impacto del programa de reformas y del proceso de privatización en la inversión extranjera. La evidencia presentada en el informe sugiere que la magnitud de esta inversión -actual y proyectada- es aún muy reducida para compensar la enorme contracción de la inversión pública registrada durante los últimos años. También se destacaron los riesgos de ignorar el contenido tecnológico y las características cualitativas de los distintos tipos de inversión, poniendo de relieve la necesidad de explicitar los problemas metodológicos en la comparación de cifras agregadas. Se insistió asimismo en que los cambios en la propiedad de los activos privatizados no equivalen a aumentos netos en el *stock* de capital ni se traducen necesariamente en una expansión de la demanda por bienes y servicios producidos domésticamente. En líneas generales, se subrayó que el

papel explicativo de la inversión extranjera en la actual reactivación parece ser aún muy limitado.

Hubo una interpretación distinta del proceso de reactivación, que cuestionó el papel atribuido al consumo y relativizó la inversión extranjera como elemento explicativo, poniendo mayor énfasis en las mejoras climáticas en relación a 1992, en la privatización y reactivación de empresas estatales semiparalizadas como Hierroperú, y en la política fiscal (en particular en el aumento de la inversión pública en infraestructura). Desde esta perspectiva, no hay evidencia de cambios exógenos independientes de la reactivación como tal que afecten al consumo (por ejemplo, un aumento general de salarios o una reducción en los impuestos a las remuneraciones). De hecho, el aumento del consumo registrado durante el primer semestre de 1993 parece poco significativo si se lo compara con el observado en el último periodo expansivo (1986-1987). No obstante, las cifras correspondientes al tercer trimestre -presentadas en el curso del debate- sí muestran un aumento considerable en el consumo privado en relación a igual periodo del año anterior.

### **Estabilización y viabilidad del programa**

Como en las reuniones anteriores, la pregunta de fondo en el debate fue la viabilidad del programa económico. Esta vez, la principal observación hecha fue que la notable reducción de la tasa de inflación ha estado acompañada de una creciente dolarización del sistema financiero (alrededor del 80% del total de depósitos y colocaciones). Si bien el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido cubierto por flujos de capital de corto plazo, se sabe muy poco sobre la composición de estos flujos y su sensibilidad frente a cambios políticos y macroeconómicos.

Uno de los temas de discusión fue justamente la vulnerabilidad del programa ante una eventual reducción de esos flujos. La estrategia del gobierno parece ser alterar progresivamente la estructura de financiamiento de las empresas: el capital de corto plazo sería gradualmente reemplazado por capital de largo plazo, lo cual permitiría mantener el ritmo de acumulación de reservas y estabilizar la balanza de pagos. El programa de privatización aparece, precisamente, como el eje de esta estrategia. Los riesgos generados por eventuales ataques especulativos no vendrían entonces por la convertibilidad de soles en dólares, sino por las dificultades de la autoridad mo-

netaria para sostener una determinada posición de cambio sin alterar la dinámica de la reactivación.

Se insistió en que la escasa evidencia disponible no permite descartar los efectos negativos que tendría una eventual reducción de estos flujos, particularmente en el tipo de cambio y el nivel de inflación. El dilema sería mantener la estabilidad de los precios y sostener, simultáneamente, el crédito en moneda extranjera a las empresas. Una contracción de los flujos de capital podría inducir entonces, mediante su impacto en el sistema financiero, una nueva recesión y un rebrote inflacionario. Queda por investigar cuáles son los mecanismos que podrían facilitar la neutralización de dicho impacto, así como los márgenes de maniobra del gobierno y de las distintas instituciones del sistema financiero en relación a los órdenes de magnitud involucrados.

### **Perspectivas**

Se subrayó por otro lado que el dilema central del programa está, en buena medida, en las cuentas de la Balanza de Pagos. Las exportaciones han permanecido estancadas y no se prevén cambios sustantivos en el futuro inmediato; se sostuvo, sin embargo, que era muy conservador suponer que ese estancamiento persistiría, dado que las cotizaciones internacionales de las materias primas ya están en los niveles más bajos de los últimos años, y no hay motivos para asumir que seguirán disminuyendo. Además, se espera un aumento sustancial en la producción minera, que podría elevar notablemente el valor de las exportaciones en un plazo de tres años. En cualquier caso, no es tan evidente que los frutos de las inversiones puedan aprovecharse antes de las elecciones de 1995, teniendo en cuenta los periodos de maduración de las mismas. Podría presentarse entonces una situación similar a la del periodo 1976-1977, durante el cual el país enfrentó una crisis de balanza de pagos. En este contexto, la capacidad negociadora del gobierno con sus acreedores externos reviste una importancia particular.

De otro lado, es necesario investigar cuáles son los mecanismos y condiciones que pueden hacer posible que la inversión extranjera genere efectos acumulativos y sostenidos en el desarrollo de la economía peruana. Las privatizaciones pueden ciertamente estimular el crecimiento, pero no se puede descartar la posibilidad de que los activos privatizados y los recursos adjudicados se utilicen



con una lógica cortoplacista de extracción de rentas, acelerando su depreciación y agotamiento. Ello dependerá de las estrategias de inversión de las empresas y de su capacidad organizativa para llevarlas a cabo, así como de la calidad de gestión -y del poder de negociación- de las instituciones locales. El fortalecimiento de estas instituciones y el diseño de regulaciones eficaces para promover la competencia y la conservación de los recursos, serán sin duda áreas críticas de la gestión del gobierno en el futuro.

Por último, y en relación al frente interno, se discutió en qué medida los resultados del referéndum constitucional podrían afectar la estabilidad del programa económico. Se observó que ninguno de los potenciales candidatos para las

elecciones presidenciales de 1995 ha puesto en cuestión el modelo económico, y por lo tanto dichos resultados no serían significativos. Al mismo tiempo, sin embargo, dado que el programa depende críticamente de la inversión extranjera, se dijo que su viabilidad podría verse afectada por la inestabilidad de las reglas de juego y la incertidumbre que caracterizan a sociedades heterogéneas y fragmentadas, factores que tienen un papel determinante en el comportamiento de los inversionistas. La flexibilidad del gobierno para incorporar los aportes de sectores actualmente excluidos y promover una difusión más equitativa de los frutos de la reactivación, particularmente en el interior del país, resulta entonces decisiva: la estabilidad de las reglas de juego depende en buena medida de su legitimidad.

## **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: Humberto Campodónico - DESCO  
Javier Escobal - GRADE  
Javier Iguíñiz - PUCP  
Francisco Verdera - IEP  
Juan Jullo Wicht - CIUP

Secretario  
Ejecutivo: Ignacio Franco

Coordinación: Av. del Ejército 1870, San Isidro.

### **AUSPICIO**

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