

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este informe es presentar un análisis de los principales desarrollos macroeconómicos del segundo trimestre de 1994. En una primera sección, se describe la evolución de los principales agregados económicos durante el trimestre. En la segunda, se presenta una discusión sobre las tendencias de largo plazo del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), mostrándose proyecciones alternativas de la balanza de pagos para el periodo 1994-2000.

Sin duda, los eventos económicos más importantes en este periodo han sido la firma de la carta de intención con el FMI y el ingreso del dinero por la privatización de CPT y ENTEL. Adicionalmente, emergieron nuevas tendencias en la evolución de la economía. En el sector real continúa la tendencia de crecimiento del PBI, aunque la dinámica sectorial ha cambiado. En este sentido, vale la pena notar que el ratio del PBI transable/PBI no transable muestra una tendencia creciente a pesar del estancamiento en el tipo de cambio real (TCR). Tanto el empleo como las remuneraciones evolucionaron favorablemente durante el primer semestre. En el caso de las remuneraciones del sector privado, esta es una tendencia que se venía observando desde antes; y en el caso del sector público, el incremento real de las remuneraciones parece ser un fenómeno coyuntural del trimestre asociado a la proximidad de las elecciones.

La inflación continuó disminuyendo, la tasa anualizada del último trimestre fue de 11.7%; esto hace pensar que se va a cumplir la meta propuesta por el gobierno de lograr una inflación menor a 20% para 1994. Por otro lado, a pesar de la reducción de la inflación, el TCR continuó deteriorándose básicamente por el estancamiento del tipo de cambio nominal.

En el sector financiero también se han registrado resultados positivos: la elevación de la

intermediación financiera y la desdolarización tanto de los depósitos como del crédito. Otros resultados financieros importantes han sido la caída de la BVL (20% en términos reales) y la confirmación de un mal año para las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs).

Finalmente, en el sector externo las RIN se han incrementado en 2,000 millones de dólares debido a los ingresos por privatización y al incremento de la cuenta de capitales a corto plazo, errores y omisiones. Continúa el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pero compensado por entradas de capitales que permiten que el saldo de la balanza de pagos sea favorable.

EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA RECIENTE

SECTOR REAL

Durante el segundo trimestre del año se reforzó la tendencia de crecimiento del PBI observada durante 1993 y principios de 1994. En particular, durante este trimestre el PBI creció 15.2% con respecto a similar período del año anterior. Los sectores que lideraron este crecimiento fueron el pesquero, construcción, agropecuario y manufacturero (véase el cuadro 1). Ligeramente menor fue el crecimiento del sector comercio y considerablemente menores, las tasas de crecimiento de la producción de los sectores electricidad, minería y otros, mayormente ligados al sector terciario.

En cuanto a la evolución del PBI de los sectores primario y no primario, las tasas de crecimiento de ambos se han aproximado; en consecuencia, ya no serían sólo las actividades primarias las que estarían explicando el crecimiento del producto. Factores de demanda interna vinculados al repunte de las actividades secundarias y terciarias, fundamentalmente comercio, estarían adquiriendo cada vez mayor importancia en el crecimiento del producto.

1 El presente Informe de Coyuntura Económica ha sido elaborado por Marco Castillo, Javier Escobal, Valerie Fry, Alberto Pascó-Font, Alonso Segura y Martín Valdivia. Los autores agradecen la colaboración de Piero Ghezzi y Giancarlo Gasha.

CUADRO 1
TASAS DE CRECIMIENTO TRIMESTRALES DEL PBI SECTORIAL
(con respecto al año anterior)

	93-I	93-II	93-III	93-IV	1993	94-I	94-II
Global	1.5%	6.2%	11.1%	7.5%	6.5%	9.7%	15.2%
Agropecuario	-1.2%	1.9%	14.0%	10.4%	6.2%	8.9%	27.6%
Pesca	31.7%	35.0%	40.8%	-0.9%	23.5%	27.0%	39.1%
Minería	7.4%	5.8%	12.6%	5.3%	7.8%	5.0%	7.0%
Electricidad/Agua	-3.5%	11.5%	20.5%	22.9%	12.2%	13.3%	9.3%
Manufactura	1.3%	9.0%	12.6%	8.0%	7.6%	12.3%	17.4%
Construcción	-1.7%	12.1%	21.0%	20.7%	13.0%	27.8%	31.8%
Comercio	-1.2%	5.1%	7.8%	4.1%	3.7%	11.3%	13.7%
Otros	1.8%	4.7%	6.8%	5.2%	4.6%	4.4%	6.1%
Primario	5.9%	5.9%	13.2%	5.9%	7.7%	10.8%	21.4%
Secundario	-3.6%	7.6%	15.2%	15.0%	8.4%	15.2%	20.0%
Terciario	0.9%	4.8%	7.1%	4.9%	4.3%	6.5%	8.5%

El comportamiento del ratio PBI transable/No transable muestra una tendencia creciente que se estaría reforzando durante el primer semestre de 1994². Esta evolución, sin embargo, es contraria a la descrita por el TCR a partir del año 1993, la pregunta que habría que formularse es ¿cuán sostenible será el crecimiento del PBI transable por encima del No transable?

Con relación a la evolución sectorial, tenemos que la tasa de crecimiento del PBI *minero* esconde importantes fluctuaciones al interior del sector. Hasta mayo de 1994 la producción de cobre y plomo descendió en 2.7% y 1.4% respectivamente, mientras que la producción de zinc, plata, hierro y petróleo creció durante dicho periodo. El crecimiento de este sector se explica fundamentalmente, por las inversiones realizadas en la producción de hierro y por la tendencia alcista en las cotizaciones internacionales registrada durante el primer semestre de este año -en especial en cobre, plata, plomo y oro- que incrementaron el valor producido.

En lo que respecta al *sector agropecuario*, tanto el sub-sector agrícola como el pecuario se han reactivado, incrementándose la tasa de crecimiento en el primero y revirtiéndose el decrecimiento en el último. Dentro del sub-sector agrícola casi la totalidad de productos han mostrado tasas de crecimiento muy importantes el último semestre (trigo, 60%; algodón, 86%, frijol, 38%, papa, 32%; y café, durante el segundo trimestre, debido al

fuerte incremento en las cotizaciones internacionales) y en el sub-sector pecuario, se tuvo un repunte de la producción de carne de ave (20%).

El *sector pesquero* continuó experimentando mejoras en base al incremento en la extracción de especies para consumo humano directo y fundamentalmente, para la elaboración de harina de pescado.

El *sector manufactura* mostró una evolución favorable durante los cuatro primeros meses de 1994. El uso de la capacidad instalada promedio del sector estaría bordeando, durante el mes de abril, el 83% (tomando como capacidad límite el máximo valor observado desde 1985)³. Dentro de este esquema, el rubro refinera de petróleo habría alcanzado récord de utilización desde dicha fecha seguido de alimentos, tabaco y el global de bienes intermedios que superan el 90% de uso de capacidad. A nivel CUODE, el crecimiento en manufactura de bienes de consumo, intermedios y de capital es sostenido, alcanzando el segundo niveles récord en los últimos diez años. Asimismo, 13 de 20 rubros habrían crecido los cuatro primeros meses del año (con respecto al año anterior) y sólo uno de ellos no habría crecido ninguno de los periodos (industria textil).

El *sector construcción* mantiene la tendencia creciente por las mayores inversiones privadas y públicas, estas últimas fundamentalmente en re-

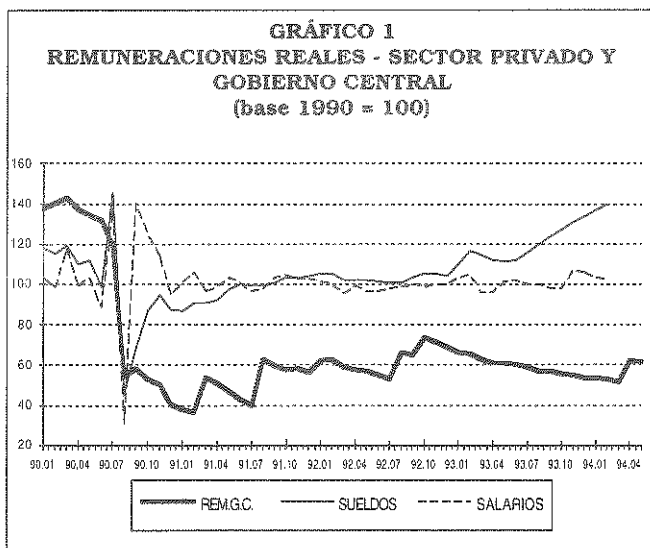
2 Este resultado se observa tanto en el ratio desestacionalizado publicado por el MEF, como en el ratio no desestacionalizado construido por GRADE.

3 Si tomamos el periodo 1980 en adelante, obtendríamos el mismo resultado para el sector fabril y casi todos los rubros que se analizan a continuación. Sin embargo, en El Comercio (2/8/94), citan información del INEI en la cual se afirma que el sector manufactura habría alcanzado alrededor del 59.8% de uso de capacidad instalada en el mes de junio.

paración, construcción y mantenimiento de carreteras. Por último, el aumento del nivel de actividad del sector comercio se explica principalmente, por una mayor oferta de bienes importados y, minoritariamente, de bienes de origen nacional.

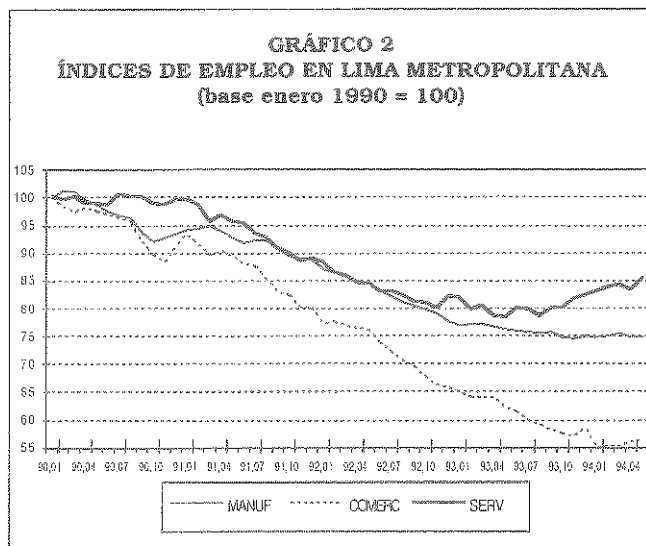
Remuneraciones y empleo

En materia de remuneraciones, durante el segundo trimestre, las trayectorias de los sueldos y salarios observaron un aumento en términos reales, incluso los actuales niveles salariales han recuperado el nivel del segundo trimestre de 1993. En el gobierno central, estos aumentos no generaron problemas en la caja fiscal y permitieron que los trabajadores de la administración pública, recuperaran parte de la capacidad adquisitiva que venían perdiendo desde el último trimestre de 1992. En el sector privado, tanto los sueldos como los salarios mostraron una evolución favorable. Desde mediados de 1993 los sueldos reales han crecido de manera sostenida, a diferencia de los salarios reales que fluctuaron alrededor del nivel promedio del año 1990, aunque en este primer semestre mostraron un repunte en su evolución (véase el gráfico 1).



Con respecto al empleo, durante este trimestre se consolida la reversión de su tendencia decreciente. El empleo en el sector servicios inició su reactivación, desde mediados de 1993; en particular, los rubros de inmobiliarias, diversiones, saneamiento y sociales. Los sectores manufactura y comercio recién, durante el primer semestre de 1994, dan señales de frenar su caída e incluso, el último insinúa una ligera recuperación (principalmente comercio al por menor). Como consecuencia

de este comportamiento, el índice de empleo global en Lima muestra una ligera tendencia al alza durante el primer semestre de 1994 (véase el gráfico 2).



Otro indicador que muestra la evolución favorable del empleo en el sector privado es la disminución sostenida -desde 1990- en el número de horas hombre (hh) perdidas por huelga en dicha actividad. Éstas disminuyeron, durante el primer semestre de 1994, en casi 70% con respecto al primer semestre de 1993; disminución que se presenta en minería, industria y el resto de sectores, con excepción del sector electricidad que registró una pérdida de 84,800 hh en el segundo trimestre de 1994.

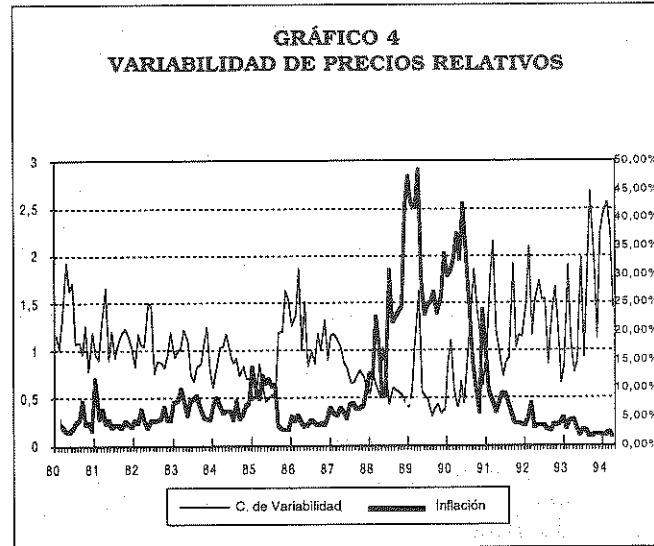
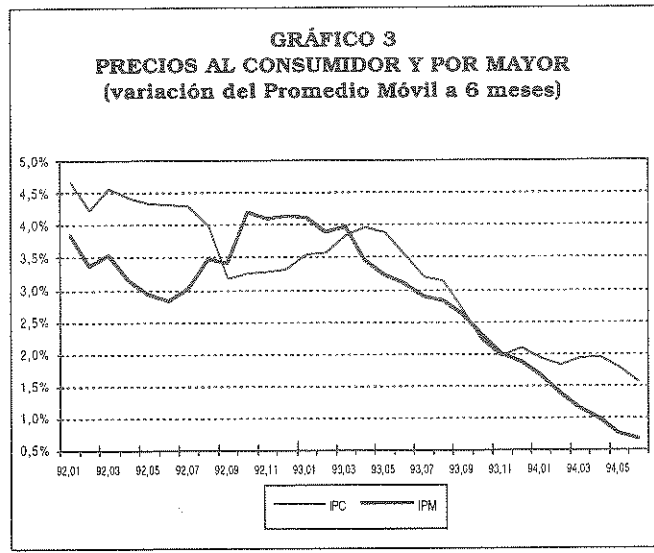
A pesar de los distintos problemas metodológicos y de cobertura, la evolución de los indicadores de empleo y remuneraciones, durante el primer semestre de 1994, estarían indicando una mejora en el ingreso disponible y en consecuencia, en la demanda interna.

Precios

Durante el segundo trimestre del año continuó la tendencia decreciente de la inflación, se mida ésta a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) o mediante el Índice de Precios al por Mayor (IPM). En el gráfico 3 se observa que la tasa de inflación, medida como la tasa de crecimiento del promedio móvil de los últimos 6 meses del IPC y del IPM, fue 1.39% y 0.47% en julio de 1994, respectivamente.

Es importante notar que la variabilidad de precios relativos ha venido aumentando ligeramente

en los últimos meses. El gráfico 4 presenta la evolución del coeficiente de variabilidad de la tasa de inflación por rubros junto con la inflación promedio⁴.

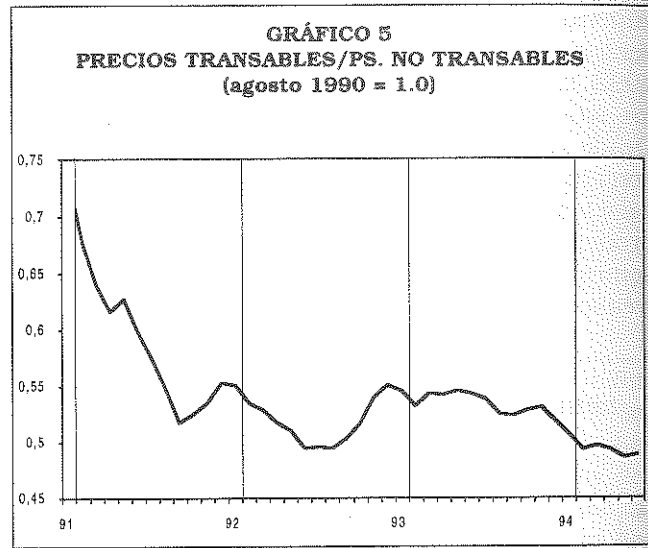


Aquí se hace evidente que ambas variables, excluyendo los picos, tienen una relación inversa. En este sentido, no hay evidencia que una mayor variabilidad de precios relativos «anuncie» una futura mayor inflación⁵.

Es importante notar, sin embargo, que si bien la estructura de precios relativos se ha ordenado

bastante con respecto a 1990, ésta aún no converge a una estructura definida. Así, mientras algunos rubros del IPC crecen a un ritmo mucho mayor que el índice agregado, otros lo hacen a un ritmo menor.

Finalmente, debe observarse que la relación entre precios transables y no transables se ha mantenido estable, alrededor de 0.5, durante los dos últimos años (si se supone que la relación era de 1 en agosto de 1990) (véase el gráfico 5). Esta información debe ser tomada con cautela debido a que el cálculo del índice de precios transables y no transables se realiza a nivel de IPC y esta información no necesariamente coincide con la que reporta el IPP.



SECTOR EXTERNO

Reservas internacionales

La privatización del sector telecomunicaciones y el incremento de la cuenta de capitales de corto plazo, errores y omisiones han ocasionado que las RIN se incrementaran en 2,000 millones de dólares durante el primer semestre de 1994. Así, las reservas del BCRP se situaron en 4,809 millones de dólares al 30 de junio de 1994 y la posición de cambio, en un proceso francamente creciente, superó los 1100 millones de dólares. Las perspectivas para el resto de 1994 son igualmente favorables.

4 Para el cálculo se ha empleado las tasas de inflación de los 163 rubros de consumo del IPC. Este cálculo ha considerado, asimismo, la participación de cada uno de estos rubros en el gasto familiar.

5 El test formal de causalidad de Granger mostró claramente, que la hipótesis: «la variabilidad de precios **no causa** inflación» es aceptada (se obtuvo un estadístico $F = 0.966$ usando un rezago óptimo de 13, de acuerdo con el criterio de Akaike). Al mismo tiempo, fue rechazada la hipótesis: «la inflación **no causa** variabilidad» (se obtuvo un estadístico $F = 2.867$ usando el mismo rezago).

Balanza de pagos

Durante el primer trimestre de 1994 la balanza de pagos tuvo un comportamiento similar al del último trimestre de 1993 (véase el cuadro 2). El principal cambio fue el incremento de la cuenta de capitales a corto plazo, errores y omisiones que venía decreciendo desde 1992 y que compensó la menor entrada de capitales de largo plazo. El saldo de la balanza de pagos fue superavitario en 186 millones de dólares, pese al considerable déficit en cuenta corriente (435 millones de dólares) que fue compensado por la entrada los capitales de largo plazo (188 millones de dólares) y la cuenta de capitales de corto plazo, errores y omisiones (434 millones de dólares).

La balanza comercial registró un saldo similar al del último trimestre de 1993 (-247 millones de

dólares). Las exportaciones alcanzaron 922.8 millones de dólares, lo que implica un crecimiento del 4.8% con respecto a igual periodo del año anterior. Hasta el mes de mayo, las cifras de exportaciones estarían indicando un mayor crecimiento en esta variable como consecuencia de precios externos más favorables y de un incremento en el volumen exportado de ciertos productos como harina de pescado, calamar gigante, oro y hierro.

Es conveniente mencionar que se espera un incremento de las exportaciones a partir de 1994, producto de una mejora en los términos de intercambio. Durante los últimos tres años, el índice del poder adquisitivo de las exportaciones tradicionales ha mostrado un franco deterioro (véase el gráfico 6); así, el BCRP estima que este índice cayó en 40% desde 1990 hasta el último trimestre de 1993⁶.

CUADRO 2
BALANZA DE PAGOS 1989-1994:1
(millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994-I
I. BALANZA CUENTA CORRIENTE	3	-840	-1284	-1696	-1775	-437
A. Balanza Comercial	1197	340	-166	-566	-578	-247
1. Exportaciones FOB	3488	3231	3329	3484	3464	923
2. Importaciones FOB	-2291	-2891	-3495	-4051	-4043	-1170
B. Servicios Financieros	-946	-1041	-1032	-910	-981	-127
3. Sector Público	-792	-910	-909	-782	-830	-91
4. Sector Privado	-154	-131	-123	-128	-151	-36
C. Serv. no financieros	-409	-414	-452	-668	-657	-202
D. Transferencias	161	275	366	448	441	138
II. CAPITAL A LARGO PLAZO	935	810	726	612	1237	188
E. Sector Público	878	823	845	475	647	-72
5. Desembolsos	380	245	872	387	1509	42
6. Refinanciación	699	0	6115	547	1313	18
a. De amortización	615	0	3119	132	663	12
b. De intereses	84	0	2996	415	650	6
7. Condonación	0	0	63	9	7	133
8. Amortización	-1251	-1143	-1021	-749	-963	-292
9. Otros capitales	1050	1721	-5184	281	-1219	27
F. Sector Privado	57	-13	-119	137	590	260
III. BAL. NETA BÁSICA (I+II)	938	-30	-558	-1084	-537	-249
G. Cap. Corto Plazo y e.y.o	-75	166	1809	1576	1037	435
IV. BALANZA DE PAGOS	863	136	1251	492	500	186

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

⁶ El gráfico 6 presenta el índice de términos de intercambio construido por el BCRP (usando la metodología propuesta por Laspeyres) y un índice alternativo en el que se utiliza un índice divisia para los precios de exportación.

En el caso de las importaciones, éstas crecieron 30% durante el primer trimestre de 1994 con respecto al primer trimestre de 1993. Las importaciones de bienes de consumo se redujeron con relación al último trimestre de 1993, mientras que las importaciones de insumos y bienes de capital aumentaron. El tímido incremento de las exportaciones frente al agresivo crecimiento de las importaciones probablemente, profundizaría el déficit en balanza comercial en lo que resta de 1994.

El resultado de la cuenta de capitales de largo plazo ha sido significativamente inferior al del trimestre precedente (188 millones de dólares contra 422 millones de dólares). Mientras el sector privado mejoró su situación, el sector público la empeoró, pasó de 271 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1993 a -74 millones en el primer trimestre de este año.

La cuenta capitales de corto plazo, errores u omisiones, se ha incrementado considerablemente después de haber venido decreciendo durante los últimos trimestres, alcanzando una cifra récord de 434 millones de dólares. Éstos y los capitales de largo plazo compensaron el importante déficit comercial registrado en este trimestre.

En cuanto al endeudamiento externo, se concertaron créditos por 55 millones de dólares que se destinaron íntegramente a proyectos de inversión. El endeudamiento externo neto ha sido negativo en 207 millones, mientras que en el cuarto trimestre de 1993 fue positivo en 270 millones. La amortización y el pago de intereses se ha reducido con respecto a los desembolsos del trimestre anterior. La deuda externa total se ha reducido en aproximadamente 100 millones con respecto a diciembre de 1993, ascendiendo a 22,052 millones de dólares.

GRÁFICO 6
ÍNDICES DE TÉRMINO DE INTERCAMBIO
(enero 1992 - abril 1994)
(base: 100 = enero 1992)

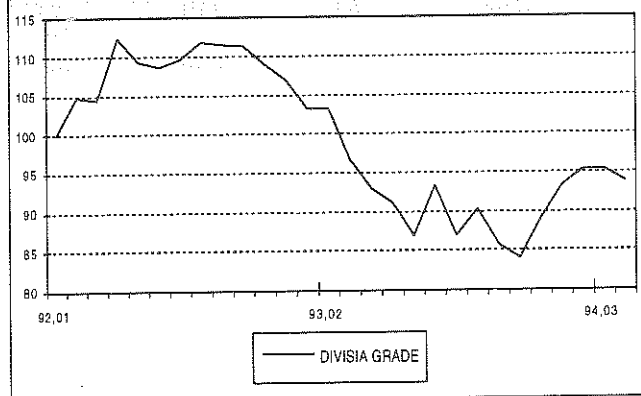
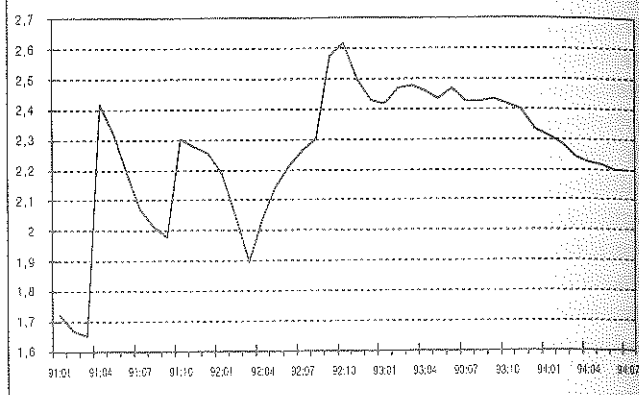


GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL
(enero 1991 - julio 1994)
(en nuevos soles / US\$ de julio 94)



Tipo de cambio real

El gráfico 7 presenta la evolución del TCR en nuevos soles de julio de 1994. Se puede apreciar que éste se ha venido deteriorando paulatinamente desde fines de 1992, que su variabilidad ha decrecido y los saltos bruscos observados al principio del programa, se han suavizado considerablemente.

SECTOR FISCAL

En lo que va de 1994, la política fiscal del gobierno ha sido similar a la ejecutada durante 1993. Esta política tiene como objetivo aumentar el superávit primario (excluidos los ingresos por concepto de privatización) del 0.1% del PBI alcanzado en 1993 a 0.6% del PBI en 1994, de manera que se mantenga el déficit del sector público consolidado por debajo de 2.3% del PBI. Este déficit sería financiado exclusivamente con recursos externos. Adicionalmente, se busca incrementar los ingresos tributarios para financiar la expansión programada del gasto social, del gasto de seguridad y de la inversión pública.

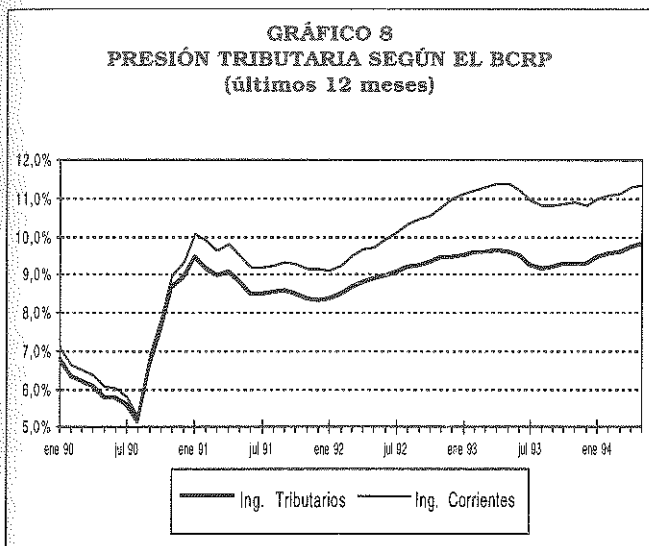
Política de ingresos

Con el fin de lograr el compromiso asumido por el gobierno en la carta de intención, de alcanzar una presión tributaria de 12.1% del PBI en 1994, se está trabajando en ampliar la base tributaria y mejorar la administración fiscal antes que en introducir nuevos tributos.

Así, según datos del BCRP, la presión tributaria continúa elevándose y se ubica ligeramente por

debajo del 10%⁷. Del mismo modo, los ingresos corrientes como porcentaje del PBI, continúan creciendo (véase el gráfico 8). Se debe resaltar que el MEF viene «reinterpretando» la definición de presión tributaria (se incluyen los ingresos de cancillería, los intereses que perciben los fondos de privatización, la seguridad social y los recursos del FONAVI) de tal manera que se ha convertido en el concepto de «presión fiscal», con el propósito de acercar la cifra de «presión tributaria» al 12.1% previsto en las negociaciones con el FMI.

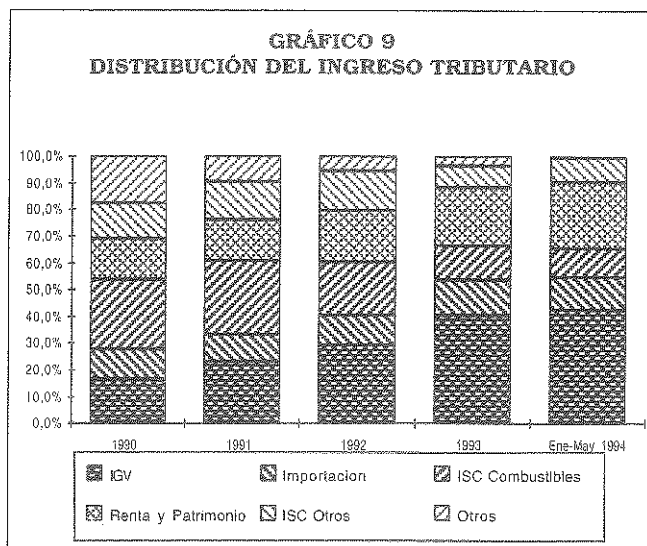
Es interesante señalar que, en el primer semestre del año, la estructura de ingresos tributarios muestra cómo se sigue reduciendo la participación de los ingresos provenientes del ISC a los combustibles, mientras que se eleva la participación del IGV (véase el gráfico 9).



Política tarifaria

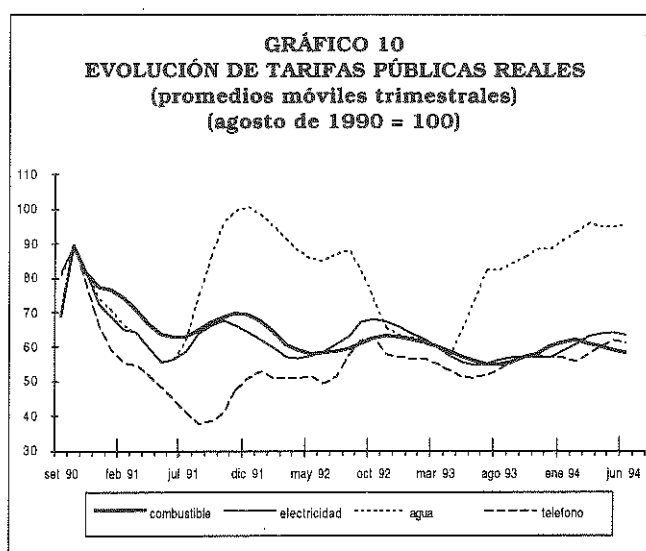
Los precios y tarifas públicas se mantienen aproximadamente al mismo nivel real que tenían a fines de 1993, aunque su valor en dólares se ha incrementado como consecuencia de la sobrevaluación del nuevo sol ocurrida en lo que va del año. Esto se da en un contexto en el que se observan tasas decrecientes de inflación.

Si bien los precios públicos de los combustibles no han sido modificados desde noviembre del año pasado, las tarifas de los servicios públicos de electricidad y agua se incrementaron varias veces -durante el primer semestre del año- con el objetivo



de poner la estructura tarifaria a punto que facilitara su privatización. Cabe destacar que, en ambos casos, las tarifas que sufrieron mayor incremento son aquellas asociadas a los consumos más bajos (esto es cierto, especialmente en el caso de las tarifas eléctricas).

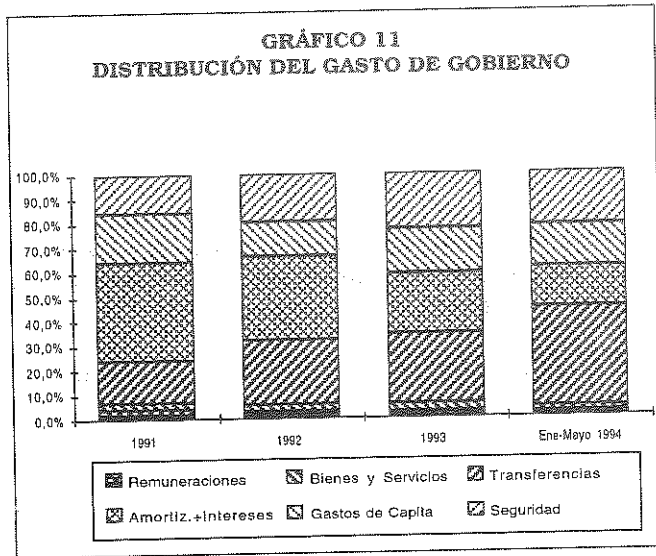
En el caso de las tarifas de telefonía, éstas se incrementaron ligeramente en lo que va del año. Es necesario recordar que la empresa concesionaria podrá aumentar los precios siempre que no excedan las tarifas tope establecidas en el contrato de privatización. Dicha tarifa se reducirá en términos reales, durante los cinco próximos años, para reflejar la reducción de costos que la nueva inversión en telecomunicaciones deberá generar (véase el gráfico 10).



⁷ Recuérdese que existe una sobrestimación importante en el dato del PBI nominal, producto de la sobrestimación del IPC. Probablemente, la presión tributaria supera en la actualidad el 13.5% del PBI.

Política de gasto

En lo que va del año continúa la tendencia al incremento del gasto de capital (véase el gráfico 11). Por su parte, los gastos corrientes se han mantenido en los mismos niveles del primer semestre de 1993, aunque su composición ha variado sustancialmente. Así, durante el primer semestre del año se han reducido los montos pagados por concepto de intereses de la deuda pública y se han incrementado las transferencias del Gobierno Central hacia las instituciones públicas descentralizadas.



El gasto social realizado a través de FONCODES se ha concentrado en infraestructura social (fundamentalmente escuelas), por encima de lo previsto en el presupuesto presentado al CCD a fines de 1993. Asimismo, el grado de avance respecto de lo presupuestado es bastante reducido, durante el primer semestre se ha ejecutado sólo el 29% de lo programado. Por lo tanto, el gasto de FONCODES sería sustancialmente menor al ejecutado durante el mismo periodo en 1993 (véase el cuadro 3).

Resultado económico

El Gobierno Central arrojó un superávit equivalente al 3.6% del PBI durante el primer trimestre de 1994 (2.8% si se excluye los ingresos de privatización), como resultado de la política fiscal descrita anteriormente. Esta cifra es mayor al superávit registrado durante el primer trimestre del año anterior (equivalente a 3.1% y 1.7% del PBI, respectivamente).

Es interesante señalar que el resultado económico del sector público consolidado se ubica en 3.1% del PBI, en el primer trimestre del año, e implica un cambio de tendencia respecto a los déficit incurridos durante los tres últimos trimestres de 1993 (véase el cuadro 4).

POLÍTICA MONETARIA

Emisión y multiplicador bancario

Durante el segundo trimestre de 1994, la emisión primaria se incrementó en 187.8 millones de soles, lo que significó una tasa de crecimiento promedio mensual de 3.33%.

Como se observa en el cuadro 5, la mayor parte del incremento en la emisión se debió a fuentes de origen externo. Durante el segundo trimestre de 1994 la compra neta de divisas por parte del BCRP ascendió a 880 millones de soles, equivalente a 403 millones de dólares, lo que representa una intervención mensual promedio de 134 millones de dólares. A pesar de la fuerte intervención en el mercado cambiario, el tipo de cambio se mantuvo estable, en 2.19 soles por dólar, durante el segundo trimestre del año.

Sin embargo, el incremento en la emisión por origen externo se vio compensado por la reducción

**CUADRO 3
GASTO EJECUTADO POR FONCODES
(en millones de US\$)**

	1991-1992	Enero-Mayo 1993	Enero-Mayo 1994	Enero-Junio 1994	Presupuesto 1994	Avance %
Asistencia Social	13.2	9.9	7.7	9.6	36.8	26.1%
Infraestructura Social	41.5	58.5	26.3	31.7	79.2	40.0%
Infraestructura Económica	45.7	32.9	10.0	12.2	71.3	17.1%
Generación de Ingresos y Empleo	9.0	6.0	5.0	6.5	18.0	36.1%
Total	109.5	107.3	49.0	59.9	205.3	29.2%

Fuente: FONCODES.

CUADRO 4
RESULTADO ECONÓMICO DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO
NO FINANCIERO Y SU FINANCIAMIENTO
(como porcentaje del PBI)

	1991				1992				1993				1994
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Ingresos Corrientes GC	9.4	8.8	9.0	9.6	10.8	10.4	11.1	11.5	11.9	10.5	9.9	11.3	12.8
Gastos Corrientes GC	10.0	8.3	8.7	10.1	8.7	8.9	10.2	11.8	8.8	10.4	8.6	11.1	8.1
Ahorro en Cta. Corriente	-0.8	0.3	0.3	-0.5	2.1	1.5	1.0	-0.3	3.1	0.1	1.3	0.3	4.7
Resultado Económico	-1.8	-0.7	-0.9	-2.4	1.0	-0.4	-1.8	-4.0	2.0	-2.2	-1.8	-3.1	2.4
Financiamiento Externo	1.2	1.7	-0.1	4.7	0.9	0.9	1.4	0.6	1.5	1.4	0.5	2.5	-0.5
Financiamiento Interno	0.8	0.9	1.1	-2.3	-1.8	-0.6	0.5	3.4	-3.5	0.8	1.3	0.6	-1.9
Resultado Primario GC	1.4	2.1	1.5	0.2	3.1	1.4	0.3	-1.7	3.1	0.8	-0.5	0.1	3.6
Resultado Primario Sin Privatización GC	1.4	2.1	1.5	0.2	3.1	1.4	0.2	-2.0	1.7	0.7	-0.5	-0.2	2.8
Ahorro en Cta. Cte. RSPNF	0.6	1.5	2.4	0.4	1.4	1.7	0.9	1.2	1.7	1.6	2.3	1.4	1.4
Resultado Económico EEPP	-1.7	-0.5	0.2	-0.6	-0.3	0.2	-0.4	0.3	-0.2	0.2	1.0	0.2	0.1
Resultado Económico RESTOCC	1.2	0.9	1.1	-0.7	0.6	0.3	0.1	-0.3	0.3	0.3	0.2	-0.6	0.6
Resultado Económico GC	-1.8	-0.7	-0.9	-2.4	1.0	-0.4	-1.8	-4.0	2.0	-2.2	-1.8	-3.1	-1.5
Ahorro en Cta. Cte. SPNF	0.0	1.8	2.7	-0.1	3.5	3.2	1.9	0.9	4.8	1.7	3.6	1.7	6.1
Resultado Económico SPNF	-2.3	-0.3	0.4	-3.7	1.3	0.1	-2.1	-4.0	2.1	-1.7	-0.6	-3.5	3.1
Resultado Primario SPNF	1.5	3.1	3.3	-0.6	3.9	2.4	0.6	-1.1	3.6	1.6	1.0	0.0	4.5
Resultado Primario sin Privatización SPNF	1.5	3.1	3.3	-0.6	3.9	2.4	0.5	-1.5	2.2	1.5	1.0	-0.3	3.7

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

CUADRO 5
FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA

	1993				1994					
	I	II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	II	
Variación de la Emisión		114.7	60.9	59.5	218.4	12.8	37.5	42.6	107.7	187.8
Origen Externo		109.7	77.2	2.2	213.9	581.4	121.7	319.6	138.8	580.1
- Compras Netas Mesa de Negociación		137.6	83.3	305	321.1	1064.8	249	387.9	243.1	880.0
- Deuda Pública Externa		-41.5	0	0	0	-469.4	-121.8	-65.6	-33	-220.4
- Compras Netas Sistema Financiero		9.5	-9	-146	-40.3	8	-5.7	0	-74.5	-80.2
- Otros		4.1	2.9	-156.8	-66.9	-22	0.2	-2.7	3.2	0.7
Origen Interno		5	-16.3	57.3	4.5	-568.6	-84.2	-277	-31.1	-392.3
- Depósitos Sector Público		32.2	-8.8	8.6	-12.8	0	0	-38.2	25.9	-12.3
- Valores BCRP		-11.6	-27.4	-17	44.3	-314.8	107.3	-132.6	-84.3	-109.6
- Créditos Banca Múltiple		-23.5	10.4	0.6	-3.6	-6.1	6	-6	0	0
- Dep. Esterilización Sist. Financiero		2.3	0	0	-38.5	1.7	27.4	-79.2	1.4	-50.4
- Depósitos Banco de la Nación		0	0	0	0	-278.6	-236.2	-33.2	15.8	-253.6
- Otros		5.6	9.5	65.1	15.1	29.2	11.3	12.2	10.1	33.6

Fuente: BCRP, Notas Semanales.

en la emisión por factores de origen interno, en especial por la venta de valores por parte del BCRP y por el retiro de depósitos del Banco de la Nación.

Por otro lado, durante el segundo trimestre del año continuó la tendencia creciente del multiplicador bancario -observada desde comienzos del actual gobierno y que se ha acentuado desde el último año- como consecuencia de la caída continua en la preferencia por circulante por parte del público por la mejora en la intermediación financiera.

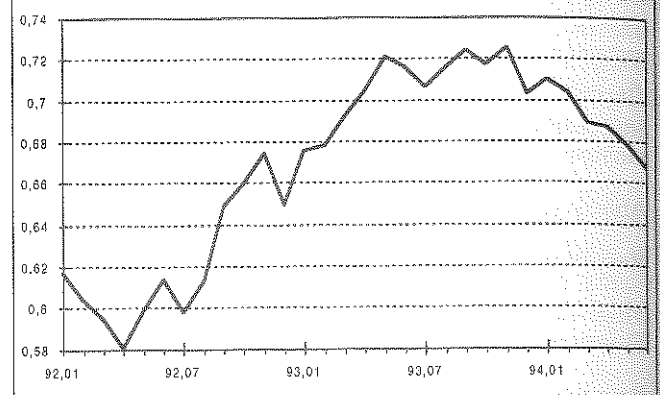
Liquidez y dolarización

La liquidez nominal del sistema bancario aumentó en 1468.3 millones de soles durante el segundo trimestre del año, lo que representa un incremento de 11% respecto al trimestre anterior. El cuadro 6 muestra la evolución de la liquidez total y de sus distintos componentes.

Con relación a la liquidez en moneda nacional, aumentó en 19% mientras que la liquidez en moneda extranjera se incrementó en sólo 7%, acentuándose la tendencia a la desdolarización de la economía que se viene observando desde fines del año 1993. El ratio de liquidez en moneda extranjera como porcentaje de la liquidez total, continuó cayendo durante el segundo trimestre de 1994 (véase el gráfico 12).

En cuanto a los distintos componentes de la liquidez, el crédito interno neto sufrió una fuerte caída durante el segundo trimestre de 1994 debido

GRÁFICO 12
GRADO DE DOLARIZACIÓN
(liquidez ME/liquidez total)



a la pronunciada reducción del crédito al sector público.

Como se mencionó anteriormente, las RIN del sistema bancario aumentaron sustancialmente durante el segundo trimestre de 1994. Esta variación se explica principalmente por la venta, en el mes de mayo, de la Compañía Peruana de Teléfonos a la Telefónica de España, ocasionando un incremento de 1350 millones de dólares. Dicho monto fue depositado en una cuenta bancaria en el exterior, por lo que no ha tenido efecto sobre la emisión. La variación restante en las RIN se ha debido a la compra en mesa de negociación de un monto de 403 millones de dólares, por parte del BCRP, y ha sido atenuada por el pago de 100 millones de dólares, por concepto de deuda externa (véase el cuadro 7).

CUADRO 6
CUENTAS MONETARIAS DEL SISTEMA BANCARIO

	1992	1993				1994	
	IV	I	II	III	IV	I	II
I. Reservas Internacionales Netas (Millones de US\$)	3953.3 2425.0	5151.7 2755	5731.6 2823	5848.0 2746	6289.6 2925	6781.2 3111	10622.9 4851
II. Endeudamiento Neto Exterior Largo Plazo	-7.6	65.8	86.6	169.6	185.6	204.9	197.7
III. Crédito Interno Neto	3087.2	3476.9	4046.0	5097.4	5836.8	6457.4	4091.2
IV. Liquidez Sistema Bancario	7032.9	8694.4	9864.2	11115.0	12312.0	13443.5	14911.8
A. Moneda Nacional	2464.6	2677.6	2801.6	3069.7	3657.2	4177.7	4959.3
B. Moneda Extranjera (Millones de US\$)	4568.3 2803.0	6016.8 3218	7062.6 3479	8045.3 3777	8654.8 4025	9265.8 4250	9952.5 4545

Fuente: BCRP, Notas Semanales.

Cuadro 7
VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRP
(millones de US\$)

	1993				1994				
	I	II	III	IV	I	Abril	Mayo	Junio	II
Variación en RIN	162	306	52	180	378	86	1504	140	1730
Con Efecto en Emisión	58	34	-4	94	265	56	147	63	266
- Compras netas mesa de negociación	80	42	147	149	489	114	178	111	403
- Deuda Externa	-24	0	0	0	-216	-56	-30	-15	-101
- Otros	2	-8	-151	-55	-8	-2	-1	-33	-36
Sin Efecto en Emisión	104	272	56	86	113	30	1357	77	1464
- Depósitos por encaje Sist. Fcro.	74	200	59	71	110	83	-10	56	129
- Depósitos Sector Público	73	-19	21	-26	11	-56	1349	5	1298
- Otros	-43	91	-24	41	-8	3	18	16	37

Fuente: BCRP, Notas Semanales.

SECTOR FINANCIERO

Evolución de la Bolsa de Valores de Lima

Luego de alcanzar un pico en el mes de febrero, la BVL presentó una evolución decreciente durante el segundo trimestre de 1994, tanto en lo que respecta a las cotizaciones (índice general bursátil-IGB) como en los montos negociados reales.

El IGB cayó en términos nominales en 6.1% de marzo a junio de este año, en términos reales dicha caída fue de 9.2%. El monto total negociado en bolsa alcanzó los S/. 2,528 millones durante este trimestre, lo que representó una caída en términos reales de 21% -deflatando de acuerdo al IGB- y de 27% -usando el IPC-. Las razones de esta caída no se explican tanto por fenómenos locales sino por la evolución de los mercados internacionales de capitales (sensibilidad de la BVL a dichos mercados, el alza desde marzo de las tasas de interés en Estados Unidos y la devaluación del dólar frente al marco y el yen, entre otros). De otro lado, la saturación de la BVL ha hecho que su rentabilidad caiga en momentos que otros mercados se convierten en atractivos (Brasil, Sudeste Asiático).

Evolución de las AFPs

En el mes de abril, los balances de las AFPs han mostrado pérdidas superiores a las esperadas,

debido tanto a mayores costos (de publicidad, reclutamiento y entrenamiento de los vendedores, entre los principales) como a menores ingresos.

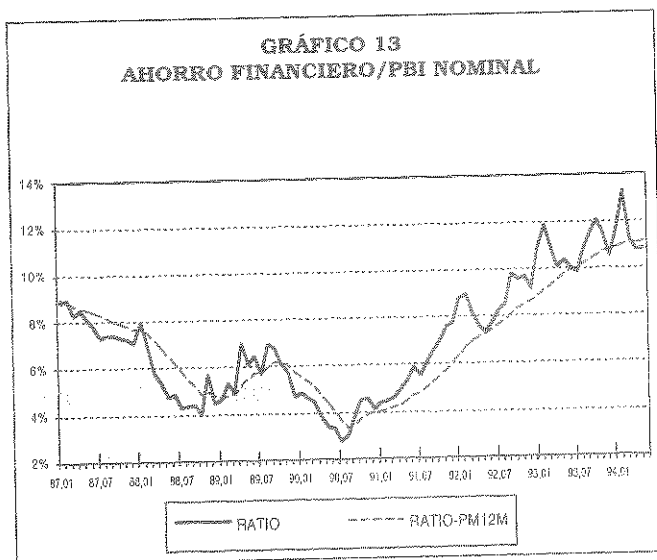
Las proyecciones iniciales establecían, para los primeros doce meses, la inscripción de 1.2 millones de afiliados por un monto de 200 millones de dólares. Sin embargo, a junio sólo se alcanzaron 860,000 afiliaciones por un monto de 120 millones de dólares. Los problemas que han enfrentado las AFPs peruanas son de naturaleza diversa: la composición de la fuerza laboral peruana (con sus bajos ingresos y alto porcentaje de independientes), el incumplimiento por parte del gobierno de emitir los bonos de reconocimiento (debido a problemas de caja) y de las empresas en el pago de los aportes, la insuficiencia de instrumentos financieros alternativos, entre otros. Asimismo, la Bolsa no ha podido ser una alternativa para las AFPs, en cuanto no se han definido aún los mecanismos de catalogación de riesgo.

El sistema bancario

La estabilidad macroeconómica alcanzada ha permitido una significativa recuperación de la intermediación financiera aunque, de acuerdo con los niveles internacionales⁸, sus niveles se mantienen aún muy bajos. El ahorro financiero como porcentaje del PBI se ha elevado de 2.7% en julio de 1990 a 10.8% en mayo de 1994 (véase el gráfico 13). La ligera caída de este ratio durante el segundo

⁸ La distorsión del PBI nominal, como resultado de la hiperinflación, podría estar subvaluando este ratio. La tendencia, sin embargo, se mantendría debido a que dicho sesgo es menor durante el periodo 1990-94 y a que el crecimiento del ratio es bastante dramático.

trimestre de este año (de 13.1% en febrero), se explicaría únicamente por factores estacionales.



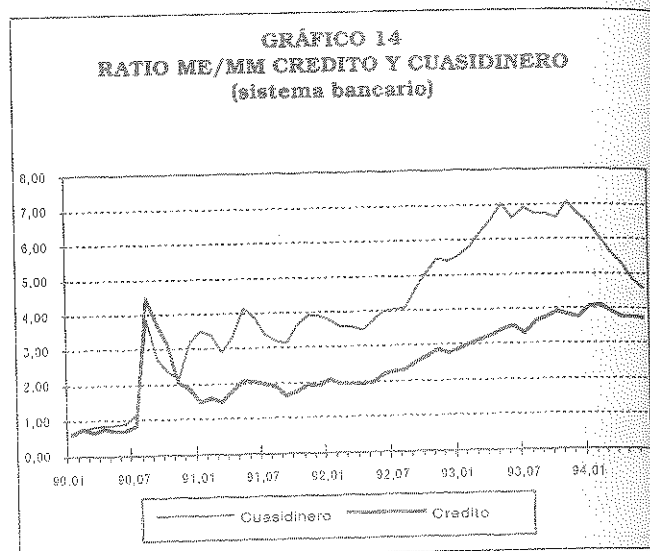
De otro lado, el crédito del sistema bancario mantuvo su tendencia creciente, incrementándose en 5.8% durante el segundo trimestre de este año⁹. Por su parte, el crédito del sistema bancario al sector privado se incrementó en 8.6% durante el mismo periodo, acumulando un tasa de crecimiento de 18.5% para el presente año.

La desdolarización de la liquidez también se ha reflejado en el portafolio del sistema bancario. Tanto los créditos como los depósitos (cuasidinero) han atravesado un proceso de desdolarización desde noviembre del año pasado, siendo dicho proceso más agudo en el caso del cuasidinero (véase el gráfico 14).

La cartera pesada de la banca comercial (como porcentaje de las colocaciones), pese a observar un ligero incremento durante el segundo trimestre de 1994, se encuentra 4.5 puntos porcentuales por debajo de similar trimestre del año anterior, ubicándose actualmente en 8.9%.

Tasas de interés

Las tasas de interés nominales en MN continuaron su tendencia decreciente durante el segundo trimestre, mientras que las tasas en ME mostraron un estancamiento.



Sin embargo, la caída de la inflación durante este trimestre ha planteado que las tasas reales hayan mostrado una recuperación en el mencionado periodo. Además, los diferenciales entre las tasas pasivas en MN y ME se han reducido considerablemente (1.9% real anual, situación que se ha mantenido estable durante el trimestre), mientras que los diferenciales entre las tasas activas siguen siendo significativos (la tasa anual real en MN es 33% mayor a su equivalente en ME).

¿Cómo se explica el mantenimiento de tal diferencial? Una primera explicación -aunque no es la principal- sería la percepción de un alto riesgo cambiario, por parte de los bancos, asociado a una alta dolarización de sus pasivos¹⁰. La disminución del impuesto efectivo a los activos en el caso de empresas bancarias y la remuneración al encaje en ME serían otras variables que han afectado el margen neto en ME, más allá del *spread* aquí analizado¹¹. El gráfico 15 muestra que el margen neto nominal en ME ha mostrado una tendencia marcadamente creciente durante todo este año, pasando de 3.1% en diciembre de 1993 a 4.3% en julio de este año y que, al mismo tiempo, el *spread* nominal en ME se mantuvo relativamente estable. Ello podría sugerir que estos efectos positivos hayan disminuido la necesidad de mantener *spreads* en ME tan altos, a diferencia del caso de MN.

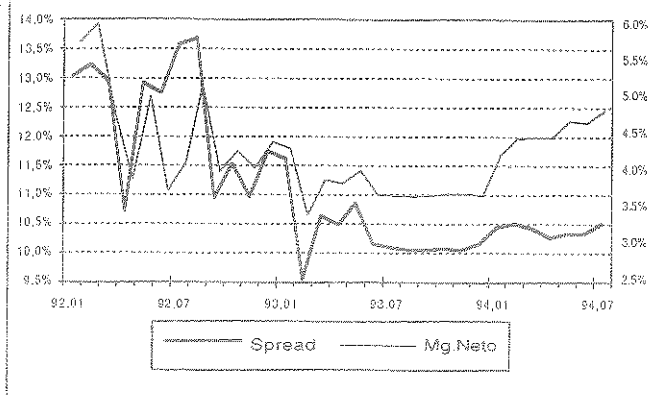
La persistencia de ese diferencial, sin embargo, indicaría que no es simplemente una situación de

9 En esta cifra se considera el crédito neto al sector privado y el crédito bruto al sector público.

10 Obviamente, una percepción de alto riesgo cambiario supondría un supuesto de devaluación esperada por encima de la devaluación registrada en los últimos meses.

11 Luego del cambio en la metodología de medición, la remuneración al encaje en ME ha estado subiendo con la tasa LIBOR.

GRÁFICO 15
SPREAD NOMINAL Y MARGEN NETO EN M/E
(anual-usando Tamex-Tipmex)



desequilibrio frente a variaciones recientes en la devaluación esperada. Tal vez, es una estrategia de los bancos para aprovechar la segmentación del mercado financiero peruano que permitiría sostener (aunque cada vez menos) tasas de interés que implican un exceso de demanda por crédito en dólares y un exceso de oferta por crédito en soles. Sin embargo, las perspectivas de sostener esta estrategia en el largo plazo se ve amenazada tanto por la desdolarización de la economía como por la prevista profundización de la liberación del sistema financiero.

De otro lado, la evolución del *spread* bancario real en MN (aunque aún se mantiene muy alto de

acuerdo a estándares internacionales) continuó mostrando una tendencia general decreciente, cayó de 43.1% real anual en marzo de este año, a 40.2% en junio (véase el cuadro 8). El *spread* en ME, por su parte, se ha mantenido estancado desde principios de año, habiéndose elevado ligeramente en el último trimestre (de 8.1% a 9.4% real anual).

DILEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA: PERSPECTIVAS DEL TCR DE EQUILIBRIO DE MEDIANO PLAZO

El atraso cambiario ha sido uno de los resultados del programa de estabilización y reforma estructural más criticado durante los últimos años. A pesar de las intenciones expresas del gobierno de promover un sector exportador competitivo internacionalmente, los intentos del BCRP por devaluar el TCR han fracasado. La meta de tipo de cambio nominal planteada en el Presupuesto de la República de S/. 2.73 por dólar para fines de 1994 es poco probable, ya que se estima que no supere los S/. 2.45 por dólar para fin de año.

En este punto se realizan proyecciones de la evolución futura del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), para determinar cuál debería ser la tendencia correcta del TCR de corto plazo.

El TCRE es un concepto dinámico y se define como el precio relativo entre transables y no transables que, para un valor de equilibrio de largo

CUADRO 8
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS REALES

Tasas de Interés Reales Efectivas Mensuales en MN

	TAMEX	TAMN	TIPMEX	TIPMN	TAMEX-MN	IPMEX-MN	TAHMEX-MN	SPREAD ME	SPREAD MN
93.03	1.3%	2.4%	0.5%	-2.7%	-1.1%	3.2%	1.9%	0.81%	5.11%
93.06	2.3%	3.6%	1.5%	-0.5%	-1.3%	2.0%	0.8%	0.78%	4.08%
93.09	1.7%	3.5%	1.0%	-0.4%	-1.8%	1.3%	0.3%	0.77%	3.89%
93.12	-2.2%	2.1%	-3.0%	-1.4%	-4.3%	-1.6%	-2.4%	0.75%	3.45%
94.03	-0.9%	2.1%	-1.7%	-1.3%	-3.0%	-0.4%	-1.1%	0.78%	3.42%
94.06	0.4%	2.7%	-0.4%	-0.3%	-2.3%	-0.2%	-0.7%	0.78%	2.93%

Tasas de Interés Reales Efectivas Anuales en MN

	TAMEX	TAMN	TIPMEX	TIPMN	TAMEX-MN	IPMEX-MN	TAHMEX-MN	SPREAD ME	SPREAD MN
93.03	17.0%	33.2%	6.3%	-27.9%	-16.2%	34.2%	21.7%	10.7%	61.1%
93.06	31.3%	52.7%	19.8%	-5.7%	-21.4%	25.5%	10.8%	11.5%	58.4%
93.09	22.9%	51.3%	12.2%	-4.4%	-28.5%	16.6%	3.6%	10.7%	55.7%
93.12	-23.5%	28.0%	-30.2%	-15.3%	-51.4%	-14.9%	-23.4%	6.8%	43.3%
94.03	-10.1%	28.6%	-18.2%	-14.6%	-38.7%	-3.6%	-11.3%	8.1%	43.1%
94.06	4.4%	37.2%	-4.9%	-3.0%	-32.7%	-1.9%	-8.7%	9.4%	40.2%

plazo de otras variables como aranceles, precios internacionales, flujos de capital, permite alcanzar simultáneamente el equilibrio interno y externo. En este contexto, el equilibrio interno implica que el mercado de no transables se equilibra tanto en el corto plazo como en el futuro. El equilibrio externo, por el contrario, implicaría que el país satisface su restricción presupuestaria intertemporal (el valor presente neto del flujo de balanza de pagos es cero o positivo). Dentro de esta definición es posible que un país en el corto plazo tenga una cuenta corriente de la balanza de pagos deficitaria, si se preve que en el futuro va a generar los recursos para repagar los capitales que permitieron financiar dicho déficit (véase Edwards, 1988).

Mientras que el TCRE sólo se ve afectado por los llamados fundamentos (precios internacionales, flujos de capital, tasas de interés internacionales, etcétera), el TCR de corto plazo responde a cambios tanto en variables reales como monetarias, motivo por el cual estas variables usualmente no coinciden.

Si se preve que el TCRE de mediano plazo está subiendo, entonces no tiene sentido permitir que el TCR en el corto plazo decrezca porque se estarían generando costos de ajuste innecesarios. Por ejemplo, si se piensa que la caída en las tasas de interés norteamericanas es un fenómeno transitorio que deprime el TCR de corto plazo, entonces el gobierno debería intervenir para mantener el TCR. Sin embargo, si las razones que explican el deterioro del TCR son permanentes, entonces tratar de mantener el TCR por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo sería una labor costosa y probablemente infructuosa.

Esta discusión es importante por sus implicancias de política económica. Por ejemplo, si la tendencia para los siguientes años apunta a un deterioro de la Balanza de Pagos, no estamos en una situación de equilibrio intertemporal sostenible y sería necesario intervenir con el TCR para elevarlo. Si por el contrario, los indicadores muestran que el país va a seguir acumulando reservas internacionales, entonces el gobierno debería dejar que se deteriore el TCR.

Para poder determinar en cuál escenario nos encontramos, se realizará un breve ejercicio de proyección de la Balanza de Pagos con el objetivo de enriquecer la discusión y tratar de identificar cuáles son los puntos en los que se debería profundizar la investigación. En consecuencia, los escenarios que se postulan son sólo referenciales.

A continuación se revisan y comentan las proyecciones del FMI y del BCRP sobre la evolución de la inflación y balanza de pagos para el periodo 1995-2000, para luego proponer un set de proyecciones alternativo.

Proyecciones del FMI

El cuadro 9 presenta las proyecciones de balanza de pagos elaboradas por el FMI durante el primer trimestre de 1993, antes de la firma del Acuerdo de Facilidad Ampliada con el Perú. Estas proyecciones sirvieron de marco para negociar con el Club de París y suponen una recuperación del Producto Bruto Interno (PBI) a lo largo de la década.

Las proyecciones del FMI predicen:

- i) Una reducción en el ritmo de acumulación de RIN.
- ii) Un déficit continuo aunque decreciente en la balanza comercial que se explicaría por un crecimiento optimista de la exportaciones - debido a proyecciones favorables en los precios internacionales- y por suponer un crecimiento anual en el *quantum* exportado superior al 5%.
- iii) El deterioro sostenido y pronunciado de los servicios financieros del orden de los -1635 millones de dólares en 1994 a -2337 millones para el año 2000, reflejando la presión por servicio de deuda externa. Los servicios no financieros, de otro lado, se deteriorarían aunque moderadamente.
- iv) El ingreso considerable de capitales de corto y largo plazo que permitirían que la balanza de pagos no sea deficitaria.
- v) Un notable aumento de los capitales a largo plazo, básicamente por el incremento en la cuenta de refinanciación y otros capitales. Los desembolsos, luego de descender el año 1994, iniciarían un moderado crecimiento. Se esperaría que el pago por concepto de amortización de la deuda externa se estabilice aproximadamente en 800 millones de dólares anuales.
- vi) El incremento de los capitales privados (que incluye capitales a corto plazo, errores y omisiones) de 1563 millones de dólares en 1994 a 2288 millones para el año 2000, como consecuencia de los ingresos por privatización y el incremento de la inversión extranjera.

CUADRO 9
PROYECCIÓN DE BALANZA DE PAGOS DEL FMI: 1994-2000

	Supuestos Macroeconómicos						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PBI Real (var %)	3.3%	6.1%	5.4%	8.1%	7.7%	8.6%	7.4%
Inflación	15.0%	9.2%					
Balanza de Pagos (millones de US\$)							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I. BALANZA CUENTA CORRIENTE	-2479	-2541	-2665	-2784	-2996	-3188	-3233
A. Balanza Comercial	-483	-378	-391	-424	-427	-423	-379
1. Exportaciones FOB	3711	4046	4398	4781	5201	5664	6204
2. Importaciones FOB	-4194	-4424	-4789	-5204	-5628	-6087	-6583
B. Servicios Financieros	-1635	-1719	-1800	-1868	-2057	-2267	-2337
C. Serv. no financieros	-673	-739	-781	-812	-844	-843	-876
D. Transferencias	312	295	307	319	332	345	359
II. BALANZA DE CAPITALS	2608	2647	2815	2934	3176	3399	3470
E. Sector Público	1045	846	818	967	1231	1162	1182
3. Desembolsos	344	289	436	481	503	564	631
4. Amortización 1/	-882	-900	-901	-913	-784	-634	-827
5. Refin. y otros cap.	1583	1457	1283	1399	1512	1232	1378
F. Sector Privado 2/	1563	1801	1998	1967	1945	2238	2288
III. BALANZA DE PAGOS	129	106	150	150	180	211	237

1/ Incluye repagos u obligaciones diferidas o reprogramadas y amortización de financiamiento oficial adicional.

2/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones.

En nuestra opinión, estos supuestos son bastante optimistas; en particular, en lo que se refiere a la evolución de la balanza comercial y al incremento de los capitales privados.

Proyecciones del BCRP

El cuadro 10 presenta la proyección de ciertas variables macroeconómicas y de balanza de pagos para el periodo 1994-2000, elaborado en febrero de 1994 por el BCRP. Es importante mencionar que estas proyecciones suponen el logro de ciertas metas inflacionarias y por lo tanto, la inflación deja de ser un resultado y se convierte en un supuesto. De acuerdo con el programa económico 1993-1995, presentado como sustento al Acuerdo de Facilidad Ampliada, se establece una tasa de inflación de un dígito en 1995; ésta continuaría descendiendo hasta 1997, año a partir del cual se

estabilizaría en 5%. Además, se supone que la tasa de devaluación del tipo de cambio sería ligeramente superior a la inflación, lo que explicaría (junto a la evolución de la inflación externa) la recuperación del tipo de cambio real durante todo el periodo, a un ritmo de 3% anual.

Las principales predicciones de este escenario, con respecto a la balanza de pagos son:

- i) Al igual que en el caso anterior, una reducción en el ritmo de acumulación de RIN, como consecuencia de un severo deterioro de la balanza en cuenta corriente frente a un importante incremento de los capitales a largo plazo.
- ii) Se mantendrían los niveles actuales de déficit comercial (500 millones de dólares) hasta 1997. A partir de entonces, se observaría un crecimiento importante de las exportaciones mine-

CUADRO 10
PROYECCIÓN DE BALANZA DE PAGOS DEL BCRP: 1994-2000

	Supuestos Macroeconómicos						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PBI Real (var %)	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.5%
Inflación	20.0%	9.2%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Tipo de Cambio Promedio	2.4	2.72	2.93	3.12	3.27	3.43	3.6
Tipo de Cambio Real (var %)	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	Balanza de Pagos (millones de US\$)						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I. BALANZA CUENTA CORRIENTE	-2309	-2674	-2839	-2977	-2908	-2503	-2326
A. Balanza Comercial	-569	-579	-575	-559	-364	70	399
1. Exportaciones FOB	3565	3910	4269	4692	5068	5541	6150
2. Importaciones FOB	-4134	-4489	-4845	-5251	-5431	-5472	-5751
B. Servicios Financieros	-1534	-1475	-1591	-1675	-1782	-1902	-2042
3. Sector Público	-1365	-1300	-1372	-1426	-1461	-1514	-1596
4. Sector Privado	-169	-175	-219	-249	-321	-388	-446
C. Servicios no financieros	-784	-876	-934	-1009	-1029	-939	-956
D. Transferencias	578	256	261	266	267	268	273
II. CAPITALS A LARGO PLAZO	1513	2029	1591	1901	2148	2069	1944
E. Sector Público	823	1135	846	929	1079	1315	1429
5. Desembolsos	602	625	398	439	492	554	619
6. Refinanciación	1371	574	508	514	507	496	766
a. De amortización	368	186	55	59	54	45	315
b. De intereses	1003	388	453	455	453	451	451
7. Amortización	-1009	-850	-804	-796	-722	-573	-734
8. Otros capitales	-141	786	744	772	802	838	778
F. Sector Privado	690	894	745	972	1069	754	515
G. Cap. Corto Plazo y e.y.o	1328	930	1267	1106	810	728	615
III. BALANZA DE PAGOS	532	285	19	30	50	294	233

ras y no tradicionales (debido tanto al aumento en el precio como en el volumen exportado), con lo cual se terminaría el siglo con superávit comercial. Se supone un crecimiento moderado de las importaciones, especialmente de las importaciones privadas de bienes de consumo y de bienes de capital.

iii) Los servicios financieros se duplicarían para el año 2000, como consecuencia de la mayor presión de pagos del servicio de la deuda externa.

iv) Los pagos por servicios no financieros también se incrementarían por el crecimiento de servicios vinculados con el comercio exterior como fletes y servicios diversos (reaseguros, comunicaciones y servicios de inversión directa).

v) Los capitales a largo plazo del sector público mostrarían una considerable mejoría, debido a un flujo sostenido de desembolsos y refinanciaciones y a un paulatino descenso en la amortización de la deuda.

vi) Los capitales del sector privado mostrarían, en los próximos 5 años, importantes incrementos por los flujos esperados de inversión extranjera, para descender posteriormente hasta 500 millones de dólares.

vii) Por último, se esperaría que los capitales a corto plazo y errores y omisiones superen los niveles actuales, durante los próximos 4 años, para luego descender paulatinamente.

Observaciones y presentación de un escenario alternativo

Antes de presentar el escenario alternativo, es conveniente hacer algunas observaciones a las proyecciones anteriores:

- i) Ambas proyecciones consideran un escenario muy favorable, tanto en términos de precios como de volumen exportado. Si bien es de esperarse que los mayores flujos de inversión extranjera incrementen las exportaciones de minerales e hidrocarburos, estos proyectos de inversión recién rendirán fruto a partir de fines de siglo (véase el anexo 1) y algunos incluso, después del año 2000. La apuesta de un mayor crecimiento de las exportaciones descansa en que los productos no tradicionales se incrementen notablemente, lo cual es difícil si se mantiene el contexto actual de retraso cambiario. La proyección que se presenta en el escenario alternativo, es más moderada en el caso de las exportaciones.
- ii) El escenario propuesto por el BCRP considera un incremento poco significativo de las importaciones, que no es consistente con el ritmo supuesto de crecimiento del PBI ni con los flujos esperados de la inversión extranjera. Las proyecciones del FMI son más realistas en este punto y similares a las adoptadas más adelante.
- iii) La combinación de los supuestos sobre la evolución futura de las exportaciones e importaciones, arroja una balanza comercial más favorable (o menos deficitaria) que la esperada. En especial, el BCRP supone una balanza comercial positiva a partir de 1999, resultado poco probable porque el superávit comercial recién podría ser alcanzado la primera década del siguiente siglo.
- iv) Las proyecciones de capitales a corto plazo son muy favorables si tomamos en cuenta el descenso en la rentabilidad promedio de los distintos activos financieros en el país (depósitos en M/E, acciones en bolsa) y el costo del crédito frente a la tendencia de crecimiento en las tasas de interés internacionales. El escenario propuesto castiga estas cifras a partir del año 1999.
- v) Ninguno de los escenarios consideró el ingreso de divisas por la privatización de CPT y Entel Perú. Como consecuencia, los resultados de las proyecciones de la balanza de pagos, para el

año 1994, estarán muy por debajo del valor real. El incremento en RIN, en lo que va de 1994, ha sido de 1875 millones de dólares y se espera que esta cifra siga creciendo hasta fines de año.

- vi) Los escenarios anteriores tampoco contemplan la firma de un Plan Brady con la Banca Internacional. En la actualidad, el Perú no sirve la deuda a la banca comercial y es probable que exista presión de los organismos internacionales para llevar a cabo -antes de la renovación del acuerdo de Facilidad Ampliada con el FMI- negociaciones de manera exitosa. De no renovarse dicho acuerdo, es probable que el Club de París deje de refinanciar nuestra deuda, el Perú se vería en dificultades para atenderla y se tendría que pensar en la firma de un Plan Brady (aunque en un largo plazo). Por este motivo, las proyecciones, hasta el año 1996, no han incluido los efectos de una reducción en el pago de la deuda. El escenario que se presenta a continuación asume un esquema de reducción de deuda similar al negociado por Costa Rica y Ecuador (véase anexo 2). La firma del Plan Brady merece ser discutido a profundidad, ya que un acuerdo de este tipo incrementaría el servicio de la deuda externa y por ende, la presión sobre la balanza de pagos. Por lo tanto, es necesario analizar los potenciales beneficios de esta estrategia.

El escenario alternativo propuesto en el cuadro 11 predice una ligera pérdida de RIN, hacia finales del periodo, que afectaría de manera muy marginal el stock de reservas internacionales del país que debería mantenerse, desde 1994 hasta fines del siglo, en alrededor de 5000 millones de dólares.

La evidencia presentada en este informe indicaría:

- i) Una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real a lo largo de todo el periodo. Es decir, que el ritmo de inflación interna probablemente, supere al ritmo devaluatorio.
- ii) A pesar de que se preve un gran déficit comercial hasta el año 2000 y pagos importantes para atender el servicio de la deuda externa, los ingresos de capital a largo plazo (por privatización e inversión extranjera) evitarán problemas de balanza de pagos y permitirán que el país mantenga un nivel de reservas elevado durante los siguientes cinco años. Después del año 2000 probablemente, se materialicen grandes proyectos como Camisea y otras

CUADRO 11
PROYECCIÓN DE BALANZA DE PAGOS ALTERNATIVA: 1994-2000

	SUPUESTOS MACROECONOMICOS						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PBI Real (var %)	9.0%	9.9%	8.6%	7.1%	7.9%	7.3%	7.3%
Inflación	20.0%	14.9%	7.2%	9.5%	7.1%	7.8%	5.6%
Tipo de Cambio Promedio	2.3	2.62	2.74	2.95	3.09	3.25	3.37
Tipo de Cambio Real (var %)	0.3%	-3.0%	-2.5%	-1.8%	-1.9%	-2.4%	-2.0%
BALANZA DE PAGOS (millones de US\$)							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I. BALANZA CUENTA CORRIENTE	-2378	-2900	-3056	-2983	-2981	-2998	-2935
A. Balanza Comercial	-663	-875	-915	-822	-702	-537	-340
1. Exportaciones FOB	3665	3832	4119	4428	4760	5217	5780
2. Importaciones FOB	-4328	-4707	-5034	-5250	-5462	-5754	-6120
B. Servicios Financieros	-1534	-1470	-1578	-1556	-1677	-1797	-1916
3. Sector Público	-1365	-1295	-1359	-1307	-1356	-1409	-1470
4. Sector Privado	-169	-175	-219	-249	-321	-388	-446
C. Servicios no financieros -759	-811	-824	-871	-869	-933	-952	
D. Transferencias	578	256	261	266	267	268	273
II. CAPITALÉS A LARGO PLAZO	3322	2029	1591	1901	2148	2219	2244
E. Sector Público	823	1135	846	929	1079	1315	1429
5. Desembolsos	602	625	736	439	492	554	619
6. Refinanciación	1371	574	508	514	507	496	766
a. De amortización	368	186	55	59	54	45	315
b. De intereses	1003	388	453	455	453	451	451
7. Amortización	-1009	-850	-1142	-796	-722	-573	-734
8. Otros capitales	-141	786	744	772	802	838	778
F. Sector Privado	2499	894	745	972	1069	904	815
G. Cap. Corto Plazo y e.y.o 1328	930	1267	1106	810	728	615	
III. BALANZA DE PAGOS	2272	59	-198	24	-23	-51	-76
RESERVAS INTERNAC. NETAS	5197	5256	5057	5081	5058	5007	4931

operaciones mineras que serían fuentes importantes de divisas. Por ello, es factible esperar una balanza comercial superavitaria para principios del siguiente siglo.

En este contexto, todo indicaría que las fuerzas del mercado de mediano plazo tenderían a que el TCRE se establezca a un nivel más bajo que el actual.

ANEXOS

Anexo 1

PROYECCIÓN DE LAS EXPORTACIONES MINERAS 1995-2000

A continuación, se presenta un estimado del incremento en exportaciones que generarían los principales proyectos de inversión mineros durante el siguiente quinquenio. Este cuadro no incluye aquellos proyectos de inversión que deben rendir sus frutos después del año 2000, ya que en la actualidad están siendo estudiados por diferentes compañías extranjeras como Cambior, Anglo American, Cominco, entre otras. La información contenida en este cuadro, más el incremento potencial en las exportaciones de productos no tradicionales, explica el incremento en las exportaciones considerado en el escenario presentado en el texto.

Anexo 2

ESQUEMA DE REDUCCIÓN DE DEUDA CON LA BANCA INTERNACIONAL

La carta de intención firmada por el gobierno peruano con el FMI, durante el primer semestre de 1994, contempla la firma de un Plan Brady para la reducción de la deuda pública externa, de mediano y largo plazo, con la banca comercial. Sin embargo, dada la proximidad de la campaña electoral, resulta improbable que el gobierno toque el tema de la deuda antes del cambio de gobierno el 28 de julio

de 1995. Todo indicaría que dicho Plan se estaría implementando recién el año 1996, fecha en la cual se estima que la deuda -por concepto de principal e intereses- ascendería aproximadamente a 6392 millones de dólares (sin incluir moras).

Las experiencias latinoamericanas y de otros países, en la renegociación de su deuda con la banca comercial internacional, nos muestran que usualmente ofrecen varias opciones a los acreedores para que éstos escojan. Las principales opciones propuestas (y aplicadas) dentro de estos esquemas de reducción de deuda han sido la recompra directa, el canje de deuda por bonos y programas de conversión de deuda en inversión, donación u otros proyectos de desarrollo.

A continuación se plantea un escenario de Plan Brady, a ser aplicado en 1996, bajo una modalidad similar a la efectuada por Ecuador en 1994 (los cálculos fueron hechos en base al modelo de Symansky y Tryon, véase Hendrick y Pereda (1993)), por ser la última experiencia de este tipo que se aproxima más al caso peruano. Las modalidades ofrecidas por Ecuador a los bancos acreedores, tanto para el caso de renegociación del principal como de los intereses mas no las moras, incluyeron únicamente la emisión de bonos a la par y bonos con descuento y no la recompra directa. Sin embargo, en experiencias previas (por ejemplo, Costa Rica en 1990), se incluyeron también la posibilidad de recompra directa, aunque la mayoría de los bancos acreedores prefirió los bonos. Al respecto, si bien el precio de la deuda peruana en el mercado secundario bordea el 50%, se considera que este precio es muy elevado e inconsistente con un

INCREMENTO DE LAS EXPORTACIONES MINERAS CON RESPECTO A 1994 (millones de dólares)

PROYECTO MINERO	1995	1996	1997	1998	1999	2000
QUELLAVECO (COBRE)	0	0	0	0	213	221
CERRO VERDE (COBRE)	0	0	71	73	77	79
SPCC (COBRE)	71	74	77	79	83	86
SHOUGANG (HIERRO)	62	64	66	67	68	70
YANACocha (ORO)	137	143	144	148	151	155
ISCAYCRUZ (ZINC)	0	76	80	86	91	97
PODEROSA (ORO)	6	7	7	7	7	7
RETAMAS (ORO)	5	5	5	5	6	6
CONDESTABLE (COBRE)	18	19	20	20	21	22
LOS INKAS (ORO)	1	1	1	1	2	2
TOTAL	301	389	470	487	718	744

esquema de renegociación, razón por la cual se asume una tasa del 35% para las proyecciones.

Para la proyección de la deuda a 1996, se aplica una tasa de 6% al valor de la deuda registrado oficialmente a junio de 1993: US\$ 3119 millones de principal y US\$ 2735 millones de intereses, no se incluyen moras en la renegociación. El ejercicio supone que del total adeudado por concepto de principal proyectado a 1996, US\$ 3,405 millones, se canjearía el 50% (US\$ 1703 millones) por bonos a la par con vencimiento a 30 años. Éstos representarían una carga por concepto de intereses de US\$ 38 millones anuales, considerando una tasa de interés de 4%; aunque sólo se pagaría 2.2% porque se mantiene el valor nominal de la deuda. El costo de colateralizar el principal y un año de intereses, para la adquisición de Bonos del Tesoro norteamericano, sería de US\$ 292 millones.

El 50% restante del principal se canjearía por bonos con descuento, también con vencimiento a 30 años, lo cual implicaría una reducción del 35% de la deuda antigua. Es decir, los bonos tendrían un valor de intercambio de 65 centavos por cada dólar de deuda. Esto implicaría una emisión de bonos por US\$ 1107 millones, un pago anual por concepto de intereses de US\$ 63 millones anuales (a una tasa de 5.7% anual) y requeriría una garantía por US\$ 208 millones. Siguiendo este mecanismo, se obtendría una reducción de deuda de US\$ 596 millones.

En lo referente a los intereses, para el año 1996, éstos ascenderían a US\$ 2986 millones y serían canjeados por bonos a la par (a una tasa nominal

de 3.5% pagándose únicamente 2%). Esta operación representaría una carga, por concepto de servicio de los bonos, de US\$ 59 millones anuales y un costo de colateralización de US\$ 497 millones.

Este esquema implicaría para el gobierno peruano una carga total por concepto de intereses anuales de US\$ 160 millones, un costo de colateralización de US\$ 997 millones y la reducción de la deuda de sólo US\$ 596 millones. La situación podría agravarse si la tasa LIBOR continúa su tendencia al alza, en la medida que los pagos de intereses se fijan con relación a ella. Por lo tanto, y pese a que en la negociación ecuatoriana no se incluyó, se ha considerado la posibilidad de recompra directa de al menos parte de la deuda (sobre todo en un contexto en que no hay escasez de divisas). De esta forma, se lograría un recorte efectivo de la misma sin tener que preocuparnos posteriormente, por la presión de pagos futuros de intereses (véase el Escenario 1).

Por ejemplo, si asumimos un esquema de recompra directa del 25% del principal -canjeando el resto en partes iguales entre bonos a la par y con descuento- y si mantenemos inalterado el esquema para el caso de los intereses: se tendría que hacer un desembolso de US\$ 298 millones, por concepto de intereses se pagaría anualmente US\$ 135 millones, el costo de colateralizar sería de US\$ 872 millones y se obtendría un recorte de la deuda de US\$ 1000 millones. La magnitud del desembolso no resultaría tan significativo, tomando en cuenta que se obtendría un alivio en los pagos anuales de US\$ 25 millones (véase el Escenario 2).

Escenario 1
(millones US\$)

Tipo de Deuda	Monto	Modalidad	Nueva Deuda	Reduc.	Servic. Anual	Colat
Principal	1703	Bonos par	1703	Cero	38	292
Principal	1703	Bonos dcto.	1107	596	63	208
Intereses	2986	Bonos par	2986	Cero	59	497
Total	6392	--	5796	596	160	997

Escenario 2
(millones US\$)

Tipo de Deuda	Monto	Modalidad	Nueva Deuda	Reduc.	Servic. Anual	Colat
Principal	851	Recompra	Cero	553	Cero	Cero
Principal	1277	Bonos par	1277	Cero	29	219
Principal	1277	Bonos deto.	830	447	47	156
Intereses	2986	Bonos par	2986	Cero	59	497
Total	6392	--	5093	1000	135	872

Finalizada la exposición del informe de GRADE, intervino Oscar Dancourt, investigador de la Universidad Católica, como comentarista; y a continuación se abrió el diálogo entre los participantes. Los párrafos que siguen están dedicados a reseñar la discusión sostenida, la misma que giró principalmente en torno a tres temas: a) las causas de la reactivación económica; b) la desdolarización del sistema financiero; y c) las perspectivas del tipo de cambio real en el mediano y largo plazo.

Determinantes de la Reactivación

En el transcurso de 1994, las cifras muestran una generalización del crecimiento hacia los sectores cuya oferta depende del nivel de demanda interna. En particular, es el caso de las agrupaciones industriales no vinculadas al procesamiento de bienes primarios. Así, el punto de discusión ya no fue si se está o no creciendo, sino las causas del proceso.

Para algunos participantes, esta generalización del crecimiento ha obedecido principalmente a un efecto multiplicador de la fuerte expansión de los sectores primarios que ocurrió en 1993. Tanto a través de las relaciones insumo producto, como por el incremento de la demanda final, resultante de los mayores niveles de ingreso y empleo en las mencionadas actividades primarias.

Otros analistas subrayaron el papel que habría jugado la mayor disponibilidad y sobre todo el menor costo del crédito. En efecto, durante el primer semestre de 1994, el crédito total del sistema financiero al sector privado ha aumentado en 16% en términos reales. Además, en la medida en que el tipo de cambio nominal ha estado virtualmente estancado y la tasa activa de interés en dólares ha sido inferior a la tasa de inflación doméstica, el costo real del crédito en moneda extranjera ha sido negativo, lo que habría impulsando la rentabilidad y el nivel de actividad en el sector real.

Por otro lado, se enfatizó la importancia de la política fiscal. No sólo el aumento del gasto público, especialmente en inversión, sino también el cambio en su composición. En particular, la menor

participación de los pagos de amortización e intereses en el gasto habría tenido un impacto reactivador. Sin embargo, se anotó que el superávit primario del sector público había crecido; generando un efecto en sentido contrario (disminución de la demanda efectiva). No obstante, este resultado primario podría ser más bien un resultado de la propia reactivación, si se considera que la recaudación tributaria es muy sensible a cambios en el nivel de actividad económica.

Finalmente, se mencionó el dinamismo de la inversión privada, después de muchos años de inestabilidad macroeconómica e institucional. El comportamiento de esta variable tendría cada vez más importancia para superar cuellos de botella en el aparato productivo, conforme se reduzcan los márgenes de capacidad instalada ociosa.

En suma, habrían existido un conjunto de factores determinantes del proceso de reactivación, requiriéndose mayor investigación para dilucidar el peso específico de cada uno.

Desdolarización del Sistema Financiero

Un tema que suscitó polémica fue si la desdolarización era un fenómeno momentáneo o si reflejaba una tendencia de más largo aliento. Al respecto, se señaló que el proceso ha sido bastante lento, y con mayor incidencia en el caso de los depósitos que en el de los créditos. Aún más, una parte de la desdolarización sería una ilusión estadística: en la medida en que el tipo de cambio real ha estado bajando a lo largo del primer semestre de 1994, la participación de la moneda extranjera en la liquidez total ha tendido a caer. En el segundo semestre del año, podría cambiar la tendencia.

Por otro lado, la política del Banco Central ha enfrentado el dilema entre fijar metas cambiarias o monetarias. El parámetro de asegurar un piso al tipo de cambio nominal ha significado un incremento de sus compras netas de divisas de \$ 35 millones mensuales en 1993 a \$ 150 millones mensuales durante el primer semestre de 1994. El efecto sobre la emisión ha sido parcialmente esterilizado gracias al mayor superávit primario del sector público. Por lo menos hasta julio de 1994,

mes que ha mostrado una gran variación de la emisión primaria (29%).

Pero el impacto directo de estas compras de dólares, haciendo abstracción de las entradas de capital, ha sido contribuir a la desdolarización, reduciendo el stock de divisas en manos del público y aumentando el circulante en soles. El problema sería que el superávit primario tiende a disminuir en la segunda mitad del año, reduciendo los grados de libertad del Banco Central para la compra de divisas, si pretende mantener sus metas de emisión monetaria.

Un tercer factor mencionado fue la disminución del sobreencaje de los bancos respecto a los depósitos en soles; lo que ha significado un incremento del multiplicador bancario en moneda nacional. En efecto, el exceso de encaje en soles respecto al monto exigible se ha reducido de niveles del orden de 60% a principios de 1994 a alrededor de 7% a mediados del año. Así, esta tendencia estaría llegando a un límite (sobreencaje nulo).

En resumen, la discusión consiste en si la desdolarización responde a una tendencia sostenida del público a trasladarse hacia la moneda nacional o si obedece a factores más coyunturales.

Perspectivas del Tipo de Cambio Real

La proyección de GRADE de la balanza de pagos hasta el año 2000, prevé una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real (TCR). Ello no generaría mayores problemas, pues los grandes déficit en la cuenta corriente serían financiados entretanto con ingresos de capital, manteniéndose el nivel de reservas internacionales en alrededor de \$ 5000 millones. Después del año 2000, entrarían en operación grandes proyectos de ampliación de la oferta de exportaciones, con mayores niveles de productividad, los cuales serían fuentes de divisas a bajo costo. Así, el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo tendería a la baja, resultando innecesario y hasta contraproducente algún esfuerzo de política para elevar actualmente el precio real de la divisa.

Una primera crítica al escenario planteado fue que supone que el tipo de cambio real se determina exclusivamente en el mercado de flujos; es decir, con base en la entrada y salida de divisas. Sin embargo, el mercado de stocks, las ofertas y demandas de soles y dólares, también desempeñaría un rol. En particular, un aumento de la liquidez real en moneda nacional tendería a elevar el TCR;

sobre todo si se considera que la cantidad de dinero en soles es actualmente muy baja. Al respecto, se replicó que los factores monetarios pueden ser importantes en el corto plazo, pero en el mediano y largo predominarían los determinantes reales, resultando legítimo -en un primer esfuerzo analítico- centrarse en éstos. En cualquier caso, se trata de un tópico que requiere mayor estudio.

Un segundo comentario a la proyección de la balanza de pagos en cuestión, fue que las importaciones estarían subestimadas, con tasas de crecimiento inferiores a las previstas para el PBI. Por el contrario, si se supone un auge en la inversión y el crecimiento, habría que prever un incremento más que proporcional en el nivel de importaciones. Incluso un salto hacia arriba en el coeficiente de elasticidad correspondiente.

Un tercer punto de debate giró en torno a la sostenibilidad de los flujos de capital, que financiarían desequilibrios en cuenta corriente del orden de \$ 3000 millones anuales hasta fines de siglo. Para algunos, las tasas internacionales de interés todavía se encuentran en niveles reducidos respecto a los registros históricos; y continuarían en el mediano plazo con una tendencia al alza. Así, el atractivo de un mercado emergente como el Perú se vería fuertemente menoscabado, y la entrada de capitales podría caer significativamente. En todo caso, se reconoció que el escenario planteado suponía tasas de interés internacionales muy bajas para los siguientes años y que sería necesario revisar estos supuestos, no sólo por el efecto que podría tener sobre los capitales de corto plazo, sino también sobre el incremento en el servicio de la deuda externa post Brady. En suma, se requeriría de un examen más detallado de los flujos de capital de la balanza de pagos.

Por último, se señaló que un TCR tan bajo como el proyectado, implica un modelo de desarrollo basado en sectores primario exportadores con alto componente de renta. Aunque fuera un modelo económicamente viable, se dijo que no era deseable desde el punto de vista social; pues actividades como la minería generan poco empleo. Al respecto, se replicó que en la pesca, el agro y otras actividades con mayor capacidad de generación de empleo también existían reservas de productividad, que permitirían un desarrollo exportador con impacto social. Además, el gasto público, aumentando con el crecimiento global, podría cumplir con una función redistribuidora.

Independientemente de las divergencias de opinión reseñadas, las perspectivas del tipo de cambio real son un elemento clave para el futuro de la

economía peruana. En tal sentido, las proyecciones de balanza de pagos, aunque siempre riesgosas, son una herramienta analítica básica para fundamentar la discusión. Corresponde a GRADE el mérito de haber puesto sobre la mesa sus propias

proyecciones, estimulando este análisis. Mediante aproximaciones sucesivas, y considerando escenarios alternativos, la comunidad académica podrá ir precisando los términos del debate y las opciones de política.

REFERENCIAS

- Alfaro, L. (1997). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 77, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (1998). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 80, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (1999). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 83, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2000). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 86, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2001). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 89, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2002). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 92, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2003). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 95, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2004). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 98, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2005). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 101, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2006). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 104, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2007). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 107, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2008). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 110, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2009). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 113, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2010). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 116, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2011). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 119, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2012). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 122, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2013). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 125, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2014). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 128, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2015). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 131, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2016). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 134, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2017). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 137, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2018). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 140, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2019). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 143, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2020). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 146, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2021). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 149, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2022). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 152, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2023). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 155, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2024). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 158, pp. 11-24.
- Alfaro, L. (2025). "El Perú: un caso de éxito en el desarrollo de América Latina". *Revista de Economía Industrial*, No. 161, pp. 11-24.

ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

CIUP

Punto de equilibrio. Publicación mensual del equipo de análisis de Coyuntura Económica. Julio 1994.

Apuntes 34. Revista de Ciencias Sociales. Primer semestre 1994.

Velarde, Julio y Rodríguez, Martha. El programa de estabilización peruano: evaluación del período 1991-1993. Documento de trabajo N° 18. Junio 1994.

Yamada, Gustavo. Estrategias de desarrollo, asistencia financiera oficial e inversión privada directa: la experiencia japonesa. Documento de trabajo N° 17. Junio 1994.

Yamada, Gustavo. Autoempleo e informalidad urbana: teoría y evidencia empírica de Lima Metropolitana, 1985-86 y 1990. Cuadernos de investigación N° 22. Mayo 1994.

Cannock, Geoffrey y Gonzales-Zúñiga, Alberto. Economía agraria. 1994.

Galarza, Elsa y Malarín Héctor. Lineamientos para el manejo eficiente de los recursos en el sector pesquero industrial peruano. Documento de trabajo N° 16. Febrero 1994.

Cruz-Saco, María Ampuero. Macroeconomía de una economía abierta. Enero 1994.

Cortez, Jorge. Técnicas estadísticas de predicción aplicables en el campo empresarial. Enero 1994.

DESCO

Guzmán, Rosa y Gamero, Julio. Dispersión salarial en la industria peruana 1965-1988. Documento de trabajo N° 2. Junio 1994.

Távora, José. Cooperando para competir. Redes de producción en la pequeña industria peruana. Abril 1994.

Távora, José. La política industrial 1990-1993: diagnóstico y opciones. Documento de trabajo N° 1. Abril 1994.

Campodónico, Humberto; Castillo, Manuel y Quispe, Andrés. De poder a poder. Diciembre 1993.

Revista Pretextos N° 5. Noviembre 1993. Publicación de la División de Investigaciones. Noviembre 1993.

Castillo, Manuel. La escena astillada (crisis, acumulación y actores sociales). Cuadernos DESCO N° 18, 1992.

GRADE

Avances de investigación. Educación y Macroeconomía. Boletín N° 1. Junio 1994.

Terrones, Marco y Nagamine, Javier. Reorientación de la política monetaria en el Perú: avances y problemas.

Pascó-Font, Alberto y Montoya, Andrés. Incentivos económicos y protección ambiental: una revisión de la experiencia norteamericana y europea.

Revilla, Julio. Producción cocalera y migración campesina en el Perú. Notas para el debate N° 11. Diciembre 1993.

McLauchlan de Arregui, Patricia (editora). Educación superior en América Latina: políticas comparadas. Notas para el Debate N° 10. Noviembre 1993.

McLauchlan de Arregui, Patricia. Empleo, ingresos y ocupación de los profesionales y técnicos en el Perú.

Terrones, Marco y Calderón, César. Educación, capital humano y crecimiento: el caso de América Latina.

Astin, Alexander. La "libre elección" de la escuela: ¿un atractivo ilusorio?

Coleman, James. Algunas cuestiones sobre la "libre elección" de la escuela.

Sernau, Scott. Elecciones educativas racionales y de las otras: un comentario sobre el artículo de Coleman. Notas para el debate N° 9. Noviembre 1993.

Terrones, Marco y Calderón César. El ciclo económico en el Perú. Documento de Trabajo N° 20. Julio 1993.

IEP

Romero, Lucía y Collazos, Paul. ¿Restricción externa o decisión de portafolio? Perú 1980-1990. Documento de trabajo N° 65. Julio 1994.

Revista Argumentos N° 20. Boletín de coyuntura política y económica. Junio 1994.

Gonzales de Olarte, Efraín. Ajuste estructural y reforma de la economía fiscal en el Perú. Documento de trabajo N° 64. Junio 1994.

Hopkins, Raúl. Agricultura, tasa de cambio y política macroeconómica en una economía en desarrollo: el caso peruano. Documento de trabajo N° 62. Marzo 1994.

Contreras, Carlos. Sobre los orígenes de la explosión demográfica en el Perú: 1876-1940. Documento de trabajo N° 61. Marzo 1994.

Verdera, Francisco. La investigación en economía en los últimos 25 años. Un esbozo preliminar. Documento de trabajo N° 60. Marzo 1994.

Verdera, Francisco. El mercado de trabajo de Lima Metropolitana: Estructura y evolución, 1970-1990. Documento de trabajo N° 59. Marzo 1994.

PUCP

Fairlie, Alan. Una lectura peruana del plan de convertibilidad argentino. Documento de Trabajo N° 118. Febrero 1994.

Dancourt, Oscar. Sobre el atraso cambiario y la repatriación de capitales en una economía dolarizada. Documento de Trabajo N° 117. Noviembre 1993.

Dancourt, Oscar y Rojas Julio. El Perú desde 1990: ¿el fin de la restricción externa? Documento de Trabajo N° 116. Noviembre 1993.

Canales, Gloria. Dolarización y fragilidad financiera en el Perú. Documento de Trabajo N° 115. Noviembre 1993.

Fairlie, Alan. Precios relativos y cambio de régimen en el Perú: del fracaso de la heterodoxia a la hiperinflación. Documento de Trabajo N° 114. Octubre 1993.

Tello, Mario. Mecanismos hacia el crecimiento económico. El enfoque de la organización industrial en el sector manufacturero peruano, 1970-1987. Agosto 1993.

Figueroa, Adolfo. Crisis distributiva en el Perú. Marzo 1993.

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
Máximo Vega Centeno - PUCP
Francisco Verdera - IEP
Juan Julio Wicht - CIUP

Secretario
Ejecutivo: Javier Portocarrero Maisch

Coordinación: Jr. León de la Fuente 110 Magdalena

AUSPICIO

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

Cuidado de impresión: Mónica Nerio N.

Edición: Carmen Salas

Nota: El Consorcio de Investigación Económica no comparte necesariamente el contenido de los informes trimestrales de coyuntura económica, que son elaborados rotativamente por los Centros.